

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No 3
September/septembre 1997**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	183
Sommaire	184
Sommario	185
Abstracts	186
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	187
Situation économique et monétaire	211
<hr/>	
Bertrand Rime: Impact de l'Union monétaire sur le porte- feuille à variance minimale	237
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	247
Chronique monétaire	247

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 187-210)

In den grossen Industrieländern entwickelte sich die Konjunktur im zweiten Quartal 1997 unterschiedlich. Während die Wirtschaft in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien kräftig und breit abgestützt wuchs, war die konjunkturelle Erholung in Japan und auf dem europäischen Kontinent unausgeglichen. In Deutschland und Frankreich bildeten die Exporte eine wichtige Konjunkturstütze, während die Binnennachfrage insgesamt flau blieb. In Italien stützte dagegen hauptsächlich der private Konsum das noch schwache Wirtschaftswachstum. Infolge der geringen Inflationsgefahr liessen die Zentralbanken der Vereinigten Staaten, Japans, Deutschlands und Frankreichs im zweiten Quartal die Leitzinsen unverändert. In Grossbritannien straffte die Zentralbank die Geldpolitik, um einer konjunkturellen Überhitzung vorzubeugen. In Italien wurden die Leitzinsen gesenkt. Die langfristigen Zinssätze waren im allgemeinen leicht rückläufig. Die Devisenmärkte waren im zweiten Quartal geprägt vom Höhenflug des Dollars und einer deutlichen Schwäche der D-Mark. Im Juli verloren die Währungen verschiedener Länder Südostasiens teilweise erheblich an Wert.

In der Schweiz besserte sich die Wirtschaftslage im zweiten Quartal, vor allem aufgrund der anziehenden Exporte. Die inländische Nachfrage blieb insgesamt verhalten; während der private Konsum leicht stieg, bildeten sich die Bauinvestitionen zurück. Die jüngsten Konjunkturtests deuten darauf hin, dass sich die Lage im zweiten Halbjahr weiter aufhellen dürfte. Die Nationalbank ver-

sorgte im zweiten Quartal die Banken grosszügig mit Liquidität, um der Erstarung des Frankens entgegenzuwirken. In der Folge gingen die Geldmarktsätze zurück. Die langfristigen Zinsen sanken aufgrund der geringen Teuerungsgefahr nochmals leicht. Die Notenbankgeldmenge wuchs weniger stark als in der Vorperiode. Sie lag indessen weiterhin über dem mittelfristigen Zielpfad.

Auswirkung der Währungsunion auf das Minimum-Varianz-Portfolio (S. ...-...)

Für das Jahr 1999 sieht der Maastricht-Vertrag die Schaffung einer Währungsunion (EWU) mit dem Euro als Einheitswährung vor. Die Einführung des Euro beeinflusst den Investitionsentscheid eines Anlegers in zweierlei Hinsicht: Erstens reduziert die Ersetzung der nationalen Währungen die Diversifikationsmöglichkeiten, und zweitens können Euroanlagen ein anderes Risikoprofil aufweisen als die alten Anlagen in den nationalen Währungen. Der Aufsatz analysiert den Einfluss dieser zwei Faktoren auf das Minimum-Varianz-Portfolio, das sich aus europäischen, japanischen und amerikanischen Aktien- und Obligationenindizes zusammensetzt. Das Minimum-Varianz-Portfolio wird für Anleger innerhalb und ausserhalb der EWU für jeweils drei Szenarien geschätzt: Im ersten Szenario hat der Euro die gleichen Eigenschaften wie in der Vergangenheit die D-Mark; im zweiten verhält er sich wie die italienische Lira; und im dritten Szenario weist er mit gleicher Wahrscheinlichkeit die Charakteristiken der D-Mark oder der Lira auf.

Sommaire

Situation économique et monétaire

(p. ...-...)

Au deuxième trimestre de 1997, la conjoncture économique n'a pas évolué de manière homogène dans les grands pays industrialisés. Les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont bénéficié d'une croissance vigoureuse et reposant sur une large assise. Par contre, le Japon et le continent européen ont enregistré une reprise basée uniquement sur peu de composantes de la demande. En Allemagne et en France, les exportations ont joué un rôle moteur, la demande intérieure restant dans l'ensemble sans tonus. En Italie, la consommation privée a été le principal soutien de la croissance encore fragile. Le danger inflationniste étant faible, les banques centrales des Etats-Unis, du Japon, d'Allemagne et de France ont maintenu inchangés leurs taux directeurs au deuxième trimestre. La Banque d'Angleterre a pour sa part resserré les rênes monétaires pour prévenir une surchauffe de la conjoncture. En Italie, les taux directeurs ont été réduits. Les taux d'intérêt à long terme ont en général diminué légèrement. La fermeté du dollar et la nette faiblesse du mark allemand ont été les deux faits saillants des marchés des changes au deuxième trimestre. En juillet, les cours des monnaies de plusieurs pays du Sud-Est asiatique ont chuté.

L'économie suisse a enregistré une embellie au deuxième trimestre, grâce surtout à la vigueur des exportations. La demande intérieure est restée dans l'ensemble peu soutenue; la consommation privée a quelque peu progressé, mais les investissements ont reculé dans le domaine de la construction. Il ressort des plus récentes enquêtes conjoncturelles que la situation devrait continuer à s'améliorer dans la seconde moitié de l'année.

Au deuxième trimestre, la Banque nationale a alimenté plus généreusement les banques en liquidités pour contrecarrer la hausse du franc. Les rémunérations servies sur le marché monétaire ont alors diminué. Les taux d'intérêt à long terme se sont eux aussi repliés légèrement, le danger inflationniste n'étant pas menaçant. D'un trimestre à l'autre, la progression de la monnaie centrale s'est ralentie. Toutefois, l'agrégat évoluait toujours au-dessus de son sentier de croissance à moyen terme.

Impact de l'Union monétaire sur le portefeuille à variance minimale (p. ...-...)

Le traité de Maastricht prévoit la création d'une Union économique et monétaire (UEM) pour 1999. L'introduction de l'euro affectera doublement les choix de portefeuille des investisseurs. Premièrement, le remplacement des monnaies nationales des pays participants par la monnaie unique provoquera une raréfaction des possibilités de diversification. Deuxièmement, le profil de risque des investissements en euro sera différent de celui des anciens investissements dans les monnaies nationales. La présente étude analyse l'impact de ces deux facteurs sur le portefeuille à variance minimale. Les indices des actions et des obligations d'Europe, du Japon et des Etats-Unis constituent les possibilités de placement envisagées. Nous estimons le portefeuille à variance minimale d'investisseurs situés à l'intérieur et à l'extérieur de l'Union monétaire en fonction de trois scénarios: UEM stable, avec un euro ayant les propriétés de l'ancien mark allemand; UEM instable, avec un euro ayant les propriétés de l'ancienne lire italienne; UEM mixte, avec un euro ayant des chances égales de correspondre au mark ou à la lire.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 187-...)

Nel secondo trimestre del 1997, lo sviluppo congiunturale dei grandi paesi industriali è stato eterogeneo. Mentre negli Stati Uniti e in Gran Bretagna la crescita economica è stata vigorosa e ben fondata, la ripresa congiunturale del Giappone e dell'Europa continentale non è stata equilibrata. In Germania e in Francia, le esportazioni hanno costituito un sostegno importante della congiuntura; la domanda interna è invece rimasta poco vigorosa. In Italia sono stati invece principalmente i consumi privati a sostenere la crescita economica, ancora debole. Dato il modesto pericolo d'inflazione, le banche centrali degli Stati Uniti, del Giappone, della Germania e della Francia hanno mantenuto invariati i tassi ufficiali nel secondo trimestre. In Gran Bretagna, la banca centrale ha fatto ricorso a una politica monetaria più restrittiva allo scopo di prevenire un surriscaldamento congiunturale. In Italia, i tassi ufficiali sono stati ridotti. I tassi a lunga scadenza sono in generale lievemente calati. Nel secondo trimestre, i mercati delle divise sono stati caratterizzati dall'impennata del dollaro e dal netto indebolimento del marco tedesco. In luglio, le monete di diversi paesi del Sud-Est asiatico si sono deprezzate, in alcuni casi in misura considerevole.

In Svizzera, la situazione economica è migliorata nel corso del secondo trimestre, soprattutto grazie all'aumento delle esportazioni. La domanda interna è rimasta complessivamente contenuta: mentre il consumo privato ha registrato un lieve aumento, gli investimenti nell'edilizia si sono ridotti. Gli ultimi test congiunturali lasciano prevedere un ulteriore miglioramento della situazione per la seconda metà dell'anno. Per far fronte

all'apprezzamento del franco svizzero, la Banca nazionale ha provveduto ad un generoso approvigionamento in liquidità delle banche. I tassi d'interesse sul mercato monetario si sono quindi ridotti. I tassi a lunga scadenza sono nuovamente calati a causa del modesto rischio d'inflazione. La base monetaria è cresciuta meno che nel periodo precedente, rimanendo tuttavia al di sopra della direttrice di crescita a medio termine.

Influsso dell'Unione monetaria sul portafoglio minimum variance (p. ...-...)

Il trattato di Maastricht prevede la creazione di un'Unione monetaria europea (UME) entro il 1999, con l'introduzione di una moneta unica: l'euro. L'introduzione dell'euro avrà un'influenza durevole sulle scelte di portafoglio. Da un lato, la sostituzione delle monete nazionali dei paesi partecipanti con la moneta unica determinerà una diminuzione delle possibilità di diversificazione. In secondo luogo, il profilo di rischio dei collocamenti in euro sarà differente da quello dei precedenti investimenti in monete nazionali. Lo studio si propone di analizzare l'influsso di questi due fattori su un portafoglio di tipo minimum variance. Le possibilità di collocamento considerate sono gli indici delle azioni e delle obbligazioni in Europa, Giappone e Stati Uniti. Stimiamo il portafoglio minimum variance di investitori situati all'interno e all'esterno dell'unione monetaria in funzione di tre scenari: UME stabile, con un euro avente le proprietà del vecchio marco tedesco; UME instabile, con un euro avente le proprietà della vecchia lira italiana; UME mista, con un euro avente delle probabilità equivalenti di corrispondere al marco o alla lira.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 187-...)

Economic activity developed unevenly in the major industrialised countries in the second quarter of 1997. While in the United States and in the United Kingdom the economy grew vigorously and across a broad front, Japan and the European continent witnessed an erratic recovery. In Germany and France exports were a major pillar of the economy; domestic demand, however, on the whole remained sluggish. Italy contrasted with this picture, with economic expansion, still weak as yet, being supported primarily by private consumption. Because the danger of inflation was negligible, the central banks of the United States, Japan, Germany and France left the benchmark rates unchanged in the second quarter. In the United Kingdom the central bank tightened monetary policy in order to prevent overheating of the economy. Italy lowered its key rates. Long-term interest rates were, by and large, on a slight decline. The foreign exchange markets were characterised by the high-flying dollar and a pronounced D-Mark weakness in the second quarter. In July the currencies of various countries in Southeast Asia depreciated, some of them substantially.

In Switzerland, the economic situation improved in the second quarter, largely as a result of increasing exports. Domestic demand remained muted on the whole; while private consumption rose slightly, building investment declined. The latest economic surveys indicate a further possible amelioration in the second half-year. In the

period under review the National Bank provided the banks with abundant liquidity in an attempt to counteract the rise of the Swiss franc. Subsequently money market rates receded. With the danger of inflation almost banished, long-term interest rates again fell slightly. The monetary base grew less rapidly than in the previous period, but remained above the medium-term target path.

The implications of the Monetary Union for minimum variance portfolios (pp. ...-...)

The Maastricht Treaty provides for the creation of a Monetary Union (EMU) in 1999, which implies the introduction of a single currency: the euro. The introduction of the euro will affect investors' portfolio choices in two ways. First, the replacement of the national currencies of the member countries by the single currency will narrow the possibilities of diversification. Second, the risk profile of euro investments will not be the same as that of the former investments in the national currencies. This study analyses the implications of these two factors for minimum variance portfolios. Investment possibilities comprise the bond and stock indexes of Europe, Japan and the United States. We estimate the minimum variance portfolio for investors located inside and outside EMU on the basis of three different scenarios: a stable EMU, with a euro having the properties of the former German mark; an unstable EMU, with a euro having the properties of the former Italian lira; a mixed EMU, with a euro having an equal chance of corresponding to the mark or the lira.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrats vom 26. September 1997*

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

1. Ausland

Konjunkturerwicklung

Im zweiten Quartal 1997 entwickelte sich die Konjunktur in den grossen Industrieländern unterschiedlich. In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien wuchs die Wirtschaft weiterhin kräftig und breit abgestützt. In Japan und auf dem europäischen Kontinent setzte sich die Konjunkturerholung fort, blieb jedoch unausgeglichen. In Deutschland und Frankreich bildeten die Exporte die wichtigste Konjunkturstütze, während die Binnennachfrage insgesamt flau war. In Italien verbesserte sich die wirtschaftliche Lage geringfügig, insbesondere aufgrund des privaten Konsums.

Auch die jüngste Konjunkturumfrage der EU widerspiegelte die anhaltende Schwäche der Binnennachfrage. Die Konsumentenstimmung hellt sich nur langsam auf. Die Bauwirtschaft beurteilt ihre Lage weiterhin als schwierig. Dagegen zeigt

sich die Industrie dank steigender Exportaufträge zuversichtlicher.

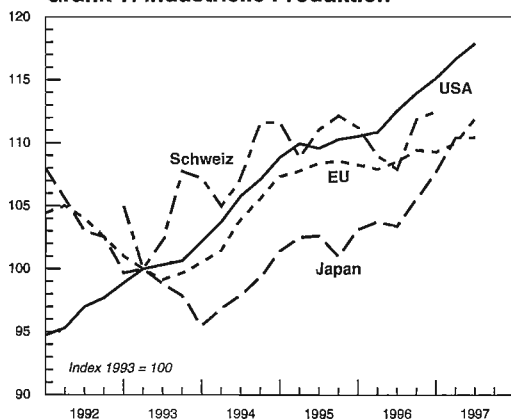
Die Arbeitslosigkeit bildete sich im zweiten Quartal in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien aufgrund der günstigen Wirtschaftslage weiter zurück. In den grossen kontinentaleuropäischen Ländern blieb die Lage auf dem Arbeitsmarkt unverändert düster. In allen drei Ländern erhöhte sich die Arbeitslosenquote weiter. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EU verharrte im zweiten Quartal bei 10,8%.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene durchschnittliche Teuerung der OECD-Länder (ohne Türkei) war rückläufig. Im Juni betrug sie 2,7%, gegenüber 3,3% im März.

Wirtschaftspolitik

In den Vereinigten Staaten blieb die Inflationsgefahr gering. Die amerikanische Zentralbank liess deshalb den Tagesgeldsatz unverändert, nachdem sie ihn im März um einen viertel Prozentpunkt angehoben hatte. Auch die Zentralbanken Deutschlands, Frankreichs und Japans hielten an ihrem geldpolitischen Kurs fest. Das japanische Parlament gewährte der Zentralbank mehr Autonomie. Die Bank von Japan soll ab April 1998 ihre geldpolitischen Entscheide unabhängig von der Regierung treffen können. Die Bank von England straffte die Geldpolitik, um einer konjunkturellen Überhitzung vorzubeugen. Zwischen Mai und August erhöhte sie ihren Leitzins schrittweise um insgesamt einen Prozentpunkt. Dagegen nahm die italienische Zentralbank den Diskont- und den Lombard-

Grafik 1: Industrielle Produktion



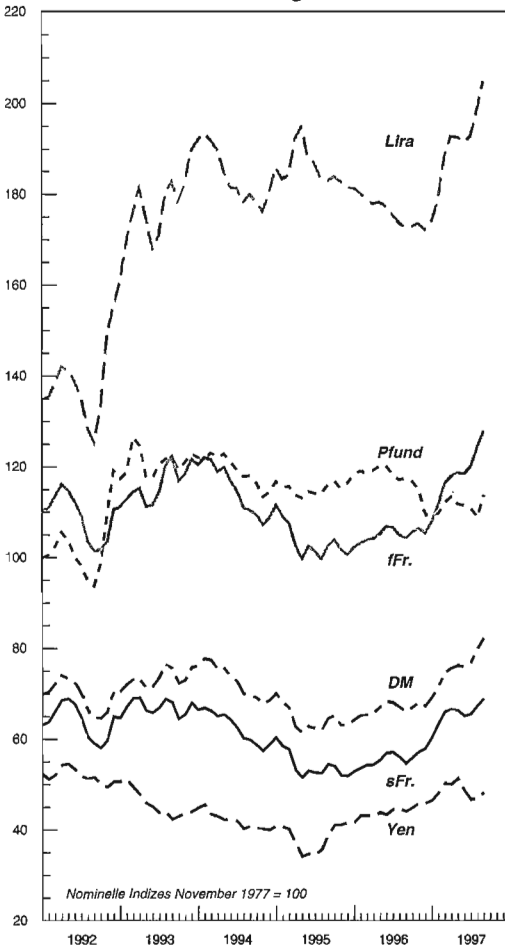
Quellen: OECD, Main Economic Indicators; BfS

* Der Bericht wurde am 4. September verabschiedet. Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussehenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

satz Ende Juni angesichts der schwachen Konjunktur und der stark gesunkenen Teuerung um einen weiteren halben Prozentpunkt zurück.

Während die kurzfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien im zweiten Quartal geringfügig stiegen, gingen die Kapitalmarktsätze im Laufe des Quartals in beiden Ländern zurück. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer weiterhin mit einer tiefen Teuerung rechnen. Auch in Italien sanken die langfristigen Zinsen, während sie in Deutschland, Frankreich und Japan annähernd auf dem Niveau der Vorperiode verharrten.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Das kräftige Wirtschaftswachstum führte in den Vereinigten Staaten im Finanzjahr 1996/97 zu einem markanten Rückgang des Staatsdefizits. In Deutschland und Frankreich verschlechterten sich dagegen die öffentlichen Finanzen, vor allem infolge der steigenden Arbeitslosigkeit.

Devisenmarkt

Im zweiten Quartal prägten der Höhenflug des Dollars und die deutliche Schwäche der D-Mark die Entwicklungen an den Devisenmärkten. Die Kursverschiebungen widerspiegeln vor allem die strukturellen Probleme der deutschen Wirtschaft und weitverbreitete Zweifel an der Stabilität der künftigen gemeinsamen Währung.

Von April bis August stieg der Dollar gegenüber der D-Mark um 7,6%. Während der Dollar auch gegenüber dem Franken weiter an Wert gewann (+3%), bildete er sich im Vergleich zum Yen um 3,4% zurück. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs des Dollars lag im zweiten Quartal um 6,2% über dem Vorjahresstand.

Die D-Mark verlor nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber anderen Währungen an Wert. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs der D-Mark und des Franc lagen im zweiten Quartal um je 3,8% unter ihrem Vorjahreswert, derjenige der Lira um 1,8%.

Im Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems weitete sich der Abstand zwischen der schwächsten und der stärksten Währung, dem irischen Pfund, bis im August auf 13% aus. Die schwächsten Währungen waren der Franc und die Lira.

Das britische Pfund profitierte von seiner Rolle als hochverzinsliche Alternative ausserhalb des Wechselkursmechanismus und wertete sich kräftig auf. Gegenüber der D-Mark erreichte das Pfund im Juli einen Kurs von 3,06 D-Mark und damit einen seit dem Jahre 1990 nicht mehr erreichten Höchststand. Ende August schloss die britische Währung um 5,8% fester als im April. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs des britischen Pfundes erhöhte sich binnen Jahresfrist um 17,6%.

Der Yen festigte sich im Laufe des zweiten Quartals gegenüber dem Dollar. Mit 119 Yen pro Dollar wurde er Ende August um 3,4% höher als im April gehandelt. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs des Yen lag im zweiten Quartal aber immer noch um 9,4% unter seinem Vorjahresniveau.

Europäische Integration

Mitte Juni 1997 trat die erste Verordnung über die Einführung des Euro in Kraft. Darin ist festgehalten, dass per 1. Januar 1999 die ECU im Verhältnis 1:1 durch den Euro ersetzt wird. Die Einführung darf gemäss der Verordnung die rechtliche Gültigkeit von Verträgen, die auf ECU oder nationale Währungen lauten, nicht beeinflussen.

Der Europäische Rat legte die Grundzüge des Wechselkursmechanismus fest, der für diejenigen Mitgliedstaaten gelten wird, die nicht an der Währungsunion teilnehmen. Die Grundzüge lauten wie folgt:

- die Leitkurse werden im Verhältnis zum Euro definiert,
- die erlaubte Schwankungsbreite um die Leitkurse wird wie bisher im EWS $\pm 15\%$ betragen,
- Interventionen am oberen bzw. unteren Rand des Wechselkursbandes werden im Prinzip automatisch und unbegrenzt sein,
- die Interventionen können eingestellt werden, falls sie das primäre Ziel der Geldpolitik, die Preisstabilität, gefährden,
- alle Beteiligten, die Europäische Zentralbank eingeschlossen, können ein vertrauliches Prozedere einleiten mit dem Ziel, die Leitkurse zu überprüfen,
- die Beteiligung am Wechselkursmechanismus wird freiwillig sein.

Nach der positiven Bewertung der entsprechenden Gesuche durch die Europäische Kommission wird die EU voraussichtlich im Jahre 1998 mit Zypern, Polen, Ungarn, Tschechien, Slowenien und Estland Beitrittsverhandlungen aufnehmen.

Internationale Währungsprobleme

Die tschechische Zentralbank ging Ende Mai infolge der schlechten Wirtschaftslage zu einem System des Managed Floating über. Daraufhin verlor die Krone um rund 11% an Wert. In Bulgarien wurde Anfang Juli der Kurs des Lew an die D-Mark gebunden. Die Anbindung, die mit der Einsetzung eines Currency Board einherging, bedeutet, dass die Zentralbank den Kurs der Geldpolitik nicht mehr autonom bestimmen kann. Die Einsetzung des Currency Board ist Teil eines Kreditabkommens mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zur Bekämpfung der Wirtschafts- und Finanzkrise.

In Thailand brach Anfang Juli eine Finanzkrise aus, die auf Solvenzprobleme im Banken- und Finanzsektor zurückgeht. In der Folge gab Thailand den Kurs seiner bisher eng an den amerikanischen Dollar gebundenen Währung frei. Der thailändische Baht verlor darauf bis Ende August rund 25% seines Wertes. Mitte August bewilligte der IWF einen Bereitschaftskredit in Höhe von 2,9 Mrd. Sonderziehungsrechte (SZR), d.h. etwa 3,9 Mrd. Dollar an Thailand. Dieser ist Bestandteil eines Finanzpakets in Höhe von 16,7 Mrd. Dollar, an dem sich verschiedene asiatische Länder, insbesondere Japan, sowie die asiatische Entwicklungsbank und die Weltbank beteiligen. Nötigenfalls wird Thailand auch von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bzw. den dahinterstehenden Ländern Finanzhilfe gewährt. Der Kredit des IWF ist mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden, die das Ertragsbilanzdefizit verringern sollen. Die Auflagen betreffen hauptsächlich die Wechselkurse, die Fiskalpolitik sowie die Restrukturierung des Bankensystems.

Die Währungsturbulenzen griffen auch auf andere Länder Südostasiens über, allerdings mit geringerer Heftigkeit. Indonesien, Malaysia, die Philippinen und Südkorea mussten eine Abwertung ihrer Währung hinnehmen. Die Philippinen stockten eine bestehende Erweiterte Kreditvereinbarung mit dem IWF im Umfang von 474,5 Mio. SZR um 316,7 Mio. SZR auf. Thailand und die Philippinen sind die ersten beiden Länder, die der IWF mit seinem neu geschaffenen Finanzierungsmechanismus für Notfälle (Emergency Financing Mechanism) rasch unterstützen konnte.

Anfang August verabschiedete der IWF Richtlinien für eine gute Regierungsführung («good governance»). Diese erlauben ihm, seine Mitgliedländer vermehrt auf Missstände (z.B. Bestechung, Korruption, Missbrauch öffentlicher Ressourcen) hinzuweisen und Reformen vorzuschlagen, sofern die wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigt wird. Der IWF kann Kredite zurückhalten, falls ein Land verlangte Korrekturmassnahmen nicht durchführt.

2. Schweiz

In der Schweiz besserte sich die Konjunkturlage im zweiten Quartal 1997. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode deutlich zu und lag leicht über dem Vorjahresstand. Die wichtigste Konjunkturstütze bildeten die Exporte. Die inländische Nachfrage blieb dagegen insgesamt verhalten. Während der private Konsum anzog, nahm die Investitionstätigkeit infolge der weiterhin sinkenden Bauinvestitionen erneut ab. Der Rückgang fiel aber kleiner aus als in den beiden Vorquartalen.

Die Konjunkturtests der KOF/ETH deuten auf eine Aufhellung der Konjunkturlage hin. Der Geschäftsgang in der Industrie verbesserte sich, und die Kapazitätsauslastung stieg. Die stärksten Impulse gingen zwar nach wie vom Exportsektor aus, doch erzielten auch die binnenorientierten Unternehmen Fortschritte. Die Aussichten für die kommenden Monate sind günstig. Sowohl die ausland- als auch die binnenorientierten Unternehmen erwarten weiter steigende Bestellungen und eine höhere Produktion.

Am Arbeitsmarkt gab es Anzeichen einer Besserung. Der Manpower-Stellenindex stieg zum ersten Mal seit zwei Jahren. Die Arbeitslosenquote bildete sich von 5,4% im März auf 5,2% im Juli zurück. Dieser Rückgang dürfte aber zum grössten Teil auf die von den Kantonen im Rahmen der Beschäftigungsprogramme geschaffenen Stellen zurückzuführen sein.

Die Teuerung betrug zwischen April und August durchschnittlich 0,5%. Bei den inländischen Gütern gab sie leicht nach; bei den ausländischen Gütern stieg sie deutlich.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im zweiten Quartal durchschnittlich 32,8 Mrd.

Franken. Sie übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 5,8% und den Stand des vierten Quartals 1996 um 3,1% (Jahresrate: 6,3%). Damit wuchs sie etwas weniger stark als die Nationalbank erwartet hatte. Die leichte Unterschreitung des prognostizierten Wertes von 32,9 Mrd. Franken war hauptsächlich auf eine Überschätzung des Notenumlaufs zurückzuführen. Die Girogut haben nahmen stärker als erwartet zu, da die Nationalbank die Liquidität am Geldmarkt im Mai ausweitete, um der Aufwertungstendenz des Frankens entgegenzuwirken. Für das dritte Quartal rechnet die Nationalbank mit einem durchschnittlichen Stand der Notenbankgeldmenge von 32,9 Mrd. Franken. Sie geht davon aus, dass sich das Geldmengenwachstum weiter verlangsamten wird.

Der Dreimonatssatz des Frankens am Euromarkt lag Ende Juli bei 1,4%, nachdem er in der zweiten Maihälfte vorübergehend auf 1% gesunken war. Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen bildete sich bis Ende Juni auf 3,2% zurück. Im August stieg sie wieder leicht auf 3,3%.

Der exportgewichtete reale Wechselkurs des Frankens nahm im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode zu. Er lag noch um 7,4% tiefer als vor Jahresfrist. Ins Gewicht fiel die reale Höherbewertung gegenüber der D-Mark. Diese machte die Abschwächung gegenüber dem Dollar, dem britischen Pfund und dem Yen mehr als wett.

B. Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten verlangsamte sich der Aufschwung im zweiten Quartal. Das Wirtschaftswachstum lag aber weiterhin über dem Rahmen des längerfristigen Potentials. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode auf das Jahr hochgerechnet um 3,6% und lag um 3,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand (1. Quartal: 4%). Dämpfend wirkten das schwächere Wachstum des privaten Konsums sowie der Rückgang der Bauinvestitionen. Die übrigen Komponenten des Bruttoinlandprodukts expandierten dagegen weiterhin kräftig. Die Ausrü-

stungsinvestitionen sowie besonders die Exporte stiegen erheblich stärker als in der Vorperiode. Auch die Lager wurden deutlich aufgestockt.

Die leichte Abflachung des Konjunkturaufschwungs widerspiegelte sich in der Produktion der verarbeitenden Industrie. Im Vergleich zum Vorjahr stieg diese um 4,6%, verglichen mit 5,2% im ersten Quartal. Die Kapazitätsauslastung bewegte sich mit 83,4% weiterhin auf hohem Stand.

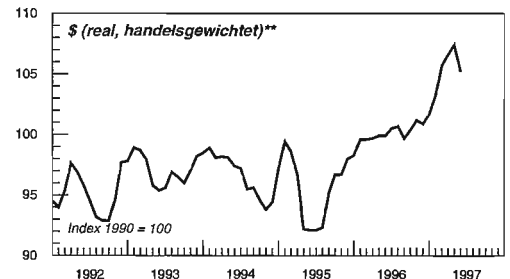
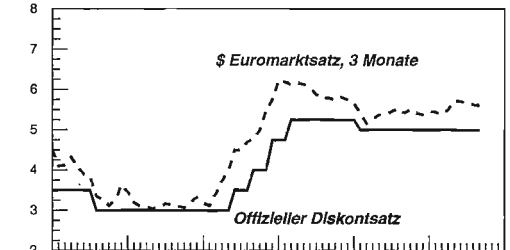
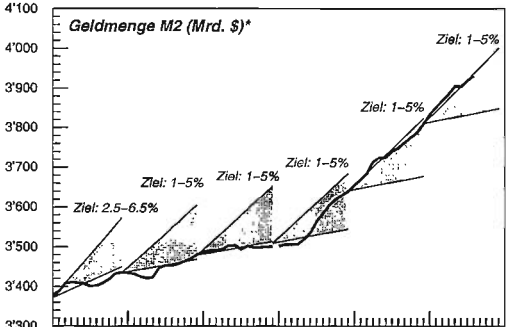
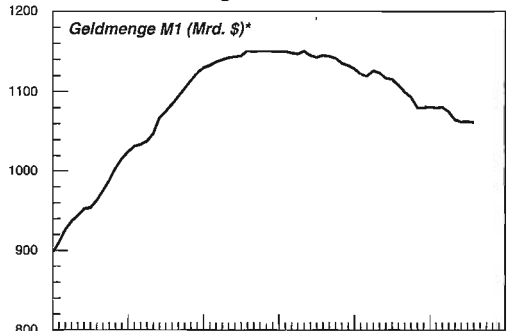
Wichtige Indikatoren weisen auf ein Anhalten des Konjunkturaufschwungs hin. Die Bestellungseingänge in der Industrie nahmen zu, und der Index der Frühindikatoren stieg auf ein Rekordniveau. Aufgrund der günstigen Konsumentenstimmung dürfte das Wachstum des privaten Konsums im zweiten Halbjahr wieder stärker ausfallen.

Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal unvermindert stark zu. Erneut wurden die zusätzlichen Arbeitsplätze ausschliesslich im Dienstleistungssektor geschaffen. Die Erwerbsquote (Anteil der Erwerbstätigen an der erwerbsfähigen Bevölkerung) blieb mit 63,8% auf ihrem Höchststand. Die Arbeitslosenquote sank auf 4,9%, den tiefsten Stand seit 24 Jahren. Trotz der zunehmenden Anspannungen auf dem Arbeitsmarkt blieben die Lohnsteigerungen mässig.

Sowohl auf der Konsum- als auch auf der Produzentenstufe verlangsamte sich der Preisauftrieb. Die Konsumentenpreise lagen um 2,3% über dem Vorjahresstand, gegenüber 3% im ersten Quartal. Die Produzentenpreise bildeten sich gegenüber der Vorperiode erneut zurück und lagen damit noch um 0,3% höher als vor Jahresfrist (1. Quartal: 2,1%).

Die amerikanische Zentralbank verzichtete auf eine weitere Erhöhung der Leitzinsen, nachdem sie den angestrebten Satz für Tagesgeld (Federal Funds Rate) im März um 0,25 Prozentpunkte auf 5,5% heraufgesetzt und sich das reale Wachstum im zweiten Quartal abgeflacht hatte. Der Dreimonatssatz am Eurodollarmarkt lag im zweiten Quartal mit 5,7% um 0,3 Prozentpunkte höher als im ersten Quartal. Die Rendite der langfristigen Staatsanleihen bildete sich von 6,9% im April auf 6,2% im Juli zurück.

Graphik 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

Im Finanzjahr 1996/97 dürfte das Defizit des amerikanischen Staatshaushalts gemäss der jüngsten

Schätzung mit 37 Mrd. Dollar oder 0,5% des Bruttoinlandprodukts deutlich geringer ausfallen als ursprünglich budgetiert. Dazu trugen sowohl die konjunkturbedingt stark steigenden Einnahmen als auch die Verringerung der Sozialausgaben bei. Anfang August verabschiedete der Kongress einen mittelfristigen Finanzplan (balanced budget bill), gemäss dem der Staatshaushalt bis zum Jahre 2002 ausgeglichen werden soll.

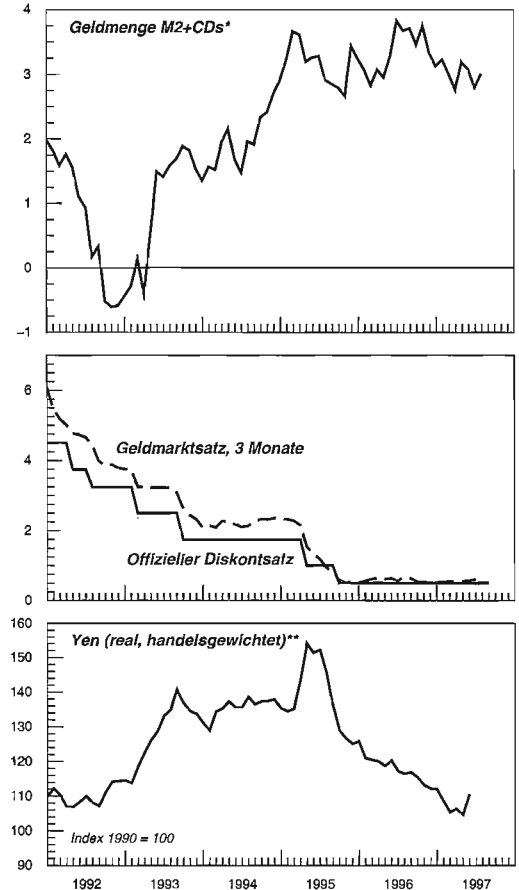
Das Wachstum der Geldaggregate verlangsamte sich im zweiten Quartal. Die breiten Aggregate M_2 und M_3 wuchsen hochgerechnet um 4,4% bzw. 7,3%. Die Geldmenge M_2 erreichte damit den Zielkorridor von 1–5%, während M_3 weiterhin über dem Zielkorridor von 2–6% lag. Die Geldmenge M_1 schrumpfte, nachdem sie sich zu Beginn des Jahres vorübergehend stabilisiert hatte.

Japan

In Japan hielt die Konjunkturerholung im ersten Quartal an. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um 2,6%. Die Erholung war breit abgestützt. Vor allem der private Konsum stieg kräftig. Ein Teil dieses Zuwachses war allerdings auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer im April zurückzuführen, die zu vorgezogenen Käufen führte. Auch die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen stiegen beträchtlich. Dagegen nahm der staatliche Konsum nur wenig zu, und die Bautätigkeit bildete sich erneut zurück. Besonders die öffentlichen Bauinvestitionen schrumpften weiter, nachdem sie im ersten Halbjahr 1996 infolge staatlicher Förderungsmassnahmen stark zugenommen hatten.

Im zweiten Quartal verlor die Konjunkturerholung an Schwung. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stagnierte gegenüber der Vorperiode, lag jedoch um 6,7% über dem Stand des Vorjahres. Eine wichtige Konjunkturstütze blieben die kräftig wachsenden Ausfuhren, die vom tiefen Wechselkurs des Yen profitierten. Bezüglich der Binnenwirtschaft zeigten sich die Unternehmen in der jüngsten Umfrage weniger optimistisch: Sie rechneten mit einem nur verhaltenen Zuwachs des privaten Konsums und einer weiterhin flauen Bautätigkeit.

Grafik 4: Japan



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

** Quelle: OECD

Die Erhöhung der Mehrwertsteuer von 3% auf 5% im April führte zu einer Zunahme der Teuerung. Gemessen an den Konsumentenpreisen stieg sie im zweiten Quartal um 1,4 Prozentpunkte auf 2%. Die Grosshandelspreise, die in den vergangenen fünf Jahren rückläufig gewesen waren, nahmen um 1,9% zu.

Auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich die Lage im zweiten Quartal nicht weiter. Die Beschäftigung stagnierte gegenüber der Vorperiode, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich von 3,3% auf 3,4%. Das Verhältnis zwischen angebotenen Stellen und Stellensuchenden verharrte auf dem Stand der Vorperiode.

Die japanische Zentralbank liess ihre Geldpolitik unverändert. Der Dreimonatssatz des Yen am Euromarkt belief sich weiterhin auf 0,4%, die Rendite für langfristige Staatsanleihen auf 2,6%. Die Geldmenge M_2+CD wuchs erneut um 3%.

Mitte Juni stimmte das japanische Parlament einer Gesetzesvorlage zu, die der Zentralbank vermehrte Autonomie einräumt. Ab April 1998 soll die Zentralbank geldpolitische Entscheide unabhängig von der Regierung treffen können. Die Wechselkurspolitik soll indessen weiterhin in der Hand der Regierung bleiben.

Deutschland

In Deutschland zog das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal an. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 2,6% über dem Vorjahreswert (4. Quartal 1996: 2,1%). Die wichtigste Konjunkturstütze blieben die Exporte, die nicht zuletzt von der schwachen D-Mark profitierten. Stimuliert durch die stark wachsenden Exporte stiegen auch die Ausrüstungsinvestitionen kräftig. Die Bautätigkeit und der private Konsum entwickelten sich dagegen weiterhin nur verhalten.

Im zweiten Quartal setzte sich die konjunkturelle Erholung fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im Vorjahresvergleich um 2% zu. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg weiter, und die Kapazitätsauslastung lag mit 85,1% um einen Prozentpunkt höher als in der Vorperiode. Die wichtigsten Impulse gingen erneut vom Ausland aus. Die Bestellungen aus dem Inland, die im zweiten Halbjahr 1996 zurückgegangen waren, erhöhten sich ebenfalls. Besonders die Nachfrage nach Konsumgütern belebte sich. Dagegen stagnierten in der Bauindustrie die Aufträge.

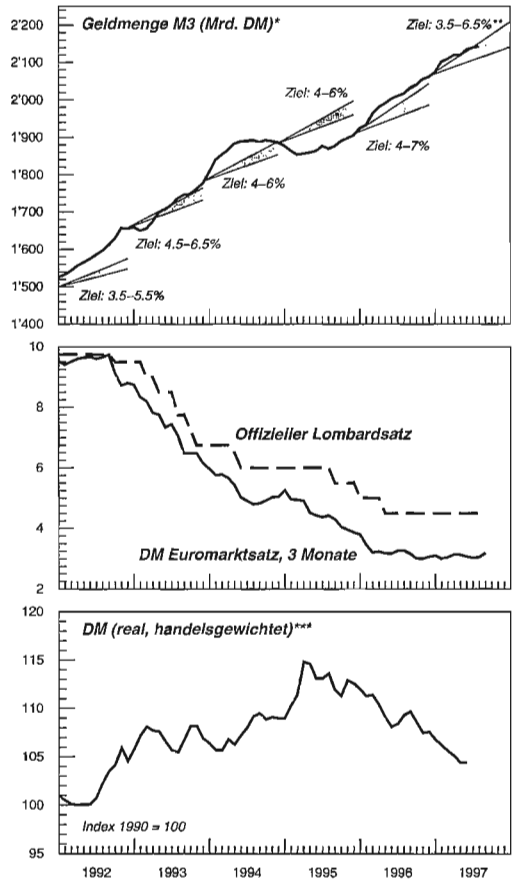
Auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich die Lage weiter. Die Beschäftigung nahm gegenüber der Vorperiode ab und lag damit um 1,6% unter dem Stand des zweiten Quartals 1996. Die Arbeitslosenquote stieg gegenüber dem Vorjahr um über einen Prozentpunkt auf 11,3%.

Die Teuerung auf Konsumstufe erhöhte sich von 1,4% im April auf 1,9% im Juli. Auch die Produzentenpreise zogen an. Der Teuerungsanstieg ist

zum Teil auf die Abschwächung der D-Mark zurückzuführen, die zu Preissteigerungen bei den Importgütern führte.

Die Deutsche Bundesbank änderte ihre Leitzinssätze auch im zweiten Quartal nicht. Der Pensionsatz für Wertpapiere, der letztmals im August 1996 gesenkt worden war, betrug weiterhin 3%. Während der kurzfristige Euromarktsatz bei 3,1% verharrte, erhöhte sich die Rendite langfristiger Staatsanleihen leicht von 5,6% im ersten auf 5,7% im zweiten Quartal. Das Wachstum der

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

Geldmenge M_3 verlangsamte sich deutlich, so dass das Aggregat nur noch wenig über dem Zielkorridor von 3,5–6,5% lag.

Die deutsche Regierung präsentierte im Juli einen Nachtragshaushalt für das Jahr 1997, der eine Zunahme des Defizits im Bundesbudget um 18 Mrd. auf 71 Mrd. D-Mark vorsieht. Die Zunahme des Defizits ist auf den stärker als erwarteten Anstieg der Arbeitslosigkeit zurückzuführen. Gleichzeitig ging die Regierung davon aus, dass aufgrund geringerer Defizite bei der Sozialversicherung sowie bei verschiedenen Ländern und Gemeinden das gesamte staatliche Defizit 110 Mrd. D-Mark bzw. genau 3% des Bruttoinlandprodukts betragen werde. Sie rechnete dabei für das Jahr 1997 mit einem Wirtschaftswachstum von real 2,5%.

Für das Jahr 1998 budgetierte die Regierung – unter Annahme eines Wirtschaftswachstums von real 2,7% und eines leichten Rückgangs der Arbeitslosigkeit – eine Zunahme der Bundesausgaben von nur noch 0,5%. Das Bundesdefizit soll auf 58 Mrd. D-Mark sinken, da die erwarteten Steuereinnahmen durch den Verkauf weiterer Telekom-Aktien sowie den Verkauf der Postbank um rund 20 Mrd. aufgebessert werden sollen. Die Regierung erwartet, dass im Jahre 1998 das gesamte staatliche Defizit auf deutlich unter 3% des Bruttoinlandprodukts fallen wird.

Frankreich

In Frankreich verlor die konjunkturelle Erholung im ersten Quartal erheblich an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt lag noch um 1,1% über dem Vorjahresniveau, verglichen mit 2,1% im vierten Quartal 1996. Zur Zunahme trugen hauptsächlich die Exporte, in geringerer Masse der staatliche Konsum und der Lageraufbau bei. Der private Konsum und die Investitionen bildeten sich zurück.

Im zweiten Quartal zeichnete sich eine Besserung der konjunkturellen Lage ab. Das Bruttoinlandprodukt übertraf den Vorjahreswert um 2,3%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie erhöhte sich deutlich stärker als in der Vorperiode. Die Ausfuhren blieben die wichtigste Nachfrage-

stütze. Auch die Lager wurden beträchtlich erhöht. Der private Konsum war dagegen weiterhin schwach, die Konsumentenstimmung besserte sich indessen.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt blieb düster. Die Beschäftigung stagnierte und die Arbeitslosigkeit erreichte mit 12,6% einen neuen Höchststand. Die Teuerung bildete sich erneut zurück; erstmals seit 40 Jahren lag sie unter 1%.

Die neue französische Regierung legte im Juli einen Nachtragshaushalt vor, nachdem sich die Staatseinnahmen deutlich schlechter als budgetiert entwickelt hatten. Der Nachtragshaushalt sieht zusätzliche Steuereinnahmen in Höhe von 32 Mrd. Francs vor. Diese sollen vor allem durch eine höhere Belastung der Gewinne von Unternehmen mit einem Umsatz von über 50 Mio. Francs erzielt werden. Die Regierung rechnet für das Jahr 1997 mit einem staatlichen Defizit in Höhe von 3,2% des Bruttoinlandprodukts.

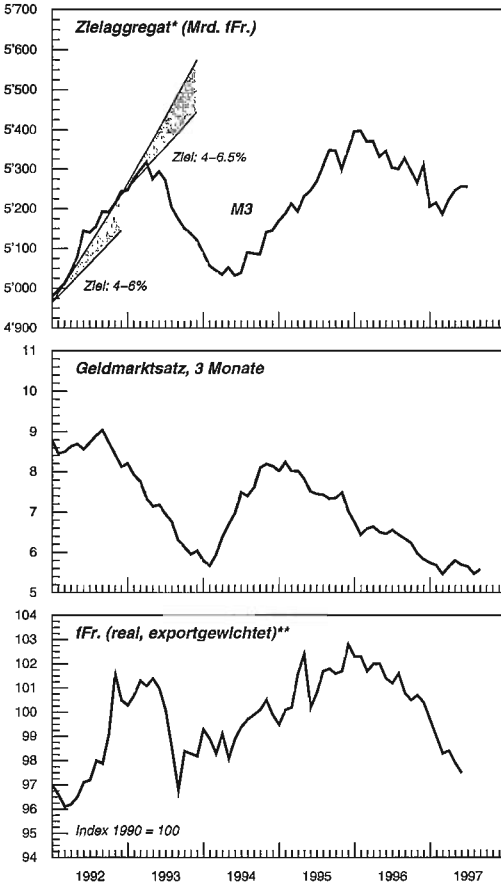
Im zweiten Quartal liess die Banque de France ihre Leitsätze unverändert. Der Dreimonatssatz am Euromarkt war mit 3,3% nur geringfügig höher als in der Vorperiode. Die Rendite zehnjähriger Staatspapiere bildete sich bis im Juli auf 5,5% zurück, nachdem sie im April wegen Unsicherheiten im Vorfeld der Wahlen auf 5,8% gestiegen war.

Die Geldmenge M_3 wuchs im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode nur wenig und unterschritt den Vorjahresstand um 1,4%. Sie lag damit deutlich unter dem angestrebten mittelfristigen Wachstumspfad von 5%. Die Zuwachsrate der gesamten inländischen Verschuldung blieb im zweiten Quartal unverändert.

Grossbritannien

In Grossbritannien verstärkte sich der Konjunkturaufschwung im ersten Quartal weiter. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im Vorjahresvergleich um 3,2% zu, gegenüber 2,8% in der Vorperiode. Der private Konsum blieb die treibende Kraft des Aufschwungs. Auch die Investitionen und die Exporte wuchsen weiterhin kräftig, während das Wachstum des staatlichen Konsums sich abschwächte.

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

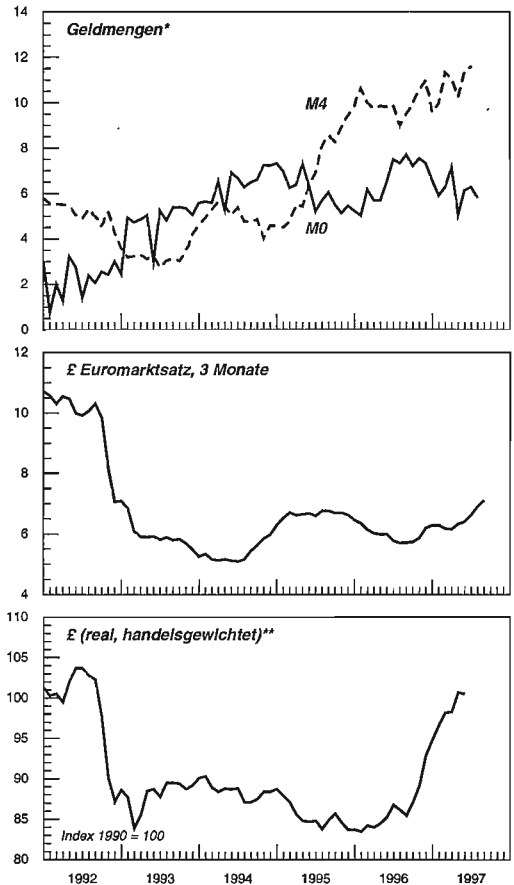
Im zweiten Quartal hielt der Aufschwung an. Gemäss ersten Schätzungen erhöhte sich das Bruttoinlandprodukt gegenüber dem Vorjahr um 3,4%. Das kräftige Wachstum des privaten Konsums setzte sich fort. Während die Industrieproduktion stagnierte, expandierte der Dienstleistungssektor stark.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich weiter. Die Arbeitslosenquote sank im zweiten Quartal unter 6%, nachdem sie vor Jahresfrist noch 7,7% betragen hatte. Die Teuerung auf Konsumstufe betrug unverändert 2,7%. Die Basisteuerung, welche

die Hypothekarzinsen nicht enthält, verringerte sich von 2,9% auf 2,6%. Auf Produktionsstufe liess der Preisauftrieb nochmals leicht auf 1% nach.

Die Bank von England erhöhte ihren Leitzins zwischen April und August in vier Schritten um insgesamt einen Prozentpunkt auf 7%. Mit der Straffung der Geldpolitik trachtete sie danach, das ausserordentlich starke Wachstum der Inlandnachfrage einzudämmen. Bei der jüngsten Zinserhöhung Anfang August gab die Zentralbank bekannt, dass sich der Leitzins nun auf einem Niveau befinde, das nach ihrer Einschätzung mit dem Inflationsziel in Einklang stehe. Die massive

Grafik 7: Grossbritannien



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

** Quelle: OECD

Höherbewertung des Pfundes setze die Exportwirtschaft zwar unter Druck. Sie sei jedoch auf Faktoren – wie die mit der europäischen Währungsintegration zusammenhängenden Unsicherheiten – zurückzuführen, welche die Geldpolitik nicht beeinflussen könne. Während der Dreimonatssatz am Interbankmarkt von April bis Juli um 0,6 Prozentpunkte auf 6,9% stieg, bildete sich die Rendite langfristiger Staatsanleihen um 0,6 Prozentpunkte auf 7,1% zurück.

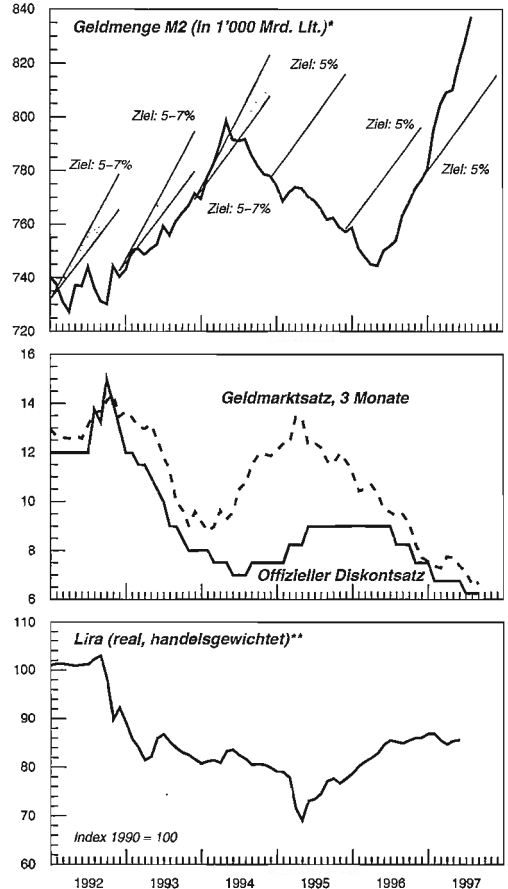
Die Geldmenge M_0 lag im zweiten Quartal um 6,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand, womit sich ihr Wachstum deutlich abschwächte. Dagegen wuchs das breit definierte Aggregat M_4 , das auch Einlagen bei Banken- und Bausparkassen umfasst, mit 11,2% unverändert stark. Das Wachstum beider Aggregate übertraf weiterhin die angestrebten Bereiche von 0–4% für M_0 bzw. 6–9% für M_4 .

Italien

In Italien erlitt die Konjunktur im ersten Quartal einen Schwächeanfall. Das Bruttoinlandprodukt ging gegenüber dem Vorjahr um 0,4% zurück. Während die Exporte aufgrund der Höherbewertung der Lira stark sanken, bildete sich die inländische Nachfrage insgesamt nur leicht zurück. Die einzelnen Komponenten der Inlandnachfrage entwickelten sich unterschiedlich: Während der Konsum weiter stieg, lagen die Bauinvestitionen sowie vor allem die Ausrüstungsinvestitionen markant unter ihrem Vorjahresniveau. Auch die Lagerbestände wurden deutlich abgebaut. Die schwache Inlandnachfrage spiegelte sich in einem anhaltenden Rückgang der Importe.

Im zweiten Quartal besserte sich die wirtschaftliche Lage. Aufgrund erster Schätzungen erhöhte sich das Bruttoinlandprodukt markant und übertraf seinen Vorjahreswert um 1,7%. Die Industrieproduktion erholte sich; sie stieg innert Jahresfrist um 2,3%, verglichen mit einem Rückgang von 0,5% im ersten Quartal. Der Auftragsbestand nahm deutlich zu, wobei vor allem die Bestellungen aus dem Inland anzogen. Das Wachstum des privaten Konsums hielt an, dürfte jedoch zum Teil auf die steuerliche Begünstigung des Kaufs von Automobilen zurückzuführen sein.

Grafik 8: Italien



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

** Quelle: OECD

Auf dem Arbeitsmarkt blieb die Lage schwierig. Im zweiten Quartal stagnierte die Beschäftigung gegenüber dem Vorjahr. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich leicht auf 12,4%.

Der Rückgang der Teuerung auf Konsumstufe setzte sich fort. Im Juli betrug die Teuerung 1,6%, verglichen mit 3,6% vor Jahresfrist. Die Löhne nahmen aufgrund früherer vertraglicher Vereinbarungen stark zu und lagen im Durchschnitt um fast 5% über dem Vorjahreswert.

Der starke Rückgang der Teuerung und die Erstarkung der Lira gaben der italienischen Zentral-

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

^{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	1996				1997	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	-90,8	-133,5	-129,1	-148,2	-32,9	-35,6	-42,8	-36,9	-41,0	
Japan	131,6	130,2	111,0	66,1	19,1	14,6	15,9	16,4	16,9	25,2
Deutschland ^{a)}	-14,6	-20,5	-23,9	-13,6	-3,7	-4,8	-2,1	-2,9	-6,8	
Frankreich ^{a)}	9,8	7,4	10,9	20,5	6,6	2,9	5,5	5,5	10,0	10,8
Grossbritannien ^{a)}	-15,5	-2,5	-5,8	-0,7	-1,8	1,1	-0,7	0,8	2,4	
Italien ^{a)} ^{b)}	10,2	14,1	26,8	41,0	6,3	10,7	14,7	9,4	8,8	
Schweiz ^{b)}	19,4	17,5	21,4	21,4	5,4	4,6	5,2	6,0	4,7	4,6

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

^{b)} nicht saisonbereinigt

bank weiteren Raum für eine Zinssenkung. Ende Juni senkte sie den Diskontsatz und den Lombardsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 6,25% bzw. 7,75%. Die Leitzinsen waren im Januar letztmals herabgesetzt worden. Der Zins für dreimonatige Euromarktanlagen ermässigte sich von 7,2% im ersten auf 6,8% im zweiten Quartal, derjenige für zehnjährige Staatspapiere geringfügig von 7,5% auf 7,4%.

Die Geldmenge M_2 nahm im zweiten Quartal beschleunigt zu. Gegenüber dem Vorjahr wuchs sie um 9,4%. Das Wachstumsziel der Zentralbank für M_2 beträgt 5%.

C. Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Realwirtschaftlicher Bereich

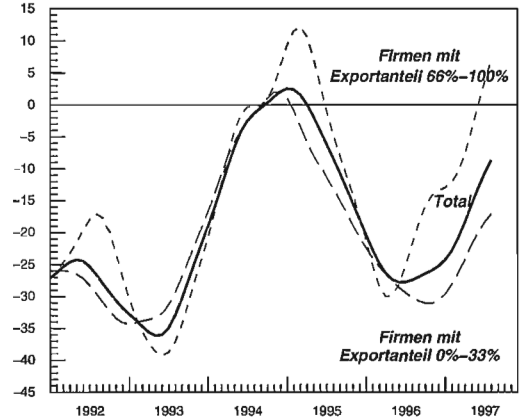
Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

In der Schweiz hellte sich die Konjunkturlage im zweiten Quartal 1997 auf. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode überraschend kräftig zu. Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode stieg es um 0,2%, nachdem es zu Beginn des Jahres um -0,7% gesunken war.

Die konjunkturelle Erholung beruhte vor allem auf der Belebung der Exporttätigkeit, die durch die verbesserte wirtschaftliche Lage im Ausland und die bis Anfang 1997 ausgeprägte reale Abschwächung des Frankens ausgelöst wurde. Die inländische Nachfrage erhöhte sich insgesamt nur geringfügig. Während der private Konsum gegenüber dem Vorjahr spürbar anzog, bildeten sich die Investitionen weiter zurück. Der Rückgang war jedoch weniger stark als in der Vorperiode. Die Bauinvestitionen sanken wiederum, während die Ausrüstungsinvestitionen kräftig stiegen. Die Importe nahmen erneut stark zu.

Die Konjunkturtests der KOF/ETH deuten ebenfalls auf eine konjunkturelle Belebung hin. Der Indikator Geschäftsgang in der Industrie insgesamt stieg verstärkt, und die Auslastung der technischen Kapazitäten erhöhte sich saisonbereinigt weiter auf 83,8% (1. Quartal: 83,4%). Der Ge-

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie*



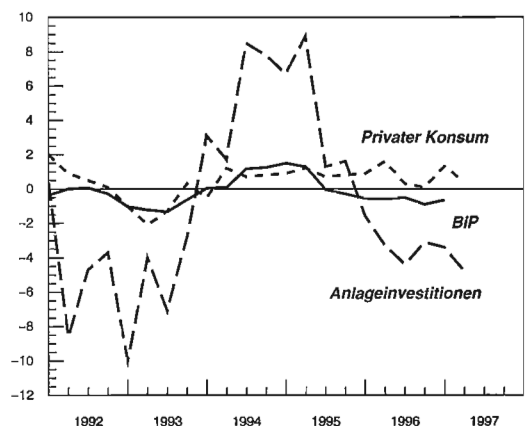
Geglättet, total und nach Exportanteilen

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

Quelle: KOF/ETH, Konjunkturtest

schäftsgang verbesserte sich sowohl in den export- als auch in den binnenorientierten Branchen. Dabei war die Dynamik bei den Produzenten mit einem hohen Exportanteil stärker als bei den binnenorientierten Produzenten. Sowohl export-

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt*



* Veränderung in Prozent gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BfK

als auch binnenorientierte Unternehmen meldeten höhere Bestellungen als in der Vorperiode und beurteilten die Lager an Fertigprodukten als nur noch mässig überhöht. In den nächsten drei bis sechs Monaten rechnen sie mit einem weiteren Anstieg der Bestellungen, einer leicht zunehmenden Produktion und einem verstärkten Einkauf von Vorprodukten.

