

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No 2
Juni/juin 1996**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	81
Sommaire	82
Sommario	83
Abstracts	84
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	85
Situation économique et monétaire	111
<hr/>	
Jakob Schönenberger: Eröffnungsansprache an der General- versammlung vom 19. April 1996	139
Jakob Schönenberger: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 19 avril 1996	141
<hr/>	
Markus Lusser: Generalversammlungsreferat vom 19. April 1996	143
Markus Lusser: Exposé à l'Assemblée générale du 19 avril 1996	149
<hr/>	
Markus Lusser: Auf dem Weg zu einer neuen schweizerischen Geldverfassung	155
<hr/>	
Mathias Zurlinden: Devisenmarktinterventionen der Schweize- rischen Nationalbank 1986–1994	163
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	188
Chronique monétaire	188

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 85–109)

Die Wirtschaftslage in den OECD-Ländern bot im ersten Quartal 1996 ein durchgezogenes Bild. Während die amerikanische Konjunktur wieder in Schwung kam und sich die konjunkturelle Erholung in Japan festigte, hielten in Europa die Stagnationstendenzen an. Die Arbeitslosigkeit nahm in der EU wieder zu. Angesichts der abflachenden Konjunktur lockerten insbesondere die europäischen Zentralbanken ihre Geldpolitik weiter.

In der Schweiz stagnierte das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode. Negative Impulse gingen von der Binnennachfrage – insbesondere der rückläufigen Bauinvestitionen – aus, während sich die Exporte belebten. Die Arbeitslosigkeit nahm weiter zu. Die Geldmarktsätze stabilisierten sich in den ersten vier Monaten auf dem am Anfang des Jahres erreichten tiefen Niveau. Im Mai zogen indessen sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Zinssätze an. Die Notenbankgeldmenge wuchs im ersten Quartal beschleunigt, und der Abstand zum mittelfristigen Zielpfad verringerte sich stark.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 139–148)

Der Präsident des Bankrats, Jakob Schönenberger, betonte einleitend die Notwendigkeit des regionalen Ausgleichs. Die heutige Regelung des bundesstaatlichen Finanzausgleichs ist reformbedürftig. Die Revision zwei weiterer Instrumente der Regionalpolitik – des Investitionshilfegesetzes und des Bundesbeschlusses zugunsten wirtschaftlich bedrohter Regionen – zielte darauf hin, die Regionen als Unternehmensstandorte attraktiver zu machen. Regionale Förderungsmassnahmen tragen indessen nur dann Früchte, wenn auch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Schweiz als Ganzes verbessert werden.

Der Präsident des Direktoriums, Markus Lusser, beleuchtete nach einem Rückblick auf die Geldpolitik im Jahre 1995 allfällige Folgen der Euro-

päischen Währungsunion für die Schweiz. In der Schweiz wird befürchtet, die Verwirklichung der Währungsunion könnte eine massive Flucht in den Franken auslösen. Diese Gefahr ist kleiner, als häufig angenommen wird, da die Union wahrscheinlich nur mit jenen EU-Ländern beginnen wird, die sich schon bisher durch ein hohes Stabilitätsbewusstsein ausgezeichnet haben. Käme es trotzdem zu einer Aufwertung, sind grundsätzlich drei Abwehrmassnahmen denkbar. Zwei davon, die Fixierung des Frankens gegenüber dem Euro und dirigistische Eingriffe zur Abwehr ausländischer Gelder, wären mit grossen Nachteilen verbunden. Die dritte Möglichkeit, die Bekämpfung einer übermässigen Aufwertung durch eine Lockerung der Geldpolitik, ist realistischer, aber nicht ohne Risiken für die Preisstabilität.

Auf dem Weg zu einer neuen Geldverfassung (S. 155–162)

Heute besteht in der Schweiz zwischen geschriebener und gelebter Geldverfassung eine grosse Kluft. Der Entwurf für die Totalrevision der Bundesverfassung enthält in Artikel 79 den Vorschlag einer modernen Geldverfassung; die heute überholten Teile, vor allem die Goldeinlösepflicht, werden aufgegeben, die Unabhängigkeit der Notenbank wird explizit verankert. Es fehlen indessen die Verpflichtung der Notenbankpolitik auf Preisstabilität und die Sicherung ausreichender Währungsreserven. Diese beiden wichtigen Elemente sollten noch in das Reformwerk eingebaut werden.

Devisenmarktinterventionen (S. 163–187)

Die Nationalbank hat zwischen 1986 und 1994 an 110 Tagen am Devisenmarkt interveniert. Dieser Aufsatz gibt einen Überblick über die Interventionen und schätzt mit Tages- und Wochendaten deren Wirkungen auf das Niveau und die Volatilität des Wechselkurses. Die Ergebnisse deuten insgesamt darauf hin, dass die Interventionen nur ein verhältnismässig schwaches und wenig verlässliches Instrument zur Beeinflussung des Wechselkurses bilden.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 111–138)

La situation économique dans les pays de l'OCDE offrait une image contrastée au premier trimestre de 1996. La conjoncture a repris de la vigueur aux Etats-Unis et s'est renforcée au Japon, mais les tendances à la stagnation ont persisté en Europe. Le chômage a de nouveau augmenté dans l'UE. Les banques centrales, notamment celles d'Europe, ont assoupli davantage leur politique monétaire, étant donné le tassement de la conjoncture.

En Suisse, le produit intérieur brut réel a stagné d'un trimestre à l'autre. La demande intérieure – en particulier les investissements en construction – a eu une incidence négative, alors que les exportations ont progressé. Quant au chômage, il a continué à croître. Pendant les quatre premiers mois de 1996, les taux d'intérêt à court de terme se sont maintenus à leur bas niveau du début de l'année. En mai toutefois, les taux à court et long terme ont enregistré une hausse. La progression de la monnaie centrale s'est accélérée au premier trimestre et l'écart par rapport au sentier de croissance à moyen terme a fortement diminué.

Assemblée générale des actionnaires (p. 141–154)

Dans son allocution d'ouverture, M. Jakob Schönenberger, président du Conseil de banque, a mis l'accent sur la nécessité de réduire les disparités régionales. Une réforme de l'actuel mécanisme fédéral de péréquation financière est nécessaire. La révision de la loi fédérale sur l'aide en matière d'investissements dans les régions de montagne et de l'arrêté fédéral instituant une aide financière en faveur des régions dont l'économie est menacée, deux autres instruments de la politique régionale, a été opérée afin de rendre ces zones plus attrayantes pour les entreprises. Les mesures de soutien aux régions ne porteront toutefois leurs fruits que si, simultanément, les conditions-cadre de l'économie suisse dans son ensemble sont améliorées.

Après avoir commenté la politique monétaire menée en 1995, le président de la Direction générale, M. Markus Lusser, a examiné de possi-

bles répercussions de l'Union monétaire européenne sur la Suisse. D'aucuns craignent que la réalisation de l'Union monétaire ne déclenche une fuite massive de capitaux vers le franc suisse. Or ce risque n'est pas aussi grand qu'on serait tenté de croire, attendu que l'Union ne démarrera vraisemblablement qu'avec les pays de l'UE qui, jusque-là, se sont astreints à une grande stabilité. Si le franc devait malgré tout se revaloriser, la BNS pourrait en principe prendre trois sortes de mesures. Deux d'entre elles, à savoir le rattachement du franc à l'euro et le recours à des mesures dirigistes afin de lutter contre des afflux de fonds étrangers, comportent d'importants inconvénients. La troisième possibilité, qui consisterait à assouplir la politique monétaire afin de parer à une revalorisation excessive du franc, est plus réaliste, mais non exempte de risques au niveau de la stabilité des prix.

Vers un nouvel ordre monétaire (p. 155–162)

L'ordre monétaire actuellement en vigueur en Suisse est caractérisé par un profond fossé entre ce qui est écrit et les faits. Le projet de révision totale de la constitution contient, à l'article 79, une proposition pour un ordre monétaire moderne. Il est prévu de renoncer aux parties surannées, notamment à l'obligation de rembourser les billets de banque en or, et d'introduire explicitement l'indépendance de la Banque nationale. Toutefois, il faudrait encore insérer des dispositions pour que la politique monétaire soit axée sur la stabilité du niveau des prix et qu'un volume suffisant de réserves monétaires soit disponible.

Interventions sur le marché des changes (p. 163–187)

Entre 1986 et 1994, la Banque nationale est intervenue au cours de 110 jours sur le marché des changes. L'article donne un aperçu des interventions et estime, à l'aide de données journalières et hebdomadaires, l'influence de celles-ci sur le niveau et sur la volatilité des cours de change. Dans l'ensemble, les résultats indiquent que les interventions constituent un instrument relativement faible et peu fiable pour influencer les cours de change.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 85–138)

Nel primo trimestre del 1996, le economie dei paesi dell'OCSE hanno presentato un quadro congiunturale variegato. Mentre la congiuntura statunitense ha ripreso vigore e in Giappone la ripresa si è affermata, in Europa è persistita la tendenza al ristagno. La disoccupazione nell'UE ha continuato ad aumentare. Visto il rallentamento congiunturale, le banche centrali europee hanno allentato ulteriormente la loro politica monetaria.

In Svizzera, il prodotto interno lordo reale è ristagnato rispetto al periodo precedente. La domanda interna ha fornito impulsi negativi, in particolare con il calo degli investimenti operati nell'edilizia, mentre si è ravvivata l'attività d'esportazione. La disoccupazione ha continuato a crescere. Nei primi quattro mesi, i tassi d'interesse sul mercato monetario si sono mantenuti al basso livello raggiunto all'inizio dell'anno. In maggio hanno tuttavia ripreso a crescere tanto i tassi d'interesse a breve quanto quelli a lunga scadenza. Nel primo trimestre, la crescita della base monetaria si è accelerata, riducendo considerevolmente il divario rispetto alla direttrice di crescita.

Assemblea generale degli azionisti (p. 139–154)

Il presidente del Consiglio di banca, Jakob Schönenberger, ha introdotto l'assemblea mettendo in rilievo la necessità di una compensazione delle differenze interregionali. La regolamentazione attuale della perequazione finanziaria all'interno dello Stato federale dev'essere riformata. La revisione di due altri strumenti della politica regionale – la legge sui contributi agli investimenti nelle regioni di montagna e il decreto federale in favore delle regioni economicamente minacciate – è volta ad accrescere l'attrattiva delle regioni per l'insediamento di imprese. I provvedimenti di promozione delle regioni possono tuttavia portare frutto soltanto se si migliorano anche le condizioni economiche quadro della Svizzera nel suo insieme.

Dopo aver passato in rivista la politica monetaria del 1995, il presidente della Direzione generale,

Markus Lusser, ha illustrato le eventuali conseguenze per la Svizzera dell'Unione monetaria europea. In Svizzera si teme che l'attuazione dell'Unione monetaria dia luogo a una fuga di massa verso il franco. Questo rischio è meno grave di quanto generalmente si presuma, dato che all'inizio l'unione concernerà probabilmente soltanto paesi dell'UE che già finora si sono mostrati profondamente consapevoli dell'importanza della stabilità monetaria. Se, nonostante questo, il franco svizzero dovesse apprezzarsi, sarebbero concepibili in linea di massima tre tipi di difesa. Due di questi – la determinazione di un tasso di cambio fisso del franco rispetto all'euro e il ricorso a interventi dirigistici contro l'afflusso di denaro estero – comporterebbero gravi svantaggi. La terza possibilità, quella di lottare contro un apprezzamento eccessivo allentando la politica monetaria, è più realista, ma non priva di rischi per la stabilità dei prezzi.

Sulla via di una nuova costituzione monetaria (p. 155–162)

Un abisso separa attualmente nel nostro paese la costituzione monetaria scritta da quella vissuta. Nell'art. 79 del progetto di revisione totale della Costituzione si propone una costituzione monetaria moderna: si rinuncia agli elementi obsoleti (soprattutto all'obbligo di rimborso in oro) e si afferma esplicitamente l'indipendenza della banca d'emissione. Mancano tuttavia l'impegno della banca d'emissione a servire l'obiettivo della stabilità dei prezzi e una garanzia di sufficienti riserve di divise. Questi due importanti elementi dovrebbero ancora trovar posto nell'opera di riforma.

Interventi della BNS sul mercato delle divise (p. 163–187)

Tra il 1986 e il 1994, la Banca nazionale ha operato interventi sul mercato monetario per 110 giorni. In quest'articolo si presenta un sommario di tali interventi e se ne valutano gli effetti sul livello e sulla volatilità dei tassi di cambio a seconda del giorno e della settimana. Complessivamente, i risultati ottenuti indicano che gli interventi costituiscono uno strumento relativamente debole e poco affidabile per influenzare i tassi di cambio.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 85–138)

In the first quarter of 1996 the economic situation in the OECD countries presented a mixed picture. While in the US economic activity gained new momentum and the recovery strengthened in Japan, the trend towards stagnation continued in Europe. Unemployment levels again moved up in the EU. In view of the slowdown in business activity, notably the European central banks once more relaxed their monetary policies.

In Switzerland real gross domestic product stagnated compared to the previous period. Negative stimuli emanated from domestic demand – primarily declining building investments – while exports began to pick up. A further increase in unemployment was recorded. Money market rates stabilised in the first four months at the low level reached at the beginning of the year. In May, however, both short- and long-term interest rates rose. The monetary base expanded more rapidly in the first quarter, leading to a considerably narrower gap between the monetary base and the medium-term growth path.

General Meeting of Shareholders (pp. 139–154)

In the opening section of his address the President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, emphasised the need for regional fiscal equalisation. The current system of federal financial equalisation requires reform. The revision of two further instruments of regional policy – the investment aid law and the Decree of the Federal Parliament in favour of economically threatened regions – aimed at enhancing the attractiveness of the regions as company locations. Regional promotional measures, however, only bear fruit if the macroeconomic environment in Switzerland as a whole is improved.

After viewing the monetary situation in 1995 in retrospect the Chairman of the Governing Board, Markus Lusser, discussed the possible implications of the European Monetary Union for Swit-

zerland. It is feared, in Switzerland, that once the monetary union is established this could trigger a massive flight of capital into the Swiss franc. This danger is smaller than is frequently assumed since at the beginning only EU countries that have been extremely stability-oriented in the past are likely to participate. Should a currency appreciation set in despite this restriction, three basic insulating measures are conceivable. Two of these, a fixed Swiss franc rate vis-à-vis the euro and dirigistic measures against the inflow of foreign funds, would involve considerable disadvantages. The third possibility, the fight against excessive appreciation through a relaxation of monetary policy, is more realistic, but not without risks for price stability.

On the way to a new monetary structure (pp. 155–162)

In Switzerland today there is a wide gap between the monetary structure in its written form and actual practice. Article 79 of the draft for a total revision of the Federal Constitution contains a proposal for a modern monetary structure; the outdated sections, notably the obligation to redeem banknotes in gold, are to be abandoned, and the independence of the central bank is to be explicitly laid down in the Constitution. What is, however, lacking is a clause to the effect that central bank policy involves the obligation to maintain price stability and secure adequate currency reserves. These two important elements should be included in the monetary section of the revised Constitution.

The SNB's interventions in the foreign exchange market (pp. 163–187)

The Swiss National Bank intervened in the foreign exchange market on 110 days from 1986 to 1994. The paper describes these interventions and provides estimates – based on daily and weekly data – of their impact on the level and volatility of exchange rates. Overall, the results indicate that the interventions constitute a relatively weak and less than reliable instrument for conducting exchange rate policy.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrats vom 14. Juni 1996*

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

1. Ausland

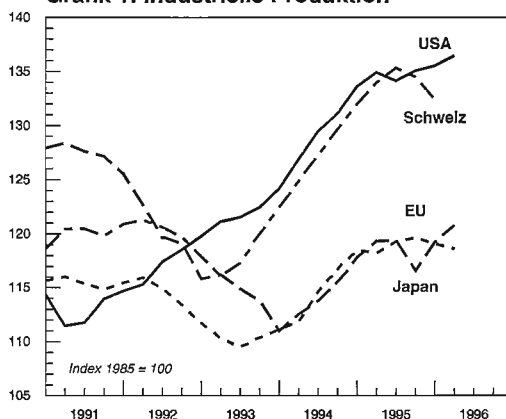
Konjunkturentwicklung

Im ersten Quartal 1996 bot die Wirtschaftslage im OECD-Raum ein durchgezogenes Bild. Die amerikanische Konjunktur kam wieder in Schwung, und in Japan festigte sich die konjunkturelle Erholung. In Europa hielten dagegen die Stagnationstendenzen, die im Laufe des Jahres 1995 eingesetzt hatten, an. Die Industrieproduktion nahm in vielen Ländern ab. In Deutschland wirkte vor allem die nachlassende Bautätigkeit konjunkturdämpfend. In Italien und Grossbritannien, wo die Wirtschaft im Jahre 1995 dank kräftig steigender Exporte stark gewachsen war, liess die Auslandnachfrage nach; aber auch die inländische Nachfrage schwächte sich etwas ab. Die französische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal zwar kräftig, doch blieben die Produktionsaussichten gedrückt.