Nach Branchen gegliedert, meldete die stark auf das Ausland ausgerichtete Maschinen- und Apparateindustrie im zweiten Quartal deutlich steigende Bestellungen und eine höhere Produktion. Sie beurteilte die künftige Geschäftsentwicklung optimistisch. Dagegen verharteten die meisten Branchen der Konsumgüterindustrie noch in der Stagnation. In der Nahrungs- und Genussmittelindustrie nahmen die Bestellungen geringfügig zu, während in der Textil- und Bekleidungsindustrie sowie in der grafischen Industrie noch kaum Anzeichen einer Belebung sichtbar waren. Dennoch beurteilen auch diese Branchen die Entwicklung über die mittlere Frist zuversichtlich.

Die finanzielle Lage der Unternehmen verbesserte sich ebenfalls. Die exportorientierten Produzenten beurteilten ihre Ertragslage erstmals seit zwei Jahren wieder deutlich positiv, und die binnenorientierten Produzenten äusserten sich weniger pessimistisch als zuvor. Die Unternehmen rechnen zwar weiterhin mit sinkenden Verkaufspreisen im In- und Ausland, aber der Preisrückgang dürfte sich gegenüber 1996 deutlich abflachen.

Das von der KOF/ETH berechnete Konjunkturbarometer (ohne Aktienindex) nahm im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht zu. Der Bauindikator wirkte nach wie vor bremsend, doch sank er nicht mehr so stark wie zuvor. Während der Arbeitsvorrat in der Maschinenindustrie gegenüber dem Vorquartal stagnierte, erhöhten sich die übrigen drei Einzelindikatoren (Manpower-Index, Beschäftigungsaussichten in der Industrie und reale Geldmenge M_1) leicht.

Konsum

Die leichte Belebung des privaten Konsums zu Beginn des Jahres gewann im zweiten Quartal an Schwung. Die realen Konsumausgaben stiegen

sowohl gegenüber dem Vorquartal als auch gegenüber dem Vorjahr (1,3%).

Der Anstieg spiegelte sich jedoch nicht in den realen Detailhandelsumsätzen. Nachdem diese in der Vorperiode innert Jahresfrist um 1,8% gestiegen waren, nahmen sie im zweiten Quartal um 1,9% ab. Der Rückgang im zweiten Quartal ist allerdings überzeichnet, da das Ostergeschäft im Jahr 1997 ins erste Quartal fiel. Die Verkäufe von Nahrungs- und Genussmitteln sanken denn auch überdurchschnittlich stark. Auch die Umsätze von dauerhaften Konsumgütern schrumpften, wobei besonders die Käufe von Haushaltapparaten und Büromaschinen abnahmen. Im Dienstleistungsbereich stagnierten die Hotelübernachtungen inländischer Gäste, nachdem sie in der Vorperiode leicht gestiegen waren.

Gemäss der Umfrage der KOF/ETH verbesserte sich die Stimmung im Detailhandel. Insbesondere wurde die Geschäftsentwicklung in den folgenden sechs Monaten optimistischer beurteilt als zu Beginn des Jahres. Gemäss der im Juli durchgeführten Umfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen erhöhte sich der Konsumentenstimmungsindex erneut. Er stieg von seinem Tiefpunkt im Juli 1996 (-40 Punkte) auf -21 Punkte im Juli 1997. Erstmals seit 1990 schätzten die Haushalte ihre finanzielle Lage in den folgenden zwölf Monaten deutlich positiver ein. Auch die Beurteilung der Arbeitsplatzsicherheit fiel weniger pessimistisch aus.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen nahmen im zweiten Quartal 1997 ab. Sie lagen um 1,6% unter ihrem Vorjahresniveau (1. Quartal 1997: -2,8%). Während die Bauinvestitionen erneut rückläufig waren, erholten sich die Ausrüstungsinvestitionen.

Die Bauinvestitionen sanken im zweiten Quartal und lagen um 5,6% unter ihrem Vorjahresstand (1. Quartal: -5,9%). Die offenen Baukredite bildeten sich trotz ihres bereits tiefen Niveaus gegenüber dem Vorjahr deutlich zurück.

Die Indikatoren des monatlichen Konjunkturtests und des vierteljährlichen Bautests der KOF/ETH

deuten aber auf eine allmähliche Stabilisierung der Lage hin. Die Zulieferindustrie Steine und Erden beurteilte den Auftragsbestand und den Bestellungseingang weiterhin als viel zu tief, doch verschlechterte sich die Lage nicht mehr weiter. Die Bautätigkeit im Bauhauptgewerbe nahm im zweiten Quartal innert Jahresfrist zwar erneut ab. Seit Anfang dieses Jahres verlangsamt sich aber der Rückgang. Der Arbeitsvorrat stagnierte gegenüber dem Vorjahresquartal bei 3,4 Monaten. Im Hochbau fiel die Beurteilung des Auftragsbestandes im zweiten Quartal bereits zum zweiten Mal weniger pessimistisch aus. Auch die Erwartungen für die nächsten drei bzw. sechs Monate waren weniger düster. Im Tiefbau verlangsamte sich die Talfahrt etwas. Dies dürfte teilweise auf das im April vom Parlament gutgeheissene Investitionsprogramm des Bundes zurückzuführen sein. Es wäre allerdings verfrüht, im Hochbau oder im Tiefbau von einer eigentlichen Trendwende zu sprechen. Der Anteil der Umbauten und Renovationen an den gesamten Aktivitäten im Bauhauptgewerbe nahm weiter zu. Er stieg im ersten Halbjahr 1997 auf 33,6%, gegenüber 30,2% in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen im zweiten Quartal saisonbereinigt deutlich, nachdem sie in der Vorperiode noch rückläufig gewesen waren.

In dieser Entwicklung spiegeln sich die Konjunkturbelebung sowie die verbesserte Ertragslage in der Industrie. Gegenüber dem Vorjahr nahmen die Ausrüstungsinvestitionen um 3,6% zu (1. Quartal: 0,1%). Gemäss der Quartalsumfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) bei seinen Mitgliedern sanken die Bestellungen aus dem Inland erneut. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich von 86,2% im ersten auf 87,5% im zweiten Quartal, wobei dies auf Bestellungen aus dem Ausland zurückzuführen war.

Aussenhandel

Der Aussenhandel zog im zweiten Quartal weiter an. Die realen Güterausfuhren nahmen saison- und arbeitstagbereinigt deutlich zu. Im Vorjahresvergleich stiegen sie um 4,6%, gegenüber 3,5% im ersten Quartal. Überdurchschnittlich stark erhöhten sich die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten (10,5%). Während die Exporte von Investitionsgütern um 4,5% wuchsen, stagnierten diejenigen von Konsumgütern¹.

Die Ausfuhren aller wichtigen Industriebranchen wuchsen gegenüber dem Vorjahr deutlich. Die Ausfuhren der Maschinen- und Elektronikindu-

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1993	1994	1995	1996	1996				1997	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Importe von Investitionsgütern, real	-4,1	13,6	17,9	1,5	1,6	-1,1	7,3	-1,8	-2,7	8,4
Auftragseingang Maschinenindustrie aus dem Inland, nominal	-8,1	3,5	-7,0	-7,1	-17,4	-3,4	-5,7	-1,7	-13,5	-7,9
Zementlieferungen, real	-5,5	8,6	-7,8	-11,9	-14,2	-11,3	-9,1	-13,1	-5,5	-3,7
Offene Baukredite, nominal	-13,5	7,6	-5,3	-16,3	-13,1	-13,8	-19,4	-18,9	-16,8	-22,0
Auftragseingang im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	5,9	5,0	-1,9	-16,6	-15,0	-20,3	-13,9	-17,1	2,8	4,8
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	-3,4	-5,8	-1,0	-16,6	-10,2	-15,8	-18,4	-21,8	-9,3	-5,9
Bauteuerung ¹	3,4	1,5	2,7	0,8	1,0	0,7	0,7	0,9	0,1	0,3

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

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

² nicht arbeitstagbereinigt

^{a)} revidiert

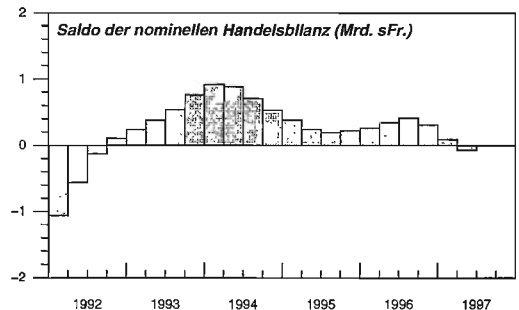
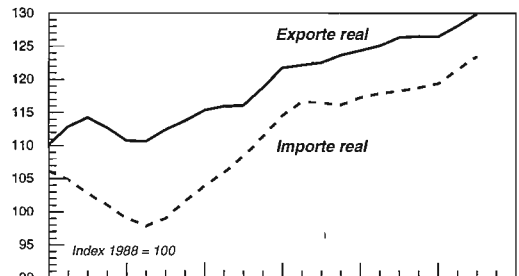
Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

strie, auf die 30% der gesamten Güterexporte entfallen, stiegen mit 6,9% stärker als in der Vorperiode. Die Exporte von Präzisionsinstrumenten, Metallen und Papier erhöhten sich mit zweistelligen Wachstumsraten. Die Ausfuhren der chemischen Industrie übertrafen das Vorjahresniveau ebenfalls deutlich. Während die Ausfuhren von Pharmaprodukten nur mässig zunahm, stiegen diejenigen von Farbkörpern und Kunststoffen beträchtlich. In der Konsumgüterindustrie vermochten nur die Uhrenindustrie und die Bijouterie ihre Exporte stark zu erhöhen. Die Ausfuhren von Nahrungs- und Genussmitteln stiegen geringfügig, während diejenigen von Haushaltapparaten und Bekleidung abnahmen.

Nach Regionen gegliedert nahmen die Exporte in die EU, insbesondere nach Deutschland, Italien und in die Benelux-Länder, wertmässig deutlich zu. Besonders stark erhöhten sich weiterhin die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten. Mit einem Anteil von 9,4% an den gesamten Güterexporten liegen die Vereinigten Staaten nach Deutschland (23,3%) und vor Frankreich (9,1%) an zweiter Stelle. Trotz der markanten Abschwächung des Frankens gegenüber dem Pfund stagnierten die Ausfuhren nach Grossbritannien. Die Exporte in den asiatischen Raum,

vor allem nach Singapur, Hongkong und Taiwan, entwickelten sich weiterhin dynamisch; auch nach Japan wurde wieder vermehrt exportiert. Während die Ausfuhren in die Transitionsländer kräftig stiegen, gingen diejenigen in die Entwick-

Grifik 11: Aussenhandel*



¹ Tabelle 3 weist die Wachstumsraten der offiziellen Aussenhandelszahlen aus. Da sie nicht arbeitstagbereinigt sind, liegen sie um etwa 3,3 Prozentpunkte höher.

* Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹ (in Milliarden Franken)

	1994	1995 ^{a)}	1996 ^{b)}	1996 ^{b)}				1997 ^{c)}	
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Einnahmen									
Warenexporte	99,4	99,8	102,2	25,1	25,5	24,5	27,1	26,3	28,7
Spezialhandel (Total 2)	95,8	96,2	98,6	24,2	24,6	23,7	26,1	25,4	27,8
Dienstleistungsexporte	30,9	30,8	32,4	8,3	7,9	8,7	7,5	8,2	8,5
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	36,6	37,3	39,4	9,2	9,7	9,7	10,8	11,0	11,0
Laufende Übertragungen aus dem Ausland	3,5	3,5	3,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Total Einnahmen	170,4	171,4	177,6	43,5	44,0	43,9	46,3	46,4	49,2
Ausgaben									
Warenimporte	97,2	98,8	101,0	25,5	25,4	24,1	26,0	27,3	29,1
Spezialhandel (Total 2)	92,6	94,5	96,7	24,3	24,4	23,1	24,9	26,2	28,0
Dienstleistungsimporte	15,3	15,6	16,8	3,4	4,5	5,0	3,9	3,5	4,6
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	25,9	23,4	25,0	6,1	6,2	6,3	6,5	6,8	6,9
Laufende Übertragungen an das Ausland	8,1	8,3	8,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0
Total Ausgaben	146,5	146,1	151,2	37,0	38,2	37,5	38,5	39,7	42,6
Saldi									
Waren	2,2	1,0	1,1	-0,4	0,0	0,4	1,1	-1,0	-0,3
Spezialhandel (Total 2)	3,2	1,8	1,9	-0,1	0,2	0,6	1,2	-0,8	-0,2
Dienste	15,6	15,2	15,6	4,8	3,5	3,7	3,6	4,7	3,9
Arbeits- und Kapitaleinkommen	10,7	13,9	14,3	3,2	3,5	3,4	4,3	4,2	4,2
Laufende Übertragungen	-4,7	-4,8	-4,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2
Saldo der Ertragsbilanz	23,9	25,3	26,4	6,4	5,8	6,4	7,8	6,7	6,6

¹ Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

^{a)} revidiert

^{b)} provisorisch

^{c)} Schätzung

lungsländer nach dem starken Anstieg in der Vorperiode zurück.

Die realen Importe nahmen im zweiten Quartal saison- und arbeitstagbereinigt weiter stark zu. Gegenüber dem Vorjahr stiegen sie um 5,6%, nachdem sie in der Vorperiode um knapp 6% gewachsen waren. Überdurchschnittlich stark stiegen die Importe von Rohstoffen und Halbfabriken (10%). Die Einfuhren von Investitionsgütern, insbesondere von Arbeitsmaschinen und Nutzfahrzeugen, wuchsen mit 5,1% deutlich stärker als in der Vorperiode. Angesichts des immer noch schwachen privaten Konsums stiegen die Einfuhren von Konsumgütern insgesamt nur leicht (1,1%).

Gemäss dem Mittelwertindex stiegen die Export- und die Importpreise weiter (4,3% bzw. 4,1%). Infolge von Sortimentsverschiebungen im Bereich der Konsumgüter überzeichnete der Mittel-

wertindex jedoch die tatsächliche Preisentwicklung.

Die nominellen Güterimporte nahmen im zweiten Quartal leicht stärker zu als die Ausfuhren. Die Handelsbilanz wies ein Defizit von 0,2 Mrd. Franken aus, nachdem im Vorjahresquartal noch ein geringer Überschuss erzielt worden war. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz erhöhte sich um 0,4 Mrd. auf 3,9 Mrd. Franken. Die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr nahmen gegenüber dem zweiten Quartal des Vorjahres leicht zu, die Kommissionseinnahmen der Banken erhöhten sich markant. Der Überschuss in der Bilanz der Arbeits- und Kapitaleinkommen stieg wegen der höheren Erträge aus dem Zinsgeschäft der Banken von 3,5 Mrd. auf 4,2 Mrd. Franken. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz vergrösserte sich im Vergleich zur Vorjahresperiode um 0,8 Mrd. auf 6,6 Mrd. Franken.

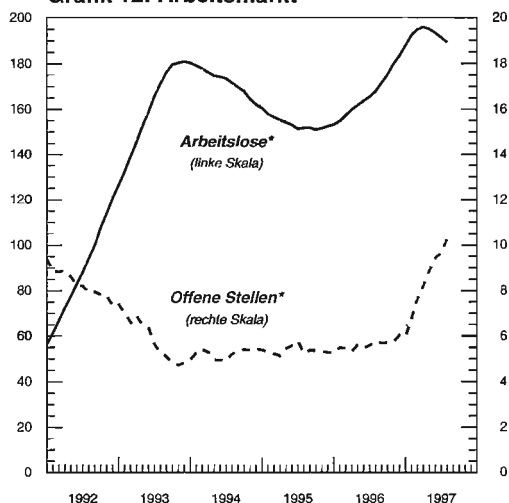
Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Im zweiten Quartal nahm die Beschäftigung saisonbereinigt um 0,4% ab. Sie lag damit um 2% unter dem Vorjahresniveau (1. Quartal: -1,9%). Im Jahresvergleich sank die Zahl der Vollzeitstellen um 2,1%, diejenige der Teilzeitstellen um 1,4%. Die Teilzeitbeschäftigung nahm zum ersten Mal seit Mitte 1994 ab.

Der Beschäftigungsrückgang war in der verarbeitenden Industrie mit 2,9% am grössten. Er betraf alle wichtigen Branchen, wenn auch unterschiedlich stark. In der Maschinenindustrie betrug er 4,4%, in der Metallindustrie 4% und in der Nahrungsmittelindustrie 2,7%. In der Chemie und bei den Präzisionsinstrumenten war der Rückgang weniger deutlich. Der Stellenabbau im Bausektor flachte sich ab (-2,7%). Im Dienstleistungssektor war die Beschäftigung ebenfalls rückläufig (-1,5%). Deutliche Abnahmen verzeichneten der Automobilhandel, der Detailhandel, das Gastgewerbe, die Verkehrs- und Kommunikationsbranche sowie die Banken. Dagegen stieg die Beschäftigung im Grosshandel, bei den Versicherungen, in der Informatikbranche und in der öffentlichen Verwaltung.

Am Arbeitsmarkt gab es Anzeichen einer Besserung. Der Manpower-Stellenindex nahm saisonbereinigt zum ersten Mal seit dem zweiten Quartal 1995 wieder leicht zu, und auch die Zahl der

Grafik 12: Arbeitsmarkt



* In Tausend, saison- und extremwertbereinigt

Quelle: BIGA

bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen stieg nochmals stark. Die Verbesserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt dürfte jedoch zum grossen Teil auf die von den Kantonen im Rahmen der Beschäftigungsprogramme geschaffenen Arbeitsplätze zurückzuführen sein.

Die Zahl der Arbeitslosen sank saisonbereinigt von April bis Juni, nachdem sie im März auf einen

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1994	1995	1996	1996				1997					
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-0,4	0,0	-0,6	-0,6	-0,2	-1,0	-0,7	-1,9	-2,0				
Vollzeitbeschäftigte ¹	-1,4	-0,5	-1,0	-0,8	-0,6	-1,4	-1,3	-2,3	-2,1				
Arbeitslosenquote ^{2,3}	4,7	4,2	4,7	4,6	4,5	4,5	5,1	5,7	5,3	5,5	5,3	5,1	5,0
Arbeitslose ³	171 038	153 316	168 630	165 354	162 164	163 900	183 101	204 666	191 714	197 732	192 091	185 320	182 477
Kurzarbeiter ³	22 600	9 917	13 060	17 055	15 655	6 942	12 585	14 809	6 406	9 410	5 548	4 260	2 599
Gemeldete offene Stellen ³	5 224	5 401	5 605	5 294	6 338	5 773	5 017	7 381	10 492	9 861	10 870	10 746	10 988

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

Höchststand von 195 900 Personen gestiegen war. Im Durchschnitt des zweiten Quartals waren 193 300 Personen arbeitslos, gegenüber 194 300 in der Vorperiode. Die Arbeitslosenquote sank von 5,4% auf 5,3%. Der Rückgang fiel in der Westschweiz und im Tessin (von 7,3% auf 7%) stärker aus als in der deutschen Schweiz (von 4,7% auf 4,6%). Die Zahl der Arbeitslosen, die bis zu 6 Monate ohne Erwerb gewesen waren, verringerte sich zum ersten Mal seit Anfang 1995. In den übrigen Kategorien (zwischen 6 und 12 Monate und über 12 Monate) nahm die Zahl der Arbeitslosen dagegen weiter zu.

Im Juli waren 189 200 Personen ohne Arbeit. Damit sank die Arbeitslosenquote auf 5,2%. Die Zahl der gemeldeten offenen Stellen erhöhte sich nochmals auf 10 300.

Die Zahl der von Kurzarbeit betroffenen Personen nahm erneut stark ab. Im zweiten Quartal betrug sie noch 5300, gegenüber 10 300 in der Vorperiode. Damit lag sie um 8400 tiefer als im Vorjahr.

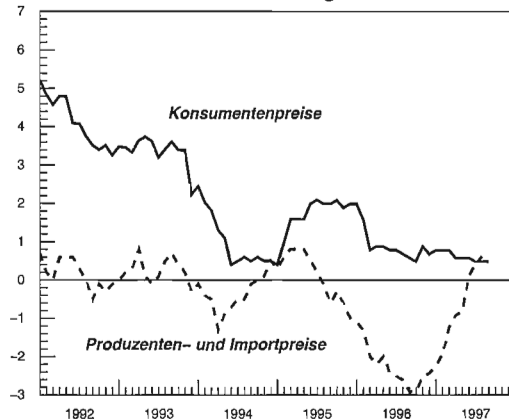
Preise

Die Teuerung auf Konsumstufe bildete sich im zweiten Quartal weiter zurück; sie betrug durchschnittlich 0,5%, gegenüber 0,7% in der Vorperiode. Im Juli und August belief sie sich auf 0,5%.

Die Preise der Waren nahmen mit 0,3% deutlich schwächer zu als im ersten Quartal (0,7%). Die Teuerung bei den Dienstleistungen verharrte bei 0,7%, wobei die Preise der öffentlichen Dienstleistungen um 0,8%, diejenigen der privaten Dienstleistungen um 0,7% stiegen. Ins Gewicht fiel insbesondere der geringe Preisanstieg bei den Wohnungsmieten; im Mai betrug er noch 0,5%, gegenüber 1% im Februar.

Aufgeteilt nach Herkunft sank die Teuerung bei den inländischen Gütern (Waren und Dienstleistungen) leicht von 0,7% im ersten auf 0,6% im zweiten Quartal. Im Juli und August lag sie bei 0,5% bzw. 0,2%. Auch der Preisanstieg bei den ausländischen Gütern bildete sich zurück. Im zweiten Quartal betrug er nur noch 0,4%, gegenüber 0,9% im ersten Quartal. Die Abschwächung

Grafik 13: Preisentwicklung*



* Veränderung in Prozent gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: BFS

der Auslandsteuerung war einerseits auf den verlangsamten Preisauftrieb beim Erdöl, andererseits auf die Wechselkursentwicklung zurückzuführen. Im Juli und im August stieg die Teuerung bei den Auslandsgütern wieder deutlich auf 0,7% bzw. 1,2% an.

Der Rückgang des Preisindex des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreisindex) kam im zweiten Quartal annähernd zum Stillstand (-0,1%). Während die Produzentenpreise innert Jahresfrist weiter um 0,9% zurückgingen, stiegen die Importpreise erstmals seit zwei Jahren deutlich. Die Teuerung bei den importierten Gütern betrug im zweiten Quartal durchschnittlich 1,7%; im Juli lag sie bei 3,1%. Insbesondere die Rohstoffe – mit Ausnahme der Mineralölprodukte – verteuerten sich stärker als im Vorquartal.

2. Monetärer Bereich

Geldpolitik und Geldaggregate

Die Nationalbank war auch im zweiten Quartal 1997 bestrebt, die Banken grosszügig mit Liquidität zu versorgen und damit einen erneuten Anstieg des Frankens zu bremsen. Die Geldmarktsätze gingen nochmals leicht zurück und zogen die längerfristigen Zinssätze und die Kreditzinsen nach unten.

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 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
2. Q.	28 855	2,8	3 762	35,1	32 616	32 758	5,8 ^P	6,3 ^P
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
Juni	28 710	2,3	3 991	40,0	32 701	32 865 ^P	6,0 ^P	6,0 ^P
Juli	28 722	2,1	3 858	40,6	32 580	32 876 ^P	5,6 ^P	5,3 ^P
Aug.	28 420	2,4	3 800	18,2	32 220	32 777 ^P	3,9 ^P	4,2 ^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 Veränderungsdaten 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

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im Durchschnitt des zweiten Quartals 32 758 Mio. Franken und lag damit um 5,8% über dem Stand des entsprechenden Vorjahresquartals. Gegenüber dem vierten Quartal 1996 stieg sie um 3,1% (6,3% auf ein Jahr hoch gerechnet), wobei eine deutliche Wachstumsverlangsamung im Vergleich zum ersten Quartal auszumachen war. Der Abstand zum mittelfristigen Zielpfad betrug durchschnittlich 4,2% (1. Quartal: 3,6%). Beide Komponenten der Notenbankgeldmenge lagen im zweiten Quartal deutlich über dem Stand vor Jahresfrist. Der Zuwachs des Notenumlaufs betrug 2,8%, während die Giroguthaben um 35,1% zulegten.

Die Geldpolitik ist allerdings weniger expansiv, als die Zuwachsraten anzudeuten scheinen. Der Grund liegt in einer unerwartet starken Zunahme der Nachfrage sowohl nach Giroguthaben als auch nach Banknoten. Wie schon im Jahre 1996

stiegen die vom Publikum gehaltenen Bestände an Banknoten, insbesondere die grossen Notenabschnitte, auch im Jahre 1997 wesentlich kräftiger als erwartet. Daneben kam es zu weiteren Verzerrungen, die indessen die Notenbankgeldmenge nur unwesentlich beeinflussten. Unter anderem stockten einzelne Banken ihre Giroguthaben im ersten Halbjahr 1997 auf und verringerten gleichzeitig ihre Bestände an Banknoten.

Die Entwicklung der breiten Geldaggregate deutet ebenfalls auf eine grosszügige Geldversorgung hin. Die Geldmenge M_1 legte gegenüber dem Vorquartal um 2,9% zu und lag damit um 10,9% über dem Stand vor Jahresfrist. Die Spareinlagen nahmen im zweiten Quartal mit 2,2% stärker zu als in den Vorquartalen und lagen um 4,4% über dem Stand vor Jahresfrist. Deshalb setzte sich auch der kräftige Anstieg der Geldmenge M_2 (M_1 plus Spareinlagen) fort. Das Aggregat M_2 wuchs gegenüber dem Vorquartal um

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	11,8	12,1	7,2
1996 3. Q. ^P	11,2	10,9	7,4
4. Q. ^P	9,9	8,8	7,5
1997 1. Q. ^P	9,7	6,5	7,1
2. Q. ^P	10,9	7,3	6,2
1997 Jan. ^P	11,1	7,5	7,4
Feb. ^P	11,0	7,1	8,1
März ^P	7,0	4,9	5,9
April ^P	8,3	5,4	6,1
Mai ^P	12,3	8,2	6,6
Juni ^P	11,8	8,2	5,7
Juli ^P	13,1	8,4	5,3

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

^P provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

M₂ = M₁ + Spareinlagen

M₃ = M₂ + Termineinlagen

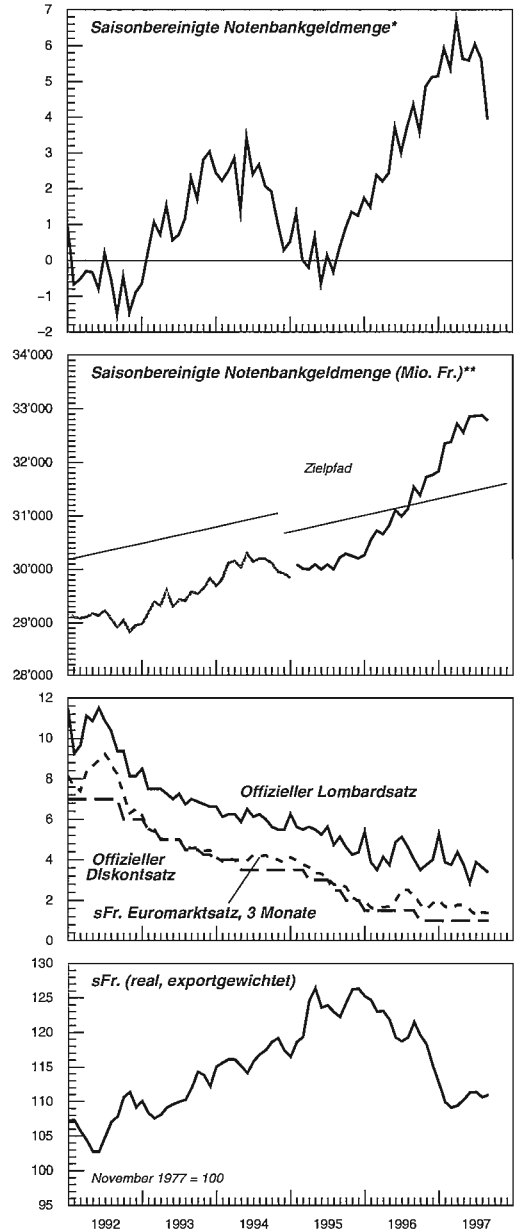
2,5% und gegenüber dem Vorjahresquartal um 7,3%. Dagegen flachte sich das Wachstum der Geldmenge M₃ (M₂ plus Termineinlagen) ab. Das Aggregat M₃ stieg gegenüber dem Vorquartal um 0,9%. Sein Jahreswachstum betrug aber immer noch 6,2%.

Geldmarkt

Im zweiten Quartal 1997 gingen die schweizerischen Geldmarktsätze tendenziell zurück. Der Tagesgeldsatz fiel von durchschnittlich 1,4% im April auf knapp 1,1% im Juni. Bei den dreimonatigen Laufzeiten war der Rückgang noch stärker. Der Eurofrankensatz sank von 1,8% auf 1,2% und der Depotsatz bei Grossbanken von 1,2% auf 0,8%, während die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen (gemessen an der jeweils letzten Auktion des Monats) von 1,6% auf 1,2% abnahm. Im Juli stieg der Tagesgeldsatz wieder auf 1,5% an, ging aber im August erneut auf rund 1% zurück. Die Dreimonatssätze nahmen im Juli und August tendenziell leicht zu.