Gemäss den monatlichen Konjunkturumfragen in der EU erwarteten die Unternehmen im ersten Quartal erneut geringere Bestellungen aus dem In- und Ausland und beurteilten die Lagerbestände mehrheitlich als zu hoch. Für die kommenden Monate rechnen sie mit einer stagnierenden Produktion und einer sinkenden Beschäftigung. In der Bauwirtschaft sind die Aussichten besonders düster. Die Konsumentenstimmung verschlechterte sich, da insbesondere die Beschäftigungsentwicklung pessimistischer eingeschätzt wird.

Die OECD senkte ihre Wachstumsprognose für das Jahr 1996. Sie rechnet mit einem Anstieg des realen Bruttosozialprodukts der OECD-Länder von durchschnittlich 2%, nachdem sie im Dezember 1995 noch eine Zunahme von 2,5% erwartet hatte. Für die europäischen Länder prognostiziert sie nur noch ein Wachstum von 1%.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quellen: OECD, Main Economic Indicators; BFS

Der unterschiedliche Konjunkturverlauf in den OECD-Ländern schlug sich auch in der Beschäftigung nieder. Diese nahm in den Vereinigten Staaten im ersten Quartal wieder kräftig zu, so dass die Arbeitslosenquote mit 5,6% tief blieb. In Japan kam der seit drei Jahren anhaltende leichte Anstieg der Arbeitslosigkeit zum Stillstand. Dagegen verschlechterte sich die Lage auf dem europäischen Arbeitsmarkt. Besonders stark nahm die Zahl der Arbeitslosen in Deutschland zu. In der EU betrug die Arbeitslosenquote durchschnittlich 11,2% und lag damit leicht höher als vor Jahresfrist.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung betrug im OECD-Raum (ohne Türkei) im März 4,2%. Sie war damit um 0,1 Prozentpunkte tiefer als Ende 1995. In den meisten grossen Industrieländern, insbesondere in Italien, war sie rückläufig.

* Der Bericht wurde am 24. Mai verabschiedet. Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

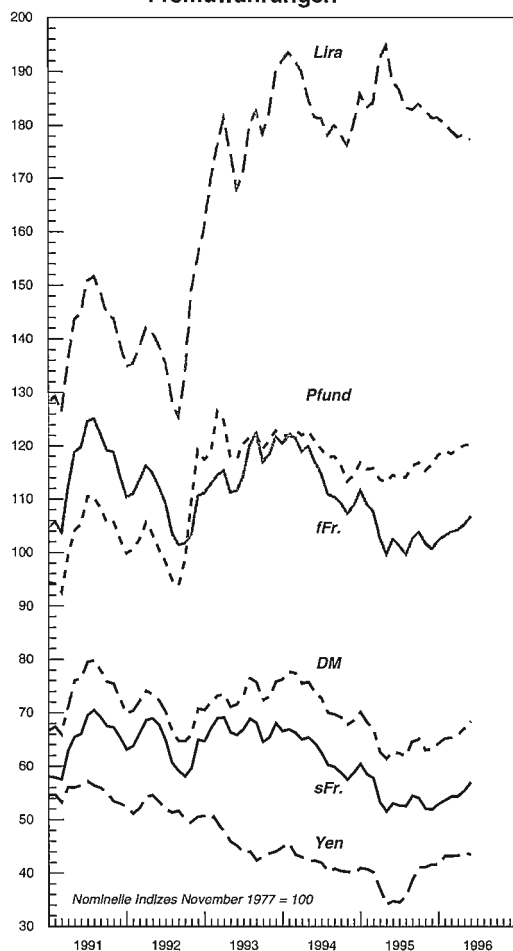
Wirtschaftspolitik

Als Folge der nachlassenden Teuerung und des stark abgeschwächten Wirtschaftswachstums lockerten die Zentralbanken der meisten grossen Industrieländer ihre Geldpolitik im ersten Quartal weiter. Die amerikanische Zentralbank senkte den Diskontsatz und den Tagesgeldsatz Ende Januar auf 5% bzw. 5,25%. Die britischen Währungsbehörden, die Deutsche Bundesbank und die Banque de France nahmen die kurzfristigen Zinssätze ebenfalls zurück. Mitte April passte die Bundesbank die Leitzinsen an die tieferen Geld-

marktsätze an und senkte den Diskont- und den Lombardsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 2,5% bzw. 4,5%. Die meisten der am Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems (EWS) beteiligten Zentralbanken folgten diesem Schritt. Dagegen liessen die japanische und die italienische Zentralbank den Diskontsatz unverändert bei 0,5% bzw. 9%.

Im Unterschied zu den kurzfristigen Zinssätzen zogen die langfristigen im ersten Quartal in den meisten OECD-Ländern an. In den Vereinigten Staaten war der Zinsanstieg infolge der Konjunkturerholung besonders ausgeprägt. Die langfristigen Zinssätze erhöhten sich bis April um fast einen Prozentpunkt. Nachdem sich die Zinssätze in Europa und Japan im Sog der amerikanischen Zinsentwicklung zunächst ebenfalls erhöht hatten, gingen sie in den meisten Ländern, insbesondere in Deutschland, Frankreich und Italien, im April wieder leicht zurück.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Devisenmarkt

In den ersten Monaten des Jahres 1996 erholte sich der amerikanische Dollar. Dazu trugen unter anderem der Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten und die gegenläufigen Zinserwartungen in Amerika und in Europa bei. Gegenüber der D-Mark erhöhte sich der Kurs des Dollars von Januar bis Ende Mai von 1,42 auf 1,54 D-Mark. Gegenüber dem japanischen Yen stieg er bis April auf über 108 Yen. Der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Dollars lag im ersten Quartal um 1,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Die Lage im EWS beruhigte sich weiter. Der Abstand zwischen der stärksten Währung im Wechselkursmechanismus, der spanischen Peseta, und der schwächsten Währung, dem irischen Pfund, verringerte sich im ersten Quartal von 6% auf 4,5%. Die D-Mark geriet im EWS unter Druck und sank gegenüber dem Franc und der Peseta auf ein seit 1993 bzw. 1994 nicht mehr erreichtes Niveau. Gegenüber dem französischen Franc schloss sie Ende Mai knapp 1% schwächer als zu Jahresbeginn. Der reale, exportgewichtete Aussenwert der D-Mark lag im ersten Quartal um 1% unter seinem Vorjahresstand,

während derjenige des französischen Franc um 1,4% darüber lag.

Gegenüber dem Schweizer Franken blieb die D-Mark von Januar bis Mitte Mai annähernd stabil und gewann danach leicht an Wert. Im Vergleich zu den EWS-Währungen ausserhalb des Wechselkursmechanismus schwächte sie sich ab. Die italienische Lira und das britische Pfund stiegen gegenüber der D-Mark bis Ende Mai um 7,4% bzw. 5,1%. Der reale, exportgewichtete Wechselkurs der Lira lag im ersten Quartal um 5,8% über und jener des Pfundes um 3,5% unter dem Vorjahresstand. Die schwedische Krone erholte sich ebenfalls weiter und notierte Ende Mai gegenüber der D-Mark rund 3,7% stärker als zu Jahresbeginn.

Während der Yen im Vergleich zum Dollar von Januar bis Mitte Mai um 1% an Wert einbüsste, erstarkte er gegenüber der D-Mark und dem Schweizer Franken. Ende Mai lag er um 3,3% bzw. 5,5% höher als zu Beginn des Jahres. Sein realer, exportgewichteter Wechselkurs bildete sich im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 12,5% zurück.

Europäische Integration

Das europäische Währungsinstitut (EWI) orientierte in seinem zweiten Jahresbericht über den Stand der Vorbereitungsarbeiten zur Schaffung der Europäischen Währungsunion. Als wichtigstes geldpolitisches Instrument der künftigen Europäischen Zentralbank (EZB) sollen die Offenmarktgeschäfte dienen. Zudem soll die EZB zwei permanente Kreditfazilitäten bereitstellen: eine Kreditlinie zur Spitzenrefinanzierung und eine Einlagenfazilität. Mit diesen beiden Fazilitäten soll eine Ober- bzw. Untergrenze für den Geldmarktsatz festgelegt werden. Die Frage der Verwendung von Mindestreserven wird noch abgeklärt.

In verschiedenen Gremien der EU wird zurzeit diskutiert, wie die Beziehungen zwischen den an der Währungsunion teilnehmenden und den nicht teilnehmenden Staaten in Fragen der Geldpolitik aussehen sollen und welche Form ein Wechselkursmechanismus zwischen den beiden Gruppen annehmen könnte.

Internationale Währungszusammenarbeit

Im April 1996 verabschiedete der Exekutivrat des Internationalen Währungsfonds (IWF) den anspruchsvolleren der beiden Standards für die Veröffentlichung nationaler Wirtschaftsdaten. Diese waren im Frühjahr 1995 in Reaktion auf die Finanzkrise in Mexiko sowie allgemein auf die zunehmende Globalisierung der Finanzmärkte beschlossen worden. Während der allgemeine Standard (General Data Dissemination Standard) für alle Mitgliedsländer gilt und bis Ende 1996 vorliegen soll, ist der anspruchsvollere Standard (Special Data Dissemination Standard) für diejenigen Länder gedacht, die auf den internationalen Finanzmärkten auftreten. Er umfasst verschiedene Daten aus dem Fiskalbereich, dem realen Sektor, dem Finanzsektor und dem Aussensektor. Verpflichtet sich ein Land, diesen Standard einzuhalten, muss es die Angaben rechtzeitig und in einer bestimmten Periodizität liefern. Erfüllt ein Land noch nicht alle Bedingungen, wird ihm eine Anpassungsfrist bis Ende 1998 eingeräumt. Die Schweiz muss ihre Wirtschaftsstatistiken teilweise anpassen, um alle Erfordernisse des anspruchsvolleren Standards erfüllen zu können. Die Zahlungsbilanz und das Auslandvermögen, für welche die Nationalbank zuständig ist, erfüllen die Anforderungen bezüglich Periodizität und Frist noch nicht. Probleme bestehen ferner beim Arbeitsmarkt, beim Bundeshaushalt und bei der Produktion.

Der IWF gewährte Russland im März einen Kredit in Höhe von 6,9 Mrd. SZR im Rahmen der erweiterten Kreditvereinbarungen. Mit Argentinien einigte er sich im April über einen Bereitschaftskredit in Höhe von 720 Mio. SZR.

2. Schweiz

Die schweizerische Konjunktur blieb im ersten Quartal 1996 gedrückt. Das reale Bruttoinlandsprodukt stagnierte gegenüber der Vorperiode und lag um 0,7% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die negativen Impulse gingen von der Binnennachfrage, insbesondere von den rückläufigen Bauinvestitionen aus, während die Exporttätigkeit anzog. Der private Konsum wuchs nur leicht. Die konjunkturelle Schwäche führte zu

einem deutlichen Rückgang der Industrieproduktion, so dass die Kapazitätsauslastung um 1,3 Prozentpunkte fiel. Sowohl die export- als auch die inlanderorientierten Unternehmen meldeten geringere Bestellungen als in der Vorperiode. Während die binnenorientierten Unternehmen in den kommenden Monaten mit einem weiteren Rückgang rechnen, erwarteten die exportorientierten Firmen höhere Bestellungen.

Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal saisonbereinigt ab. Sie unterschritt das Vorjahresniveau um 1,1%. Gleichzeitig stieg die Arbeitslosenquote von Dezember bis April von 4,2% auf 4,5%. Besonders die Zahl der Arbeitslosen, die erst seit kurzem ohne Stelle sind, erhöhte sich stark.

Die Teuerung sank im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,8 Prozentpunkte auf 1,1%. Der starke Rückgang ist auf den Basiseffekt zurückzuführen, der sich aus der Einführung der Mehrwertsteuer Anfang 1995 ergab. Nachdem die Teuerung im April unverändert 0,9% betragen hatte, sank sie im Mai auf 0,7%.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wuchs im ersten Quartal kräftig auf knapp 30,7 Mrd. Franken. Gegenüber dem vierten Quartal 1995 erhöhte sie sich um 1,5% (auf ein Jahr hochgerechnet um 6%) und überschritt den für das erste Quartal von der Nationalbank prognostizierten Wert deutlich. Ins Gewicht fiel vor allem das starke Wachstum des Notenumlaufs. Für das zweite Quartal rechnet die Nationalbank mit einer Zunahme der Notenbankgeldmenge auf 30,8 Mrd. Franken. Auf das Jahr hochgerechnet entspricht dies einem Wachstum gegenüber dem vierten Quartal 1995 von 3,7%. Im April entwickelte sich die Notenbankgeldmenge entsprechend der Prognose.

Die Geldmarktsätze stabilisierten sich im Februar und März auf dem im Januar erreichten Niveau von 1,6%. Bis Ende Mai erhöhte sich der Dreimonatssatz am Euromarkt auf 2,5%. Die Durchschnittsrendite der Eidgenössischen Obligationen bildete sich im April auf rund 4% zurück, nachdem sie im Februar vorübergehend auf 4,4% gestiegen war. Ende Mai lag sie wieder bei 4,3%.

Der Schweizer Franken schwächte sich im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht ab. Am deutlichsten fiel der Kursrückgang gegenüber dem amerikanischen Dollar und der Lira aus. Der exportgewichtete, reale Frankenkurs lag noch um 2,5% über dem sehr hohen Stand vor Jahresfrist, verglichen mit 7,1% im vierten Quartal.

B. Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Die amerikanische Wirtschaft wuchs im ersten Quartal 1996 deutlich stärker als in der Vorperiode. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg auf ein Jahr hochgerechnet um 2,3% (4. Quartal: 0,5%) und lag um 1,7% höher als vor einem Jahr. Konjunkturstützend wirkte hauptsächlich der private Konsum, der gegenüber der Vorperiode um fast 4% zunahm. Die Investitionen, insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen, trugen ebenfalls stark zum Anstieg bei. Dagegen flachte sich das Wachstum der Exporte gegenüber der Vorperiode ab. Die Zunahme der inländischen Nachfrage schlug sich in kräftig steigenden Importen sowie in – erstmals seit vier Jahren – schrumpfenden Lagern nieder.

Nach einem wetterbedingten Einbruch im Januar erholte sich die Industrieproduktion in den folgenden zwei Monaten. Insgesamt nahm sie im ersten Quartal etwas stärker zu als in der Vorperiode und übertraf ihr Vorjahresniveau um 1,3%. Die durchschnittliche Kapazitätsauslastung in der Industrie stagnierte gegenüber dem Vorquartal.

Der Index der Einkaufsleiter, der die Aktivität im Verarbeitungssektor misst, erhöhte sich im April zum dritten aufeinanderfolgenden Mal. Die vorlaufenden Indikatoren deuten auf ein kräftiges Wirtschaftswachstum auch im zweiten Quartal hin. Der Index der Frühindikatoren erhöhte sich, ohne jedoch sein Vorjahresniveau zu erreichen. Der Index der Konsumentenstimmung zog zwischen Januar und April ebenfalls deutlich an.

Die Beschäftigung wuchs im ersten Quartal stark. Ausserhalb der Landwirtschaft nahm die Zahl der Arbeitsplätze um 618 000 zu, nach einem Anstieg

von lediglich 226 000 im Vorquartal. Die neuen Stellen wurden hauptsächlich im Dienstleistungssektor geschaffen. Bemerkenswert war ausserdem das kräftige Wachstum der Beschäftigung in der Baubranche, das die Erholung in diesem Sektor widerspiegelt. In der Industrie blieb der Beschäftigungszuwachs bescheiden. Die Arbeitslosenquote war mit 5,6% gleich hoch wie im Vorquartal.

Die Konsumentenpreise erhöhten sich im ersten Quartal wie in der Vorperiode um 2,7%. Die Teuerung ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise (Kernrate) betrug ebenfalls 2,7%. Dagegen stiegen die Produzentenpreise mit 2,2% weniger stark als im Vorquartal.

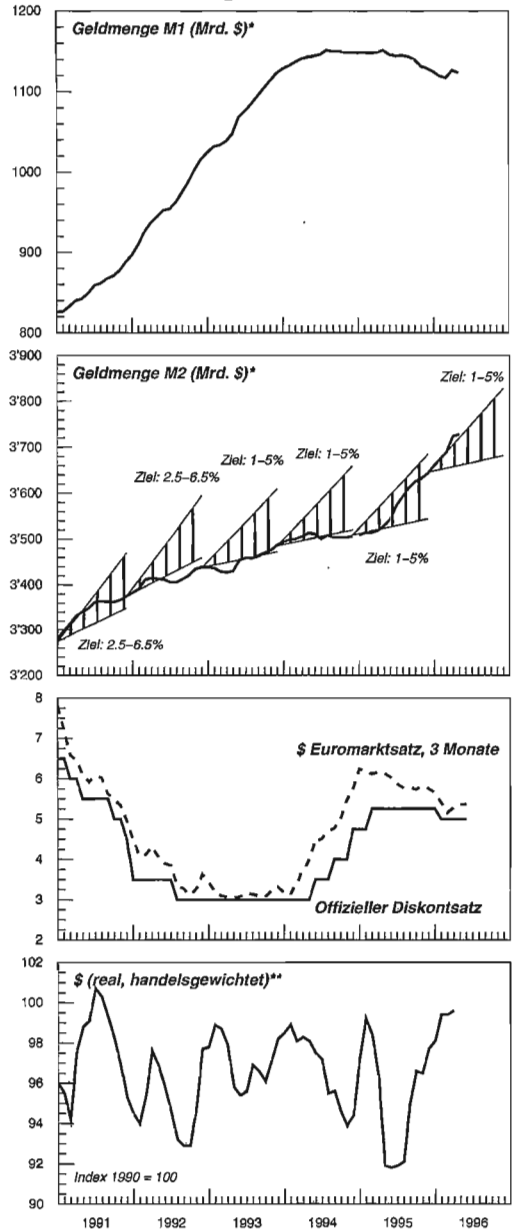
Das Defizit im amerikanischen Aussenhandel (nur Güter) nahm im ersten Quartal auf 42,8 Mrd. Dollar zu, verglichen mit 38 Mrd. Dollar in der Vorperiode. Vor Jahresfrist hatte der Fehibetrag noch 44,5 Mrd. Dollar betragen. Die Exporte wuchsen im Vorquartalsvergleich nur wenig, während die Importe deutlich anzogen.