Da die Frankensätze im Laufe des zweiten Quartals deutlich nachgaben, die höher liegenden

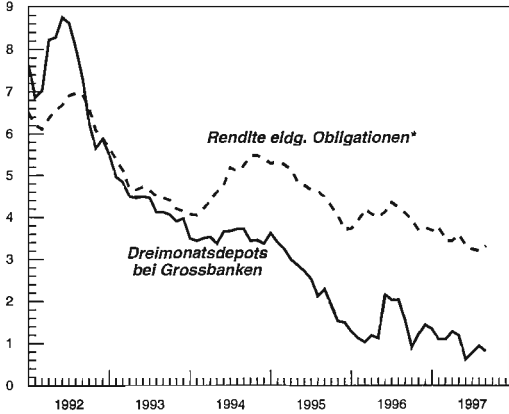
Grafik 14: Schweiz



* Veränderung in Prozent gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

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

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

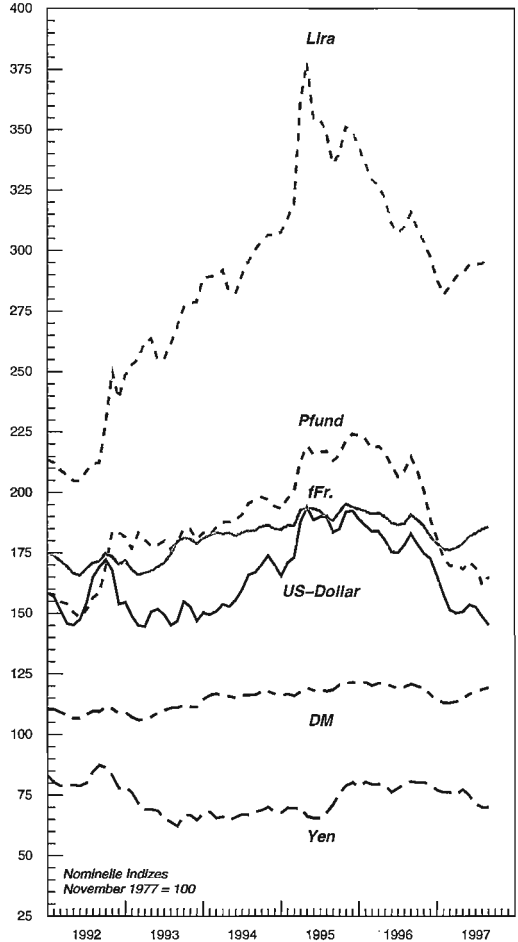
D-Mark- und Dollarsätze aber fast unverändert blieben, weitete sich der Zinsnachteil von Frankenanlagen aus. Für dreimonatige Depots stieg die Zinsdifferenz gegenüber der D-Mark von 1,4 auf 1,8 Prozentpunkte und gegenüber dem Dollar von 3,9 auf 4,4 Prozentpunkte. Im Juli und August gingen die Zinsdifferenzen indessen wieder leicht zurück.

Devisenmarkt

Der exportgewichtete nominelle Wechselkurs des Frankens legte von April bis August leicht zu. Er stieg gegenüber den am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen weiter. Mit einem Kurs von 82,86 Franken pro 100 D-Mark schloss er Ende August um 4,2% stärker als im April. Im Verhältnis zum französischen Franc und zur italienischen Lira wertete sich der Franken von April bis August um 4,1% bzw. 2,1% auf. Gegenüber dem amerikanischen Dollar notierte der Franken Ende August mit 1,48 Franken um 3% schwächer als im April. Im gleichen Zeitraum büsste er auch zum englischen Pfund und dem japanischen Yen 1,7% bzw. 6,7% an Wert ein.

Der exportgewichtete reale Wechselkurs des Frankens erhöhte sich im zweiten Quartal zwar wieder leicht, lag aber immer noch 7,5% unter seinem Vorjahreswert (1. Quartal: 11,3%). Am stärksten gab der Franken im Vorjahresvergleich gegenüber dem

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



britischen Pfund (-21,1%) und dem amerikanischen Dollar (-15,6%) nach. Im Verhältnis zur Lira und zum japanischen Yen verringerte sich sein realer Wechselkurs um 7,5% bzw. um 5,5%. Gegenüber dem französischen Franc büsste der Franken real 4% an Wert ein. Am geringsten fiel die Tieferbewertung gegenüber der ebenfalls schwächer tendierenden D-Mark aus (-3,7%).

Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Wie am Geldmarkt gingen auch am Kapitalmarkt die Zinssätze im Laufe des zweiten Quartals zurück.

Tabelle 8: Schweizerfranken-Anleihen¹ (in Milliarden Franken²)

	1996	1996				1997	
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Total	57,7	16,9	14,1	16,1	10,6	16,8	15,3
Straights	47,2	14,6	11,0	13,4	8,2	13,6	12,2
Eigenkapitalbezogene Anleihen	7,9	1,7	2,5	2,3	1,4	1,4	1,4
Andere ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8	1,7
Total Inländische Schuldner							
Straights	22,0	5,4	5,5	6,6	4,5	6,0	6,1
Eigenkapitalbezogene Anleihen	0,9	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5	0,7
Andere ³	0,0	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	6,8
Total Ausländische Schuldner							
Straights	25,1	9,1	5,5	6,8	3,7	7,5	6,1
Eigenkapitalbezogene Anleihen	7,0	1,6	2,0	2,2	1,2	0,9	0,7
Andere ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8	1,7
Total	34,7	11,3	8,1	9,4	5,9	10,2	8,5

¹ Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Begebungsdatum

² Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

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

Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen, die Anfang April noch 3,6% betragen hatte, sank bis zur Jahresmitte auf 3,2%. Im August versteifte sie sich leicht auf 3,3%. Die Renditedifferenz zwischen eidgenössischen Obligationen und dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft schwankte im zweiten Quartal um 1,9 und in den ersten beiden Monaten des dritten Quartals um 2,1 Prozentpunkte. Somit wurde die Zinskurve wieder etwas steiler.

Die Zinssätze neuer Kassenobligationen der Kantonalbanken blieben im zweiten Quartal nahezu unverändert bei 3%, fielen dann aber ab Mitte des Jahres. Sie entwickelten sich ähnlich wie die Sätze für Neuhypotheken, die von April bis Juni bei 4,5% verhart hatten und im Juli und August um 0,2 Prozentpunkte zurückgingen. Die entsprechenden Sätze auf alten ersten Hypotheken sanken von April bis Anfang August um rund 0,25 Prozentpunkte auf 4,5%, während die Sätze auf gewöhnlichen Spareinlagen um 0,25 Prozentpunkte auf 1,7% fielen.

Der Anstieg der Aktienkurse an der Börse Schweiz setzte sich gegen Ende des zweiten Quartals in verstärktem Ausmass fort. In der zweiten Juliwoche erreichte der Swiss-Performance-Gesamtindex (SPI) einen Höchststand. Nach dem deutlichen Aktien-

kursrückgang von Mitte August in New York entwickelte sich auch der SPI tendenziell rückläufig.

Im zweiten Quartal 1997 nahm das Bruttovolumen der Neuemissionen von Schweizerfranken-Anleihen im Vorjahresvergleich um 9% auf 15,3 Mrd. Franken zu. Dies war die erste Zunahme nach drei Quartalen mit negativen Veränderungs-raten. Im April blieb das Emissionsgeschäft angesichts der verbreiteten Konsolidierungsstimmung unter dem Vorjahresniveau. Die erneute Zinsent-spannung am Kapitalmarkt und die Höherbewertung des Frankens an den Devisenmärkten trugen jedoch in den folgenden Monaten zu einer deutlichen Verbesserung der Marktverfassung für Franken-Anleihen bei.

Die Kapitalaufnahme schweizerischer Schuldner erhöhte sich um 15% im Vergleich zum Vorjahres-quartal. Die gewöhnlichen Anleihen (Straights) dominierten nach wie vor. Sie stiegen innert Jahresfrist um 11%. Das Volumen eigenkapitalbezo-gener Titel erhöhte sich zwar im Vorjahresver-gleich um die Hälfte, macht aber erst 11% des Emissionstotals inländischer Schuldner aus (8% im zweiten Quartal 1996).

Im Auslandbereich nahmen die Neuemissionen im Vergleich zum Vorjahr wieder zu (5%). Nur die

Tabelle 9: Bankbilanzen

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

	1992	1993	1994	1995	1996		1997		Stand (in Mrd. Fr.)
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	
Bilanzsumme	3,3	5,8	0,8	9,7	18,2	13,7	20,2	18,6	1 639,3
Netto-Finanzaktiva¹	15,8	12,3	3,8	32,4	25,2	24,6	33,8	45,7	300,2
Flüssige Mittel	-2,5	1,2	-6,2	1,4	14,7	16,9	13,3	13,5	12,2
<i>Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)</i>	-7,1	-26,1	-26,2	-3,0	2,4	0,8	17,4	26,5	26,5
Forderungen aus Geldmarktpapieren	16,0	1,3	12,2	19,9	35,3	8,1	14,4	42,3	66,5
Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen	6,3	41,3	1,5	12,2	23,8	28,0	30,2	35,2	195,0
Ausleihungen total	1,9	1,6	0,6	-2,5	5,2	8,1	8,9	6,9	786,1
Ausleihungen Inland	1,7	0,9	2,4	2,4	3,2	2,3	1,7	1,3	593,1
Forderungen gegenüber Kunden	0,3	-2,8	0,6	0,8	3,9	-1,7	-2,7	-4,0	137,7
Bewilligte Baukredite	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-19,9	-16,4	-14,6	-18,0	21,8
Beanspruchte Baukredite	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-19,7	-16,2	-11,1	-11,2	13,0
Hypothekarforderungen	3,5	1,8	3,9	3,4	3,2	3,9	3,3	3,1	431,8
Ausleihungen Ausland	2,6	4,0	-5,4	-19,7	13,2	33,9	39,3	28,4	193,0
Verpflichtungen gegenüber Kunden total	3,2	2,4	2,0	0,6	8,3	11,5	14,3	12,7	837,3
Verpflichtungen gegenüber Kunden									
auf Sicht	5,1	19,8	-4,9	6,8	24,4	19,8	18,8	23,7	139,5
auf Zeit	2,4	-8,3	6,8	-7,8	6,0	19,4	27,2	19,8	357,0
in Spar- und Anlageform	7,4	21,5	4,8	12,1	11,5	7,7	5,3	6,4	279,6
Kassenobligationen	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-13,1	-14,6	-11,1	-12,0	61,2
Obligationen und Pfandbriefe	5,7	5,7	2,6	8,4	3,3	5,2	8,2	8,2	100,7
Treuhandgelder	0,8	-10,8	-4,3	-7,9	14,6	21,5	24,0	15,7	319,3

¹ Die Netto-Finanzaktiva setzen sich zusammen aus: flüssigen Mitteln, Saldo im Interbankgeschäft (Forderungen gegenüber Banken minus Verpflichtungen gegenüber Banken), Forderungen aus Geldmarktpapieren, Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen.

Emissionen eigenkapitalbezogener Papiere gingen nochmals zurück (-66%). Dabei sanken die Emissionen von eigenkapitalbezogenen Anleihen japanischer Schuldner besonders stark. Im Gegensatz dazu stiegen die Emissionen von Straights um 11% und die anderen Anleihsarten (Anleihen mit variablem Zinssatz, synthetische Obligationen und Anleihen mit nicht eigenkapitalbezogenen Optionen) um mehr als das Dreifache. Wie im Vorquartal stiessen Anleihen mit variablem Zinssatz angesichts der unsicheren Zinssituation auf anhaltendes Interesse. Sie stellten annähernd einen Fünftel des Gesamtbetrages ausländischer Anleihen, gegenüber 6% im Vorjahresquartal. Rund drei Viertel der aufgelegten Anleihen (58% im Vorjahresquartal) waren öffentliche Anleihen. Der Anteil der westeuropäischen Schuldner am Total der Franken-Anleihen ausländischer Schuldner erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr von 52% auf 57%, derjenige der

nordamerikanischen Schuldner stieg von 10% auf 11%. Das Emissionsvolumen von Schuldnern aus den übrigen Regionen nahm stark zu. Ihr Anteil stieg vor allem aufgrund vermehrter Begebungen durch Emittenten aus Offshore-Zentren in der Karibik von 15% auf 27%. Dabei entfielen rund 2% des Emissionstotal auf die internationalen Entwicklungsbanken, welche im zweiten Quartal des Vorjahres dem schweizerischen Kapitalmarkt ferngeblieben waren. Dagegen emittierten die japanischen Schuldner deutlich weniger Obligationen als im Vorjahr. Ihr Anteil betrug lediglich 5%, verglichen mit 23% im Vorjahresquartal.

Bankbilanzen und Kredite

Die in der monatlichen Statistik erfassten Banken meldeten zur Jahresmitte eine aggregierte Bilanzsumme von 1639,3 Mrd. Franken. Gegenüber

dem Stand am Ende des ersten Quartals entspricht dies einem Zuwachs von 0,7%. Die grössten Bilanzveränderungen gingen von den Nettofinanzaktiva und vom Derivatgeschäft aus. Die Nettofinanzaktiva – sie umfassen die flüssigen Mittel, den Saldo im Interbankgeschäft, die Forderungen aus Geldmarktpapieren sowie die Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen – nahmen erneut überproportional zu, während im Derivatgeschäft Guthaben abgebaut und deutlich mehr Verpflichtungen eingegangen wurden. (Derivative Kontrakte werden unter den Sammelpositionen Sonstige Aktiven und Sonstige Passiven verbucht.)

Die Nettofinanzaktiva übertrafen mit 300,2 Mrd. Franken den Stand des ersten Quartals um 9,2%. Dieses von sämtlichen Komponenten getragene Wachstum erreichte seinen Höhepunkt Ende April und verlangsamte sich anschliessend deutlich. Das trifft namentlich auf die Forderungen aus Geldmarktpapieren und auf die Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen zu. In den Monaten Mai und Juni stiessen die Banken offenbar im Umfang der Kurssteigerungen Titel ab. Die phasenweise kräftige Ausweitung des Interbankgeschäfts kam im zweiten Quartal beinahe zum Stillstand; der (positive) Saldo der Forderungen und Verpflichtungen gegenüber Banken nahm indessen weiter zu. Die flüssigen Mittel stiegen im Quartalsvergleich um 10,5% (saisonbereinigt 5,3%). Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen Mittel) belief sich in der Unterlegungsperiode vom 20. Mai bis zum 19. Juni auf 123% und lag damit einen Prozentpunkt unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Die Gesamtausleihungen, die sich am Ende des Quartals auf 786,1 Mrd. Franken beliefen, nahmen gegenüber dem ersten Quartal um lediglich 0,1% zu. Nach einer mehrmonatigen Wachstumsphase kam die Expansion des Auslandgeschäfts im zweiten Quartal vollständig zum Erliegen. Das Inlandgeschäft blieb in Einklang mit der Konjunkturlage ebenfalls flau. Wachstumsimpulse gingen einzig von den Hypothekarforderungen

aus. Diese stiegen gegenüber dem ersten Quartal um 0,9%. Dagegen blieben die Forderungen gegenüber Kunden um 1,9% unter dem Stand von Ende März.

Die unterschiedliche Entwicklung der Kredite und der Finanzaktiva führte in den letzten Jahren zu drastischen Veränderungen in der Aktivenstruktur der Banken. Seit Beginn der neunziger Jahre, als sich der letzte Kreditboom seinem Ende näherte, fiel der Anteil der Ausleihungen am Bilanzsummentotal (bereinigt um die mit den neuen Rechnungslegungsvorschriften stark aufgewerteten Sonstigen Aktiven) von rund 70% auf 55%. Im selben Zeitraum nahmen die Finanzaktiva von gut 25% auf über 40% zu. (Die durchschnittlichen Anteile in den letzten 25 Jahren betragen für die Kredite rund 60% und für die Finanzaktiva gut 35%.)

Der Zufluss von Kundengeldern schwächte sich im zweiten Quartal merklich ab. Nach den teilweise beachtlichen Anstiegen der letzten Zeit nahmen die Bestände im Laufe des zweiten Quartals noch um 0,3% auf insgesamt 837,3 Mrd. Franken zu. Einzige Wachstumsposition waren die Verpflichtungen gegenüber Kunden auf Sicht. Getragen von einem stark expandierenden Frankensegment, stiegen diese innert Quartalsfrist um 7,3%. In die entgegengesetzte Richtung entwickelten sich die Verpflichtungen gegenüber Kunden auf Zeit. Trotz geringfügig höherer Fremdwährungseinlagen gingen die auf Termin angelegten Gelder insgesamt um 1,6% zurück. Die ausstehenden Bestände an Kassenobligationen sanken ebenfalls, während die Verpflichtungen gegenüber Kunden in Spar- und Anlageform nahezu unverändert blieben.

Die von Schweizer Banken verwalteten Treuhandgelder fielen gegenüber dem Stand des Vorquartals um 2,1% auf 319,3 Mrd. Franken, übertrafen den entsprechenden Vorjahreswert aber trotzdem um 15,7%. Obwohl weniger als ein Fünftel dieser Gelder aus dem Inland stammt, verteilte sich der Rückgang zu fast gleichen Teilen auf in- und ausländische Vermögen.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 26 septembre 1997*

A. Aperçu

1. Etranger

Evolution de la conjoncture

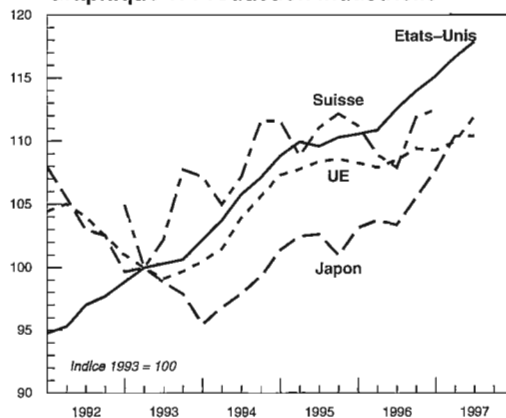
Au deuxième trimestre de 1997, la conjoncture économique n'a pas évolué de manière homogène dans les grands pays industrialisés. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, la croissance est restée vigoureuse et a continué à reposer sur une large assise. La reprise s'est poursuivie au Japon et sur le continent européen, mais sans s'étendre à la plupart des composantes de la demande. En Allemagne et en France, les exportations ont constitué le principal soutien de la conjoncture, alors que l'économie intérieure était généralement morose. En Italie, la situation économique s'est légèrement améliorée grâce notamment à la consommation privée.

La dernière enquête conjoncturelle de l'UE a confirmé la faiblesse persistante de la demande intérieure. Le climat de consommation ne s'améliore que lentement. Le secteur de la construction estime être toujours dans une situation difficile. En revanche, l'industrie reprend confiance grâce aux commandes accrues de l'étranger.

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, le repli du chômage a continué au deuxième trimestre, grâce à la bonne conjoncture économique. La situation est restée toutefois mauvaise sur les marchés du travail des trois grands pays d'Europe continentale. Les taux de chômage ont encore augmenté dans ces trois économies. En moyenne de l'UE, le taux de chômage est resté inchangé à 10,8% au deuxième trimestre.

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement a fléchi en moyenne des pays de l'OCDE (sans la Turquie). Il s'établissait à 2,7% en juin, contre 3,3% en mars.

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux Indicateurs économiques, et OFS

Politique économique

Le danger inflationniste est resté faible aux Etats-Unis. Aussi la Réserve fédérale a-t-elle maintenu inchangé le taux de l'argent au jour le jour, taux qu'elle avait relevé d'un quart de point en mars. De même, les banques centrales allemande, française et japonaise n'ont pas modifié leur politique monétaire. Le Parlement japonais a accordé plus d'autonomie à la banque centrale; à partir d'avril 1998, la Banque du Japon pourra prendre ses décisions de politique monétaire sans avoir à consulter le gouvernement. La Banque d'Angleterre a resserré les rênes monétaires pour prévenir une surchauffe de l'économie. Entre mai et août, elle a porté son taux directeur de 6% à 7%, en plusieurs étapes. En revanche, la Banque d'Italie a réduit le taux de l'escompte et le taux

* Le rapport a été approuvé le 4 septembre. 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.

lombard d'un demi-point, à fin juin, en raison de la faiblesse de la conjoncture et du fort repli du renchérissement.

Alors que les taux d'intérêt à court terme remontaient légèrement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, les rendements ont baissé sur les marchés des capitaux de ces deux pays au deuxième trimestre. Cela montre que les opérateurs tablent toujours sur un renchérissement bas. Les taux d'intérêt à long terme ont diminué également en Italie, mais sont restés approximativement à leur niveau du premier trimestre en Allemagne, en France et au Japon.

Aux Etats-Unis, la vigoureuse croissance économique a entraîné une forte réduction du déficit public de l'exercice 1996/97. En Allemagne et en France, les finances publiques se sont par contre détériorées du fait surtout du chômage en hausse.

Marchés des changes

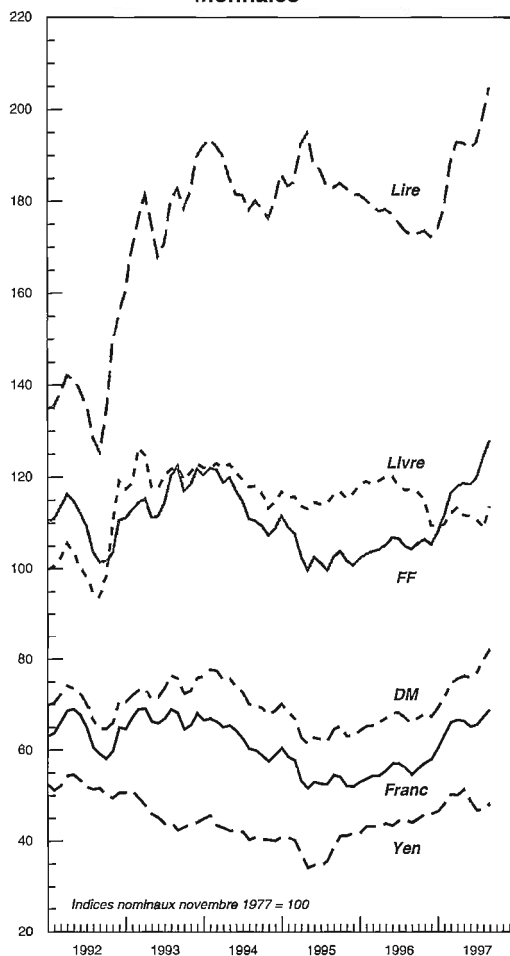
L'envolée du dollar et la nette faiblesse du mark allemand ont constitué les faits saillants des marchés des changes au deuxième trimestre. Les problèmes structurels de l'économie allemande et les doutes au sujet de la stabilité de la future monnaie commune expliquent en grande partie ces mouvements des cours de change.

Entre avril et août, le dollar s'est revalorisé de 7,6% par rapport au mark allemand et de 3% vis-à-vis du franc suisse, mais a cédé 3,4% face au yen japonais. Au deuxième trimestre, le cours réel du dollar, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 6,2% le niveau observé un an auparavant.

Le mark allemand a faibli vis-à-vis d'autres monnaies également. Au deuxième trimestre, les cours réels et pondérés par le commerce extérieur du mark allemand et du franc français étaient tous deux inférieurs de 3,8% à leur niveau du trimestre correspondant de 1996. Quant au cours réel et pondéré de la lire italienne, il a diminué de 1,8% en un an.

Au sein du mécanisme de change du Système monétaire européen (SME), l'écart entre la plus

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



forte des monnaies – la livre irlandaise – et la plus faible s'est creusé pour atteindre 13% en août. Le franc français et la lire italienne étaient les deux monnaies les plus faibles du mécanisme.

La livre sterling, monnaie à hauts rendements et n'appartenant pas au mécanisme de change du SME, s'est nettement raffermie. En juillet, elle valait 3,06 marks allemands, soit son cours le plus élevé depuis 1990. Entre avril et fin août, la monnaie britannique a enregistré une hausse de 5,8%. Son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, a augmenté de 17,6% en un an.

Pendant le deuxième trimestre, le yen japonais a regagné du terrain face au dollar. A fin août, le dollar valait 119 yens, d'où un raffermissement de la monnaie nipponne de 3,4% depuis avril. Au deuxième trimestre, le cours réel du yen, pondéré par le commerce extérieur, était toutefois encore inférieur de 9,4% au niveau observé un an auparavant.

Intégration européenne

Le premier règlement sur l'introduction de l'euro est entré en vigueur à mi-juin 1997. Il prévoit que l'écu sera remplacé par l'euro, au 1^{er} janvier 1999, à un cours de un écu pour un euro. En outre, le passage à l'euro n'aura pas d'incidence sur la validité juridique des contrats libellés en écus ou dans les monnaies nationales.

Le Conseil européen a fixé les principes du mécanisme de change pour les Etats membres qui ne participeront pas à l'Union monétaire. Ces principes sont les suivants:

- les cours-pivots seront définis par rapport à l'euro,
- la marge de fluctuation autorisée de part et d'autre des cours-pivots sera de +/-15%, comme jusqu'ici dans le SME,
- les interventions aux limites supérieure et inférieure de la marge de fluctuation seront en principe automatiques et illimitées,
- les interventions pourront être suspendues si elles sont incompatibles avec l'objectif principal de la politique monétaire, soit la stabilité du niveau des prix,
- tous les participants, y compris la Banque centrale européenne, auront en outre le droit d'entamer une procédure confidentielle visant à réexaminer les cours-pivots,
- la participation au mécanisme de change sera facultative.

La Commission européenne ayant donné un préavis favorable aux demandes déposées par

Chypre, la Pologne, la Hongrie, la République tchèque, la Slovénie et l'Estonie, l'UE ouvrira, probablement en 1998, des négociations avec ces pays en vue de leur adhésion.

Problèmes monétaires internationaux

A fin mai, la banque centrale tchèque a adopté, en raison de la mauvaise situation économique du pays, un régime de flottement dirigé pour la couronne. Après cette décision, la couronne tchèque a chuté de 11%. Au début de juillet, la Bulgarie a rattaché sa monnaie, le lev, au mark allemand. Ce rattachement, qui s'est accompagné de la mise en place d'un Comité monétaire, signifie que la banque centrale ne peut plus définir sa politique monétaire de manière autonome. La création du Comité monétaire a été convenue dans un accord de crédit passé avec le Fonds monétaire international (FMI) pour juguler la crise économique et financière.

Début juillet, la Thaïlande a subi une crise financière, due à la fragilité de son secteur bancaire et financier. Peu après, elle a laissé flotter sa monnaie, qui était étroitement liée au dollar des Etats-Unis. Le baht a alors chuté. Il a perdu 25% environ de sa valeur jusqu'à fin août. A la mi-août, le FMI a accordé à la Thaïlande un crédit stand-by de 2,9 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS), soit 3,9 milliards de dollars. Ce prêt fait partie d'un paquet financier de 16,7 milliards de dollars, auquel participent le Japon, plusieurs autres pays asiatiques, la Banque asiatique de développement et la Banque mondiale. Au besoin, la Thaïlande recevra également une aide financière de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et de pays opérant avec cette institution. Le prêt du FMI est lié à la mise en vigueur de mesures de politique économique visant à réduire le déficit de la balance courante. Les conditions imposées par le FMI portent surtout sur les cours de change, la politique budgétaire et la restructuration du système bancaire.

Les turbulences monétaires se sont propagées à d'autres pays de la région, mais avec une intensité moindre. L'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Corée du Sud ont dû dévaluer leur monnaie. Les Philippines ont obtenu du FMI qu'un prêt de 474,5 millions de DTS, octroyé au titre du

mécanisme élargi de crédit, soit augmenté de 316,7 millions de DTS. La Thaïlande et les Philippines sont les deux premiers pays auxquels le FMI a pu apporter un soutien rapide grâce à son nouveau mécanisme de financement d'urgence (MFU).

Au début d'août, le FMI a adopté des directives sur la gouvernance. Ces principes lui permettront d'attirer davantage l'attention de ses membres sur les cas de mauvaise administration des affaires publiques (trafic d'influence, corruption, détournement de fonds publics) et de proposer des réformes s'il y a danger pour l'évolution économique. Le FMI pourra suspendre le versement de crédits si un pays n'applique pas les mesures correctrices demandées.

2. Suisse

L'économie suisse a enregistré une amélioration au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel s'est nettement accru d'un trimestre à l'autre et a légèrement augmenté en comparaison annuelle. Les exportations ont joué un rôle moteur. Globalement, la demande intérieure est restée en effet peu soutenue. La consommation privée a progressé, mais les investissements ont continué à reculer. Ce repli, dû une fois encore à la construction, n'a cependant pas atteint l'ampleur observée aux deux trimestres précédents.

Il ressort des enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ qu'une éclaircie se dessine dans le ciel conjoncturel. La marche des affaires s'est améliorée dans l'industrie, et le taux d'utilisation des capacités techniques a augmenté. Comme précédemment, les principales impulsions ont découlé des exportations. Les entreprises axées essentiellement sur le marché intérieur ont toutefois enregistré elles aussi des progrès. Pour les prochains mois, les perspectives sont favorables. Les entreprises, qu'elles soient à vocation exportatrice ou tournées vers le marché intérieur, s'attendent à une nouvelle progression des commandes et à une production accrue.

Sur le marché du travail, des signes positifs ont été observés. L'indice de l'emploi que calcule

Manpower s'est inscrit en hausse pour la première fois depuis deux ans. En outre, le taux de chômage a diminué, passant de 5,4% en mars à 5,2% en juillet. Toutefois, ce repli s'explique sans doute en grande partie par les emplois créés grâce à des mesures adoptées par les cantons.

Entre avril et août, le renchérissement s'est maintenu à 0,5% en moyenne. La hausse des prix des biens indigènes a légèrement faibli, mais une nette accélération a été observée du côté des biens importés.

La monnaie centrale désaisonnalisée s'établissait à 32,8 milliards de francs en moyenne au deuxième trimestre; elle dépassait ainsi de 5,8% le niveau enregistré un an auparavant et de 3,1% celui du quatrième trimestre de 1996 (6,3% en taux annualisé). Sa croissance est restée un peu en deçà de ce que la Banque nationale avait prévu. L'institut d'émission s'attendait à un volume moyen de 32,9 milliards de francs. L'écart est dû à une surestimation de l'évolution des billets en circulation. Les avoirs en comptes de virements se sont accrus davantage que prévu, la Banque nationale ayant augmenté les liquidités du marché monétaire, en mai, pour contrecarrer une hausse du franc sur le marché des changes. Pour le troisième trimestre, la Banque nationale table sur un volume moyen de monnaie centrale de 32,9 milliards de francs. Elle estime donc que l'expansion de l'agrégat monétaire devrait marquer un nouveau ralentissement.

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois s'établissait à 1,4% à fin juillet, après avoir été temporairement à 1% dans la seconde moitié de mai. Quant au rendement moyen des obligations de la Confédération, il s'est replié jusqu'à fin juin pour s'inscrire à 3,2%. En août, il a passé à 3,3%.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a augmenté du premier au deuxième trimestre, mais était encore inférieur de 7,4% à son niveau du trimestre correspondant de 1996. La revalorisation du franc en termes réels par rapport au mark allemand a joué un rôle décisif dans la hausse observée par rapport au premier trimestre. Elle a en effet plus que compensé les baisses enregistrées face au dollar, à la livre sterling et au yen.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

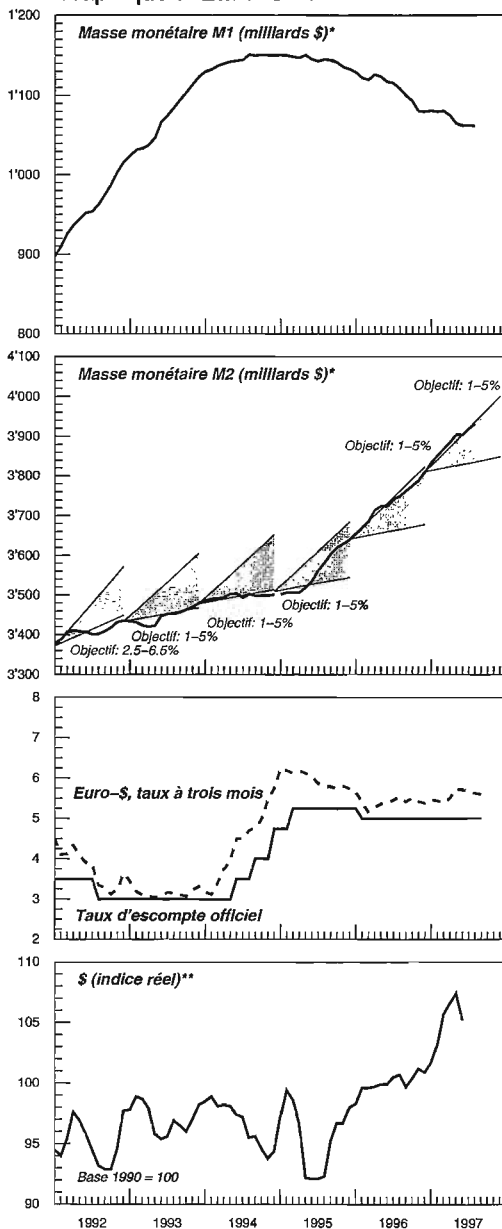
Au deuxième trimestre, la croissance de l'économie américaine s'est ralentie, mais est restée supérieure au potentiel à moyen ou long terme. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,6% en taux annualisé; il dépassait ainsi de 3,5% le niveau observé un an auparavant, contre 4% au premier trimestre. La progression moins forte de la consommation privée et le repli des investissements en constructions expliquent ce ralentissement. Les autres composantes du produit intérieur brut ont en revanche continué à croître vigoureusement. Les investissements en biens d'équipement et, surtout, les exportations ont enregistré des hausses beaucoup plus marquées qu'à la période précédente. De même, les stocks ont été sensiblement relevés.

Le léger affaiblissement de l'essor économique s'est reflété dans la production de l'industrie manufacturière, dont la progression par rapport à la période correspondante de l'année précédente s'inscrivait à 4,6%, contre 5,2% au premier trimestre. Le taux d'utilisation des capacités de production est resté à un niveau élevé, soit à 83,4%.

D'importants indicateurs annoncent la poursuite de la croissance. Les entrées de commandes ont augmenté dans l'industrie, et l'indice des indicateurs avancés a atteint son plus haut niveau. Etant donné le bon indice du climat de consommation, la consommation privée devrait s'accélérer au second semestre.

L'emploi a continué à progresser fortement au deuxième trimestre. Une fois encore, les nouveaux postes ont été créés exclusivement dans le secteur des services. Le taux d'activité (part des personnes actives occupées dans la population en âge d'exercer une activité) s'est maintenu au niveau record de 63,8%. Le taux de chômage a diminué pour s'établir à 4,9%. Un chiffre aussi bas n'avait plus été observé depuis 24 ans. Malgré les tensions croissantes sur le marché du travail, les augmentations de salaires étaient toujours modérées.

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)

La hausse des prix s'est ralentie, tant à la consommation qu'à la production. En comparaison

annuelle, les prix à la consommation ont augmenté de 2,3% au deuxième trimestre, contre 3% au premier trimestre. Les prix à la production ont encore reculé par rapport à la période précédente et ne dépassaient plus que de 0,3% le niveau observé un an auparavant (2,1% au premier trimestre).

Après avoir porté, en mars, de 5,25% à 5,5% le niveau visé du taux de l'argent au jour le jour (taux des fonds fédéraux), la Réserve fédérale a renoncé à un nouveau relèvement de ses taux directeurs, la croissance réelle ayant faibli au deuxième trimestre. Du premier au deuxième trimestre, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché euro-dollars a augmenté de 0,3 point pour s'inscrire à 5,7%. Quant au rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat, il a passé de 6,9% en avril à 6,2% en juillet.

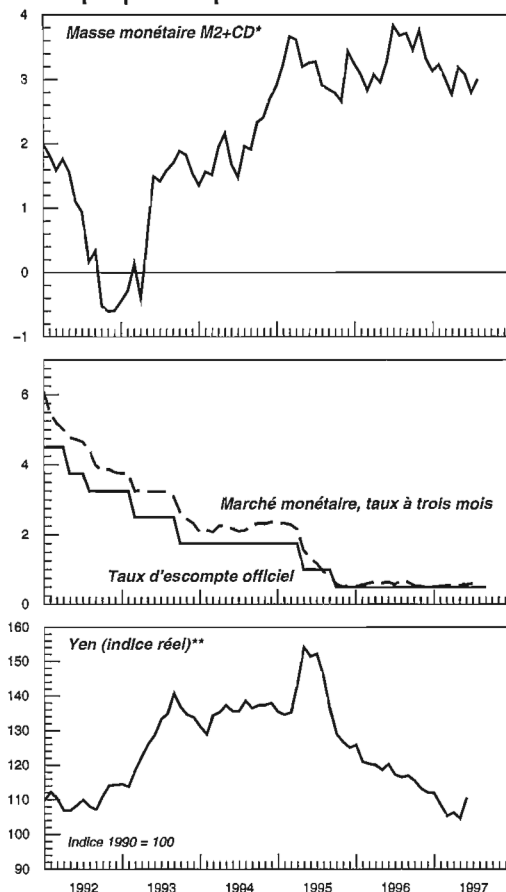
Selon la plus récente estimation, le déficit des comptes de l'Etat fédéral pour l'exercice 1996/97 sera probablement beaucoup moins élevé que prévu initialement; il devrait atteindre 37 milliards de dollars ou 0,5% du produit intérieur brut. Ce recul s'explique par les recettes en forte hausse grâce à la bonne conjoncture et par la diminution des dépenses sociales. Début août, le Congrès a approuvé un plan financier à moyen terme («balanced budget bill»), qui prévoit d'équilibrer les comptes de l'Etat d'ici à l'année 2002.

Au deuxième trimestre, la croissance des agrégats monétaires a été plus lente. En taux annualisés, M_2 et M_3 ont augmenté de respectivement 4,4% et 7,3%. L'agrégat M_2 a ainsi rejoint son corridor de croissance fixé entre 1 et 5%, alors que M_3 évoluait toujours au-dessus de sa fourchette de 2 à 6%. Après s'être temporairement stabilisée au début de l'année, la masse monétaire M_1 a diminué.

Japon

Au Japon, l'économie a continué son redressement au premier trimestre. Le produit intérieur brut réel dépassait de 2,6% son niveau de la période correspondante de 1996. La reprise a reposé sur une large assise. La consommation privée s'est accrue vigoureusement, notamment parce que des achats ont été anticipés du fait du relèvement de la TVA en avril. De même, les

Graphique 4: Japon



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

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

exportations et les investissements en biens d'équipement ont progressé considérablement. La consommation publique, par contre, n'a enregistré qu'une légère hausse, et la construction a reculé une nouvelle fois. Les investissements publics en constructions, qui avaient augmenté sensiblement au premier semestre de 1996 grâce à des mesures d'encouragement prises par l'Etat, ont fléchi fortement.

Au deuxième trimestre, la reprise a perdu de son élan. La production de l'industrie manufacturière a stagné d'un trimestre à l'autre, mais s'inscrivait en-

core 6,7% au-dessus du niveau observé un an auparavant. Les exportations, en forte progression du fait du cours favorable du yen, sont restées un important soutien de la conjoncture. Lors de la dernière enquête, les entreprises se sont montrées moins optimistes en ce qui concerne l'économie intérieure; elles s'attendent à une croissance modeste de la consommation privée et à une activité toujours faible dans la construction.

La TVA ayant été portée de 3% à 5% en avril, la hausse des prix s'est accélérée. Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement a augmenté de 1,4 point pour s'établir à 2% au deuxième trimestre. Les prix de gros ont quant à eux progressé de 1,9%, alors qu'ils avaient reculé au cours des cinq années précédentes.

Au deuxième trimestre, la situation ne s'est plus améliorée sur le marché du travail. L'emploi a stagné à son niveau de la période précédente, et le taux de chômage s'est accru de 0,1 point, passant à 3,4%. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi est resté inchangé d'un trimestre à l'autre.

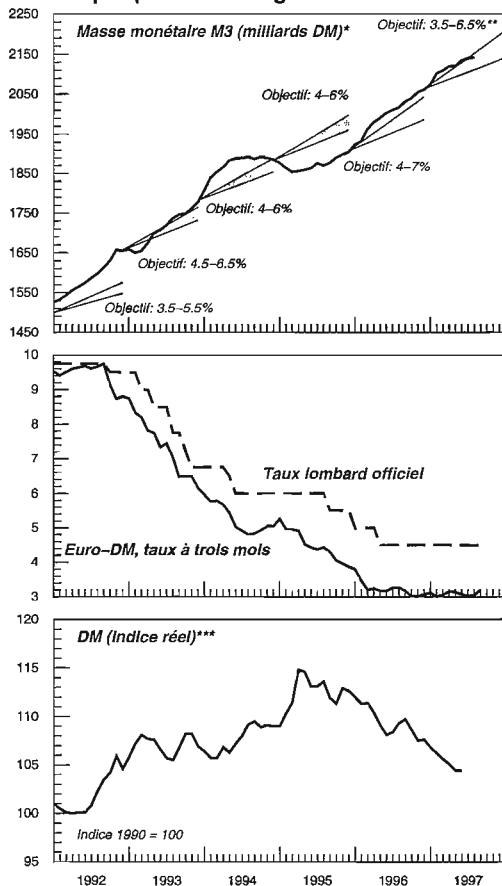
La Banque du Japon n'a pas modifié sa politique monétaire au deuxième trimestre. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-yens s'inscrivait toujours à 0,4%, et le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat, à 2,6%. La masse monétaire M_2+CD a continué à croître à un rythme de 3%.

A la mi-juin, le Parlement a approuvé un projet de loi qui confère une autonomie plus grande à la Banque du Japon. A partir d'avril 1998, cette dernière pourra prendre des décisions en matière de politique monétaire sans en référer au gouvernement. Toutefois, la politique des cours de change relèvera toujours du gouvernement.

Allemagne

Au premier trimestre, la croissance économique s'est renforcée en Allemagne. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,6%, contre 2,1% au quatrième trimestre de 1996. La conjoncture a été soutenue principalement par les exportations qui ont

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)

bénéficié notamment de la faiblesse du mark. Stimulés par la forte expansion des exportations, les investissements en biens d'équipement ont eux aussi progressé vigoureusement. L'activité dans la construction et la consommation privée ont par contre continué à manquer de vigueur.

Le raffermissement de la conjoncture s'est poursuivi au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel dépassait de 2% son niveau de la période correspondante de 1996. La production de

l'industrie manufacturière a augmenté une nouvelle fois, et le taux d'utilisation des capacités de production s'établissait à 85,1%, contre 84,1% à la période précédente. Les principales impulsions sont venues de nouveau de l'étranger. Les commandes de la clientèle allemande, qui avaient fléchi au second semestre de 1996, se sont redressées elles aussi. La demande de biens de consommation a enregistré une très nette poussée. Les commandes ont toutefois stagné dans la construction.

Sur le marché du travail, la situation s'est encore détériorée. L'emploi a diminué du premier au deuxième trimestre et était inférieur de 1,6% au niveau observé un an auparavant. Le taux de chômage atteignait 11,3%, augmentant ainsi de plus d'un point en l'espace d'une année.

La hausse des prix à la consommation s'est accélérée, passant de 1,4% en avril à 1,9% en juillet. Les prix à la production ont eux aussi augmenté. L'accélération du renchérissement est due en partie à l'affaiblissement du mark, qui a entraîné une hausse des prix des biens importés.

La Banque fédérale d'Allemagne n'a pas modifié ses taux directeurs au deuxième trimestre. Le taux des prises en pension de titres est ainsi resté à 3%; il avait été réduit pour la dernière fois en août 1996. Alors que le taux des dépôts à court terme sur le marché des euro-marks s'est maintenu à 3,1%, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a légèrement progressé, passant de 5,6% au premier trimestre à 5,7% au trimestre suivant. L'expansion de la masse monétaire M_3 ayant nettement fléchi, l'agrégat s'est rapproché de son corridor de croissance, fixé entre 3,5 et 6,5%.

En juillet, le gouvernement allemand a présenté un collectif budgétaire pour l'année 1997. Le déficit prévu au budget fédéral devrait ainsi augmenter de 18 milliards pour atteindre 71 milliards de marks. L'alourdissement du déficit s'explique par la hausse, plus forte que prévu, du chômage. En outre, le gouvernement allemand estime que la croissance économique réelle sera de 2,5% en 1997 et que le déficit public global s'inscrira à 110 milliards de marks, soit à exactement 3% du produit intérieur brut, grâce à des excédents de dépenses

moins élevés du côté des assurances sociales ainsi que dans plusieurs Länder et communes.

Pour 1998, le gouvernement a établi son budget en tablant sur une croissance économique de 2,7% en termes réels et sur une légère diminution du chômage. Les dépenses n'augmenteront que de 0,5%. Etant donné que les recettes progresseront d'environ 20 milliards de marks grâce à la mise sur le marché d'autres actions Telekom et à la vente de la Postbank, le déficit fédéral devrait être de 58 milliards de marks. Pour 1998, le gouvernement prévoit un déficit public global sensiblement inférieur à 3% du produit intérieur brut.

France

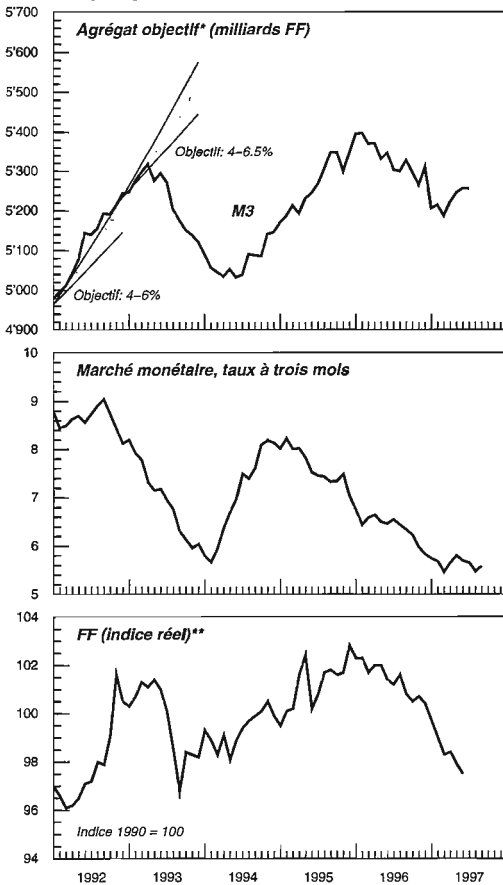
En France, la reprise économique a perdu une grande partie de son dynamisme au premier trimestre. Le produit intérieur brut réel ne dépassait plus que de 1,1% le niveau observé un an auparavant, contre 2,1% au quatrième trimestre de 1996. Les exportations ainsi que, dans une moindre mesure, la consommation publique et le relèvement des stocks ont été les principaux soutiens de la conjoncture. La consommation privée et les investissements ont tous deux diminué.

La conjoncture s'est de nouveau redressée au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut a progressé de 2,3%. D'un trimestre à l'autre, la croissance de la production s'est fortement accélérée dans l'industrie manufacturière. Comme précédemment, les exportations ont joué un rôle moteur. Les stocks ont été eux aussi considérablement augmentés. La consommation privée, par contre, est restée faible, mais le climat de consommation a marqué une amélioration.

Sur le marché du travail, la situation était toujours sombre. L'emploi a stagné et le taux de chômage atteignait 12,6%, soit un niveau jamais observé jusque-là. Le renchérissement a faibli; pour la première fois depuis 40 ans, il est descendu au-dessous de 1%.

Les recettes fiscales ayant été nettement inférieures au montant prévu, le nouveau gouvernement français a présenté, en juillet, une loi de finances rectificative. Cette loi devrait permettre à

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)

l'Etat d'encaisser 32 milliards de francs français de recettes supplémentaires, grâce notamment à une imposition plus élevée des bénéfices des entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 50 millions de francs français. Le gouvernement table, pour 1997, sur un déficit public correspondant à 3,2% du produit intérieur brut.

La Banque de France a maintenu ses taux directeurs inchangés au deuxième trimestre. D'un trimestre à l'autre, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs ne s'est que légèrement accrue, passant à 3,3%. Le ren-

dement des emprunts émis à dix ans par l'Etat, qui avait atteint 5,8% en avril du fait des incertitudes liées à l'approche des élections, a diminué pour s'établir à 5,5% en juillet.

La masse monétaire M_3 n'a guère augmenté du premier au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, elle a fléchi de 1,4%. Elle évoluait bien au-dessous de son sentier de croissance à moyen terme, fixé à 5%. Le taux de progression de l'endettement intérieur total est resté inchangé au deuxième trimestre.

Royaume-Uni

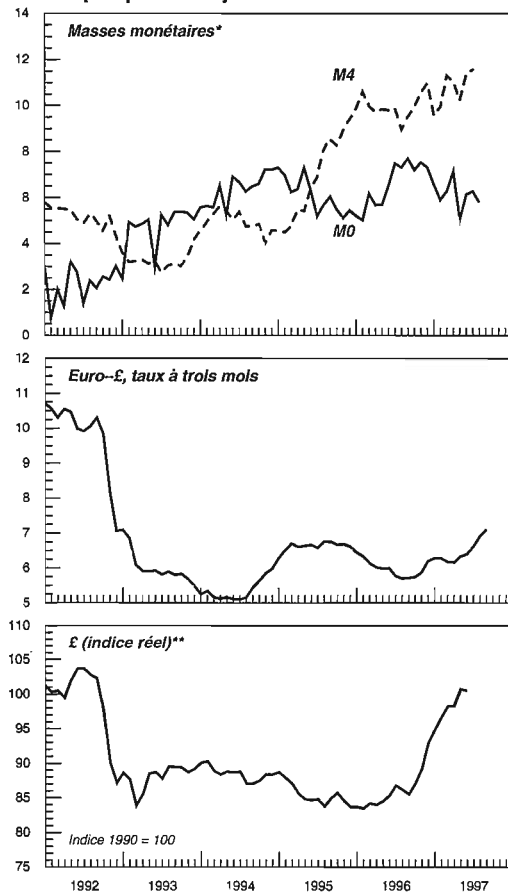
Au premier trimestre de 1997, l'essor de la conjoncture s'est encore renforcé au Royaume-Uni. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,2%, contre 2,8% au quatrième trimestre de 1996. La consommation privée est restée le principal stimulant de cette expansion. Les investissements et les exportations ont continué à progresser vigoureusement, mais la consommation publique a enregistré un ralentissement de sa croissance.

Le dynamisme de l'économie s'est maintenu au deuxième trimestre. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut a progressé de 3,4% en comparaison annuelle. La consommation privée a continué à croître sensiblement. Alors que la production industrielle a stagné, les services ont enregistré une forte expansion.

La situation s'est encore améliorée sur le marché du travail. Le taux de chômage a passé de 7,7% au deuxième trimestre de 1996 à moins de 6% au trimestre correspondant de 1997. Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement est resté inchangé à 2,7%. L'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, était de 2,9%, contre 2,6% un an auparavant. S'inscrivant à 1%, la hausse des prix à la production s'est encore ralentie un peu.

Entre les mois d'avril et d'août, la Banque d'Angleterre a relevé son taux directeur à quatre reprises, le portant de 6% à 7%. En resserrant ainsi les rênes de sa politique monétaire, elle entendait freiner la croissance particulièrement vive

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

de la demande intérieure. Lors du dernier relèvement de début août, l'institut d'émission a annoncé que le taux directeur se trouvait maintenant à un niveau qui, à son avis, était compatible avec son objectif d'inflation. La revalorisation très nette de la livre sterling a certes affecté les exportations. Elle est due toutefois à des facteurs – telles les incertitudes liées à l'intégration monétaire européenne – qui se situent hors de la zone d'influence de la politique monétaire. D'avril à juillet, le taux des dépôts interbancaires à trois mois a augmenté de 0,6 point pour atteindre 6,9%, tandis que le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a reculé de 0,6 point, passant à 7,1%.

L'expansion annuelle de la masse monétaire M_0 s'est nettement ralentie au deuxième trimestre, puisqu'elle s'est inscrite à 6,1%. Par contre, la progression de M_4 , qui répond à une définition plus large et englobe également les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, est restée inchangée à 11,2%. Les deux agrégats ont encore augmenté plus fortement que leurs objectifs, soit 0 à 4% pour M_0 et 6 à 9% pour M_4 .

Italie

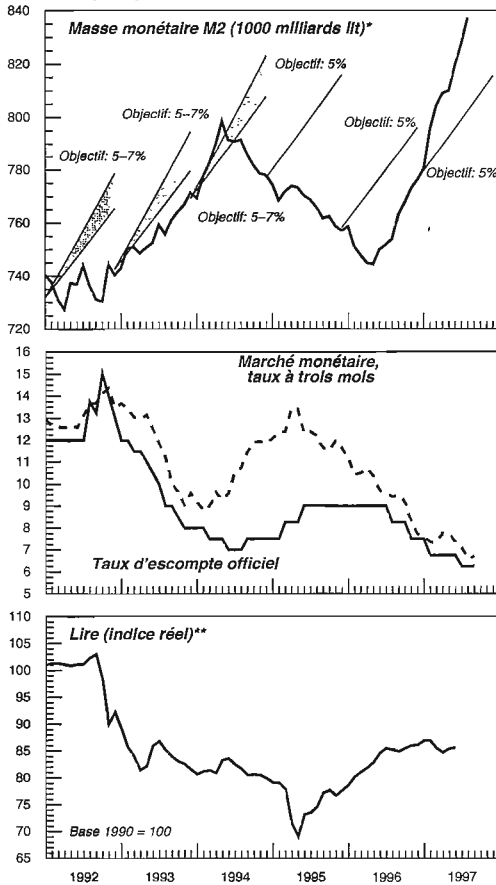
En Italie, la conjoncture a subi un accès de faiblesse au premier trimestre. Le produit intérieur brut réel a diminué de 0,4% par rapport à la période correspondante de 1996. Les exportations ont fortement chuté sous l'effet de la hausse de la lire, alors que la demande intérieure n'a, dans l'ensemble, que légèrement fléchi. Les composantes de la demande intérieure ont cependant évolué de manière divergente. La consommation a continué à progresser, mais les investissements en constructions et, surtout, en biens d'équipement, n'atteignaient de loin pas leur niveau du premier trimestre de 1996. Les stocks se sont eux aussi fortement contractés. La faible demande intérieure s'est reflétée dans le recul persistant des importations.

Au deuxième trimestre, la situation économique s'est améliorée. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut a marqué une sensible hausse par rapport au trimestre précédent; il dépassait de 1,7% la valeur observée un an auparavant. La production industrielle s'est redressée; en comparaison annuelle, elle a progressé de 2,3%, après une baisse de 0,5% au premier trimestre. Les carnets de commandes se sont considérablement étoffés, grâce notamment à l'augmentation des ordres passés par la clientèle italienne. Stimulée par les avantages fiscaux accordés sur les achats de voitures, la consommation privée est restée bien orientée.

La situation était toujours difficile sur le marché du travail. En comparaison annuelle, l'emploi a stagné au deuxième trimestre. Le taux de chômage a légèrement augmenté pour s'établir à 12,4%.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a continué son mouvement de

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)

repli. Il s'inscrivait à 1,6% en juillet, contre 3,6% un an auparavant. Les salaires ont enregistré une nouvelle hausse, qui a découlé d'accords conclus en 1993 entre les partenaires sociaux. Au deuxième trimestre, ils dépassaient ainsi de près de 5% le niveau du trimestre correspondant de 1996.

La Banque d'Italie, tenant compte du fort repli du renchérissement et du raffermissement de la lire, a abaissé ses taux directeurs. A fin juin, elle a ramené de 6,75% à 6,25% son taux de l'escompte et de 8,25% à 7,75% son taux lombard. La dernière réduction de ces taux remontait à janvier. Entre le premier et le deuxième trimestre de 1997,

la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-liras a passé de 7,2% à 6,8%, et le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat, de 7,5% à 7,4%.

L'expansion de la masse monétaire M₂ s'est accélérée au deuxième trimestre. Cet agrégat était supérieur de 9,4% au niveau observé un an auparavant. Le sentier de croissance fixé par la Banque d'Italie pour M₂ est de 5%.

C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

En Suisse, la conjoncture s'est améliorée au deuxième trimestre de 1997. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel a progressé de manière étonnamment vigoureuse. Par rapport au deuxième trimestre de 1996, il a augmenté de 0,2%, après avoir diminué de 0,7% au début de l'année.

L'embellie de la conjoncture a reposé essentiellement sur la reprise des exportations, reprise favorisée par l'amélioration de la situation économique à l'étranger et la nette dépréciation, en termes réels, du franc suisse jusqu'au début de 1997. La demande intérieure n'a progressé que légèrement dans l'ensemble. Par rapport au niveau du trimestre correspondant de 1996, la consommation privée s'est accrue sensiblement, mais les investissements ont continué à reculer, dans une mesure qui était cependant moins importante qu'au trimestre précédent. Les investissements en constructions ont encore fléchi, alors que ceux en biens d'équipement ont augmenté vivement. Une forte croissance a de nouveau été observée du côté des importations.

Les résultats des enquêtes menées par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ signalent également une reprise de l'activité économique. L'indicateur de la marche des affaires dans l'industrie s'est amélioré, et le taux d'utilisation des capacités techniques est resté orienté à la

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

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

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

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

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

^{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.

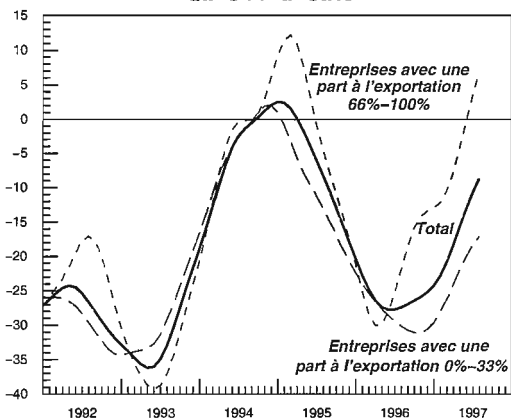
1.4 Balance des transactions courantes (solde en milliards de dollars, données cvs)

	1993	1994	1995	1996	1996				1997	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Etats-Unis	-90,8	-133,5	-129,1	-148,2	-32,9	-35,6	-42,8	-36,9	-41,0	
Japon	131,6	130,2	111,0	66,1	19,1	14,6	15,9	16,4	16,9	25,2
Allemagne ^{a)}	-14,6	-20,5	-23,9	-13,6	-3,7	-4,8	-2,1	-2,9	-6,8	
France ^{a)}	9,8	7,4	10,9	20,5	6,6	2,9	5,5	5,5	10,0	10,8
Royaume-Uni ^{a)}	-15,5	-2,5	-5,8	-0,7	-1,8	1,1	-0,7	0,8	2,4	
Italie ^{a) b)}	10,2	14,1	26,8	41,0	6,3	10,7	14,7	9,4	8,8	
Suisse ^{b)}	19,4	17,5	21,4	21,4	5,4	4,6	5,2	6,0	4,7	4,6

^{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 9: Marche des affaires dans l'industrie*



Série lissée; total et répartition selon la part des exportations

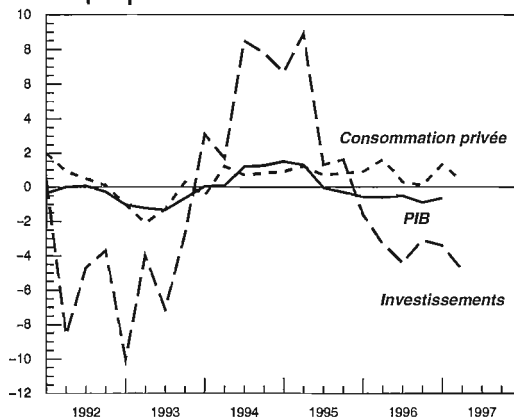
* Il s'agit d'un indicateur composite qui tient compte des quatre éléments suivants: entrées de commandes et production, par rapport au mois correspondant de l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis.