Ende April einigten sich der Kongress und die Regierung auf ein Ausgabengesetz für die noch offenen Budgetpositionen des laufenden Finanzjahres, das im Oktober 1995 begonnen hatte. Damit konnte der Streit über das Budget 1996, der zweimal zu einer Lahmlegung grosser Teile der Verwaltung geführt hatte, beendet werden.

Die amerikanische Zentralbank senkte Ende Januar die Leitzinsen erneut. Der Diskontsatz und der Tagesgeldsatz (Federal Funds Rate) wurden um je 0,25 Prozentpunkte auf 5% bzw. auf 5,25% herabgesetzt. Als Gründe für die Zinssenkung nannte die Zentralbank das verlangsamte Wirtschaftswachstum und die niedrigen Inflationserwartungen. Der Dreimonatssatz am Eurodollarmarkt, der bis Februar auf 5,2% gefallen war, zog bis April auf 5,4% an. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen erhöhte sich von 5,8% auf 6,5%.

Die breiten Geldaggregate M₂ und M₃ expandierten mit Raten von 5,6% bzw. 7%. Ihr Wachstum lag damit über dem jeweiligen Zielkorridor von 1-5% bzw. 2-6%. Dagegen nahm M₁ wie bereits im Vorquartal leicht ab. Dieser Rückgang ist auf Umschichtungen von Sicht- auf Sparguthaben

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

** Quelle: OECD

zurückzuführen. Durch die Einführung von relativ liquiden, aber nicht in M₁ enthaltenen Konti för-

dernten die Geschäftsbanken diese Umschichtungen, um die gesetzlich vorgeschriebenen Reserven reduzieren zu können.

Japan

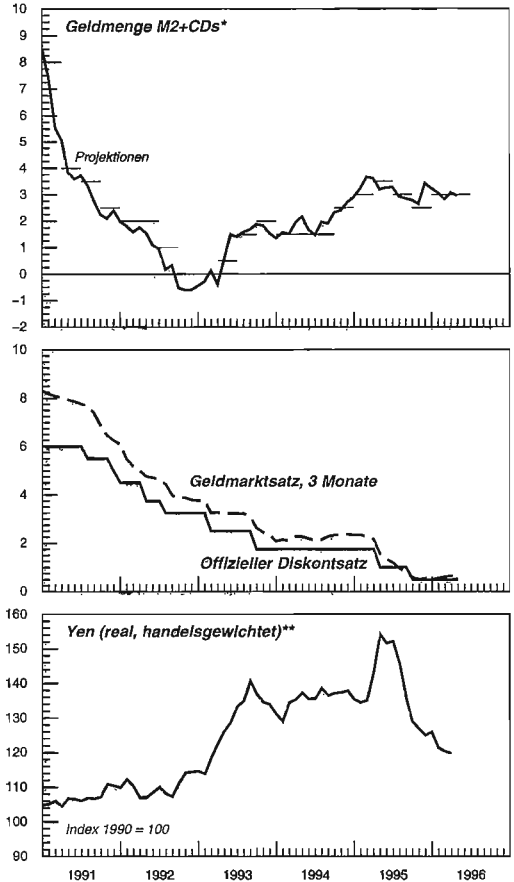
In Japan besserte sich die konjunkturelle Lage im vierten Quartal 1995. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber dem Vorjahr um 2,3%; in den drei vorangegangenen Quartalen hatte es annähernd stagniert. Konjunkturstützend wirkten vor allem der öffentliche und der private Konsum sowie die staatliche Investitionstätigkeit. Ein erheblicher Teil des Anstiegs der staatlichen Investitionen ist auf die Konjunkturstützungsprogramme zurückzuführen. Im privaten Wohnbau besserte sich die Lage, die Wohnbauinvestitionen lagen jedoch noch immer unter dem Stand des Vorjahres. Die Ausrüstungsinvestitionen erholten sich weiter. Das Wachstum der Exporte ging erneut zurück, die Exporttätigkeit blieb indessen auf hohem Niveau. Die Importe, die bis anhin rückläufig gewesen waren, stiegen infolge der anziehenden Inlandnachfrage kräftig.

Im ersten Quartal 1996 wuchs die Produktion der verarbeitenden Industrie um 1,2%, verglichen mit 1,7% in der Vorperiode. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich, lag indessen immer noch unter dem Vorjahreswert. In der vierteljährlichen Konjunkturumfrage waren vor allem die grossen Unternehmen leicht optimistischer; der Auftragseingang, insbesondere aus dem Inland, nahm zu, und die Investitionspläne wurden ausgeweitet. Die Bautätigkeit gewann an Schwung. Dagegen dürfte sich der Konsum wenig gebessert haben: Die Umsätze im Detailhandel stiegen insgesamt nur bescheiden; obschon der Absatz von Automobilen stark anzog.

Die Konsumentenpreise sanken im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 0,2%, verglichen mit einem Rückgang von 0,5% in der Vorperiode. Die Produzentenpreise, die seit 1992 zurückgehen, verminderten sich um 1%.

Die Beschäftigung stagnierte im ersten Quartal, verglichen mit dem Vorjahr. Die Arbeitslosenquote, die seit Anfang 1993 kontinuierlich gestiegen war, blieb mit 3,3% stabil. Das Verhältnis zwischen an-

Grafik 4: Japan



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

** Quelle: OECD

gebotenen Stellen und Stellensuchenden, das im dritten Quartal 1995 mit 0,61 den Tiefstand erreicht hatte, erhöhte sich leicht auf 0,67.

Der Handelsbilanzüberschuss verringerte sich im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr stark von 3,3 Bio. auf 2,6 Bio. Yen, da die Einfuhren beträchtlich kräftiger wuchsen als die Ausfuhren. Der Überschuss der Ertragsbilanz ging von 2,9 Bio. auf 2 Bio. Yen oder auf 1,7% des nominalen Bruttoinlandprodukts zurück.

Die japanische Zentralbank belies den Diskontsatz im ersten Quartal unverändert bei 0,5%. Der

Diskontsatz war im September 1995 letztmals gesenkt worden. Der Dreimonatssatz des Yen am Euromarkt stieg geringfügig von 0,2% im vierten auf 0,4% im ersten Quartal. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen zog von 3% auf 3,2% an.

Die Geldmenge M_2+CD , welche als geldpolitischer Indikator dient, erhöhte sich im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 3% und entsprach damit der Projektion der Zentralbank. Für das zweite Quartal legte die Zentralbank die Projektion auf über 3% fest.

Mitte April stimmte das Parlament dem Budget für das Finanzjahr 1996 zu, das am 1. April begonnen hatte. Das budgetierte Defizit erhöhte sich auf rund 6% des nominalen Bruttoinlandprodukts, verglichen mit 4% im Vorjahr. Die Staatsverschuldung dürfte im Finanzjahr 1996 gemäss neuesten Schätzungen auf rund 65% des Bruttoinlandprodukts steigen (Finanzjahr 1995: 61%). Der rasche Anstieg der staatlichen Verschuldung ist hauptsächlich eine Folge der verschiedenen Konjunkturstützungsprogramme.

Deutschland

In Deutschland verlangsamte sich die konjunkturelle Erholung im zweiten Halbjahr 1995 erheblich. Nachdem das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode im dritten Quartal stagniert hatte, sank es im vierten Quartal um 0,2%. Gegenüber dem Vorjahr wuchs es noch um 1% (3. Quartal: 2,1%). Die Verlangsamung der Konjunktur ist hauptsächlich auf die sinkenden Investitionen zurückzuführen. Während die Ausüstungsinvestitionen leicht unter dem Vorjahresniveau lagen, sanken die Bauinvestitionen deutlich, hauptsächlich aufgrund der geringeren Wohnbautätigkeit. Die Lager, die bis anhin kräftig zugenommen hatten, erhöhten sich nur noch geringfügig. Konjunkturstützend wirkten der private und der staatliche Konsum sowie die Exporte, die stärker stiegen als im dritten Quartal. Die Verlangsamung der Konjunktur bremste den Zuwachs der Importe.

Im ersten Quartal 1996 besserte sich die Wirtschaftslage nicht. Das reale Bruttoinlandprodukt sank gegenüber der Vorperiode schätzungsweise

um 0,4% und lag damit noch um 0,4% über dem Vorjahreswert. Insbesondere in der Bauindustrie verdüsterte sich die Lage. Die Produktion der verarbeitenden Industrie erhöhte sich um 0,6%, nachdem sie in der Vorperiode um 2% zurückgegangen war. Die Kapazitätsauslastung fiel von 84,3% im Oktober auf 83% im Januar und lag damit deutlich unter dem Vorjahresniveau. Der Auftragseingang in der verarbeitenden Industrie schrumpfte gegenüber dem Vorquartal insgesamt. Während die Bestellungen aus dem Ausland, insbesondere für Investitionsgüter, anzogen, sanken die Inlandaufträge deutlich. Dagegen dürfte die private Konsumnachfrage gemäss den verfügbaren Indikatoren robust geblieben sein.

In ihrem Frühjahrgutachten prognostizierten die grossen deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute für das Jahr 1996 ein Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts von 0,8%, wobei die Konjunktur im Laufe des Jahres anziehen soll. Im Jahre 1995 hatte der Zuwachs 2,1% betragen. Die Institute rechnen mit einem stabilen Wachstum des Konsums, geringfügig steigenden Exporten und einer schrumpfenden Investitionstätigkeit. Die Teuerung wird gemäss dem Gutachten tief bleiben, die Arbeitslosigkeit dagegen weiter steigen.

Die Konjunkturschwäche schlug sich spürbar auf dem Arbeitsmarkt nieder. Die Beschäftigung sank im ersten Quartal weiter. Die Arbeitslosenquote stieg von 9,7% auf 10,3% und lag damit um über einen Prozentpunkt über dem Vorjahresniveau. Die zunehmende Arbeitslosigkeit wirkte sich dämpfend auf die Lohnrunde 1996 aus; die Tarifierhöhungen fielen geringer aus als im Vorjahr.

Der Anstieg der Konsumentenpreise blieb im ersten Quartal mit 1,6% tief. Vor Jahresfrist hatte sich die Teuerung auf 2% belaufen. Auf Produktionsstufe schwächte sich der Preisauftrieb deutlich ab; die Produzentenpreise lagen um 0,2% unter dem Vorjahreswert, verglichen mit einem Zuwachs von 1,4% in der Vorperiode.

Die Ausfuhren wuchsen im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr weiterhin kräftig, während die Einfuhren nur wenig stiegen. Der Überschuss der Handelsbilanz nahm von 17,8 Mrd. auf 25,3 Mrd. D-Mark zu. Da der Passivsaldo der

Kapital- und Arbeitseinkommensbilanz den Vorjahreswert erheblich übertraf, bildete sich das Defizit der Ertragsbilanz nur um 3 Mrd. auf 11,9 Mrd. D-Mark oder auf 1,4% des nominalen Bruttoinlandsprodukts zurück.

Mitte April senkte die Deutsche Bundesbank die Leitzinsen erneut um je 0,5 Prozentpunkte auf 2,5% (Diskontsatz) bzw. 4,5% (Lombardsatz), nachdem sie die Sätze letztmals Mitte Dezember herabgesetzt hatte. Den Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte, den die Bundesbank von Dezember bis Februar um 0,5 Prozentpunkte auf 3,3% reduziert hatte, verhartete bis Ende Mai auf diesem Wert. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen, die im Laufe des Jahres 1995 rückläufig gewesen war, zog zwischen Januar und März von 5,9% auf 6,5% an. Im April ging sie leicht auf 6,4% zurück.

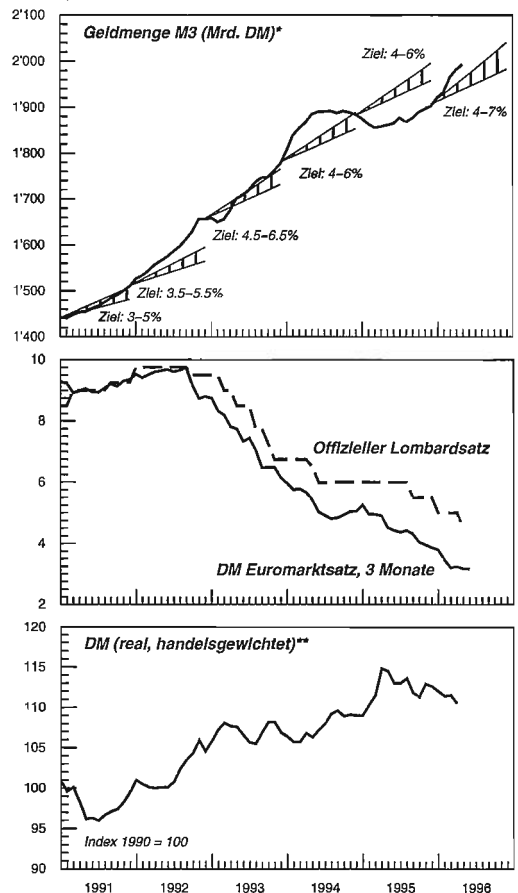
Die Geldmenge M_3 wuchs im ersten Quartal auf das Jahr hochgerechnet um 11,2%. Damit überschritt sie den Zielkorridor von 4–7% erheblich. Einem Rückgang des Bargeldumlaufs, der Sicht- und der Termineinlagen stand ein kräftiger Anstieg der Spargelder gegenüber. Das hohe Wachstum des ersten Quartals ist auf verschiedene Sonderfaktoren zurückzuführen; im Zweijahresvergleich betrug der Zuwachs nur rund 4%.

Frankreich

In Frankreich kam der Aufschwung im vierten Quartal 1995 zum Stillstand. Das reale Bruttoinlandsprodukt ging gegenüber der Vorperiode um 0,5% zurück, nachdem es im dritten Quartal stagniert hatte, und lag noch um 0,3% über dem Vorjahresniveau. Insbesondere die Exporte sanken erneut, und die Lager schrumpften deutlich. Der Konsum verhartete insgesamt auf dem Niveau der Vorperiode; während der private Konsum leicht zurückging, erhöhte sich der staatliche Konsum. Die Investitionen stagnierten ebenfalls, wobei die Bauinvestitionen sanken und die Ausrüstungsinvestitionen anzogen. Die konjunkturelle Abflachung wirkte sich auf die Importe aus, die stark abnahmen.

Im ersten Quartal 1996 erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt gegenüber der Vorperiode um 1,2% und stieg damit im Vorjahresvergleich

Grafik 5: Deutschland



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

** Quelle: OECD

um 0,9%. Verschiedene Sonderfaktoren begünstigten dieses kräftige Wachstum. Neben der höheren Anzahl von Arbeitstagen fielen vor allem die hohen privaten Konsumausgaben zu Beginn des Jahres ins Gewicht. Diese widerspiegeln teilweise einen Nachholbedarf infolge der ausgedehnten Streiks von November 1995. Die Produktion der verarbeitenden Industrie nahm leicht zu. Sie lag indessen immer noch um 1,3% unter dem Vorjahreswert. Der Auftragsbestand verringerte sich wiederum, und die Lager wurden nach wie vor als zu hoch beurteilt. Die Produktionsaussichten für die kommenden Monate blieben deshalb

gedrückt. Der Index der Konsumentenstimmung erhöhte sich im ersten Quartal leicht, nachdem er in der Vorperiode markant eingebrochen war.

Die Beschäftigungslage blieb im vierten Quartal unverändert. Neue Arbeitsplätze wurden vor allem im Dienstleistungssektor geschaffen, im Bausektor schrumpfte die Beschäftigung erneut stark. Die Arbeitslosenquote stieg im ersten Quartal auf 11,8%, gegenüber 11,6% im vierten Quartal. Die Inflationsrate erhöhte sich von 2,1% im Dezember auf 2,4% im April.