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

hausse. En données corrigées des variations saisonnières, ce taux a passé de 83,4% au premier trimestre à 83,8% au deuxième trimestre de 1997. Tant les branches axées sur le marché intérieur que celles à vocation exportatrice ont connu une évolution positive de la marche de leurs affaires. Cette tendance a cependant été plus marquée chez les secondes que chez les premières. Les deux branches ont annoncé une progression de leurs carnets de commandes par rapport au trimestre précédent et estimé que les stocks de produits finis n'étaient que légèrement trop élevés. Pour les trois à six mois à venir, elles s'attendent à une poursuite de la hausse des commandes, à un faible accroissement de la production et à une progression des achats de produits en amont.

Au deuxième trimestre, l'industrie des machines et des appareils, qui exporte une grande part de sa production, a enregistré une nette augmentation des commandes et une production en hausse. Elle est optimiste en ce qui concerne l'évolution future de ses affaires. Par contre, la plupart des branches de l'industrie des biens de

Graphique 10: Produit intérieur brut réel*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFQC

consommation ont encore stagné. Les commandes n'ont que légèrement progressé dans l'industrie alimentaire, des boissons et du tabac. Dans le textile et l'habillement ainsi que dans l'industrie graphique, aucun signe tangible de reprise n'a été observé. Ces branches envisagent cependant elles aussi l'évolution à moyen terme avec une certaine sérénité.

La situation financière des entreprises s'est également améliorée. Pour la première fois depuis deux ans, les entreprises à vocation exportatrice ont porté une appréciation franchement positive sur leurs bénéfices; celles qui produisent pour le marché intérieur ont quant à elles été moins pessimistes que précédemment. Ces deux catégories s'attendent toutefois à une poursuite de la baisse des prix de vente en Suisse et à l'étranger, mais pensent que le recul devrait nettement se ralentir par rapport à 1996.

Le baromètre conjoncturel (sans l'indice des actions) établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a affiché une légère hausse du premier au deuxième trimestre de 1997. L'indice de la construction est toujours en repli, mais ce mouvement est moins prononcé que précédemment. Alors que la réserve de travail dans l'industrie des machines a stagné par rapport au trimestre précédent, les trois autres composantes

du baromètre (indice Manpower, perspectives de l'emploi dans l'industrie et masse monétaire M_1 en termes réels) ont progressé légèrement.

Consommation

La faible reprise observée au début de l'année du côté de la consommation privée a gagné en dynamisme au deuxième trimestre. Les dépenses réelles de consommation ont augmenté d'un trimestre à l'autre, mais aussi par rapport au deuxième trimestre de 1996 (1,3%).

Cette hausse n'a cependant pas eu de répercussions sur les chiffres d'affaires, en termes réels, du commerce de détail. Après avoir enregistré une progression de 1,8% en comparaison annuelle, ceux-ci ont en effet reculé de 1,9% au deuxième trimestre de 1997. Ce repli est imputable au fait que Pâques a été célébré cette année au premier trimestre. Les ventes de produits alimentaires, boissons et tabac ont pour cette raison chuté fortement. De même, celles des biens de consommation durables ont fléchi, notamment les ventes d'appareils ménagers et de machines de bureau. Dans le tourisme, le nombre des nuitées de la clientèle suisse a stagné, alors qu'il avait augmenté quelque peu au premier trimestre.

Selon l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les détaillants sont plus confiants qu'au début de l'année. Pour les six mois à venir, ils portent un jugement plus positif sur la marche de leurs affaires. Les résultats de l'enquête menée en juillet par l'Office fédéral des questions conjoncturelles montrent que le climat de consommation s'est encore amélioré. De juillet 1996 à juillet 1997, cet indice a passé de moins 40 points à moins 21 points. Pour la première fois depuis 1990, les ménages sont nettement plus optimistes quant à leur situation financière pour les douze prochains mois. Leur appréciation de la sécurité de l'emploi est également moins pessimiste.

Investissements

Les investissements ont régressé au deuxième trimestre. Ils s'inscrivaient ainsi 1,6% au-dessous de leur niveau du trimestre correspondant de 1996 (premier trimestre de 1997: -2,8%). Dans le domaine de la construction, ils ont de nouveau reculé, alors que dans celui des biens d'équipement, ils se sont redressés.

Les investissements en constructions ont fléchi du premier au deuxième trimestre; par rapport au deuxième trimestre de 1996, le recul a été de 5,6%

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

	1993	1994	1995	1996	1996				1997	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	-4,1	13,6	17,9	1,5	1,6	-1,1	7,3	-1,8	-2,7	8,4
Entrées de commandes suisses dans l'industrie des machines	-8,1	3,5	-7,0	-7,1	-17,4	-3,4	-5,7	-1,7	-13,5	-7,9
Livraisons de ciment (volume)	-5,5	8,6	-7,8	-11,9	-14,2	-11,3	-9,1	-13,1	-5,5	-3,7
Crédits de construction non utilisés	-13,5	7,6	-5,3	-16,3	-13,1	-13,8	-19,4	-18,9	-16,8	-22,0
Secteur principal de la construction										
- entrées de commandes	5,9	5,0	-1,9	-16,6	-15,0	-20,3	-13,9	-17,1	2,8	4,8
- carnets de commandes	-3,4	-5,8	-1,0	-16,6	-10,2	-15,8	-18,4	-21,8	-9,3	-5,9
Renchérissement dans la construction ¹	3,4	1,5	2,7	0,8	1,0	0,7	0,7	0,9	0,1	0,3

¹ Indice des coûts de production de la Société suisse des entrepreneurs (SSE), catégorie de travaux 1

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

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

(premier trimestre: -5,9%). Les crédits de construction ouverts, bien que déjà peu élevés, se sont nettement contractés en comparaison annuelle.

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, la situation devrait se stabiliser progressivement dans la construction. Dans l'industrie de la pierre et de la terre, un fournisseur de cette branche, les entrées et les carnets de commandes ont de nouveau été qualifiés de beaucoup trop bas, mais la situation a cessé de se détériorer. Au deuxième trimestre, l'activité dans le secteur principal de la construction a une nouvelle fois reculé en comparaison annuelle; ce recul tend toutefois à marquer le pas depuis le début de l'année. Par rapport au deuxième trimestre de 1996, la réserve de travail a stagné à 3,4 mois. Pour la deuxième fois consécutive, les entreprises du bâtiment ont porté une appréciation moins pessimiste sur les carnets de commandes. Elles ont également été moins négatives pour ce qui est des perspectives à trois et à six mois. Dans le génie civil, les tendances récessives se sont affaiblies quelque peu; le programme d'investissements, proposé par le Conseil fédéral et adopté par le Parlement au mois d'avril, y a certainement contribué. Il serait toutefois prématuré de parler

d'un véritable retournement dans la construction ou le génie civil. La part des travaux de transformation et de rénovation dans le secteur principal de la construction a continué à s'accroître, passant de 30,2% au premier semestre de 1996 à 33,6% au semestre correspondant de 1997.

Au deuxième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont marqué une sensible hausse en données corrigées des variations saisonnières, après avoir reculé au trimestre précédent. Cette évolution a reflété la reprise conjoncturelle et l'amélioration des bénéfices dans l'industrie. En comparaison annuelle, les investissements en biens d'équipement ont progressé de 3,6% (premier trimestre: 0,1%). Selon l'enquête trimestrielle que la Société suisse des constructeurs de machines a menée auprès de ses membres, les commandes de la clientèle suisse ont une nouvelle fois diminué. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 86,2% à 87,5% du premier au deuxième trimestre de 1997. Cette progression est due aux commandes provenant de l'étranger.

Commerce extérieur

Le commerce extérieur s'est encore raffermi durant le deuxième trimestre. Les exportations de

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

	1994	1995 ^{a)}	1996 ^{b)}	1996 ^{b)}				1997 ^{c)}	
				1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Recettes									
Exportations de biens	99,4	99,8	102,2	25,1	25,5	24,5	27,1	26,3	28,7
Commerce spécial (total 2)	95,8	96,2	98,6	24,2	24,6	23,7	26,1	25,4	27,8
Exportations de services	30,9	30,8	32,4	8,3	7,9	8,7	7,5	8,2	8,5
Revenus du travail et des capitaux	36,6	37,3	39,4	9,2	9,7	9,7	10,8	11,0	11,0
Transferts courants	3,5	3,5	3,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Total des recettes	170,4	171,4	177,6	43,5	44,0	43,9	46,3	46,4	49,2
Dépenses									
Importations de biens	97,2	98,8	101,0	25,5	25,4	24,1	26,0	27,3	29,1
Commerce spécial (total 2)	92,6	94,5	96,7	24,3	24,4	23,1	24,9	26,2	28,0
Importations de services	15,3	15,6	16,8	3,4	4,5	5,0	3,9	3,5	4,6
Revenus du travail et des capitaux	25,9	23,4	25,0	6,1	6,2	6,3	6,5	6,8	6,9
Transferts courants	8,1	8,3	8,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0
Total des dépenses	146,5	146,1	151,2	37,0	38,2	37,5	38,5	39,7	42,6
Soldes									
Biens	2,2	1,0	1,1	-0,4	0,0	0,4	1,1	-1,0	-0,3
Commerce spécial (total 2)	3,2	1,8	1,9	-0,1	0,2	0,6	1,2	-0,8	-0,2
Services	15,6	15,2	15,6	4,8	3,5	3,7	3,6	4,7	3,9
Revenus du travail et des capitaux	10,7	13,9	14,3	3,2	3,5	3,4	4,3	4,2	4,2
Transferts courants	-4,7	-4,8	-4,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1	-1,2	-1,2
Solde des transactions courantes	23,9	25,3	26,4	6,4	5,8	6,4	7,8	6,7	6,6

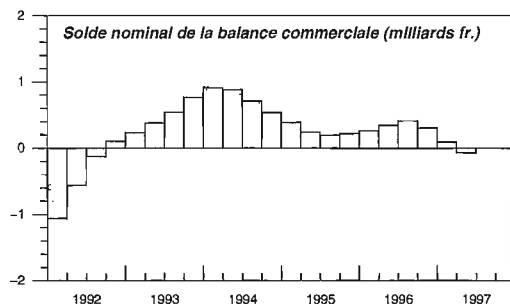
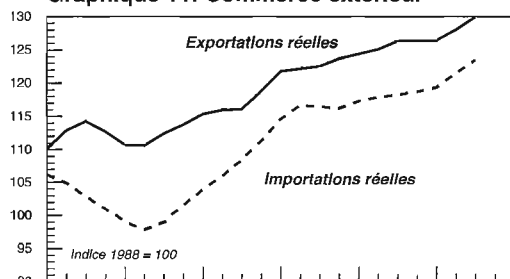
¹ Des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis.

a) Chiffres révisés

b) Chiffres provisoires

c) Selon des estimations

Graphique 11: Commerce extérieur*



* Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

marchandises ont fortement progressé en volume et en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. En comparaison annuelle, elles se sont accrues de 4,6%, contre 3,5% au premier trimestre. Les livraisons à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont enregistré une croissance supérieure à la moyenne (10,5%). De leur côté, les exportations de biens d'équipement ont marqué une hausse de 4,5%, alors que celles de biens de consommation ont stagné¹.

Les exportations de toutes les branches importantes de l'industrie ont nettement progressé par rapport au deuxième trimestre de 1996. Les ventes à l'étranger de l'industrie des machines et de l'électronique, qui représentent 30% de l'ensemble des exportations, ont crû plus fortement qu'au

¹ 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 supérieures d'environ 3,3 points à celles qui ont été adaptées.

trimestre précédent, soit de 6,9%. Quant à celles d'instruments de précision, de métaux et de papier, elles ont affiché des taux de croissance à deux chiffres. Les fournitures à l'étranger de l'industrie chimique ont également été bien supérieures à celles de la période correspondante de 1996. Si les exportations de colorants et de matières plastiques ont enregistré une hausse considérable, les ventes à l'étranger de produits pharmaceutiques n'ont que modestement progressé. Dans l'industrie des biens de consommation, seules l'horlogerie et la bijouterie ont pu accroître sensiblement leurs fournitures à l'étranger. Enfin, les exportations de produits alimentaires, de boissons et de tabac n'ont presque pas augmenté, tandis que celles du domaine des appareils ménagers et de l'habillement ont même diminué.

Les exportations vers l'UE, notamment vers l'Allemagne, l'Italie et le Bénélux, ont vivement progressé en valeur. Vers les Etats-Unis, leur hausse a aussi été très prononcée. Mesurées au total des exportations de marchandises, les ventes aux Etats-Unis (9,4%) viennent après les ventes à l'Allemagne (23,3%), mais juste avant celles à la France (9,1%). Malgré la forte dépréciation du franc suisse face à la livre sterling, les livraisons vers le Royaume-Uni ont stagné. De leur côté, les exportations vers la zone asiatique, en particulier Singapour, Hong-Kong et Taïwan, ont continué de s'accroître sensiblement. Les exportations vers le Japon se sont elles aussi inscrites en expansion. Les fournitures aux pays en transition ont marqué une croissance vigoureuse, alors que celles aux pays en développement ont régressé, après avoir progressé vivement au premier trimestre.

Au deuxième trimestre, les importations ont de nouveau enregistré un net accroissement en volume et en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. Par rapport à la période correspondante de 1996, elles se sont élevées de 5,6%, contre près de 6% au premier trimestre de 1997. La progression des importations de matières premières et de produits semi-finis a été particulièrement forte (10%). Les importations de biens d'équipement, notamment de machines de travail et de véhicules utilitaires, ont été supérieures de 5,1% au niveau atteint au premier trimestre de 1997. Etant donné la faiblesse

persistante de la consommation privée, les importations de biens de consommation n'ont augmenté que de 1,1%.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation ont haussé de 4,3%, et ceux à l'importation, de 4,1%. Des déplacements au sein des biens de consommation ont toutefois accentué cette évolution.

En valeur, les importations de marchandises ont augmenté un peu plus fortement que les exportations. Au deuxième trimestre, la balance commerciale a dégagé un déficit de 0,2 milliard de francs; un modeste excédent avait été enregistré au trimestre correspondant de 1996. Le solde actif de la balance des services a progressé de 0,4 milliard pour atteindre 3,9 milliards de francs. Les recettes tirées du tourisme ont augmenté légèrement par rapport au deuxième trimestre de 1996. De leur côté, les commissions bancaires ont marqué une vigoureuse croissance. L'excédent de la balance des revenus de facteurs a passé de 3,5 milliards à 4,2 milliards de francs. Cette hausse est due aux produits accrus que les banques ont dégagés de leurs opérations sur différences d'intérêts. Le solde actif de la balance des transactions courantes a atteint 6,6 milliards de francs, contre 5,8 milliards au deuxième trimestre de 1996.

Emploi et marché du travail

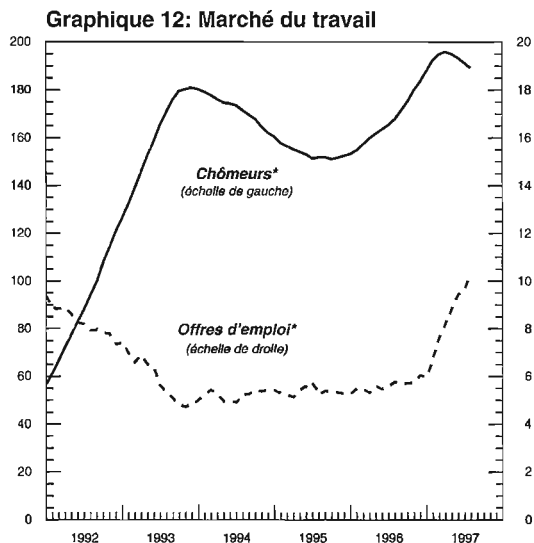
Au deuxième trimestre, l'emploi a régressé de 0,4% en données corrigées des variations saisonnières. Il était ainsi inférieur de 2% à son niveau du trimestre correspondant de 1996 (premier trimestre: -1,9%). En comparaison annuelle, le nombre des emplois à plein temps a baissé de 2,1% et celui des emplois à temps partiel, de 1,4%. Pour ces derniers, il s'agit de la première diminution depuis le milieu de 1994.

La plus grande perte d'emplois (-2,9%) a été observée dans l'industrie manufacturière, mais toutes les principales branches ont été plus ou moins fortement touchées. Ainsi, l'emploi s'est replié de 4,4% dans l'industrie des machines, de 4% dans la métallurgie et de 2,7% dans l'alimentation. Dans les branches de la chimie et des ins-

truments de précision, le recul a été moins accentué. Il s'est même ralenti dans la construction (-2,7%). Dans le secteur des services, l'emploi a reculé de 1,5%. Le commerce de l'automobile et celui de détail, la restauration, les transports, les communications et les banques ont quant à eux accusé de fortes baisses. En revanche, l'emploi s'est inscrit en hausse dans le commerce de gros, les assurances, l'informatique et les administrations publiques.

Des signes d'amélioration sont apparus sur le marché du travail. L'indice Manpower de l'emploi a progressé légèrement, pour la première fois depuis le deuxième trimestre de 1995, en données corrigées des variations saisonnières. En outre, le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a de nouveau marqué une vive hausse. Il semble toutefois que cette évolution favorable résulte, pour l'essentiel, des emplois créés dans le cadre de programmes cantonaux d'occupation des chômeurs.

L'effectif des chômeurs a reculé d'avril à juin en données corrigées des variations saisonnières, après avoir atteint un niveau record de 195 900 personnes au mois de mars. Il était de 193 300 en moyenne du deuxième trimestre, contre 194 300



* En milliers; données cvs et sans les valeurs extrêmes

Source: OFIAMT

au trimestre précédent. Le taux de chômage a régressé de 0,1 point pour s'inscrire à 5,3%. Il a diminué plus fortement en Suisse romande et au Tessin, où il a passé de 7,3% à 7%, qu'en Suisse alémanique, où il s'est replié de 0,1 point, s'éta-

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

	1994	1995	1996	1997											
				1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet		
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-0,4	0,0	-0,6	-0,6	-0,2	-1,0	-0,7	-1,9	-2,0						
Personnes occupées à plein temps ¹	-1,4	-0,5	-1,0	-0,8	-0,6	-1,4	-1,3	-2,3	-2,1						
Taux de chômage ^{2,3}	4,7	4,2	4,7	4,6	4,5	4,5	5,1	5,7	5,3	5,5	5,3	5,1	5,0		
Chômeurs ³	171 038	153 316	168 630	165 354	162 164	163 900	183 101	204 666	191 714	197 732	192 091	185 320	182 477		
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	22 600	9 917	13 060	17 055	15 655	6 942	12 585	14 809	6 406	9 410	5 548	4 260	2 599		
Places vacantes annoncées ³	5 224	5 401	5 605	5 294	6 338	5 773	5 017	7 381	10 492	9 861	10 870	10 746	10 988		

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

blissant ainsi à 4,6%. Pour la première fois depuis le début de 1995, le nombre des personnes qui sont restées jusqu'à six mois sans emploi a enregistré une baisse. Dans les autres groupes (entre six et douze mois et plus de douze mois), le chômage a par contre continué à progresser.

Au mois de juillet, 189 200 personnes étaient sans emploi et, partant, le taux de chômage s'est chiffré à 5,2%. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail s'est accru une nouvelle fois pour s'établir à 10 300.

Le nombre des personnes touchées par le chômage partiel a de nouveau reculé, passant de 10 300 au premier trimestre à 5300 au trimestre suivant. Par rapport à la période correspondante de 1996, la diminution est donc de 8400 unités.

Prix

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a continué son mouvement de repli pour s'inscrire à 0,5% en moyenne du deuxième trimestre, contre 0,7% au trimestre précédent. En juillet et en août, il est resté à 0,5%.

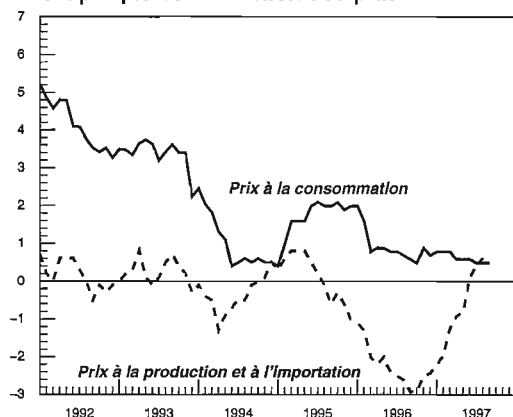
En hausse de 0,3%, les prix des marchandises ont augmenté moins fortement qu'au premier trimestre (0,7%). Dans les services, le renchéris-

sement s'est maintenu à 0,7%. Les prix des services publics ont progressé de 0,8% et ceux des services privés, de 0,7%. Cela s'explique notamment par l'évolution des loyers, qui n'ont été relevés que de 0,5% en mai, contre 1% en février.

Le renchérissement des marchandises et services suisses a reculé légèrement, passant de 0,7% au premier trimestre à 0,6% au deuxième trimestre de 1997. En juillet et en août, il était de respectivement 0,5% et 0,2%. L'augmentation des prix des biens étrangers s'est également tassée pour s'inscrire à 0,4% au deuxième trimestre, contre 0,9% au trimestre précédent. Ce ralentissement est dû, d'une part, à la hausse peu élevée des prix du pétrole et, d'autre part, à l'évolution des cours de change. Par la suite, le renchérissement des biens étrangers s'est de nouveau accéléré pour atteindre 0,7% en juillet et 1,2% en août.

Le recul de l'indice des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) s'est quasiment arrêté au deuxième trimestre (-0,1%). Par contre, les prix à la production ont continué à baisser, le repli étant de 0,9% en l'espace d'un an. De leur côté, les prix à l'importation ont, pour la première fois depuis deux ans, enregistré une nette hausse. Le renchérissement des biens importés s'est inscrit à 1,7% en moyenne du deuxième trimestre, et à 3,1% en juillet. En particulier, les prix des matières premières, à l'exception des huiles minérales, ont marqué une plus vive augmentation qu'au premier trimestre.

Graphique 13: Evolution des prix*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFS

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Au deuxième trimestre également, la Banque nationale a tenu à approvisionner généreusement les banques en liquidités et, partant, à freiner une nouvelle revalorisation du franc. Les rémunérations à court terme ont encore diminué légèrement, entraînant dans leur sillage les taux d'intérêt à plus long terme et ceux qui sont appliqués aux crédits.

La monnaie centrale désaisonnalisée atteignait 32 758 millions de francs en moyenne du

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 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
2 ^e trim.	28 855	2,8	3 762	35,1	32 616	32 758	5,8 ^P	6,3 ^P
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
juin	28 710	2,3	3 991	40,0	32 701	32 865 ^P	6,0 ^P	6,0 ^P
juillet	28 722	2,1	3 858	40,6	32 580	32 876 ^P	5,6 ^P	5,3 ^P
août	28 420	2,4	3 800	18,2	32 220	32 777 ^P	3,9 ^P	4,2 ^P

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

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

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

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

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

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

^P Chiffres provisoires

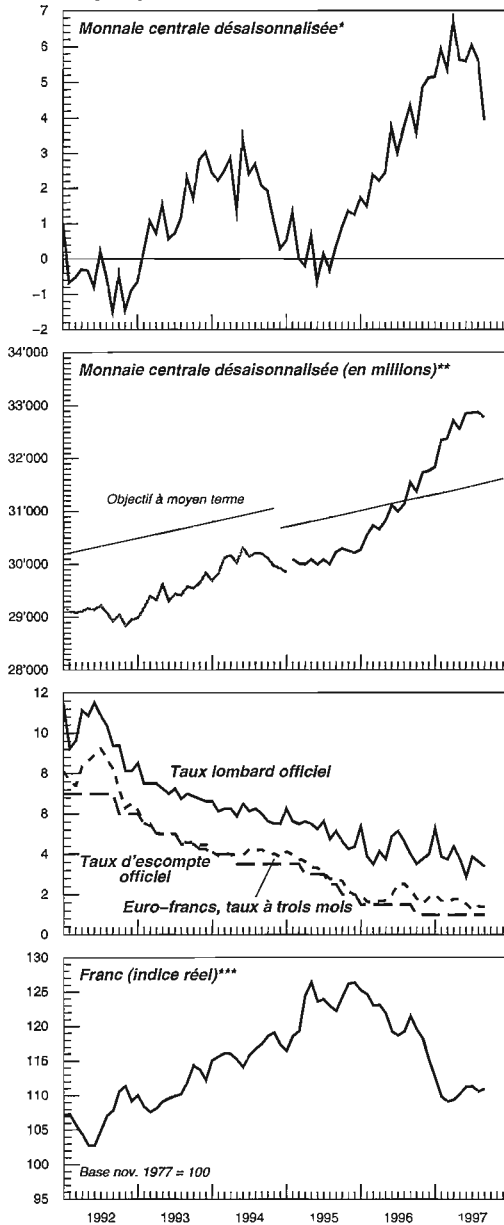
deuxième trimestre. Elle dépassait de 5,8% le niveau du trimestre correspondant de l'année précédente et de 3,1% celui du quatrième trimestre de 1996 (6,3% en taux annualisé). Par rapport au premier trimestre, sa croissance s'est sensiblement ralentie. L'écart vis-à-vis du sentier de croissance à moyen terme a passé de 3,6% au premier trimestre à 4,2% au trimestre suivant. Les deux composantes de la monnaie centrale étaient très supérieures, au deuxième trimestre, aux niveaux observés un an auparavant. En effet, les billets en circulation ont augmenté de 2,8%, et les avoirs en comptes de virements, de 35,1%.

La politique monétaire est toutefois moins expansionniste que ce qu'on pourrait penser étant donné l'évolution des taux de croissance de la monnaie centrale. Le motif en est l'augmentation aussi vive que soudaine de la demande d'avoirs en comptes de virements et de billets de banque.

Comme ce fut déjà le cas en 1996, les billets de banque détenus par le public, en particulier les grosses coupures, se sont accrus cette année beaucoup plus fortement que prévu. En outre, d'autres distorsions ont été observées, mais elles n'ont guère influé sur la monnaie centrale. Ainsi, quelques banques ont augmenté leurs avoirs en comptes de virements au premier semestre de 1997 et réduit leurs stocks de billets de banque.

L'évolution des agrégats monétaires a reflété également un ample approvisionnement en liquidités. La masse monétaire M_1 s'est accrue de 2,9% par rapport au premier trimestre et de 10,9% en comparaison annuelle. Au deuxième trimestre, les dépôts d'épargne ont augmenté de 2,2%, soit davantage qu'aux trimestres précédents, dépassant ainsi de 4,4% le niveau observé un an auparavant. L'agrégat M_2 (M_1 plus les dépôts d'épargne) a par conséquent continué lui

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	11,8	12,1	7,2	
1996	3 ^e trim. ^P	11,2	10,9	7,4
	4 ^e trim. ^P	9,9	8,8	7,5
1997	1 ^{er} trim. ^P	9,7	6,5	7,1
	2 ^e trim. ^P	10,9	7,3	6,2
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	6,6
	juin ^P	11,8	8,2	5,7
	juillet ^P	13,1	8,4	5,3

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

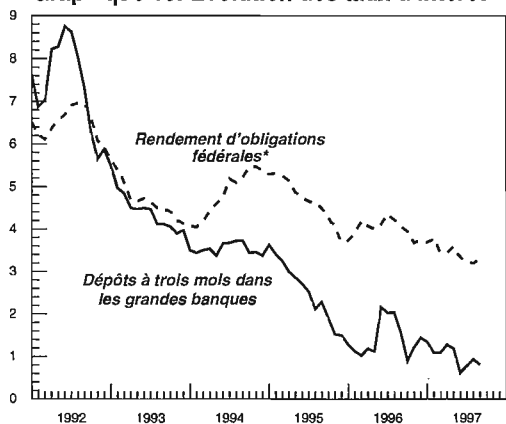
M₃ = M₂ + dépôts à terme

aussi à progresser sensiblement. Il a enregistré une croissance de 2,5% entre le premier et le deuxième trimestre, et de 7,3% par rapport au trimestre correspondant de 1996. Par contre, l'expansion de M₃ (M₂ plus les dépôts à terme) a faibli pour s'établir à 0,9%. Mais l'agrégat était toujours supérieur de 6,2% à son niveau du deuxième trimestre de l'année précédente.

Marché monétaire

Les taux suisses à court terme ont eu tendance à diminuer au deuxième trimestre. En moyenne, le taux de l'argent au jour le jour s'établissait à près de 1,1% en juin, contre 1,4% en avril. Les taux des dépôts à trois mois ont baissé encore plus fortement, passant de 1,8% à 1,2% sur le marché des euro-francs et de 1,2% à 0,8% dans les grandes banques. Le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération (dernière émission de chaque mois) a reculé de 0,4% point pour s'inscrire à 1,2%. En juillet, le taux de l'argent au jour le jour a augmenté de nouveau pour atteindre 1,5%, mais il

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.

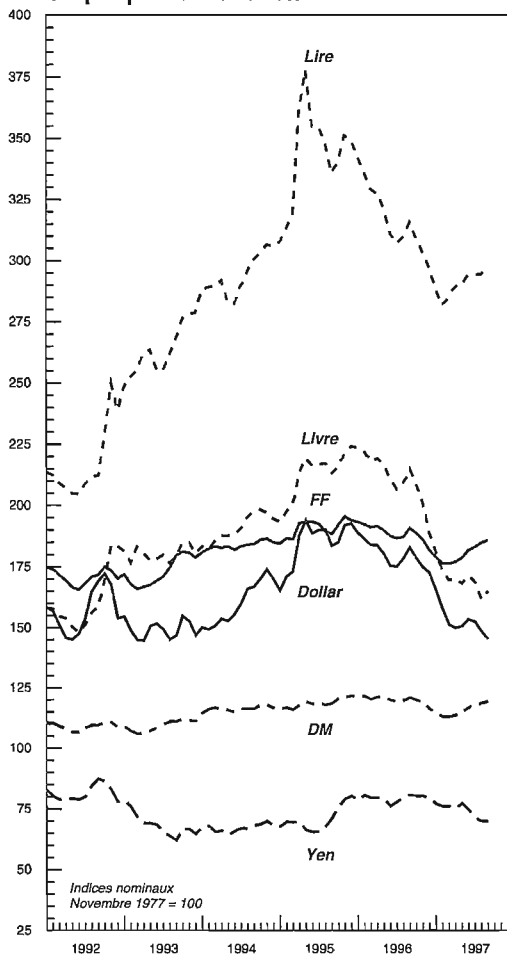
est redescendu à environ 1% en août. En juillet et en août, les taux des fonds à trois mois ont marqué une légère hausse.

Alors que les taux des dépôts en francs ont fléchi nettement au deuxième trimestre, ceux des dépôts en marks et en dollars sont restés presque inchangés. L'écart entre les taux allemands et suisses et entre les taux américains et suisses s'est donc creusé. Pour les dépôts à trois mois, la différence d'intérêt en faveur des placements en marks et en dollars a passé respectivement de 1,4 à 1,8 point et de 3,9 à 4,4 points. En juillet et en août toutefois, les écarts se sont réduits de nouveau légèrement.

Marché des changes

Pondéré en fonction des exportations, le cours nominal du franc a augmenté légèrement d'avril à août. Il a continué sa progression vis-à-vis des monnaies des pays participant au mécanisme de change du SME. Face au mark allemand, qui affichait un cours de 82,86 francs à fin août, le franc a marqué une hausse de 4,2% depuis le mois d'avril. Il a progressé en outre de 4,1% et de 2,1% par rapport au franc français et à la lire italienne. Par contre, le franc a diminué de 3% vis-à-vis du dollar des Etats-Unis, qui s'échan-

Graphique 16: Variations du franc*



* En termes de quelques monnaies étrangères

geait à 1,48 franc à fin août. Il a également reculé d'avril à août face à la livre sterling et au yen japonais; la baisse a été de respectivement 1,7% et 6,7%.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a certes augmenté un peu au deuxième trimestre mais il s'inscrivait toujours 7,5% au-dessous de son niveau de la période correspondante de 1996 (premier trimestre: 11,3%). Il a fléchi de 21,1% face à la livre sterling et de 15,6% vis-à-vis du dollar. Par rapport à la lire italienne et au yen japonais, le franc a diminué de 7,5% et de 5,5% en termes réels. Il a en outre régressé de 4% face

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.	2 ^e trim.
Total	57,7	16,9	14,1	16,1	10,6	16,8	15,3
Emprunts classiques	47,2	14,6	11,0	13,4	8,2	13,6	12,2
Emprunts liés à des actions	7,9	1,7	2,5	2,3	1,4	1,4	1,4
Autres ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8	1,7
Total des débiteurs suisses							
Emprunts classiques	22,0	5,4	5,5	6,6	4,5	6,0	6,1
Emprunts liés à des actions	0,9	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5	0,7
Autres ³	0,0	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	6,8
Total des débiteurs étrangers							
Emprunts classiques	25,1	9,1	5,5	6,8	3,7	7,5	6,1
Emprunts liés à des actions	7,0	1,6	2,0	2,2	1,2	0,9	0,7
Autres ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8	1,7
Total	34,7	11,3	8,1	9,4	5,9	10,2	8,5

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

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

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

au franc français et de 3,7% vis-à-vis du mark allemand.

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

Au deuxième trimestre, les rendements ont marqué un repli sur le marché des capitaux, comme sur le marché monétaire. Le rendement moyen des obligations fédérales, qui atteignait 3,6% début avril, a diminué pour s'établir à 3,2% vers le milieu de l'année; en août, il a passé à 3,3%. L'écart de rendement entre les obligations fédérales et les créances comptables à trois mois sur la Confédération a fluctué autour de 1,9 point au deuxième trimestre et de 2,1 points durant les deux premiers mois du troisième trimestre. La pente des taux d'intérêt est devenue ainsi un peu plus raide.

Les rémunérations servies sur les obligations de caisse émises par les banques cantonales sont restées presque inchangées à 3% au deuxième trimestre, mais ont diminué à partir du milieu de l'année. Elles ont évolué de la même manière que les taux des nouvelles hypothèques en premier rang, qui ont reculé de 0,2 point entre juillet et août, après s'être maintenues à 4,5% d'avril à juin. Les taux correspondants des anciennes hy-

pothèques ont reculé de 0,25 point environ d'avril à début août pour s'inscrire à 4,5%, et les taux des dépôts d'épargne ordinaires, de 0,25 point pour s'établir à 1,7%.

La hausse des cours des actions à la Bourse suisse a continué plus fortement vers la fin du mois de juin. Dans la deuxième semaine de juillet, le Swiss Performance Index (SPI) a atteint un niveau record. Après la nette baisse observée à la mi-août à la bourse de New York, il a lui aussi eu tendance à se replier.

Les émissions d'emprunts en francs suisses ont totalisé 15,3 milliards de francs, en chiffres bruts, au deuxième trimestre. Ce montant dépassait de 9% celui du trimestre correspondant de 1996. Il s'agit de la première augmentation après trois trimestres de recul. En avril, les émissions se sont inscrites au-dessous de leur niveau du même mois de 1996, étant donné que la tendance était largement à la consolidation. La détente des taux, qui s'est poursuivie sur le marché des capitaux, et le raffermissement du franc sur les marchés des changes ont toutefois contribué par la suite à stimuler le marché des emprunts en francs.

Dans le compartiment suisse, le recueil de capitaux a augmenté de 15% par rapport au

deuxième trimestre de 1996. Les emprunts ordinaires («straights») ont encore joué un rôle prédominant, puisqu'ils se sont accrus de 11%. Le volume des titres liés à des actions a certes progressé de 50% en comparaison annuelle, mais il ne s'est élevé qu'à 11% du total des émissions suisses (deuxième trimestre de 1996: 8%).

Dans le secteur étranger, les emprunts nouvellement émis ont augmenté de 5% par rapport au deuxième trimestre de 1996, après avoir reculé au trimestre précédent. Seules les émissions d'emprunts liés à des actions ont continué à se replier (-66%); celles de débiteurs japonais ont enregistré une diminution particulièrement sensible. En revanche, les emprunts ordinaires se sont accrus de 11% et les émissions des autres catégories d'emprunts (emprunts à taux variable, em-

prunts synthétiques et emprunts à options qui ne sont pas liées à des actions) ont plus que triplé. Comme au premier trimestre, les emprunts à taux variable ont bénéficié d'un intérêt soutenu du fait des incertitudes quant à l'évolution des taux d'intérêt. Ils représentaient environ un cinquième du total des emprunts de débiteurs étrangers, contre 6% au deuxième trimestre de 1996. Les trois quarts des emprunts (deuxième trimestre de 1996: 58%) étaient des émissions publiques. La part des pays d'Europe occidentale a augmenté, passant de 52% à 57% du deuxième trimestre de 1996 au trimestre correspondant de 1997; celle des débiteurs nord-américains était de 11%, contre 10% un an auparavant. Les émissions des débiteurs des autres régions ont marqué une forte hausse. Atteignant 27% (deuxième trimestre de 1996: 15%), leur part s'est élevée en

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.)
					3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	
Somme des bilans	3,3	5,8	0,8	9,7	18,2	13,7	20,2	18,6	1639,3
Actifs financiers nets¹	15,8	12,3	3,8	32,4	25,2	24,6	33,8	45,7	300,2
Liquidités	-2,5	1,2	-6,2	1,4	14,7	16,9	13,3	13,5	12,2
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)</i>	-7,1	-26,1	-26,2	-3,0	2,4	0,8	17,4	26,5	26,5
Créances résultant de papiers monétaires	16,0	1,3	12,2	19,9	35,3	8,1	14,4	42,3	66,5
Portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce	6,3	41,3	1,5	12,2	23,8	28,0	30,2	35,2	195,0
Prêts (total)	1,9	1,6	0,6	-2,5	5,2	8,1	8,9	6,9	786,1
Crédits à des résidents	1,7	0,9	2,4	2,4	3,2	2,3	1,7	1,3	593,1
Créances sur la clientèle	0,3	-2,8	0,6	0,8	3,9	-1,7	-2,7	-4,0	137,7
Crédits de construction									
Limites	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-19,9	-16,4	-14,6	-18,0	21,8
Montants utilisés	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-19,7	-16,2	-11,1	-11,2	13,0
Créances hypothécaires	3,5	1,8	3,9	3,4	3,2	3,9	3,3	3,1	431,8
Crédits à des non-résidents	2,6	4,0	-5,4	-19,7	13,2	33,9	39,3	28,4	193,0
Engagements envers la clientèle (total)	3,2	2,4	2,0	0,6	8,3	11,5	14,3	12,7	837,3
Engagements									
à vue	5,1	19,8	-4,9	6,8	24,4	19,8	18,8	23,7	139,5
à terme	2,4	-8,3	6,8	-7,8	6,0	19,4	27,2	19,8	357,0
sous forme d'épargne et de plac.	7,4	21,5	4,8	12,1	11,5	7,7	5,3	6,4	279,6
Obligations de caisse	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-13,1	-14,6	-11,1	-12,0	61,2
Emprunts oblig. et lettres de gage	5,7	5,7	2,6	8,4	3,3	5,2	8,2	8,2	100,7
Opérations fiduciaires	0,8	-10,8	-4,3	-7,9	14,6	21,5	24,0	15,7	319,3

¹ Les actifs financiers nets sont formés des liquidités, du solde des opérations interbancaires (créances sur les banques ./ engagements envers les banques), des créances résultant de papiers monétaires ainsi que des portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce.

raison surtout d'émissions accrues des débiteurs des centres off-shore des Caraïbes. En outre, 2% revenaient aux banques internationales de développement, qui n'avaient pas recouru au marché suisse des capitaux au deuxième trimestre de 1996. Par contre, les débiteurs japonais ont émis nettement moins d'obligations qu'au deuxième trimestre de 1996; leur part n'était que de 5%, contre 23% au deuxième trimestre de 1996.

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des banques dont les données sont recensées chaque mois atteignait 1639,3 milliards de francs à fin juin. Ce montant dépassait de 0,7% celui de fin mars. Les placements financiers nets et les opérations sur produits dérivés ont affiché les plus fortes variations. Les premiers, qui englobent les disponibilités, le solde des opérations interbancaires, les créances résultant de papiers monétaires et les portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce, ont progressé fortement. Dans les opérations sur produits dérivés, les créances ont diminué, alors que les engagements se sont accrues nettement (les contrats sur produits dérivés sont comptabilisés dans les postes «Autres actifs» et «Autres passifs»).

Les placements financiers nets, qui s'inscrivaient à 300,2 milliards de francs à fin juin, étaient de 9,2% supérieurs à leur niveau de fin mars. Leur croissance, soutenue par toutes les composantes, a atteint un sommet à fin avril, puis s'est ralentie nettement. Cette évolution a été observée en particulier pour les créances résultant de papiers monétaires et les portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce. En mai et en juin, les banques ont semble-t-il cédé des titres pour un montant égal à celui des hausses de cours. Dans les opérations interbancaires, les vigoureuses poussées de croissance, observées à plusieurs reprises, se sont presque interrompues au deuxième trimestre. L'excédent des avoirs en banque sur les engagements en banque a néanmoins continué à progresser. Par rapport à fin mars, les disponibilités ont augmenté de 10,5% ou de 5,3% en données corrigées des variations saisonnières. Le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) s'est établi à

123% durant la période d'application allant du 20 mai au 19 juin, contre 124% un an auparavant.

Les crédits, qui s'inscrivaient à 786,1 milliards de francs à fin juin, n'ont progressé que de 0,1% par rapport à fin mars. Dans le domaine des crédits à la clientèle étrangère, la phase d'expansion, observée depuis plusieurs mois, s'est arrêtée au deuxième trimestre. De même, les crédits à la clientèle suisse ont été peu soutenus, à l'instar de la conjoncture. Des impulsions ont émané uniquement des créances hypothécaires, qui ont progressé de 0,9%. Par contre, les créances sur la clientèle s'établissaient 1,9% au-dessous de leur niveau de fin mars.

L'évolution inégale des crédits et des placements financiers a entraîné ces dernières années de profondes modifications de la structure de l'actif des bilans bancaires. Depuis le début des années nonante, période au cours de laquelle le boom des crédits approchait de sa fin, la part des crédits au total des bilans – sans le poste «Autres actifs» qui a subi une forte expansion du fait de l'application des nouvelles dispositions concernant l'établissement des comptes – a diminué nettement, passant de 70% à 55%. Celle des placements financiers a progressé dans le même temps, puisqu'elle s'inscrivait à plus de 40%, contre 25% environ au début de la présente décennie. (Les parts moyennes enregistrées au cours des vingt-cinq dernières années s'élèvent à 60% environ pour les crédits et à plus de 35% pour les placements financiers.)

L'afflux de fonds de la clientèle a faibli nettement au deuxième trimestre. Après les rythmes de croissance, en partie considérables, observés aux trimestres précédents, les fonds de la clientèle n'ont augmenté que de 0,3% au deuxième trimestre pour se chiffrer à 837,3 milliards de francs. Le seul poste ayant affiché une croissance a été celui des engagements à vue envers la clientèle. Il s'est accru de 7,3%, du fait de la vive expansion du segment en francs. Les engagements à terme envers la clientèle ont quant à eux évolué en sens contraire. Malgré une légère hausse de leur compartiment en monnaies étrangères, ils ont reculé de 1,6%. Les obligations de caisse ont elles aussi régressé, les engagements envers la clientèle sous forme d'épargne et

de placements restant de leur côté quasiment inchangés.

Les fonds que les banques suisses gèrent à titre fiduciaire ont fléchi de 2,1% au deuxième trimestre pour s'inscrire à 319,3 milliards de francs. Ils

dépassaient toutefois de 15,7% leur niveau de la fin de la période correspondante de 1996. Bien que moins d'un cinquième de ces fonds provienne de résidents, le repli s'est partagé de manière presque égale entre les fonds d'origine suisse et étrangère.

Impact de l'Union monétaire sur le portefeuille à variance minimale

Bertrand Rime*

1 Introduction

Le traité de Maastricht prévoit la création d'une Union monétaire (ci-après UEM) pour le premier janvier 1999 au plus tard. A cette date, les parités de change entre les monnaies participantes seront fixées irrévocablement et les monnaies nationales ne constitueront plus que des dénominations de l'euro. L'UEM implique une augmentation de l'intégration des marchés obligataires des pays membres: les obligations libellées dans les monnaies nationales participantes ou en euro présenteront le même risque de change et le même risque de dépréciation réelle et devraient donc servir un rendement identique, abstraction faite d'un différentiel de solvabilité. On peut également escompter une plus grande intégration des marchés boursiers de l'UEM, les investisseurs pouvant accéder aux actions d'entreprises étrangères sans encourir de risque de change.

La fonte des marchés financiers nationaux dans un grand marché en euro¹ et l'émergence de titres de référence (benchmark) pour tout le spectre des maturités pourraient permettre une amélioration de la liquidité avec, à la clé, une diminution des coûts de transaction en euro (réduction de la marge entre prix offert et prix demandé). L'attrait des marchés financiers en euro s'en verrait renforcé.

Les choix de portefeuille dépendent cependant principalement d'un autre facteur: les perspectives de diversification du risque. Dans ce domaine, l'UEM amène aussi d'importants changements. D'une part, le remplacement par l'euro des monnaies nationales des pays participants provoquera une réduction des possibilités de diversification pour l'ensemble des investisseurs. D'autre part, les investisseurs de la zone UEM verront le profil de risque de leur monnaie domestique changer en fonction des différents scénarios d'UEM, ce qui implique des choix de portefeuille différents.

La présente étude se concentre sur ces deux derniers aspects de l'UEM en matière de gestion

de portefeuille. A l'aide de l'analyse moyenne-variance, nous tentons de déterminer l'impact de l'UEM sur les choix de portefeuille en fonction de trois scénarios: 1) «Union monétaire stable», avec un euro ayant les propriétés du DM en terme de rendement et de risque; 2) «Union monétaire instable», avec un euro ayant les propriétés de la lire; 3) «Union monétaire mixte», avec un euro ayant des chances égales d'être stable ou instable. Ces scénarios figurent parmi les plus souvent cités dans la littérature sur l'Union monétaire. L'impact de l'UEM pouvant différer selon l'investisseur considéré, nous nous placerons successivement dans la situation d'un investisseur allemand, italien, suisse, japonais et américain.

Les conclusions de cette étude se basent sur l'évolution du portefeuille à variance minimale. Le portefeuille de marché est certes plus représentatif du choix des investisseurs en théorie. Il présente cependant, sur le plan empirique, une forte instabilité liée au risque d'estimation de la rentabilité espérée.

Les résultats présentés ici ne sont pas représentatifs des choix de portefeuille effectifs des investisseurs et ne doivent donc pas être utilisés pour quantifier l'évolution de la demande de telle ou telle possibilité de placement. Notre analyse vise uniquement à mettre en évidence des tendances possibles quant à l'impact de l'Union monétaire sur les choix d'investisseurs appliquant strictement les principes de l'analyse moyenne-variance et cherchant avant tout à minimiser le risque (portefeuille à variance minimale). Parmi les autres facteurs limitant la portée des résultats, il faut mentionner l'omission des différentiels de liquidité entre les marchés, le caractère approximatif des scénarios envisagés et la non prise en compte d'effets en retour des ajustements de portefeuille sur les paramètres.

* Direction des études bancaires de la Banque nationale suisse.

¹ Les émissions en monnaies membres de l'Union européenne représentent une part de marché de 37% contre 11% seulement au DM (OCDE).

Notre démarche est semblable à celle adoptée par Rudolf (1996). Elle s'en distingue toutefois sur trois points principaux: 1) Nous considérons les rendements réels et pas nominaux; le calcul des rendements réels permet en effet de prendre en compte une éventuelle corrélation entre le renchérissement, le taux de change et les rendements nominaux. 2) Les estimations sont basées sur la période 1992-1996, durant laquelle le DM et la lire se différencient clairement en termes de stabilité. 3) Nous étudions un cercle plus large d'investisseurs. Schröder (1997) a également réalisé une étude sur l'impact de l'UEM en termes de portefeuille. Son analyse, basée sur la méthode des rendements implicites, ne prend pas en compte les obligations en franc suisse.

2 Portefeuille à variance minimale et portefeuille de marché

L'analyse moyenne-variance offre une méthode de solution générale du problème de la structure des portefeuilles. Elle utilise les concepts de moyenne pour le rendement attendu et de variance pour le risque associé à cette rentabilité, d'où son nom.² Si on représente sur un graphique chaque actif en fonction de son risque et de sa rentabilité espérée, on obtient la figure 1. Lorsque les rendements des différents actifs ne sont pas

Figure 1: Actifs individuels

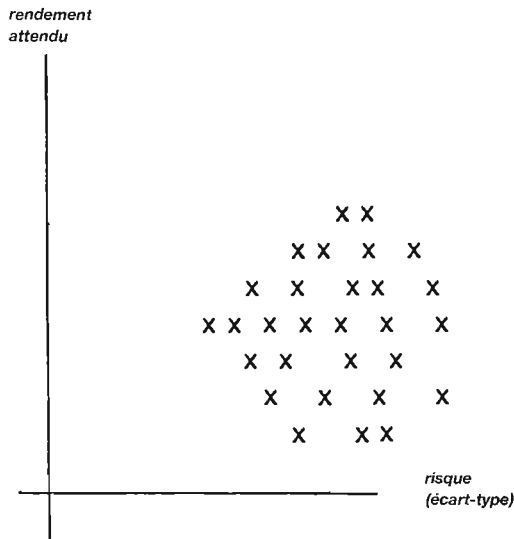
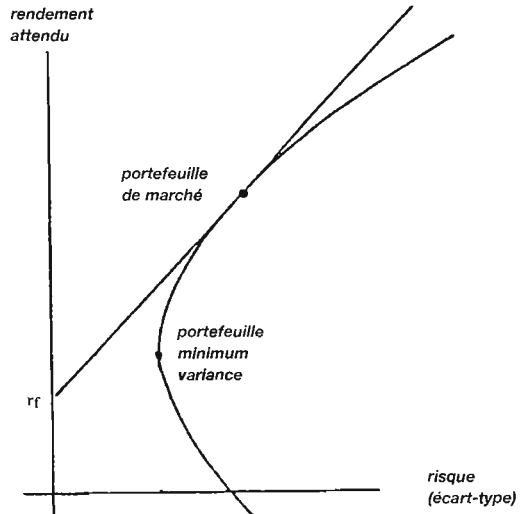


Figure 2: Frontière efficiente



parfaitement positivement corrélés entre eux, la combinaison de ces derniers en portefeuille permet de réduire le risque pour une même rentabilité. En effectuant toutes les combinaisons possibles d'actifs et en variant les proportions de ces derniers, on obtient un ensemble de portefeuilles optimaux constituant la frontière efficiente (figure 2). Ces portefeuilles optimaux sont tels que, pour un niveau de risque donné, ils maximisent la rentabilité espérée ou parallèlement, pour un niveau de rentabilité espérée, ils minimisent le risque.

Parmi la multitude des portefeuilles optimaux appartenant à la frontière efficiente, deux présentent un intérêt particulier: le portefeuille à variance minimale et le portefeuille de marché.

2.1 Portefeuille à variance minimale

Le portefeuille à variance minimale résulte de la minimisation de la variance des rendements, indépendamment de leur valeur attendue:

$$\text{Min}_w \frac{1}{2} \sigma_p^2 = \frac{1}{2} w' \Omega w$$

$$\text{s.c. } w' \mathbf{1} = 1$$

² Jaquillat et Solnik (1989).

où w est le vecteur des poids et Ω représente la matrice de variance-covariance.

La solution de ce problème est:

$$w_{PVM} = \Omega^{-1} \mathbf{1} / \mathbf{1}' \Omega^{-1} \mathbf{1}$$

où w_{PVM} représente le vecteur des poids optimaux.

Le portefeuille à variance minimale correspond au choix d'un investisseur cherchant avant tout à minimiser le risque, en l'absence d'un actif sans risque.

2.2 Portefeuille de marché

Le portefeuille de marché est défini par le point de tangence entre la frontière efficiente et la droite passant par le rendement de l'actif sans risque (voir figure 2). La tangente représente les différentes possibilités rendement-risque que l'on peut atteindre grâce à une combinaison du portefeuille de marché et d'une position dans l'actif sans risque. Comme la tangente se situe au-dessus de la frontière efficiente (point de tangence excepté), une combinaison de l'actif sans risque et du portefeuille de marché offre des possibilités rendement-risque plus attractives que n'importe quel autre portefeuille situé sur la frontière efficiente. Le portefeuille de marché est donc choisi par tous les investisseurs, indépendamment de leur aversion au risque.

La composition w_{PM} du portefeuille de marché est donnée par:

$$w_{PVM} = \Omega^{-1} (\mathbb{E}[r] - r_f) / \Omega^{-1} (\mathbb{E}[r] - r_f)$$

où r_f est le rendement de l'actif sans risque et $\mathbb{E}[r]$ est le vecteur des rendements attendus relatifs à chaque possibilité d'investissement.

2.3 Risque d'estimation des paramètres de décision et choix du portefeuille de référence

Sur la base de l'analyse théorique ci-dessus, nous devrions nous concentrer sur l'évolution du portefeuille de marché, puisque ce dernier constitue un choix optimal pour tous les investisseurs, indépen-

damment de leur aversion au risque. L'optimalité du choix de portefeuille dépend cependant aussi de la fiabilité des paramètres de décision: rentabilité espérée et variances-covariances. Selon différentes études empiriques, les variances-covariances présentent une certaine stabilité dans le temps et peuvent être estimées de manière relativement fiable sur la base des observations passées.³ Les rendements passés ont en revanche un contenu prédictif pratiquement nul sur les rendements futurs, ce qui implique un important risque d'estimation pour le paramètre rentabilité espérée.

En présence de risque d'estimation sur les paramètres de décision, la performance du portefeuille se dégrade fortement dès que l'on sort de la période ayant servi de base de calcul; il en résulte une forte instabilité de la composition du portefeuille optimal en fonction de la période de référence. Selon Jorion (1985), l'erreur d'estimation sur la rentabilité espérée est telle que le portefeuille de marché présente un risque plus élevé et un rendement plus faible que le portefeuille à variance minimale. En ce qui concerne l'instabilité de la composition du portefeuille, Adjaoute et Tuchschnid (1994) ont montré que la variance des poids est 10 à 100 fois plus forte pour le portefeuille de marché que pour le portefeuille à variance minimale, lorsque l'on modifie l'échantillon sur la base de pas mensuels.

En raison du risque d'estimation sur la rentabilité espérée, nous baserons notre analyse sur le portefeuille à variance minimale, qui dépend uniquement des variances-covariances. Nous renonçons à publier les résultats du portefeuille de marché; nos estimations portant sur différentes périodes de référence ont en effet révélé une extrême instabilité de la composition du portefeuille de marché, confirmant ainsi les problèmes liés au risque d'estimation de la rentabilité espérée.

2.4 Facteurs limitant la représentativité du portefeuille à variance minimale

De nombreux facteurs limitent la représentativité du portefeuille à variance minimale quant aux choix effectifs des investisseurs:

³ Jorion (1985) et Merton (1980).

- L'analyse moyenne-variance est une méthode normative visant avant tout à élaborer des principes de décision. Les portefeuilles estimés à l'aide de cette méthode reflètent uniquement les choix des investisseurs appliquant strictement les principes qu'elle a permis d'établir. La capacité de l'analyse moyenne-variance à expliquer les choix effectifs des investisseurs est difficile à tester, notamment parce qu'on ne dispose pas de statistiques sur la composition du portefeuille des investisseurs des différents pays.
- Le portefeuille à variance minimale correspond au choix d'un investisseur cherchant à minimiser le risque en l'absence d'un actif sans risque; il ne donne donc que peu d'indications sur la composition du portefeuille des investisseurs accordant un poids important à la rentabilité espérée. On relèvera toutefois que la difficulté d'estimer de manière fiable la rentabilité espérée devrait inciter les investisseurs à accorder un poids accru aux paramètres variances-covariances et un poids moindre à la rentabilité espérée, ce qui redonne une certaine représentativité au portefeuille à variance minimale. On mentionnera à ce sujet l'application par Jorion (1985) de la méthode des estimateurs contractés (shrinkage estimators) à l'analyse moyenne-variance. Dans le cadre de cette méthode, le poids de la rentabilité espérée dans le choix du portefeuille est une fonction décroissante du risque d'estimation portant sur cette dernière.⁴
- La composition du portefeuille à variance minimale ne tient pas explicitement compte des éventuels différentiels de liquidité pouvant exister entre les différents marchés. L'impact de ce facteur peut toutefois être partiellement pris en compte de façon implicite en limitant la gamme des possibilités de placement aux actions et aux obligations dont la capitalisation boursière est suffisante.
- La composition du portefeuille à variance minimale est très sensible aux modifications de la matrice des variances-covariances. Sa représentativité est donc tributaire de la capacité des variances-covariances en euro-DM et en euro-lire à refléter les scénarios «UEM stable» et «UEM instable».

- Notre analyse ne tient pas compte des éventuels effets en retour des ajustements de portefeuille sur les paramètres. Le portefeuille à variance minimale est à l'abri des effets en retour sur la rentabilité espérée, mais pas de ceux affectant les variances-covariances.

Compte tenu de ces facteurs limitatifs, les résultats du portefeuille à variance minimale doivent être interprétés avec prudence. Notre analyse vise uniquement à mettre en évidence des tendances possibles quant à l'impact de l'union monétaire sur les choix d'investisseurs appliquant les principes de l'analyse moyenne-variance et cherchant avant tout à minimiser le risque, en l'absence d'un actif sans risque. Les poids obtenus pour le portefeuille à variance minimale ne sont pas représentatif des choix effectifs de l'ensemble des investisseurs et ne doivent pas être utilisés pour quantifier l'évolution de la demande des différentes possibilités de placement.

3 Possibilités d'investissement, calcul des rendements et période de référence

Dans cette partie, nous examinons les différentes possibilités de placement, la méthode de calcul des rendements ainsi que le choix de la période de référence.

3.1 Possibilités d'investissement

Les investisseurs peuvent placer leur fonds dans les indices des obligations et des actions d'Europe, du Japon et des Etats-Unis. Les possibilités de placement sur le marché monétaire ne sont pas prises en compte.⁵ En cas d'Union monétaire, nous considérons que toutes les monnaies eu-

⁴ Le poids du paramètre rentabilité espérée est déterminé en minimisant une fonction de perte d'utilité liée à la baisse de performance du portefeuille en dehors de l'échantillon. Plus le risque d'estimation est élevé, plus la composition du portefeuille optimal tend vers celle du portefeuille à variance minimale.