Der Überschuss der Handelsbilanz stieg von 20,9 Mrd. im dritten auf 27,6 Mrd. Franc im vierten Quartal. Während die Ausfuhren geringfügig wuchsen, nahmen die Einfuhren ab. Die Ertragsbilanz schloss im vierten Quartal mit einem Überschuss von 14,4 Mrd. Francs ab, verglichen mit 2,9 Mrd. in der Vorperiode.

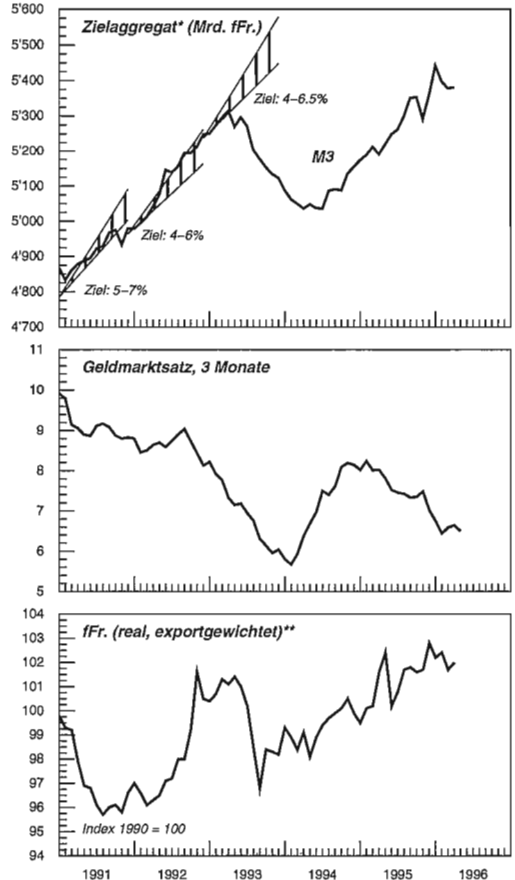
Die französische Zentralbank lockerte ihre Geldpolitik in den ersten vier Monaten des Jahres 1996 weiter. Zwischen Januar und April senkte sie in mehreren kleinen Schritten den Interventionssatz von 4,2% auf 3,7% und den Pensionssatz von 5,6% auf 4,9%. Der Dreimonatssatz des Franc am Euromarkt bildete sich von 4,6% im Januar auf 3,9% im April zurück. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen sank von 7,1% im vierten auf 6,6% im ersten Quartal und erreichte damit das Niveau der langfristigen D-Mark-Rendite. Anfang Juni senkte die Zentralbank den Interventionssatz erneut leicht.

Die Geldmenge M_3 lag im ersten Quartal um 3,7% über dem entsprechenden Vorjahreswert und wuchs damit etwas weniger stark als in der Vorperiode. Das Wachstum unterschritt damit den mittelfristig angestrebten Wert von 5%. Die gesamte inländische Verschuldung nahm innert Jahresfrist um 5,1% zu, gegenüber 4,8% im vierten Quartal.

Grossbritannien

In Grossbritannien verlor das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 1995 weiter an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm binnen Jahresfrist um 1,9% zu (3. Quartal: 2,1%). Das

Grafik 6: Frankreich



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

** Quelle: OECD

Wachstum stützte sich vor allem auf den privaten Konsum und die Exporte, wobei sich die Exporte mit 2,6% deutlich weniger stark erhöhten als in der Vorperiode (5,8%). Der staatliche Konsum lag nur wenig über dem Niveau des Vorjahres. Die Investitionen gingen insgesamt zurück, da insbesondere die Bautätigkeit erneut stark schrumpfte. Die Importe, die bis anhin kräftig gestiegen waren, sanken leicht.

Im ersten Quartal 1996 verhartete gemäss den ersten Schätzungen das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts bei 1,9%. Die Produktion

der verarbeitenden Industrie verringerte sich gegenüber der Vorperiode, da sich die hohen Lagerbestände bremsend auf die Produktion auswirkten. Im Bausektor deuteten die steigenden Preise für Wohnobjekte auf eine Trendwende hin. Der private Konsum entwickelte sich günstig; die Umsätze im Detailhandel zogen gegen Ende des ersten Quartals kräftig an. Dieser Trend dürfte anhalten, da Steuererleichterungen die verfügbaren Haushaltseinkommen erhöhen werden. Der Index der Konsumentenstimmung stieg entsprechend markant. Dagegen verharren die anderen Frühindikatoren auf dem Niveau der Vorperiode.

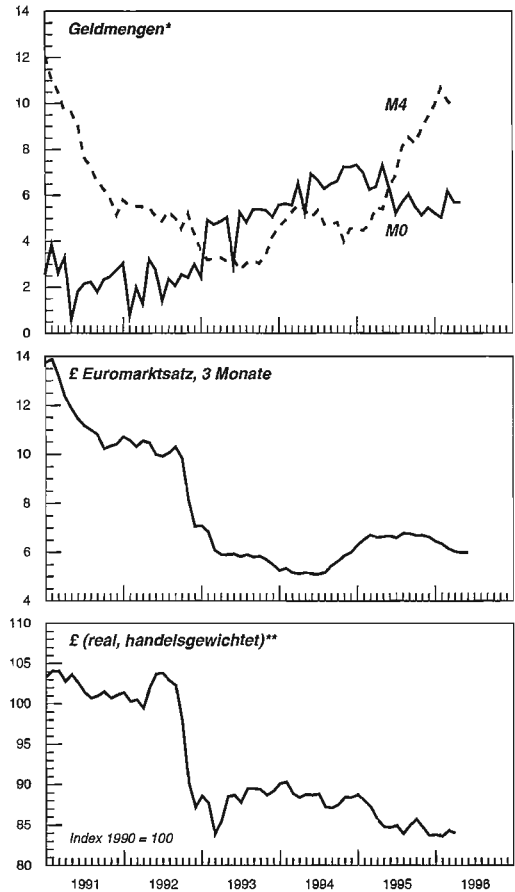
Die Arbeitslosenquote verringerte sich im ersten Quartal um 0,1 Prozentpunkte auf 7,9%. Die Teuerung bei den Konsumentenpreisen bildete sich weiter auf 2,8% zurück. Die Basisteuerung, welche die Hypothekarzinsen nicht enthält, betrug erneut 2,9%. Das Ziel für die Basisteuerung von 0-2,5% dürfte gemäss der Einschätzung der britischen Zentralbank im kommenden Jahr erreicht werden. Auf Produzentenstufe liess der Preisauftrieb weiter nach. Er betrug 3,6%, gegenüber 4,3% im Vorquartal.

Die Handelsbilanz schloss wiederum negativ ab; der Fehlbetrag verringerte sich jedoch von 3,6 Mrd. im dritten auf 2,8 Mrd. Pfund im vierten Quartal. Infolge höherer Beitragszahlungen an die EU sank das Defizit der Ertragsbilanz weniger stark, es fiel um 0,3 Mrd. auf 1,8 Mrd. Pfund.

Anfang März lockerten die britischen Währungsbehörden die Geldpolitik zum dritten Mal seit Dezember 1995. Sie begründeten die jüngste Zinssenkung mit dem verlangsamten Wirtschaftswachstum und den entsprechend schwächeren Inflationstendenzen. Der Basiszinssatz, den die Banken erstklassigen Schuldner verrechnen, ging um 0,25 Prozentpunkte auf 6% zurück. Der Dreimonatssatz am Euromarkt fiel von 6,3% im Januar auf 6% im April. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen erhöhte sich dagegen von 7,5% auf 8,1%. Anfang Juni senkte die Zentralbank den Leitzins um weitere 0,25 Prozentpunkte.

Die Geldmenge M_0 stieg im ersten Quartal binnen Jahresfrist mit 5,6% leicht stärker als in der Vorperiode. Auch das Wachstum der Geldmenge M_4 beschleunigte sich. Es betrug 10,2%, gegenüber

Grafik 7: Grossbritannien



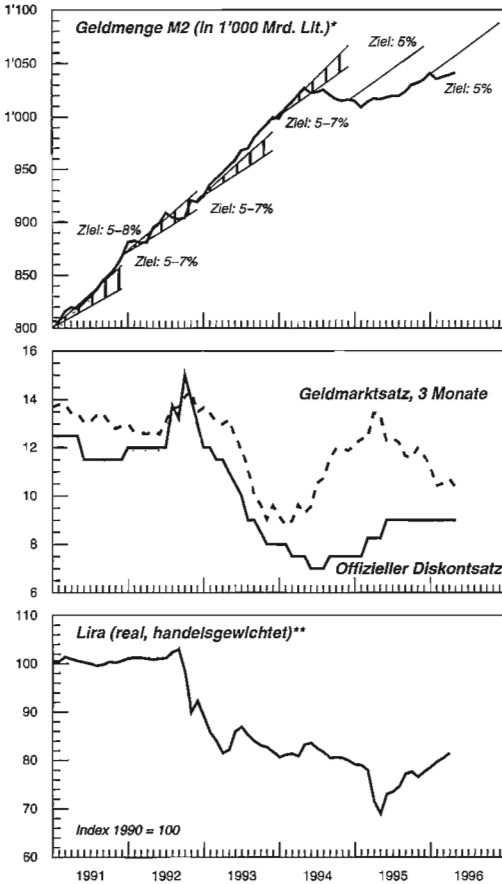
* Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Bank of England)
 ** Quelle: OECD

9,4% im Vorquartal. Für beide Aggregate wurde damit der mittelfristig angestrebte Zuwachsbereich von 0-4% bzw. 3-9% übertroffen.

Italien

In Italien verlangsamte sich der Konjunkturaufschwung im vierten Quartal 1995 erheblich. Gegenüber dem Vorjahr stieg das reale Bruttoinlandprodukt um 2,3%, verglichen mit 3,2% in der

Grafik 8: Italien



* Saisonbereinigt; Ziele: Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr. Ab 1992: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banca d'Italia)

** Quelle: OECD

Vorperiode. Die Verlangsamung ist hauptsächlich auf die schwächer wachsenden Exporte zurückzuführen; die Zunahme betrug noch 6,3%, verglichen mit über 10% in der Vorperiode. Während sich der private Konsum erneut nur wenig erhöhte und der öffentliche Konsum weiter rückläufig war, belebte sich die Investitionstätigkeit. Sowohl die Ausrüstungs- als auch die Bauinvestitionen wuchsen verstärkt. Die konjunkturelle Verlangsamung schlug auch auf die Importe durch, die deutlich langsamer wuchsen als in der Vorperiode.

Im ersten Quartal 1996 schwächte sich das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts im Vorjahresvergleich nochmals deutlich auf 1,2% ab. Die Industrieproduktion lag nur leicht über dem Vorjahresstand, nachdem sie im vierten Quartal noch um 4% zugenommen hatte. Aufgrund der neuesten Umfragen bei den Unternehmen dürfte sich die Industrieproduktion jedoch in den nächsten Monaten langsam erholen. Die Unternehmen erwarten einen höheren Bestellungseingang und beurteilen die Lagerbestände als normal. Die Konsumentenstimmung blieb dagegen gedrückt; der Konsumentenstimmungsindex bildete sich wiederum leicht zurück.

Die Beschäftigung lag im ersten Quartal um 0,7% über dem Vorjahr (4. Quartal: +0,4%). Sowohl der Industrie- als auch der Dienstleistungssektor vermochten neue Stellen zu schaffen. Die Arbeitslosenquote betrug 12%; sie war damit gleich hoch wie vor Jahresfrist.

Die Teuerung flachte im Laufe des ersten Quartals deutlich ab. Die Konsumentenpreise stiegen im April um 4,5%, verglichen mit 5,8% im Dezember. Auch auf Produktionsstufe sank die Teuerung. Der Anstieg der Löhne blieb in den meisten Branchen weiterhin hinter der Teuerung zurück.

Die Ausfuhren und die Einfuhren schrumpften im vierten Quartal geringfügig, die Vorjahreswerte wurden jedoch erneut deutlich übertroffen. Der Überschuss der Handelsbilanz erhöhte sich von 13,5 Bio. Lire im Vorjahr auf 19,6 Bio. Lire; der Aktivsaldo der Ertragsbilanz nahm von 6,8 Bio. auf 11,7 Bio. Lire zu.

Die italienische Zentralbank liess auch im ersten Quartal ihre Leitzinsen unverändert bei 9% (Diskont) bzw. 10,5% (Lombard). Der Dreimonatssatz für Lire am Euromarkt lag mit 9,7% um fast einen Prozentpunkt unter dem Niveau der Vorperiode. Die Rendite langfristiger Staatspapiere fiel von 11,6% auf 10,5%.

Das Jahreswachstum der Geldmenge M₂ war im ersten Quartal mit 2,4% leicht höher als in der Vorperiode. Es blieb dennoch erheblich unter dem Zielpfad, dessen Anstieg von der italienischen Zentralbank auf 5% festgelegt worden war.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunktorentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

^{a)} ab 1994 neue Erhebungsgrundlage

^{b)} ausgenommen Schulabgänger

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

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

	1992	1993	1994	1995	1996					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	-61,5	-99,9	-151,2	-152,9	-43,3	-38,5	-43,1	-40,3	-31,1	
Japan	117,2	130,1	128,9	111,2	30,9	28,4	30,8	28,5	23,5	
Deutschland ^{a)}	20,9	-17,2	-21,8	-18,1	-9,7	-1,9	-4,2	-3,7	-8,4	
Frankreich ^{a)}	3,6	9,4	7,8	16,9	1,3	8,5	4,7	0,6	2,9	
Grossbritannien ^{a)}	-16,7	-16,6	-3,2	-10,5	-1,1	-1,3	-3,0	-3,4	-2,9	
Italien ^{a)} ^{b)}	-28,6	11,3	15,1	27,4	4,3	3,8	7,3	9,0	7,3	
Schweiz ^{b)}	15,1	19,4	18,4	16,1	4,8	5,3	4,0	4,7	5,2	5,9

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

^{b)} nicht saisonbereinigt

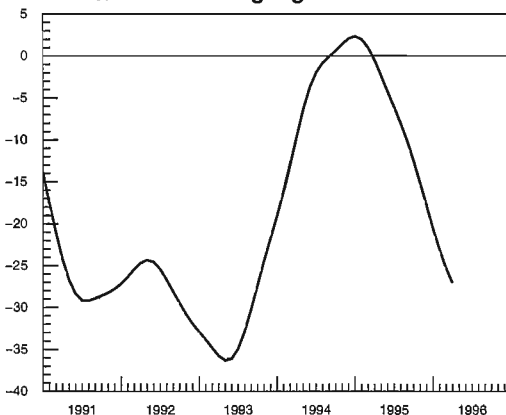
C. Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Realwirtschaftlicher Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Die wirtschaftliche Stagnation hielt in der Schweiz auch im ersten Quartal 1996 an. Das reale Bruttoinlandprodukt verharrte saisonbereinigt auf dem Niveau der Vorperiode und lag mit $-0,7\%$ zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal unter dem entsprechenden Vorjahresstand (4. Quartal 1995: $-0,3\%$). Die negativen Impulse gingen von den anhaltend rückläufigen Bauinvestitionen und Staatsausgaben aus. Die Ausrüstungsinvestitionen, die in den vergangenen Quartalen die bedeutendste Wachstumsstütze gewesen waren, lagen nur noch leicht über dem Vorjahresstand. Infolge des Wegfalls der Taxe occulte ab Anfang 1995 war dieser Stand allerdings sehr hoch. Die grösste Nachfragekomponente, der reale private Konsum, lag ebenfalls nur geringfügig über dem Vorjahreswert. Trotz der konjunkturellen Schwäche in Europa und dem nach wie vor starken Franken stiegen die realen Exporte von Gütern und Dienstleistungen im ersten Quartal. Da jedoch auch die realen Importe kräftig wuchsen, bremste

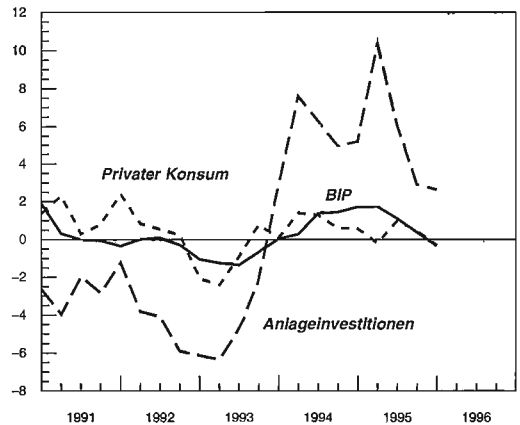
Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie*



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

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt*



* Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BfK

der Aussenhandel das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts.

Im ersten Quartal verschlechterte sich der von der KOF-ETH erhobene Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» weiter, wobei der Rückgang in den exportorientierten Sektoren der Industrie besonders ausgeprägt war. Ins Gewicht fiel bei den exportorientierten Unternehmen vor allem die starke Abnahme der Produktion. Diese lag erstmals seit Beginn 1994 wieder deutlich unter dem Vorjahresstand. Die Bestellungseingänge fielen sowohl im Vergleich zur Vorperiode als auch im Vergleich zum Vorjahr leicht, und die Auftragsbestände nahmen trotz der massiv gedrosselten Produktion weiter ab. Die Fertigfabrikatelager wurden von einer unverändert grossen Zahl der Befragten als zu hoch beurteilt. Bei der binnenorientierten Industrie schrumpften die Bestellungseingänge nicht mehr so stark wie im Vorquartal, während die Produktion sowohl gegenüber der Vorperiode als auch gegenüber dem Vorjahr weiter sank. Deshalb verlangsamte sich der Abbau der Auftragsbestände. Der Anteil der binnenorientierten Umfrageteilnehmer, die ihre Fertigfabrikatelager als zu gross beurteilten, blieb hoch; er nahm jedoch nicht weiter zu. Nachdem die technische Kapazitätsauslastung in der Industrie in der zweiten Jahreshälfte 1995 bei rund

85% verhardt hatte, schrumpfte sie im ersten Quartal 1996 auf 83,7%.

Für die kommenden Monate kann nicht mit einer wesentlichen Verbesserung des Geschäftsverlaufs gerechnet werden. Die binnenorientierten Unternehmen erwarten – wenn auch abgeschwächt – weiter sinkende Bestellungen und Auftragsbestände, so dass sie auch in den nächsten Monaten Produktionsdrosselungen planen. Die exportorientierten Unternehmen schätzen die Aussichten hinsichtlich Bestellungen und Produktion weniger pessimistisch ein. Insbesondere rechnen sie für die kommenden Monate mit wachsenden Bestellungen.

Das KOF-Konjunkturbarometer der vorlaufenden Indikatoren erhöhte sich im ersten Quartal leicht, nachdem es im zweiten Halbjahr 1995 gesunken war. Es lag aber nur unwesentlich über seinem Vorjahresstand. Die Entwicklung des Konjunkturbarometers, die dem tatsächlichen Gang der Wirtschaft normalerweise um sechs Monate vorläuft, deutet somit noch nicht auf eine wesentliche Belebung der wirtschaftlichen Aktivität hin. Das KOF-Konjunkturbarometer wird seit kurzem ohne Berücksichtigung der Aktienkurse berechnet, da seine Indikatoreigenschaft damit verbessert werden konnte.

Konsum

Die realen privaten Konsumausgaben zeigten auch im ersten Quartal keine Anzeichen einer Belebung. Saisonbereinigt nahmen sie gegenüber dem Vorquartal nur leicht zu. Sie lagen damit um 0,5% über dem Vorjahresniveau, nachdem sie im vierten Quartal 1995 um 0,3% zurückgegangen waren.

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag nahmen gegenüber der Vorperiode leicht zu und erhöhten sich binnen Jahresfrist um 0,6%. Ein deutliches Wachstum wiesen einzig die Verkäufe von Brenn- und Treibstoffen sowie von Büromaschinen aus. Der Umsatzrückgang bei den Textil- und Bekleidungsartikeln setzte sich fort. Die Importe von Konsumgütern gewannen gegenüber dem Vorquartal deutlich an Schwung. Diese Entwicklung wurde vor allem von den stark gestiege-

nen Ausgaben für Arzneimittel und Personenwagen getragen. Zusammen machen diese beiden Komponenten knapp einen Drittel der gesamten Konsumgüterimporte aus. Nach einer Erholung im vierten Quartal 1995 nahmen die Übernachtungen von inländischen Gästen im Vorjahresvergleich erneut ab.

Gemäss der im April 1996 durchgeführten Umfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen verschlechterte sich die Konsumentenstimmung erneut deutlich. Wie bereits in der Januarumfrage schätzten die Konsumenten sowohl ihre zukünftige Finanzlage als auch die Beschäftigungsaussichten pessimistischer ein als im Vorquartal. Der Index der Arbeitsplatzsicherheit, der seit Anfang 1995 rückläufig ist, nahm im April beschleunigt ab.

Investitionen

Die realen Anlageinvestitionen nahmen im ersten Quartal nur noch wenig zu. Gegenüber der Vorjahresperiode sanken sie um 1,3% (4. Quartal 1995: +2,6%).

Im Bausektor ist keine rasche Besserung absehbar. Die Bauinvestitionen schrumpften gegenüber dem Vorjahr um real 4,0%. Der negative Trend hält seit dem ersten Quartal 1995 an. Aufgrund der anhaltend schwachen Baunachfrage verschlechterte sich der Geschäftsgang der Industrie Steine und Erden weiter und erreichte einen seit 1993 nicht mehr ausgewiesenen Tiefststand. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH beschleunigte sich der Rückgang der Auftragsbestände und Bestellungseingänge gegenüber dem Vorquartal. Die Lieferungen der Zementindustrie nahmen im Vorjahresvergleich um real 13% ab.

Der Baukonjunkturtest der KOF/ETH für das erste Quartal 1996 bestätigt die Verschlechterung der Lage im Bausektor. Die Bautätigkeit im Bauhauptgewerbe nahm im Vergleich zum Vorquartal beschleunigt ab. Der Auftragsbestand wurde deutlich negativer beurteilt als vor einem Jahr. Die Kapazitätsauslastung sank von 60% in der Vorperiode auf 55% im ersten Quartal 1996. Der Hoch- und der Tiefbau waren vom Nachfragerückgang gleichermassen betroffen. Für die näch-

sten Monate erwarten die Unternehmer weiter sinkende Preise und Auftragseingänge. Der Rückgang der Auftragseingänge dürfte sich ab dem zweiten Quartal allerdings etwas verlangsamen. Wie im Bauhauptgewerbe blieb die Lage auch im Ausbaugewerbe düster. Die Produktion ging merklich zurück, und die Auftragserwartungen für das zweite und dritte Quartal verschlechterten sich.

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im ersten Quartal real erneut zu. Im Vorjahresvergleich schwächte sich ihr Wachstum jedoch auf 1,8% ab (4. Quartal 1995: 13,1%). Das Wachstum der Investitionsgüterimporte, das in den letzten zwei Jahren jeweils sehr hoch ausgefallen war, flachte sich ebenfalls deutlich ab. Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) gingen die Inlandbestellungen nominal im Vergleich zum Vorquartal wiederum stark zurück. Innerhalb eines Jahres schrumpften sie um 17,4%. Der Arbeitsvorrat verharrte bei 4,3 Monaten.

Aussenhandel

Die realen Güterexporte nahmen im ersten Quartal wieder zu, nachdem sie in der Vorperiode stagniert hatten. Gegenüber dem Vorjahr stiegen sie um 3,2%. Da das erste Quartal einen Arbeitstag weniger hatte als im Vorjahr, dürfte der Zuwachs eher unterschätzt werden. Die Belebung der Exporttätigkeit ist auf die kräftig steigenden Ausfu-

ren von Konsumgütern zurückzuführen (6,6%). Die Investitionsgüterexporte trugen mit einem Wachstum von 4,5% ebenfalls zu dieser Entwicklung bei. Diese Komponente verlor erneut leicht an Dynamik, nachdem sich ihr Wachstum schon in der zweiten Jahreshälfte 1995 kontinuierlich abgeschwächt hatte. Die Lieferungen von Rohstoffen und Halbfabrikaten schrumpften zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal (-2,2%).

Nach Industriebranchen verlief die Exportentwicklung unterschiedlich. Die Ausfuhren der chemischen Industrie und der Fahrzeugindustrie nahmen im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr verstärkt zu. Im Bereich der Chemie wuchsen die Lieferungen von Pharmazeutika überdurchschnittlich stark. Auch die Exporte der Maschinen- und Elektronikindustrie erhöhten sich weiter. Nachdem die Ausfuhren von Metallwaren im Vorquartal deutlich zurückgegangen waren, nahmen sie nur noch leicht ab. Ein ähnliches Bild lieferten die Uhrenexporte. Zwar erreichten sie ihr Vorjahresniveau nicht, doch schrumpften sie weniger stark als in der Vorperiode. Die Textilausfuhren gingen erneut deutlich zurück.

Die Ausfuhren in die EU lagen nominell nur wenig unter ihrem Vorjahresniveau, nachdem sie im vierten Quartal 1995 markant abgenommen hatten. Innerhalb der EU sanken vor allem die Lieferungen nach Deutschland, Frankreich, Italien, Österreich und den Niederlanden, während die Exporte nach Grossbritannien, Belgien, Spanien und Schweden deutlich zunahmen. Die Nachfrage aus

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1992	1993	1994	1995	1994	1995					1996
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
Import von Investitionsgütern, real	-10,3	-4,1	13,6	17,9	11,9	29,7	17,7	9,6	16,7		1,6
Baubewilligte Wohnungen ¹	-	-4,1	12,8	-23,4	15,5	-30,4	-18,7	-18,9	-25,1		1,7
Neuerstellte Wohnungen ¹	-	-4,1	25,2	9,8	35,3	-4,1	22,3	27,5	-0,9		0,3
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal											
Total	-10,2	-3,4	-5,8	-1,0	-5,8	2,2	0,4	-3,6	-1,0		-10,2
Privater Bau	-17,1	5,1	-5,5	-12,5	-5,5	0,2	-6,0	-13,0	-12,5		-17,4
Öffentlicher Bau	-2,8	-11,2	-6,2	11,5	-6,2	4,6	7,0	7,0	11,5		-2,5
Bauteuerung ²	6,1	3,4	1,5	2,7	2,7	2,8	2,7	2,4	1,0		0,8

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

² Produktionskostenindex Sparte 1 des SBV

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

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1992	1993	1994	1995	1994		1995			1996
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Reale Ausfuhr	4,3	0,6	4,9	4,2	7,5	4,6	6,6	4,1	0,2	3,2
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	2,8	-1,7	9,4	0,4	10,5	3,5	2,8	0,5	-5,7	-2,2
Investitionsgüter	0,0	-2,2	5,7	7,3	9,3	8,2	9,1	6,0	4,8	4,5
Konsumgüter	10,6	5,6	0,6	4,5	3,5	2,4	7,5	5,3	0,2	6,6
Ausfuhrpreise	0,7	0,0	-0,7	-2,1	-1,6	-3,2	-2,1	-1,2	-1,6	-0,9
Reale Einfuhr	-4,3	-1,2	9,4	3,6	9,4	11,1	7,4	2,9	6,5	2,5
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,4	-1,3	10,9	-4,7	14,1	7,7	8,8	0,2	2,8	-2,0
Investitionsgüter	-10,3	-4,1	13,6	16,7	11,9	29,7	17,7	9,6	17,9	1,6
Konsumgüter	-2,9	1,5	6,4	2,4	5,1	4,0	0,4	1,3	2,9	6,2
Einfuhrpreise	2,2	-2,2	-4,8	-2,8	-2,6	-1,8	-3,1	-1,1	-2,3	-0,9

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

den Vereinigten Staaten und Japan sowie aus Ländern ausserhalb der OECD belebte sich. Die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten übertrafen das Vorjahresniveau um mehr als ein Prozent. Die Exporte nach Japan gewannen weiter an Dynamik (20,6%). Die Ausfuhren nach Zentraleuropa blieben hoch, und die Lieferungen in die nichtölexportierenden Entwicklungsländer stiegen kräftig, nachdem sie im Vorquartal gesunken waren.

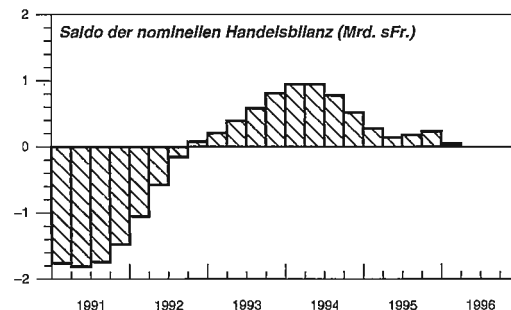
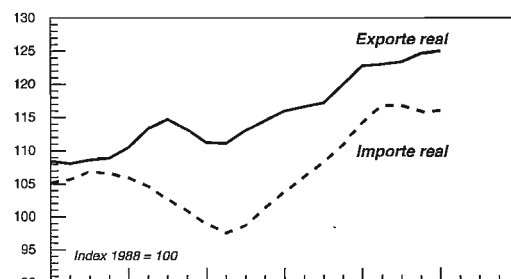
Die Güterimporte nahmen im ersten Quartal real und saisonbereinigt weiter zu. Binnen Jahresfrist stiegen sie um 2,5%. Überdurchschnittlich stark stiegen die Einfuhren von Konsumgütern und Energieträgern (6,2% bzw. 11%). Sowohl die Importe von dauerhaften als auch von nicht dauerhaften Konsumgütern lagen über ihrem Vorjahresniveau. Die Einfuhren von Investitionsgütern wuchsen lediglich um 1,6%, nachdem sie im vierten Quartal 1995 noch um 16,7% zugenommen hatten. Diese Abflachung ist auf das mehrwertsteuerbedingt starke Wachstum der Investitionsgüterimporte im ersten Quartal 1995 zurückzuführen. Die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten gingen weiter zurück (-2,0%).

Gemäss Mittelwertindex lagen sowohl die Export- als auch die Importpreise um 0,9% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Damit verlangsamte sich der Preisrückgang.

Die nominalen Einfuhren wuchsen im ersten Quartal etwas stärker als die Ausfuhren. Die Handels-

bilanz wies ein geringes Defizit von 0,1 Mrd. Franken aus. Im Vorjahresquartal hatte sie einen bescheidenen Überschuss verzeichnet. Der Überschuss der Dienstleistungsbilanz stieg um 0,3 Mrd. auf 5,6 Mrd. Franken. Die Fremdenverkehrs-

Grafik 11: Aussenhandel*



* Saisonbereinigt und geglättet

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹ (in Mrd. Franken²)

	1993	1994 ^{a)}	1995 ^{b)}	1994 ^{a)}			1995 ^{b)}			1996 ^{b)}	
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.		
Einnahmen											
Warenexporte	96,8	99,4	99,5	26,7	24,7	24,9	23,7	26,1	25,1		
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	93,3	95,8	95,8	25,8	23,7	24,0	22,9	25,2	24,2		
Dienstleistungsexporte	31,7	31,2	30,7	6,2	7,9	7,5	8,9	6,5	8,2		
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	37,0	36,9	38,6	9,8	9,6	9,5	9,6	9,9	9,3		
Laufende Übertragungen aus dem Ausland	3,7	3,5	3,6	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9		
Total Einnahmen	169,2	171,0	172,4	43,6	43,0	42,8	43,2	43,4	43,5		
Ausgaben											
Warenimporte	94,4	97,2	99,3	25,7	24,9	25,3	23,6	25,6	25,6		
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	89,8	92,6	94,5	24,5	23,7	24,1	22,4	24,2	24,3		
Dienstleistungsimporte	14,8	15,2	15,1	3,1	2,6	3,9	5,5	3,1	2,6		
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	23,5	25,2	26,0	6,5	6,6	6,5	6,4	6,5	6,2		
Laufende Übertragungen an das Ausland	7,9	8,3	8,5	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1		
Total Ausgaben	140,5	145,8	148,9	37,3	36,2	37,8	37,6	37,2	36,5		
Saldi											
Waren	2,4	2,2	0,1	1,0	-0,3	-0,3	0,2	0,6	-0,5		
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	3,5	3,2	1,3	1,3	0,1	-0,1	0,4	0,9	-0,1		
Dienste	16,9	16,0	15,6	3,2	5,3	3,5	3,4	3,4	5,6		
Arbeits- und Kapitaleinkommen	13,5	11,7	12,6	3,3	3,0	3,0	3,3	3,4	3,1		
Laufende Übertragungen	-4,2	-4,8	-4,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2		
Saldo der Ertragsbilanz	28,7	25,1	23,5	6,3	6,8	5,0	5,5	6,1	7,0		

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

² Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

^{a)} provisorisch

^{b)} vorläufige Schätzung

einnahmen lagen zwar deutlich unter dem Wert des ersten Quartals des Vorjahres, doch legten die Bankkommissionen infolge des kräftigen Anstiegs des Emissions- und Börsengeschäfts markant zu. Der Ertragsbilanzüberschuss erhöhte sich im Vergleich zur Vorjahresperiode um 0,2 auf 7,0 Mrd. Franken.

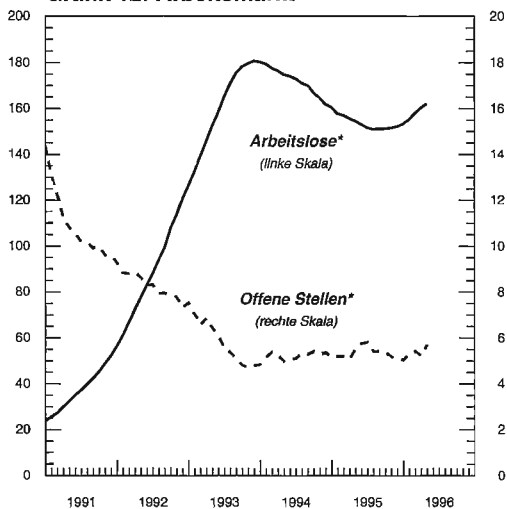
Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal 1996 saisonbereinigt um 0,4% ab, nachdem sie im vierten Quartal 1995 stagniert hatte. Binnen Jahresfrist schrumpfte sie mit 1,1% etwas stärker als in der Vorperiode. Die Vollzeitbeschäftigung sank sowohl gegenüber dem Vorjahr (1,3%) als auch gegenüber dem Vorquartal (0,3%). Im vierten Quartal 1995 hatte sie noch leicht zugenommen. Die Teilzeitbeschäftigung nahm ebenfalls deutlich

ab, sie lag aber immer noch um 1,8% über dem Vorjahresniveau.