⁵ Nous considérons que l'investisseur n'envisage que des placements à long terme afin d'économiser les coûts de transaction inhérents au renouvellement fréquent des positions à courte échéance.

ropéennes disparaissent et sont remplacées par l'euro, à l'exception du franc suisse. Cette hypothèse vise à éviter une prolifération du nombre de scénarios. Elle correspond en outre à l'esprit de long terme du traité de Maastricht. Dans le scénario «UEM stable», nous faisons l'hypothèse que le marché obligataire en euro se comporte comme celui de l'ancien DM. Dans le scénario «UEM instable», le marché obligataire en euro correspond à celui de l'ancienne lire. Dans le scénario «UEM mixte», le marché obligataire en euro a des chances égales d'avoir le profil du DM ou celui de la lire.

3.2 Période de référence

Les paramètres de décision sont estimés sur l'intervalle septembre 1992 – décembre 1996. Durant cette période, qui a suivi la crise du Système monétaire européen et l'élargissement des bandes de fluctuations, les obligations en DM et en lire se distinguent en effet nettement en termes de risque et permettent de représenter clairement les trois scénarios d'UEM. Cela n'était pas le cas pour la période 1988–1992, durant laquelle la lire participait au mécanisme de change.

3.3 Calcul des rendements

Les rendements sont calculés mensuellement sur la base des indices des actions et des obligations.⁶ En cas d'Union monétaire, les rendements des obligations et des actions de la zone UEM sont exprimés en euro. L'évolution du taux de change de l'euro par rapport aux monnaies non participantes dépend du scénario considéré: dans le scénario «UEM stable», le taux de change de l'euro évolue comme celui de l'ancien DM; dans le scénario «UEM instable», on utilise le taux de change de la lire. Les rendements sont ajustés du taux d'inflation prévalant dans la zone où est situé l'investisseur.⁷ Pour les investisseurs de la zone euro, nous utilisons le taux d'inflation allemand dans le scénario «UEM stable» et le taux d'inflation italien dans le scénario «UEM instable». En cas d'Union monétaire, les investisseurs conservent la possibilité d'investir dans les indices des actions de chaque pays européen.⁸

Le calcul des rendements dans le scénario «UEM mixte» mérite quelques explications supplémentaires. Dans ce scénario, nous supposons que l'investisseur effectue son choix de portefeuille en considérant que l'euro a des chances égales de correspondre soit au DM, soit à la lire. Dès que le choix de portefeuille a été effectué, une loterie détermine si l'UEM sera stable (euro-DM) ou instable (euro-lire). Il en résulte deux facteurs d'incertitude pour le rendement réel en monnaie domestique. Le premier facteur a trait au taux d'inflation (allemand en cas d'UEM stable, italien en cas d'UEM instable) utilisé pour déflater les rendements nominaux; il affecte uniquement les investisseurs de la zone UEM. Le second facteur d'incertitude concerne le taux de change – celui du DM ou celui de la lire – utilisé pour calculer en euro (investisseurs de la zone UEM) le rendement des titres libellés dans les autres monnaies ou pour calculer dans une autre monnaie (investisseurs situés hors de la zone UEM) le rendement des placements en euro.⁹ Afin de tenir compte de ces deux sources d'incertitude, les vecteurs des rendements réels en monnaie domestique sont calculés successivement par rapport aux taux d'inflation allemand et italien (uniquement pour les investisseurs de la zone UEM) et par rapport aux taux de change du DM et de la lire. On obtient ainsi deux vecteurs des rendements réels en monnaie domestique par possibilité de placement. Les deux vecteurs sont ensuite superposés pour former un seul vecteur des rendements par possibilité de placement. Les rendements attendus et les matrices de corrélation et de variance-covariance sont estimés sur la base des vecteurs superposés. Cette opération est possible parce

⁶ Stanley Capitalized International pour les actions, Total Return Indices pour les obligations. Source: Datastream.

⁷ L'inflation mensuelle est calculée sur la base de l'indice des «consumer retail prices». Source: Monetary and Economic Databank, Banque des règlements internationaux.

⁸ On peut en effet admettre que l'UEM ne conduira pas à une convergence immédiate et totale des économies. Dans ce cas, les indices des actions des pays européens ne seront pas parfaitement corrélés et il est logique de les maintenir comme des possibilités de placement distinctes.

⁹ L'investisseur anticipant un euro-DM et un euro-lire avec des probabilités égales dans le scénario d'UEM avec incertitude, nous considérons que le rendement nominal des obligations en euro prévalant au moment du choix de portefeuille est égal à la moyenne des rendements nominaux en DM et en lire.

Tableau 1: Rendement réel et volatilité (période septembre 1992–décembre 1996)

Obligations	rendement moyen réel	risque (écart-type)	Actions	rendement moyen réel	risque (écart-type)
(euro)mark	7,76%	4,89%	Allemagne	10,69%	14,53%
(euro)lire	12,02%	6,99%	Italie	15,36%	26,85%
(euro)mixte	9,90%	6,02%	France	8,84%	16,23%
franc français	9,55%	9,35%	Royaume-Uni	10,83%	12,72%
livre sterling	8,24%	11,53%	Suisse	18,41%	15,37%
franc suisse	7,26%	4,43%	Japon	5,30%	20,23%
yen	7,63%	6,58%	Etats-Unis	12,17%	8,11%
dollar	4,01%	7,27%			

Données annualisées sur la base d'observations mensuelles

Rendements ajustés du renchérissement du pays dont la monnaie sert de libellé

que nous avons fait l'hypothèse que l'euro a des chances égales d'être stable ou instable.

Le tableau 1 présente les rendements réels moyens (espérance de rendement) et la volatilité (écart-type) des différentes possibilités de placements envisagées.

4 Evolution du portefeuille à variance minimale en fonction des différents scénarios d'UEM

Dans cette partie, nous examinons l'évolution du portefeuille à variance minimale en fonction des trois scénarios d'Union monétaire: 1) «UEM stable»; 2) «UEM instable»; 3) «UEM mixte».

4.1 Composition du portefeuille à variance minimale: l'exemple des investisseurs suisses

Le portefeuille à variance minimale contient généralement une part prédominante d'obligations en monnaie domestique (faible volatilité et absence de risque de change). L'investisseur peut toutefois réduire le risque de son portefeuille en recourant de manière limitée à des placements plus risqués, tels que les obligations en monnaies étrangères et les actions, dont le rendement n'est pas parfaitement corrélé avec celui des obligations domestiques.

Les principes de choix évoqués ci-dessus peuvent être illustrés en prenant l'exemple des inves-

Tableau 2: Portefeuille à variance minimale des investisseurs suisses (poids en %)

		Pas d'UEM	UEM stable	UEM instable	UEM mixte
Obligations	(euro)mark	3	6		
	(euro)lire	4		4	
	(euro)mixte				4
	reste de l'UEM ¹	0			
	franc suisse	85	85	87	87
	yen	0	0	0	0
	dollar	0	0	0	0
Actions	Pays de l'UEM ²	4	3	3	3
	Suisse	1	2	2	2
	Japon	4	5	4	5
	Etats-Unis	0	0	0	0
Risque	Ecart-type	3,90%	3,94%	3,90%	3,92%

¹ Somme des placements en obligations en franc français, livre sterling et écu

² Somme des placements en actions allemandes, italiennes, françaises et britanniques

Tableau 3: Portefeuille à variance minimale des investisseurs japonais (poids en %)

		Pas d'UEM	UEM stable	UEM instable	UEM mixte
Obligations	(euro)mark	0	1		
	(euro)lire	0		1	
	(euro)mixte				0
	reste de l'UEM	12			
	franc suisse	0	10	12	12
	yen	66	67	70	69
	dollar	0	0	0	0
Actions	Pays de l'UEM	11	11	5	7
	Suisse	0	0	0	0
	Japon	11	11	11	12
	Etats-Unis	0	0	1	0
Risque	Ecart-type	4,64%	4,81%	4,87%	4,85%

tisseurs suisses (tableau 2) Dans le scénario de départ, ces derniers placent en obligations domestiques la plus grande partie de leur portefeuille. La diversification s'opère grâce aux obligations en DM (faible variance), aux obligations en lire et aux actions européennes et japonaises (faible corrélation avec les obligations domestiques).

Les trois scénarios d'UEM amènent une diminution de la détention d'obligations de la zone UEM par les investisseurs suisses qui se replient sur les obligations domestiques (raréfaction des possibilités de diversification). Les ajustements de portefeuille ne sont que faiblement prononcés dans le scénario «UEM stable». L'UEM amène une faible augmentation (+1%) du risque du portefeuille à variance minimale des investisseurs suisses (mesuré en terme d'écart-type).

4.2 Analyse des principaux résultats pour le portefeuille à variance minimale

Selon notre analyse, l'UEM exerce les effets suivants sur le portefeuille à variance minimale des cinq catégories d'investisseurs envisagées (voir tableaux 2 à 6):

Diminution de la détention d'obligations libellées dans les monnaies de la zone euro

Les trois scénarios d'UEM conduisent à une diminution de la part des obligations libellées en monnaies de la zone euro dans le portefeuille à variance minimale des investisseurs des cinq pays:

- Pour les investisseurs situés hors de la zone euro (suisses, japonais et américains), ce mou-

Tableau 4: Portefeuille à variance minimale des investisseurs américains (poids en %)

		Pas d'UEM	UEM stable	UEM instable	UEM mixte
Obligations	(euro)mark	0	1		
	(euro)lire	0		0	
	(euro)mixte				0
	reste de l'UEM	8			
	franc suisse	1	6	7	7
	yen	8	8	8	8
	dollar	56	59	58	59
Actions	Pays de l'UEM	2	2	2	2
	Suisse	2	2	2	2
	Japon	0	0	0	0
	Etats-Unis	22	23	23	23
Risque	Ecart-type	5,75%	5,77%	5,76%	5,77%

Tableau 5: Portefeuille à variance minimale des investisseurs allemands (poids en %)

		Pas d'UEM	UEM stable	UEM instable	UEM mixte
Obligations	(euro)mark	62	70		
	(euro)lire	0		64	
	(euro)mixte				65
	reste de l'UEM	12			
	franc suisse	9	12	14	18
	yen	0	0	0	0
	dollar	0	0	0	0
Actions	Pays de l'UEM	9	7	22	16
	Suisse	0	0	0	0
	Japon	2	1	0	1
	Etats-Unis	6	10	0	0
Risque	Ecart-type	3,89%	3,97%	5,82%	4,88%

vement s'explique principalement par la raréfaction des opportunités de diversification offertes par les anciennes monnaies européennes, qui conduit les investisseurs à se replier sur le marché obligataire domestique et à rechercher des alternatives de placement.

- Pour les investisseurs de la zone euro (allemands et italiens), la diminution de la détention d'obligations en euro est liée à deux éléments distincts. D'une part, les trois scénarios d'UEM provoquent une raréfaction des opportunités de diversification offertes par les anciennes monnaies des pays participant à l'UEM. D'autre part, les scénarios «UEM instable» et «UEM mixte» amènent une forte augmentation du risque des obligations domestiques, que les investisseurs de la zone euro tentent de diversifier en recourant aux placements en obligations étrangères. On constate ainsi que la part des obligations en

euro détenue par les investisseurs italiens et allemands est plus faible dans les scénarios «UEM instable» et «UEM mixte».

Accroissement de la détention d'obligations en franc suisse

L'UEM conduit à une nette augmentation de la part des obligations en franc suisse dans le portefeuille à variance minimale des investisseurs des cinq pays:

- Pour les investisseurs situés hors de la zone euro (suisse, japonais et américains), le recours aux obligations en franc suisse s'explique avant tout par la disparition des autres monnaies européennes.
- Pour les investisseurs de la zone euro (allemands et italiens), l'accroissement du recours

Tableau 6: Portefeuille à variance minimale des investisseurs italiens (poids en %)

		Pas d'UEM	UEM stable	UEM instable	UEM mixte
Obligations	(euro)mark	7	70		
	(euro)lire	71		64	
	(euro)mixte				65
	reste de l'UEM	6			
	franc suisse	0	12	14	18
	yen	0	0	0	0
	dollar	0	0	0	0
Actions	Pays de l'UEM	14	7	22	16
	Suisse	0	0	0	0
	Japon	0	1	0	1
	Etats-Unis	3	10	0	0
Risque	Ecart-type	6,01%	3,97%	5,82%	4,88%

au franc suisse est lié, d'une part, à la disparition des monnaies européennes et, d'autre part, à la nécessité de diversifier l'augmentation du risque domestique subie dans les scénarios «UEM instable» et «UEM mixte». On constate en effet que la part consacrée au franc suisse est nettement plus importante dans ces deux scénarios que dans l'hypothèse «UEM stable».

On notera que la part des obligations en yen et en dollar n'augmente que de manière marginale dans les trois scénarios d'UEM. La préférence accordée aux obligations en franc suisse s'explique, selon les cas, par leur plus faible variance ou par leur plus faible corrélation avec les obligations domestiques de l'investisseur considéré. De façon plus générale, les titres en franc suisse apparaissent comme des substituts plus proches des anciennes obligations européennes et semblent donc mieux placées pour profiter de la disparition de celles-ci.

Evolution du risque du portefeuille à variance minimale

En cas d'UEM, les investisseurs de tous les pays, Italie exceptée, subissent une augmentation du risque (écart-type) du portefeuille à variance minimale.

- La plus forte augmentation du risque est supportée par les investisseurs allemands. L'accroissement du risque est maximal (+50% par rapport à la situation de départ) dans le scénario d'UEM instable. Dans ce dernier scénario, il y a en effet conjonction d'éléments défavorables: augmentation du risque des obligations en monnaie domestique et raréfaction des possibilités de diversification.
- Les investisseurs italiens bénéficient d'une nette diminution du risque dans tous les scénarios d'UEM. La plus forte diminution (-33%) intervient dans le scénario «UEM stable».
- L'augmentation du risque est modeste pour les investisseurs situés hors de la zone UEM: +0,3% pour les investisseurs américains, +1% pour les investisseurs suisses et +5% pour les investisseurs japonais.

4.4 Robustesse des résultats

Les estimations tenant compte du possible maintien des obligations en livre sterling en cas d'Union monétaire (le Royaume-Uni disposant d'une clause lui permettant de ne pas participer à l'Union monétaire dès le début) conduisent à un accroissement identique de la part du franc suisse dans le portefeuille à variance minimale. Une seule exception doit être signalée: dans le scénario «UEM instable», les investisseurs allemands et italiens augmentent un peu moins leur recours au franc suisse car ils placent une partie de leur portefeuille en obligations en livre sterling.

Les estimations conduites sur un intervalle plus long (1988-1996) confirment l'accroissement de la part des obligations en franc suisse pour l'ensemble des investisseurs en cas d'Union monétaire. On obtient en revanche des résultats différents en ce qui concerne l'impact du degré de stabilité de l'UEM; on pouvait s'y attendre car sur la période 1988-1992, les obligations en DM et en lire ne se différençaient pas nettement en termes de risque (écart-type).

5 Conclusions

Dans cette étude, nous avons tenté d'analyser les implications de l'Union monétaire en matière de gestion de portefeuille.

Dans le cadre d'une analyse moyenne-variance, nous avons estimé l'évolution du portefeuille à variance minimale en fonction de trois scénarios d'Union monétaire: 1) «UEM stable» avec un euro ayant les propriétés du DM; 2) «UEM instable» avec un euro ayant les propriétés de la lire; 3) «UEM mixte», avec un euro ayant des chances égales d'être stable ou instable. Les différentes possibilités d'investissement étaient représentées par les indices boursiers et obligataires des pays européens, du Japon et des Etats-Unis. Nous avons examiné les choix des investisseurs allemands, italiens, suisses, japonais et américains.

Selon nos estimations, les trois scénarios d'UEM impliquent une augmentation de la part des obligations en franc suisse dans le portefeuille à

variance minimale des cinq catégories d'investisseurs considérés. Ce mouvement se fait aux dépens des obligations de la zone euro :

- Pour les investisseurs situés hors de la zone euro (suisses, américains et japonais), l'accroissement de la part du franc suisse s'explique avant tout par la disparition des opportunités de diversification offertes par les anciennes monnaies européennes. La stabilité de l'euro apparaît comme secondaire, comme l'indique la part équivalente du franc suisse dans les trois scénarios d'UEM.
- Pour les investisseurs allemands et italiens, l'accroissement de la part du franc suisse s'explique par la raréfaction des possibilités de placement et, surtout, par l'augmentation du risque du portefeuille domestique subie dans les scénarios «UEM instable» et «UEM mixte», qui impliquent un plus grand besoin de diversification. On constate en effet que dans ces deux scénarios, le recours aux titres en franc suisse par les investisseurs allemands et italiens est sensiblement plus élevé que dans le scénario «UEM stable».

La part des obligations en yen et en dollar n'augmente que de manière marginale en cas d'UEM. La préférence accordée aux obligations en franc suisse s'explique, selon les cas, par leur plus faible variance ou par leur plus faible corrélation avec les obligations domestiques de l'investisseur considéré. De façon plus générale, les titres en franc suisse apparaissent comme des substituts plus proches des anciennes obligations européennes et sont donc mieux placées pour profiter de la disparition de celles-ci.

En ce qui concerne l'évolution du risque, nos estimations indiquent que les trois scénarios d'UEM amènent une augmentation du risque du portefeuille à variance minimale pour l'ensemble des investisseurs envisagés, à l'exception des investisseurs italiens qui bénéficient d'une réduction du risque. La plus forte augmentation du risque du portefeuille à variance minimale est subie par les investisseurs allemands dans le scénario «UEM instable».

En raison de la faible représentativité du portefeuille à variance minimale, les résultats de cette étude ne doivent pas être extrapolés à l'ensemble des investisseurs ou utilisés pour quantifier l'évolution de la demande d'obligations en franc suisse. Notre analyse permet uniquement de mettre en évidence des tendances possibles quant à l'impact de l'Union monétaire sur les choix d'investisseurs appliquant les principes de l'analyse moyenne-variance et cherchant avant tout à minimiser le risque. Parmi les facteurs limitant la portée des résultats, il faut en particulier mentionner la non prise en compte des différentiels de liquidité entre les marchés, le caractère approximatif des scénarios envisagés et la non prise en compte d'effets en retour des ajustements de portefeuille sur les paramètres.

Bibliographie

- Adjaoute, Kpate, et Nils Tuchschnid. 1994. The Relevance of Hedging Currency Risk in Internationally Diversified Stock Portfolio. Working Paper No 9506, Université de Lausanne.
- Bank Leu. 1995. Basisstudie EWU: Ein Test für die Obligationenmärkte.
- Elton, Edwin, et Martin Gruber. 1987. Modern Portfolio Theory. John Wiley & Sons, New York.
- Jacquillat, Bertrand, et Bruno Solnik. 1989. Marchés Financiers. Gestion de portefeuille et des risques. Bordas, Paris.
- Jorion, Philippe. 1985. International Portfolio Diversification with Estimation Risk. *Journal of Business*, vol. 58, No 3, pp. 259-278.
- Merton, Robert. 1980. On estimating the expected return on the market. *Journal of Financial Economics* 8, 323-361.
- Rudolf, Markus. 1996. Die Europäische Währungsunion: Konsequenzen für das Portfoliomanagement. *Schweizerische Gesellschaft für Finanzmarktforschung*, pp. 206-230, Nr. 2.
- Schröder, Michael. 1997. Der Einfluss der Europäischen Währungsunion auf die Gestaltung von Anlageportfolios. *Tagungsband zum Workshop des Zentrums für Europäische Wirtschaftsforschung*. Nomos-Verlag, Baden-Baden.

Geld- und währungspolitische Chronik

Chronique monétaire

Teilrevision des Nationalbankgesetzes

Am 12. Juni 1997 stimmte der Nationalrat, am 20. Juni 1997 der Ständerat der Vorlage des Bundesrats zur Teilrevision des Nationalbankgesetzes (vgl. Quartalsheft No 2/1997) ohne Änderungen zu. Die Referendumsfrist läuft am 9. Oktober 1997 ab.

Botschaft über die Beteiligung der SNB am Holocaust-Fonds

Am 25. Juni 1997 verabschiedete der Bundesrat die Botschaft betreffend die Beteiligung der SNB am Fonds zugunsten bedürftiger Opfer von Holocaust/Shoa an die eidgenössischen Räte. Mit einem allgemeinverbindlichen Bundesbeschluss soll die SNB ermächtigt werden, 100 Mio. Franken in den Fonds zugunsten bedürftiger Holocaust-Opfer, den der Bundesrat am 26. Februar 1997 errichtet hat, einzuzahlen. Die Einzahlung der SNB soll, ohne einer Beurteilung ihrer Goldgeschäfte im Zweiten Weltkrieg durch die Expertenkommission Bergier vorzugreifen, zum Ausdruck bringen, dass die politischen und moralischen Folgen der damals angewandten monetären Strategie aus heutiger Sicht nicht genügend berücksichtigt worden waren. Sie hat den Charakter einer Sofortmassnahme, mit der sich die offizielle Schweiz den Anstrengungen der privaten Wirtschaft zur Unterstützung bedürftiger Holocaust-Opfer anschliessen will.

Verlängerung des ESAF-II-Darlehensvertrages zwischen der SNB und dem IWF

Anfang September 1997 wurde der Darlehensvertrag zwischen der SNB und dem IWF über die Beteiligung an der Erweiterten Strukturanpassungsfazilität II (ESAF II) um zwei Jahre bis zum 31. Dezember 2001 verlängert. Die Anpassung des Vertrages wurde nötig, nachdem der IWF im Herbst 1996 die Periode, während der Ländern Kredite unter dieser Fazilität zugesichert werden können, ausgedehnt hatte. Unter der ESAF erhalten ärmere Entwicklungsländer zinsvergünstigte Kredite, sofern sie sich einem Stabilisierungs- und Strukturanpassungsprogramm unterziehen.

Révision partielle de la loi sur la BNS

Les Chambres fédérales ont approuvé, sans modification, la proposition du Conseil fédéral en vue d'une révision partielle de la loi sur la Banque nationale (voir bulletin trimestriel No 2/1997). Le Conseil national a adopté la proposition le 12 juin, et le Conseil des Etats, le 20 juin 1997. Le délai référendaire expire le 9 octobre 1997.

Message concernant la participation de la BNS au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste

Le 25 juin 1997, le Conseil fédéral a soumis aux Chambres fédérales un message concernant la participation de la BNS au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste/Shoah dans le besoin. Il y propose l'adoption d'un arrêté fédéral, de portée générale, autorisant la BNS à verser 100 millions de francs à ce Fonds que le Conseil fédéral a créé le 26 février 1997. Le versement de la BNS doit non pas anticiper sur les travaux de la Commission Bergier concernant les opérations sur or de l'institut d'émission pendant la Seconde Guerre mondiale, mais constater que, vue sous l'angle actuel, la stratégie monétaire appliquée à l'époque n'a pas tenu compte suffisamment des retombées politiques et morales qu'elle aurait. Il revêt le caractère d'une mesure d'urgence, par laquelle la Suisse officielle souhaite s'associer aux efforts de l'économie privée pour soutenir des victimes de l'Holocauste dans le besoin.

Prolongation du contrat de prêt, entre la BNS et le FMI, concernant la FASR II

Au début du mois de septembre 1997, le contrat de prêt passé entre la BNS et le FMI au sujet de la participation à la facilité d'ajustement structurel renforcée II (FASR II) a été prolongé de deux ans, soit jusqu'au 31 décembre 2001. La prolongation a été rendue nécessaire par le fait que le FMI a, en automne 1996, allongé la période pendant laquelle des pays peuvent obtenir des crédits au titre de cette facilité. La FASR permet d'accorder des crédits concessionnels aux pays en développement à faible revenu, à condition que ceux-ci appliquent un programme de stabilisation et de réforme.

Quarterly Bulletin, 3, September 1997

Abstracts

Economic and monetary developments

Economic activity developed unevenly in the major industrialised countries in the second quarter of 1997. While in the United States and in the United Kingdom the economy grew vigorously and across a broad front, Japan and the European continent witnessed an erratic recovery. In Germany and France exports were a major pillar of the economy; domestic demand, however, on the whole remained sluggish. Italy contrasted with this picture, with economic expansion, still weak as yet, being supported primarily by private consumption. Because the danger of inflation was negligible, the central banks of the United States, Japan, Germany and France left the benchmark rates unchanged in the second quarter. In the United Kingdom the central bank tightened monetary policy in order to prevent overheating of the economy. Italy lowered its key rates. Long-term interest rates were, by and large, on a slight decline. The foreign exchange markets were characterised by the high-flying dollar and a pronounced D-Mark weakness in the second quarter. In July the currencies of various countries in Southeast Asia depreciated, some of them substantially.

In Switzerland, the economic situation improved in the second quarter, largely as a result of increasing exports. Domestic demand remained muted on the whole; while private consumption rose slightly, building investment declined. The latest tests concerning business activity have indicated a further possible amelioration in the second half-year. In the period under review the National Bank provided the banks with abundant liquidity in an attempt to counteract the rise of the Swiss franc. Subsequently money market rates receded. With the danger of inflation almost banished long-term interest rates again fell slightly. The monetary base grew less rapidly than in the previous period, but remained above the medium-term target path.

The implications of the Monetary Union for minimum variance portfolios

The Maastricht Treaty provides for the creation of a Monetary Union (EMU) in 1999, which implies the introduction of a single currency: the euro. The introduction of the euro will affect investors' portfolio choices in two ways. First, the replacement of the national currencies of the member countries by the single currency will narrow the possibilities of diversification. Second, the risk profile of euro investments will not be the same as that of the former investments in the national currencies. This study analyses the implications of these two factors for minimum variance portfolios. The investment possibilities comprise the bond and stock indexes of Europe, Japan and the United States. We estimate the minimum variance portfolio for investors located inside and outside EMU on the basis of three different scenarios: A stable EMU, with a euro having the properties of the former German mark; an unstable EMU, with a euro having the properties of the former Italian lira; a mixed EMU, with a euro having an equal chance of corresponding to the mark or the lira.

Economic and monetary developments

Economic activity developed unevenly in the major industrialised countries in the second quarter of 1997. While in the United States and in the United Kingdom the economy grew vigorously and across a broad front, Japan and the European continent witnessed an erratic recovery. In Germany and France exports were a major pillar of the economy; domestic demand, however, on the whole remained sluggish. Italy contrasted with this picture, with economic expansion, still weak as yet, being supported primarily by private consumption. Because the danger of inflation was negligible, the central banks of the United States, Japan, Germany and France left the benchmark rates unchanged in the second quarter. In the United Kingdom the central bank tightened monetary policy in order to prevent overheating of the economy. Italy lowered its key rates. Long-term interest rates were, by and large, on a slight decline. The foreign exchange markets were characterised by the high-flying dollar and a pronounced D-Mark weakness in the second quarter. In July the currencies of various countries in Southeast Asia depreciated, some of them substantially.

In Switzerland, the economic situation improved in the second quarter, largely as a result of increasing exports. Domestic demand remained muted on the whole; while private consumption rose slightly, building investment declined. The latest tests concerning business activity have indicated a further

possible amelioration in the second half-year. In the period under review the National Bank provided the banks with abundant liquidity in an attempt to counteract the rise of the Swiss franc. Subsequently money market rates receded. With the danger of inflation almost banished long-term interest rates again fell slightly. The monetary base grew less rapidly than in the previous period, but remained above the medium-term target path.

Bertrand Rime

The implications of the Monetary Union for minimum variance portfolios

The Maastricht Treaty provides for the creation of a Monetary Union (EMU) in 1999, which implies the introduction of a single currency: the euro. The introduction of the euro will affect investors' portfolio choices in two ways. First, the replacement of the national currencies of the member countries by the single currency will narrow the possibilities of diversification. Second, the risk profile of euro investments will not be the same as that of the former investments in the national currencies. This study analyses the implications of these two factors for minimum variance portfolios. The investment possibilities comprise the bond and stock indexes of Europe, Japan and the United States. We estimate the minimum variance portfolio for investors located inside and outside EMU on the basis of three different scenarios: A stable EMU, with a euro having the properties of the former German mark; an unstable EMU, with a euro having the properties of the former Italian lira; a mixed EMU, with a euro having an equal chance of corresponding to the mark or the lira.

Chronicle of monetary events

Partial revision of the National Bank Law

On 12 June 1997, the National Council passed a bill of the Federal Council for the partial revision of the National Bank Law (cf. Quarterly Bulletin No. 2/1997) without amendments, followed by the Council of States on 20 June 1997. The deadline for a referendum expires on 9 October 1997.

Message concerning the SNB's participation in the Holocaust fund

On 25 June 1997, the Federal Council submitted a message concerning the SNB's participation in the fund for the benefit of needy victims of the Holocaust/Shoah to the federal parliament. By means of a generally binding federal decree the SNB is to be put in a position to pay Sfr 100 million into the fund in favour of needy Holocaust victims, which the Federal Council set up on 26 February 1997. Without prejudice to the assessment of its gold transactions during the Second World War by the Bergier Commission of Experts, the SNB's contribution is intended to express that from today's vantage point the political and moral implications of the monetary strategy of the time were not sufficiently taken into account. The contribution is meant as an immediate measure with which Switzerland officially joins the private sector in its efforts to provide support to Holocaust victims in need.

Prolongation of the ESAF II loan agreement between the SNB and the IMF

At the beginning of September 1997, the loan agreement between the SNB and the IMF concerning participation in the Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF II) was prolonged by two years until 31 December 2001. This adjustment became necessary after the IMF had extended, in autumn 1996, the period during which credit commitments to countries can be made under this facility. Under ESAF, the poorer developing countries are granted credits at reduced interest rates if they agree to implement a stabilisation and structural adjustment programme.