In der Industrie erhöhte sich die Beschäftigung im Vergleich zum Vorquartal leicht; sie erreichte ihr Vorjahresniveau jedoch nicht. Neue Arbeitsplätze wurden vor allem in der Elektro- und Elektronikindustrie, in der chemischen Industrie und in der Maschinenindustrie geschaffen. Der stärkste prozentuale Stellenabbau fand in der Tabakindustrie, der Textilindustrie und in der Leder- und Schuhbranche statt. Auch in der Nahrungsmittel- und in der graphischen Branche verschlechterte sich die Lage. Im Bausektor beschleunigte sich der Beschäftigungsabbau im Vorjahresvergleich erneut (-3,9%). Der negative Trend hielt auch im Dienstleistungssektor an. Die Beschäftigung lag um 0,8% unter ihrem Vorjahresstand. Am meisten vom Stellenabbau betroffen waren wiederum der Detailhandel und das Gastgewerbe, etwas weni-

Grafik 12: Arbeitsmarkt



* In Tausend, saison- und extremwertbereinigt

Quelle: BIGA

ger auch der Transport und die Telekommunikation. Dagegen lag die Beschäftigung im Bankensektor zum ersten Mal seit über einem Jahr leicht über ihrem Vorjahresniveau. Auch in der Versicherungsbranche entwickelte sie sich positiv.

Der Manpower-Stellenindex, der die Fläche der Stelleninserate misst, bildete sich weiter zurück und lag auf dem tiefsten Stand seit dem dritten

Quartal 1994. Die Zahl der gemeldeten offenen Stellen blieb gedrückt.

Der Anstieg der Arbeitslosigkeit, der Ende 1995 begonnen hatte, setzte sich fort. Die Zahl der Arbeitslosen stieg von Dezember bis April um 8800 auf 162 200 Personen. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich saisonbereinigt auf 4,5% und lag damit leicht über dem Niveau vor Jahresfrist. In der Westschweiz und im Tessin erhöhte sie sich im ersten Quartal auf 6,6%, in der deutschen Schweiz auf 3,5%. Wie in der Vorperiode nahm die Zahl der Arbeitslosen, die seit weniger als einem halben Jahr ohne Stelle gewesen waren, stark zu. Auch die Zahl der Personen, die zwischen einem halben und einem ganzen Jahr arbeitslos sind, zog an.

Die Zahl der Kurzarbeiter nahm ebenfalls zu. Sie betrug im ersten Quartal saisonbereinigt 11 400 Personen, gegenüber 10 600 in der Vorperiode. Ein Jahr zuvor hatte sie 7 600 betragen. Die Hälfte der durch Kurzarbeit ausgefallenen Arbeitsstunden entfiel auf die Bauwirtschaft.

Preise

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im März um 0,9% über dem Vorjahresniveau gegenüber 1,9% im Dezember. Der ausgeprägte Teuerungsrückgang ist auf einen Basiseffekt zurückzuführen; Vor einem Jahr hatte die Einführung der

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1993	1994	1995	1994				1995				1996	1996				
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-2,8	-1,8	-0,8	-1,0	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1								
Vollzeitbeschäftigte ¹	-3,4	-2,2	-1,3	-1,3	-1,0	-1,3	-1,6	-1,4	-1,3								
Arbeitslosenquote ^{2,3}	4,5	4,7	4,2	4,5	4,5	4,2	4,0	4,2	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,6	4,5
Arbeitslose ³	163 135	171 038	153 316	164 712	164 647	151 662	145 096	151 860	165 354	164 656	166 102	165 305	164 151				
Kurzarbeiter ³	42 046	22 800	9 917	11 320	12 656	10 680	6 575	9 756	17 055	12 616	18 522	20 028	16 637				
Gemeldete offene Stellen ³	5 743	5 224	5 401	4 658	5 105	6 557	5 536	4 406	5 294	4 646	5 369	5 868	6 353				

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

Mehrwertsteuer zu einem sprunghaften Anstieg der Konsumentenpreise geführt. Da die monatliche Teuerung zu Beginn dieses Jahres viel geringer ausfiel als im Vorjahr, sank die Jahresteuerrate deutlich. Besonders stark fiel der Basiseffekt bei den Dienstleistungen ins Gewicht, die neu der Mehrwertsteuer unterstellt wurden. Bei den öffentlichen Dienstleistungen sank die Teuerung von 4,8% im Dezember 1995 auf 1,5% im März 1996. Bei den privaten Dienstleistungen halbierte sie sich auf 1,5%, obschon der Anstieg der Wohnungsmieten, die nicht der Mehrwertsteuer unterliegen, mit 1,9% vergleichsweise hoch ausfiel. Die Warenpreise waren im März 1996 gleich hoch wie vor Jahresfrist. Während sich der Preisanstieg bei den inländischen Gütern und Dienstleistungen auf 1,3% abschwächte, blieben die Preise ausländischer Güter und Dienstleistungen, die seit dem ersten Quartal 1994 kontinuierlich gesunken waren, im Vorjahresvergleich unverändert. Dies ist vor allem auf die Entwicklung der Heizölpreise zurückzuführen, die vom Sommer 1995 an deutlich stiegen. Im März lagen sie um fast 15% höher als vor Jahresfrist.

Im April und Mai betrug die Teuerung 0,9% bzw. 0,7%. Der leichte Teuerungsrückgang im Mai ist vor allem auf die Entwicklung der vierteljährlich erfassten Wohnungsmieten zurückzuführen, die von Februar bis Mai deutlich weniger stark anzogen als ein Jahr zuvor.

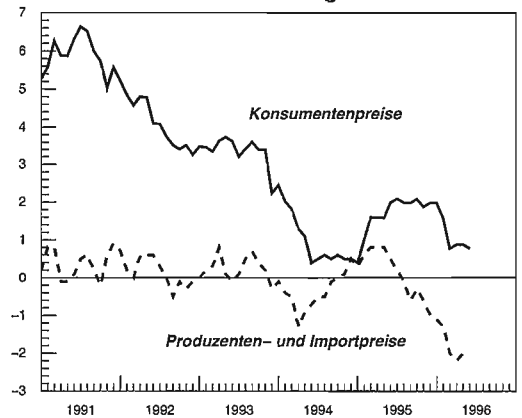
Auf Produzentenstufe setzte sich der Preisrückgang fort. Der Index der Produzenten- und Importpreise (Preise des Gesamtangebots) lag im ersten Quartal um 1,8% unter dem Vorjahresstand, gegenüber einem Rückgang von 0,9% im vierten Quartal. Ins Gewicht fielen die tieferen Preise für Agrarprodukte sowie für Metallwaren.

2. Monetärer Bereich

Geldpolitik und Geldaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wuchs zu Beginn des Jahres 1996 beschleunigt, nachdem sie sich im Jahre 1995 nicht im angestrebten Ausmass dem Zielpfad angenähert hatte. Sie betrug im ersten Quartal 1996 durchschnittlich

Grafik 13: Preisentwicklung*



* Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bfs

30 685 Mio. Franken und lag damit um 1,5% (auf ein Jahr hochgerechnet 6%) über dem Stand des vierten Quartals 1995. Der Abstand zum mittelfristigen Zielpfad verkleinerte sich auf 1,2%.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge übertraf die für das erste Quartal veröffentlichte Prognose um 385 Mio. Franken. Diese Abweichung erklärt sich teilweise aus dem Rückgang der Sparzinsen, der stärker als erwartet ausfiel und die Nachfrage nach Banknoten stimulierte. Der Notenumlauf, der mehr als 90% der Notenbankgeldmenge ausmacht, lag damit um 1,3% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die andere Komponente der Notenbankgeldmenge, die Giro Guthaben der Banken, erhöhte sich im gleichen Zeitraum um 5,3%.

Das Wachstum der Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 verstärkte sich ebenfalls. So lag die Geldmenge M_1 im ersten Quartal um 14% und M_2 um 15,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Mit Ausnahme des Bargeldumlaufs und der Postcheckeinlagen wiesen alle Komponenten zweistellige Jahreszuwachsdaten auf. Diese Entwicklung widerspiegelt vor allem Umschichtungen von Termineinlagen (-20,6%) in liquidere Anlageformen. Auch die Geldmenge M_3 , die sich aus M_2 und den Termineinlagen zusammensetzt und damit von Umschichtungen zwischen diesen Komponenten nicht berührt wird, nahm indessen ver-

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1,3}	SBNBGM ^{1,4}	Veränderung in % ²	Veränderung in % ⁶
1991	26 442	2,2	2 832	-6,2	29 274	29 247	1,1	1,4
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
1995 ⁵ 2. Q.	27 372	0,4	2 567	-2,8	29 939	30 059	0,0	1,6
3. Q.	27 229	0,4	2 563	2,2	29 792	30 174	0,3	1,6
4. Q.	27 896	0,8	2 653	5,4	30 549	30 246	1,4	1,4
1996 ⁵ 1. Q.	28 150	1,3	2 646	5,3	30 797	30 685 ^P	2,2 ^P	5,9 ^P
1995 ⁵ Okt.	27 225	0,9	2 546	5,9	29 771	30 255	1,3	1,6
Nov.	27 320	0,9	2 620	3,4	29 940	30 212	1,2	1,3
Dez.	29 143	0,4	2 793	6,8	31 936	30 271	1,7	1,4
1996 ⁵ Jan.	28 536	0,8	2 588	3,6	31 124	30 574 ^P	1,6 ^P	6,7 ^P
Feb.	27 921	1,4	2 622	7,7	30 543	30 758 ^P	2,5 ^P	6,9 ^P
März	27 994	1,8	2 729	4,7	30 723	30 723 ^P	2,4 ^P	4,8 ^P
April	28 064	2,2	2 697	5,4	30 761	30 823 ^P	2,4 ^P	4,6 ^P
Mai	28 087	2,9	2 806	11,1	30 893	31 142 ^P	3,8 ^P	6,0 ^P

¹ In Mio. 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 erhalten die Giroguthaben nur noch die Einlagen von Banken im Inland. Bis Ende 1994 schlossen sie noch Einlagen einzelner Institutionen ein, die nicht dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen unterstellt sind. Die Veränderungsdaten ab 1995 wurden auf der Basis bereinigter Werte berechnet, die im Monatsbericht Nr. 2 1995 veröffentlicht wurden.

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

stärkt zu. Mit 6,3% wuchs sie fast doppelt so rasch wie im vierten Quartal 1995. Zusammen mit dem leicht anziehenden Wachstum der inländischen Kredite (3,6%) deutet dies darauf hin, dass die rückläufigen Zinssätze inzwischen Wirkungen entfalten, die über blossen Umschichtungen innerhalb der weitgefassten Geldmenge M_3 hinausgehen.

Geldmarkt

Nach dem deutlichen Zinsrückgang im Laufe vom Dezember 1995 blieben die Geldmarktsätze von Januar bis April annähernd stabil. Im Mai stieg indessen die Liquiditätsnachfrage der Banken kräftig. Obschon die Nationalbank die Giroguthaben um rund 100 Mio. auf 2,8 Mrd. Franken ausweitete, zogen die Geldmarktsätze deutlich an. Zu dieser Zinsanspannung trug auch die leichte Tieferebewertung des Frankens am Devisenmarkt bei.

Ende Mai lag der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt mit 2,5% um 0,8 Prozentpunkte höher als zu Beginn des Jahres. Die Emissionsrendite dreimonatiger eidgenössischer Geldmarktbookforderungen betrug 2% und der entsprechende Depotsatz bei Grossbanken 2,2%. Sie lagen damit ebenfalls höher als am Anfang des Jahres. Der Tagesgeldsatz wies etwas stärkere Schwankungen auf. Nachdem er von Dezember bis Februar um gut einen Prozentpunkt auf 1,2% gesunken war, stieg er bis Ende Mai auf 2,6%.

Da sich die deutschen Geldmarktsätze seit Jahresbeginn weiter leicht zurückbildeten, fiel am Euromarkt der Zinsvorsprung dreimonatiger D-Mark-Einlagen gegenüber Frankendepots von durchschnittlich 1,9 Prozentpunkten im vierten Quartal auf 1,6 Prozentpunkte in den ersten fünf Monaten des Jahres. Gleichzeitig blieb indessen der Zinsvorteil entsprechender Dollar- gegenüber

Tabelle 7: Geldaggregate¹ (Definition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995 ^P	7,0	5,1	2,4
1995 2. Q. ^P	5,1	2,8	1,5
3. Q. ^P	8,5	6,4	3,0
4. Q. ^P	11,0	9,5	3,3
1996 1. Q. ^P	14,0	15,3	6,3
1995 Sept. ^P	8,4	6,9	3,1
Okt. ^P	11,4	8,9	3,5
Nov. ^P	11,6	9,8	3,2
Dez. ^P	10,1	9,7	3,2
1996 Jan. ^P	11,2	13,8	5,2
Feb. ^P	13,7	15,4	6,1
März ^P	17,1	16,7	7,5
April ^P	16,8	16,8	8,0

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

^P provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

M₂ = M₁ + Spareinlagen

M₃ = M₂ + Termineinlagen

Frankenanlagen im Durchschnitt unverändert bei 3,4 Prozentpunkten.

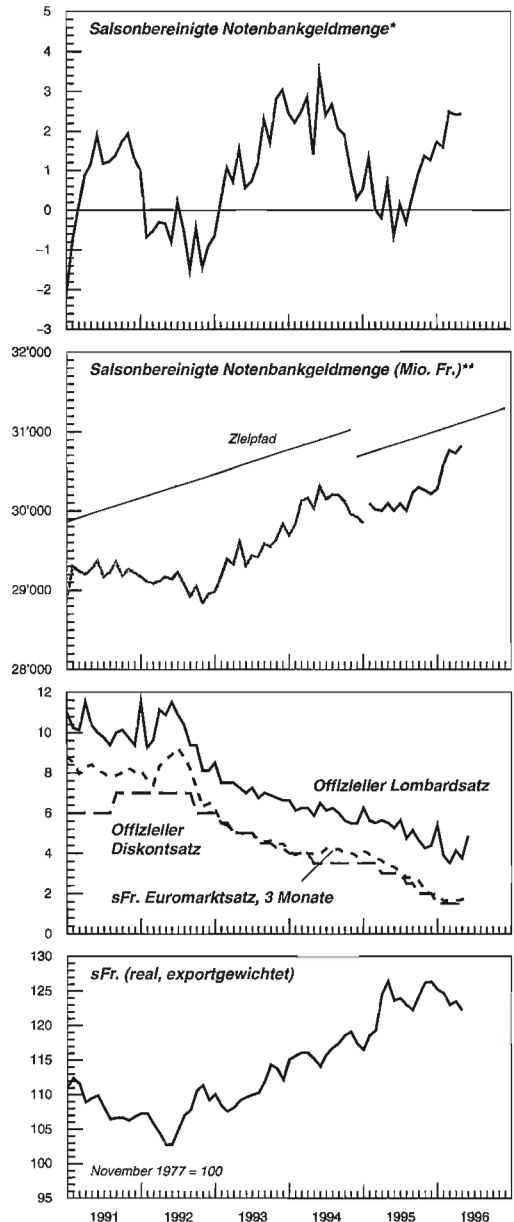
Devisenmarkt

Der Franken tendierte im ersten Quartal leicht schwächer. Gegenüber dem amerikanischen Dollar verlor er von Januar bis Mai rund 9% an Wert und schloss Ende Mai mit 1,26 Franken pro Dollar. Gegenüber dem japanischen Yen betrug der Kursrückgang rund 7%.

Der Kurs des Frankens veränderte sich im Vergleich zur D-Mark und zu den anderen am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen weniger stark. Er lag Ende Mai gegenüber der D-Mark mit 82,15 Franken auf einem um 2% tieferen Niveau als Anfang Januar. Auch gegenüber dem französischen Franc gab er leicht nach und wurde Ende Mai mit etwas über 24,30 Franken rund 3% tiefer als zu Quartalsbeginn gehandelt.

Auch gegenüber den Währungen, die nicht am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligt sind,

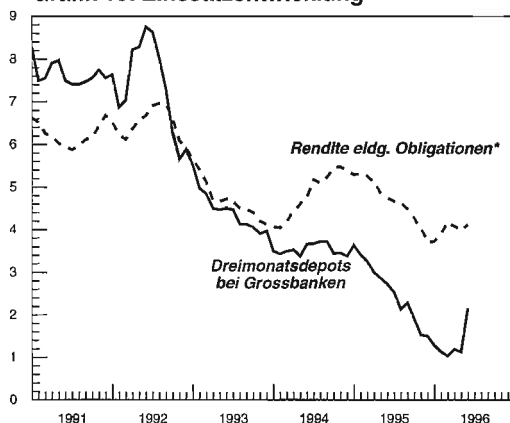
Grafik 14: Schweiz



* Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

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

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

notierte der Franken schwächer. Er sank von Jahresbeginn bis Ende Mai im Verhältnis zur italienischen Lira und zum britischen Pfund um 10% bzw. 8%.

Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Frankens sank im ersten Quartal leicht, lag aber immer noch um 2,5% über dem hohen Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals (4. Quartal 1995: +7,1%). Der reale Aussenwert des Frankens erhöhte sich im Vergleich zum Vorjahr sowohl gegenüber den meisten europäischen Währungen als auch gegenüber dem amerikanischen Dollar (+2,9%) sowie dem japanischen Yen (+16%). Gegenüber der D-Mark und dem französischen Franc festigte sich der Franken real um 3,5% bzw. 1%. Gegenüber dem britischen Pfund legte der Franken um 6,3% an Wert zu. Einzig gegenüber der italienischen Lira schwächte er sich real um 3,5% ab.

Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen bildete sich nach einem vorübergehenden Anstieg auf 4,4% Anfang Februar bis Ende April auf 3,9% zurück. Bis Ende Mai stieg sie wieder auf 4,3%. Gleichzeitig ermässigte sich die Renditedifferenz zwischen den langfristigen Obligationen und den neuemittierten dreimonatigen

Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft leicht auf 2,3 Prozentpunkte.

Die durchschnittlichen Sätze neuer Kassenobligationen der Kantonalbanken erreichten im Februar mit 3,4% einen Tiefstand und stiegen bis Anfang Mai wieder auf 3,6%. Die variablen Sätze auf neuen ersten Hypotheken verharren seit Jahresbeginn bei 5%, während die entsprechenden Althypothekensätze um 0,3 Prozentpunkte auf ebenfalls 5% gesenkt wurden. Die durchschnittliche Verzinsung gewöhnlicher Spareinlagen bei den Kantonalbanken lag Anfang Mai mit 2,4% um 0,2 Prozentpunkte tiefer als drei Monate zuvor.

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen

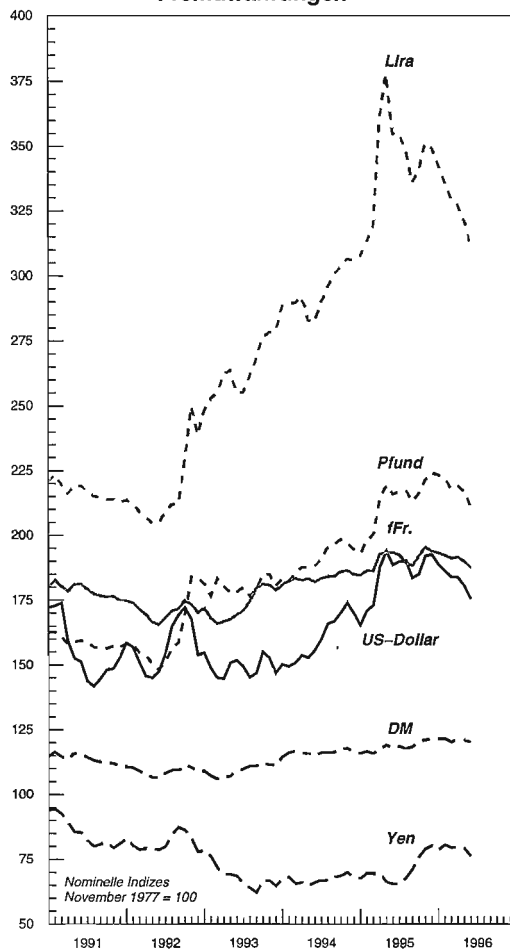


Tabelle 8: Schweizerfranken-Anleihen ausländischer Schuldner¹ (in Mio. Franken)

	Straights	Eigenkapitalbezogene Anleihen	Andere ²	Total
1992	18 191,5	7 492,0	1 318,5	27 002,0
1993	25 859,3	15 339,4	4 243,0	45 441,7
1994	17 183,1	10 455,5	3 997,6	31 636,2
1995	29 007,3	7 964,5	974,6	37 946,4
1994 4. Q.	4 907,4	295,0	1 152,8	6 355,2
1995 1. Q.	7 236,7	1 795,0	185,1	9 216,8
2. Q.	6 244,0	2 110,3	108,5	8 462,8
3. Q.	8 941,6	2 159,7	270,0	11 371,3
4. Q.	6 585,0	1 899,5	411,0	8 895,5
1996 1. Q.	9 120,7	1 585,6	594,7	11 301,0

¹ Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Begebungsdatum

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

Nach einem Stillstand im Januar zogen die Aktienkurse in den folgenden drei Monaten wieder an. Dabei erhöhte sich der Swiss-Performance-Gesamtindex bis Ende April um insgesamt 11%. Im Mai bildete er sich um 2% zurück.

Die Neuemission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt betrug im ersten Quartal insgesamt 15,3 Mrd. Franken und lag damit um 0,2 Mrd. tiefer als ein Jahr zuvor. Die rückläufige Entwicklung bezog sich auf das Inlandsegment, wo die Neubeausspruchung des Kapitalmarktes binnen Jahresfrist um 1,5 Mrd. Franken auf 5,5 Mrd. Franken abnahm. Da die Rückzahlungen diesen Betrag übertrafen, ergab sich eine inländische Nettoemission von -0,6 Mrd. Franken, gegenüber 4,4 Mrd. Franken vor Jahresfrist.

Schweizerfranken-Anleihen ausländischer Schuldner

Im ersten Quartal wurden Franken-Anleihen ausländischer Schuldner von insgesamt 11,3 Mrd. Franken zur Zeichnung aufgelegt. Trotz der deutlichen Renditeschwankungen, die seit Jahresbeginn am schweizerischen Kapitalmarkt beobachtet werden, lag das Anleihenvolumen erneut über dem Stand der entsprechenden Vorjahresperiode (+23%). Das Emissionsgeschäft blieb vor allem auf kurze Laufzeiten beschränkt.

Das Wachstum festverzinslicher Anleihen setzte sich im ersten Quartal – allerdings verlangsamte – fort (+26%). Die gewöhnlichen Anleihen (Straights) betragen mit 9,1 Mrd. Franken vier Fünftel des Emissionstotals und erreichten den höchsten Wert seit dem ersten Quartal 1988. Die eigenkapitalbezogenen Anleihen lagen mit knapp 1,6 Mrd. Franken um 12% unter dem Wert des ersten Quartals 1995. Die Optionsanleihen stiegen um 31% auf 1,1 Mrd. Franken, während die Wandelanleihen um die Hälfte auf rund 480 Mio. Franken sanken. Die anderen Anleihearten (Anleihen mit variablem Zinssatz, synthetische Obligationen und Anleihen mit nicht eigenkapitalbezogenen Optionen) verdreifachten sich gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode und erreichten rund 600 Mio. Franken. Die zur öffentlichen Zeichnung angebotenen Anleihen nahmen im Vergleich zum Vorjahr wieder zu (+40%), während die Privatplazierungen leicht zurückgingen (-1%). Der Anteil der öffentlichen Anleihen erhöhte sich damit von 58% auf 66%.

Der Anteil der westeuropäischen Schuldner an den gesamten Franken-Anleihen ausländischer Schuldner ging im Vergleich zum Vorjahresquartal von 59% auf 51% zurück. Der Anteil japanischer Schuldner sank von 18% auf 16%. Die Quote nordamerikanischer Schuldner und jene der Internationalen Entwicklungsbanken blieb nahezu stabil bei 17% bzw. 2%. Dagegen belief sich der Anteil der übrigen Ländergruppen insgesamt auf 14%, gegenüber 4% in der Vorjahresperiode.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der monatlich meldenden Banken betrug am Ende des ersten Quartals 1996 1354 Mrd. Franken und übertraf damit den Stand des Vorquartals um 4,6%. Dieses Bilanzwachstum spiegelte vor allem einen kräftigen Anstieg der Kundengelder, die hauptsächlich in Wertpapiere und Kredite investiert wurden, sowie eine Ausweitung des Interbankgeschäfts.

Die Netto-Finanzaktiva (flüssige Mittel, Saldo Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) nahmen im ersten Quartal stark zu. Mit Ausnahme der flüssigen Mittel, deren Bestand saisonbereinigt stagnierte, effektiv aber zurückging, trugen sämtliche Unterpositionen zum Wachstum bei. Hauptstütze waren einmal mehr die Wertschriften, die mit 145 Mrd. Franken

den Stand des Vorquartals um 11,9% übertrafen. Seit Beginn der neunziger Jahre stieg damit ihr Bilanzsummenanteil von weniger als sieben auf nunmehr knapp elf Prozent. Im Vergleich zu den Wertschriften fiel die Zunahme gegenüber dem Vorquartal bei den Wechseln und Geldmarktpapieren mit 4,8% bescheiden aus. Im Interbankgeschäft resultierte nach einem negativen Saldo im vierten Quartal 1995 ein Nettoguthaben von rund einer halben Milliarde Franken.

Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen Mittel) belief sich in der Unterlegungsperiode vom 20. Februar bis zum 19. März 1996 auf 125%, was gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode einer Zunahme um drei Prozentpunkte entspricht. Die Regional- und Raiffeisenbanken erhöhten ihre Liquidität deutlich, während die Grossbanken

Tabelle 9: Bankbilanzen

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

	1991	1992	1993	1994*	1995			1996 1. Q.	Stand (in Mrd. Fr.)
					2. Q.	3. Q.	4. Q.		
Bilanzsumme	3,4	3,3	5,8	0,8	0,4	1,3	9,8	16,8	1354,5
Netto-Finanzaktiva²	-0,5	15,8	12,3	3,8	4,1	26,3	27,9	52,7	205,4
Flüssige Mittel	-2,0	-2,5	1,2	-6,2	-0,5	0,1	1,5	-0,9	9,7
<i>Saldo Interbankgeschäft</i>									
<i>(in Mrd. Fr.)</i>	-14,3	-7,1	-26,1	-26,2	-22,1	2,5	-9,5	0,5	0,5
Wechsel und Geldmarktpapiere	-12,6	16,0	1,3	12,2	-12,8	-12,2	19,9	52,4	50,4
Wertschriften	14,1	6,3	41,3	1,5	11,2	9,5	12,4	21,4	144,8
Kredite	5,9	1,9	1,6	0,6	1,2	-0,9	-2,4	1,0	720,6
Inländische Kredite	4,5	1,7	0,9	2,4	2,0	1,5	2,4	3,6	581,7
Debitoren	2,6	0,3	-2,8	0,6	0,6	0	0,8	4,7	144,2
Bewilligte Baukredite	-5,6	-5,8	-12,4	0,5	-1,9	-6,2	-13,2	-16,4	25,4
Beanspruchte Baukredite	4,6	-0,8	-13,5	-4,3	1,0	-4,0	-12,0	-17,0	14,2
Hypotheken	5,1	3,5	1,8	3,9	3,0	2,7	3,4	3,7	414,0
Ausländische Kredite	11,1	2,6	4,0	-5,4	-1,3	-9,6	-19,4	-8,7	138,9
Kundengelder	4,5	3,2	2,4	2,0	0,5	1,5	-0,3	6,9	724,1
Kreditoren auf Sicht	-1,6	5,1	19,8	-4,9	-4,4	0,5	7,2	22,6	110,5
Kreditoren auf Zeit	5,9	2,4	-8,3	6,8	1,0	-1,1	-10,0	-0,2	278,4
Spar- und Depositenkonti	5,5	7,4	21,5	4,8	4,3	7,9	12,2	16,6	264,0
Kassenobligationen	3,8	-2,0	-12,5	-11,4	-5,2	-5,5	-8,2	-13,2	71,2
Obligationen und Pfandbriefe	7,8	5,7	5,7	2,6	6,9	8,4	8,5	6,3	91,7
Treuhandgelder	0,2	0,8	-10,9	-4,3	-6,0	-8,8	-7,7	3,9	263,4

¹ Vorjahresvergleiche einzelner Bilanzpositionen werden ab 3. bzw. 4. Quartal 1995 durch eine geänderte Buchungspraxis resp. durch die Umstellung auf die neuen Rechnungslegungsvorschriften verzerrt. Dies betrifft insbesondere die Netto-Finanzaktiva, während bei den Krediten die Werte durch entsprechende Korrekturen vergleichbar gemacht werden konnten.

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

* definitive Werte

insgesamt näher an das geforderte Minimum rückten.

Im Kreditbereich zeichnet sich eine leichte Erholung ab. Das Gesamttotal der Ende März 1996 ausstehenden Kredite lag mit 721 Mrd. Franken um 2,8% über dem tiefen Stand des Vorquartals. Sie übertrafen damit den Vorjahreswert um rund ein Prozent (vgl. Tabelle 9, Fussnote 2). Von den inländischen Kunden waren Ende März 582 Mrd. Franken ausstehend. Dies sind 3,6% mehr als noch vor einem Jahr, wobei sich der grösste Teil dieses Anstiegs gleichmässig auf die letzten zwei Quartale verteilt. Die Hypothekarforderungen (Hypothekaranlagen plus feste Vorschüsse und Darlehen mit hypothekarischer Deckung), die wichtigste Komponente des inländischen Kreditgeschäfts, wuchsen im Laufe des ersten Quartals um 1,3%. Gegenüber dem Stand von Ende März 1995 ergibt sich daraus eine Jahresveränderungsrate von 3,7%. Für die übrigen, von der Privatwirtschaft nachgefragten Kredite (Kontokorrentkredite sowie die nicht hypothekarisch gedeckten festen Vorschüsse und Darlehen) lauten die entsprechenden Quartals- und Jahresveränderungsraten 2,6% bzw. 4,7%. Die Baukredite blieben von der Aufhellung im Kreditbereich unberührt; sowohl bei den Bewilligungen als auch bei der Beanspruchung setzte sich der Schrumpfungsprozess fort. Das Kreditgeschäft mit dem Ausland nahm gegenüber dem langjährigen Tiefstwert von Ende 1995 um 8,6% zu.

Das Total der Kundengelder erhöhte sich binnen Jahresfrist um 6,9% auf 724 Mrd. Franken. Rund

drei Viertel dieses Wachstums entfielen auf das durch starke Fremdwährungszuflüsse gekennzeichnete erste Quartal 1996. Die Kreditoren auf Sicht wuchsen gegenüber dem Vorquartal um 13,2%, jene auf Zeit um 7,0%. Doch während die Sichteinlagen im Vorjahresvergleich um mehr als einen Fünftel zunahmen, blieb der Bestand der Kreditoren auf Zeit praktisch unverändert. Diese Stagnation überdeckt dabei die deutliche Verringerung des Frankenanteils, der binnen Jahresfrist von 42% auf 35% schrumpfte. Bei den Spar- und Depositenheften veränderte sich die Situation gegenüber dem vierten Quartal 1995 insofern kaum, als die Einlagen weiterhin kräftig zunahmen und zu einem grossen Teil als Wartegelder deponiert wurden.

Die Verpflichtungen der Banken in Form von Obligationen und Pfandbriefen beliefen sich Ende März auf insgesamt 92 Mrd. Franken, wovon gut zwei Drittel auf Obligationen entfielen. Verglichen mit dem entsprechenden Vorjahresstand, nahmen sie um 6,3% zu, wobei die Pfandbriefhaltung nahezu unverändert blieb.

Die den Banken überlassenen Treuhandgelder stiegen im ersten Quartal von 250 auf insgesamt 263 Mrd. Franken (+5,2%). Sie lagen damit rund zehn Milliarden Franken (knapp 4%) über dem entsprechenden Vorjahreswert und mehr als 20 Mrd. über dem Tiefststand des vergangenen Oktobers. Obwohl auch der Bestand inländischer Gelder leicht zunahm, ist das kräftige Wachstum gegenüber Dezember vor allem auf die Zuflüsse aus dem Ausland zurückzuführen.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 14 juin 1996*

A. Aperçu

1. Etranger

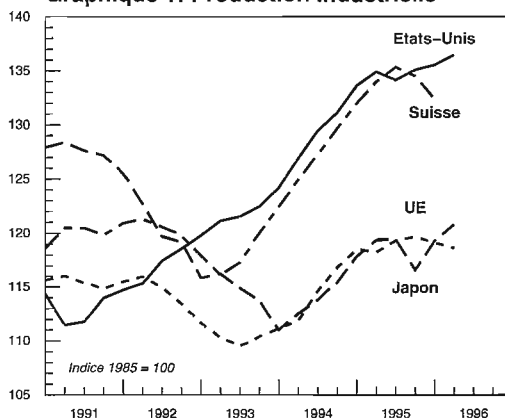
Evolution de la conjoncture

Au premier trimestre de 1996, la situation économique des pays de l'OCDE offrait une image contrastée. La conjoncture a retrouvé de la vigueur aux Etats-Unis et s'est renforcée au Japon. En Europe par contre, les tendances à la stagnation, apparues au cours de 1995, ont continué. La production industrielle a reculé dans de nombreux pays. Le ralentissement observé en Allemagne est dû principalement à l'activité plus faible dans la construction. En Italie et au Royaume-Uni, la demande étrangère s'est contractée, après avoir fortement contribué à la vive expansion économique de l'année 1995; dans ces deux pays, la demande intérieure a elle aussi quelque peu fléchi. L'économie française a enregistré une croissance substantielle au premier trimestre, mais les perspectives restaient moroses pour ce qui a trait à la production.

Selon les enquêtes conjoncturelles qui sont faites chaque mois dans l'Union européenne (UE), les entreprises s'attendaient, au premier trimestre, à une nouvelle diminution des commandes indigènes et étrangères; en outre, elles estimaient généralement que leurs stocks étaient trop élevés. Pour les prochains mois, elles prévoyaient une stagnation de la production et une diminution de l'emploi. Les perspectives étaient jugées particulièrement sombres dans la construction. Le climat de consommation s'est détérioré à cause

* Le rapport a été approuvé le 24 mai. Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie sont disponibles avec retard du fait d'adaptations statistiques et sont moins fiables.

Graphique 1: Production Industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et OFS

notamment des jugements plus pessimistes sur l'évolution de l'emploi.

L'OCDE a révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 1996. Elle table sur une augmentation de 2% en moyenne du produit national brut réel des pays membres; en décembre 1995, elle escomptait encore une progression de 2,5%. Pour les pays européens, la croissance ne devrait être que de 1%.

Les tendances divergentes dans l'évolution conjoncturelle ont influé notamment sur l'emploi. Aux Etats-Unis, le nombre des personnes occupées a de nouveau augmenté vigoureusement au premier trimestre, et le taux de chômage s'est maintenu à un niveau bas, soit à 5,6%. Au Japon, le chômage s'est stabilisé après trois années de légère augmentation. Par contre, la situation a empiré sur le marché européen du travail. Le nombre des chômeurs s'est accru tout particulièrement en Allemagne. En moyenne des pays de l'UE, le taux de chômage atteignait 11,2%, soit un niveau légèrement supérieur à ce qui était observé un an auparavant.

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement dans la zone de l'OCDE (sans la Turquie) s'établissait à 4,2% en mars, contre 4,3% à la fin de 1995. Il a faibli dans la plupart des grands pays industrialisés, notamment en Italie.

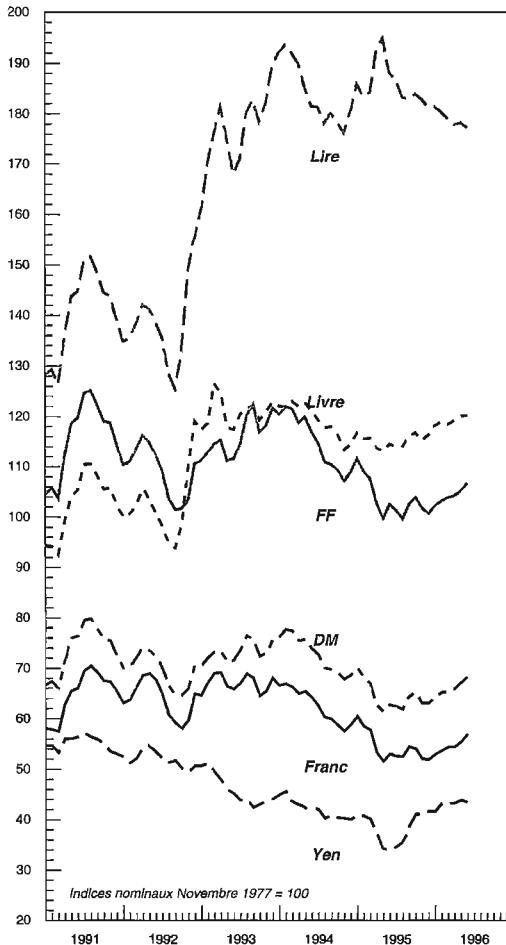
Politique économique

Etant donné le repli du renchérissement et l'affaiblissement très net de la croissance économique, les banques centrales de la plupart des grands pays industrialisés ont continué à assouplir leur

politique monétaire au premier trimestre. A fin janvier, la Réserve fédérale a ramené le taux de l'escompte à 5% et le taux de l'argent au jour le jour à 5,25%. Les autorités monétaires britanniques, allemandes et françaises ont elles aussi abaissé les taux à court terme. A la mi-avril, la Banque fédérale d'Allemagne a adapté ses taux directeurs, pour tenir compte de la baisse des rémunérations servies sur le marché monétaire, et réduit le taux de l'escompte de 3% à 2,5% et le taux lombard de 5% à 4,5%. La plupart des banques centrales participant au mécanisme de change du Système monétaire européen (SME) ont fait de même. La Banque du Japon et la Banque d'Italie ont cependant maintenu leurs taux de l'escompte inchangés à respectivement 0,5% et 9%.

Contrairement aux taux à court terme, les rendements à long terme ont augmenté au premier trimestre dans la plupart des pays de l'OCDE. Leur hausse a été particulièrement forte aux Etats-Unis; du fait de l'accélération de la conjoncture, les taux à long terme y ont gagné près d'un point jusqu'en avril. En Europe et au Japon, les rémunérations à long terme ont suivi le mouvement observé outre-Atlantique, puis se sont de nouveau repliées légèrement en avril, dans la plupart des pays, notamment en Allemagne, en France et en Italie.

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



Marchés des changes

Au cours des premiers mois de 1996, le dollar s'est redressé, grâce notamment à la vigueur de la conjoncture aux Etats-Unis et aux anticipations divergentes au sujet de l'évolution des taux d'intérêt en Amérique et en Europe. Face au mark allemand, il a passé de 1,42 mark en janvier à 1,54 mark à fin mai. Par rapport au yen japonais, il s'est raffermi pour atteindre plus de 108 yens en avril. Au premier trimestre, le cours réel du dollar, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 1,5% le niveau enregistré un an auparavant.

Au sein du Système monétaire européen (SME), la situation a continué à s'apaiser. Au premier trimestre, l'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies participant au mécanisme de change, soit entre la peseta espagnole et la livre

irlandaise, a diminué de 6% à 4,5%. Le mark allemand a subi des pressions à la baisse au sein du SME; face au franc français et à la peseta espagnole, il a ainsi retrouvé des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis respectivement 1993 et 1994. Entre le début de l'année et la fin de mai, le mark allemand a cédé près de 1% par rapport au franc français. Son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 1%, au premier trimestre, au niveau de la période correspondante de 1995; quant à celui du franc français, il a augmenté de 1,4% dans le même laps de temps.

Vis-à-vis du franc suisse, le mark allemand est resté approximativement stable jusqu'à la mi-mai, puis s'est légèrement raffermi. Il a faibli face aux monnaies qui font partie du SME mais ne participent pas au mécanisme de change. Jusqu'à fin mai, la lire italienne a regagné 7,4% par rapport à la monnaie allemande, et la livre sterling, 5,1%. Au premier trimestre, le cours réel de la lire, pondéré par le commerce extérieur, dépassait de 5,8% le niveau observé un an auparavant; celui de la livre a toutefois diminué de 3,5%. La couronne suédoise a continué à se redresser; vis-à-vis du mark allemand, elle a regagné environ 3,7% entre le début de l'année et la fin de mai.

Le yen a cédé 1% face au dollar entre janvier et la mi-mai. Il s'est toutefois raffermi, entre le début de l'année et la fin de mai, de 3,3% vis-à-vis du mark allemand et de 5,5% par rapport au franc suisse. Au premier trimestre, son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 12,5% au niveau observé un an auparavant.

Intégration européenne

Dans son deuxième rapport annuel, l'Institut monétaire européen (IME) a rendu compte de l'avancée des travaux préparatoires en vue de la création de l'Union monétaire européenne. Les opérations d'open market seront le principal instrument dont la future Banque centrale européenne (BCE) se servira pour mener sa politique monétaire. En outre, la BCE devrait créer deux facilités permanentes: une formule de refinancement pour faire face à des besoins passagers de liquidités et une possibilité de constituer des

dépôts. Ces deux instruments devraient permettre de maintenir les taux d'intérêt à court terme à l'intérieur d'une fourchette. La question de l'introduction de réserves obligatoires n'a pas encore été tranchée.

Actuellement, plusieurs organes de l'UE examinent comment organiser, pour les questions ayant trait à la politique monétaire, les relations entre les Etats qui participeront à l'Union monétaire et ceux qui n'y participeront pas et sous quelle forme un mécanisme de change pourrait être constitué entre ces deux groupes de pays.

Coopération monétaire internationale

En avril 1996, le Conseil d'administration du Fonds monétaire international (FMI) a défini la plus exigeante des deux normes relatives à la publication des données économiques des pays membres. Ces normes avaient été adoptées au printemps de 1995 en réaction à la crise financière du Mexique et, plus généralement, à la mondialisation toujours plus poussée des marchés financiers. Alors que la norme générale (General Data Dissemination Standard) s'appliquera à tous les pays membres et devrait être définie avant la fin de 1996, la norme plus exigeante (Special Data Dissemination Standard) est conçue pour les pays qui ont recours aux marchés financiers internationaux. Elle porte sur diverses données concernant les finances publiques, le secteur réel, le secteur financier et la balance des paiements. Un pays qui s'engage à respecter cette norme devra fournir, en temps voulu et selon une périodicité déterminée, les informations exigées. Les pays ne remplissant pas toutes les conditions requises bénéficient d'un délai d'adaptation jusqu'à la fin de 1998. La Suisse devra adapter partiellement ses statistiques économiques pour pouvoir satisfaire à toutes les exigences de la norme la plus rigoureuse. La balance des paiements et la position extérieure nette, deux statistiques dressées par la Banque nationale, ne répondent pas aux exigences fixées en matière de périodicité et de délai de publication. En outre, les statistiques sur le marché du travail, les finances fédérales et la production posent elles aussi des problèmes.

En mars, le FMI a consenti à la Russie un prêt de 6,9 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS) au titre des accords élargis de crédit. En avril, les négociations entre l'Argentine et le FMI ont abouti à un accord de confirmation de 720 millions de DTS.

2. Suisse

En Suisse, la conjoncture est restée morose au premier trimestre de 1996. Le produit intérieur brut réel a stagné d'un trimestre à l'autre, mais enregistré un recul de 0,7% par rapport aux trois premiers mois de 1995. Les impulsions négatives sont venues de la demande intérieure, notamment des investissements en constructions. En revanche, les exportations se sont accrues. La consommation privée n'a que légèrement progressé. La faiblesse conjoncturelle a entraîné un net repli de la production, ce qui a réduit de 1,3 point le taux d'utilisation des capacités de production. Les entreprises axées sur le marché intérieur comme celles qui sont à vocation exportatrice ont annoncé une diminution des entrées de commandes d'un trimestre à l'autre. Alors que les premières s'attendaient à une nouvelle baisse de leurs commandes au cours des prochains mois, les secondes tablaient sur une reprise.

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a fléchi au premier trimestre. En comparaison annuelle, il s'est réduit de 1,1%. Le taux de chômage a augmenté, passant de 4,2% en décembre à 4,5% en avril. Le nombre des personnes sans emploi depuis peu s'est accru tout particulièrement.

Le renchérissement s'inscrivait à 1,1% au premier trimestre, contre 1,9% le trimestre précédent. Son fort repli s'explique par un effet de base dû à l'introduction de la TVA au début de 1995. Le rythme de la hausse des prix est resté inchangé à 0,9% en avril, puis a diminué à 0,7% en mai.

Au premier trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée a vigoureusement progressé pour atteindre près de 30,7 milliards de francs, soit un niveau nettement supérieur à ce que la Banque nationale avait prévu. Par rapport au quatrième trimestre de 1995, elle s'est accrue de 1,5% ou de

6% en taux annualisé. Son expansion est imputable avant tout à l'évolution des billets en circulation. Pour le deuxième trimestre, la Banque nationale table sur un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 30,8 milliards de francs. L'agrégat devrait ainsi dépasser de 3,7%, en taux annualisé, son niveau des trois derniers mois de 1995. En avril, la monnaie centrale a évolué conformément à la prévision de la Banque nationale.

En février et en mars, les rémunérations servies sur le marché monétaire se sont maintenues à 1,6%, soit à leur niveau de janvier. Jusqu'à fin mai, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a augmenté pour s'établir à 2,5%. Après avoir atteint passagèrement 4,4% en février, le rendement moyen des obligations fédérales a diminué à 4% en avril, puis s'est de nouveau redressé, passant à 4,3% à fin mai.

Le franc suisse a fléchi d'un trimestre à l'autre. Son repli a été particulièrement prononcé vis-à-vis du dollar américain et de la lire. Au premier trimestre, le cours réel du franc, pondéré par les exportations, dépassait de 2,5% le niveau observé un an auparavant, niveau qui était très élevé. Sa hausse annuelle atteignait 7,1% au quatrième trimestre.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Au premier trimestre de 1996, la croissance de l'économie américaine s'est accélérée nettement par rapport à la période précédente. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,3% en taux annualisé, contre 0,5% au quatrième trimestre de 1995. Il dépassait ainsi de 1,7% son niveau du premier trimestre de l'année précédente. La consommation privée, qui a enregistré une hausse de près de 4% entre le dernier trimestre de 1995 et le premier trimestre de 1996, a été le principal soutien de la conjoncture. Les investissements, en particulier dans les biens d'équipement, ont contribué eux aussi sensiblement à cette progression. La croissance des exportations par

contre a fléchi d'un trimestre à l'autre. Le raffermissement de la demande intérieure a entraîné un essor vigoureux des importations ainsi que la première baisse des stocks depuis quatre ans.

Après avoir chuté, en janvier, du fait du mauvais temps, la production industrielle s'est rétablie au cours des mois de février et mars. Dans l'ensemble, elle a augmenté un peu plus fortement au premier trimestre qu'à la période précédente et a dépassé de 1,3% le niveau observé un an auparavant. Dans l'industrie, le taux moyen d'utilisation des capacités de production a stagné par rapport au quatrième trimestre de 1995.

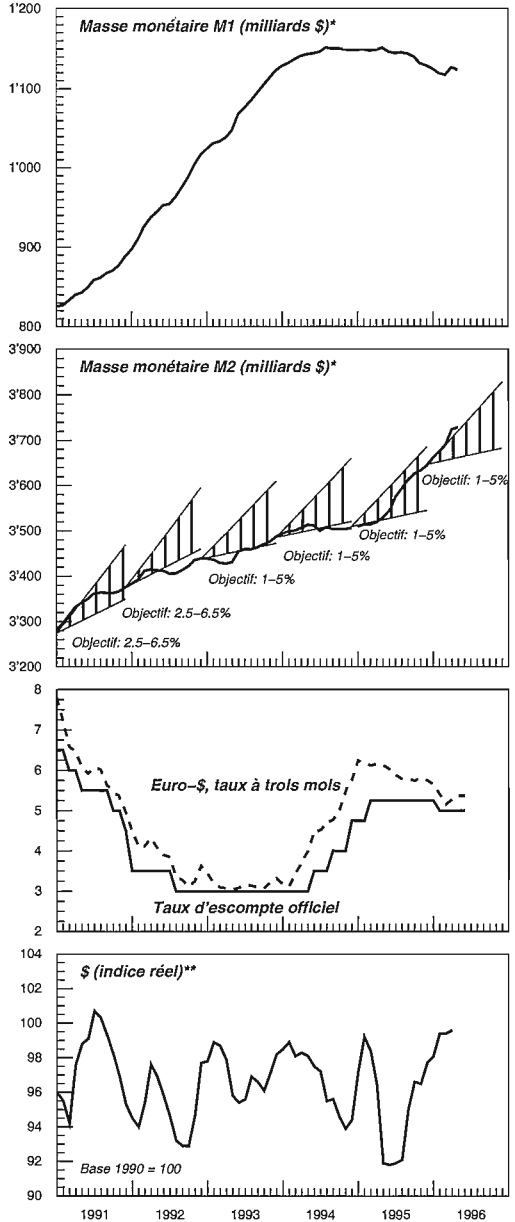
L'indice des directeurs d'achats, qui mesure l'activité dans le secteur manufacturier, a enregistré, en avril, sa troisième hausse consécutive. Les indicateurs avancés annoncent une forte croissance économique au deuxième trimestre également. Leur indice a progressé sans toutefois atteindre le niveau de l'année précédente. Quant à l'indice du climat de consommation, il s'est redressé lui aussi nettement entre janvier et avril.

Le nombre des personnes occupées a augmenté sensiblement au premier trimestre. Hors du secteur primaire, 618 000 emplois ont été créés, principalement dans les services, contre seulement 226 000 le trimestre précédent. Il faut relever en outre la croissance vigoureuse du nombre de personnes occupées dans la construction, croissance qui reflète la reprise dans cette branche. Dans l'industrie, la progression de l'emploi est restée modeste. Le taux de chômage s'est inscrit à 5,6%, soit au même niveau qu'au trimestre précédent.

Au premier trimestre de 1996, les prix à la consommation se sont accrus de 2,7%, comme au quatrième trimestre de 1995. L'inflation de base (abstraction faite de l'énergie et des produits alimentaires) était elle aussi de 2,7%. Quant aux prix à la production, ils ont progressé de 2,2%, soit moins fortement qu'au trimestre précédent.

Le déficit du commerce extérieur américain (les biens seulement) a augmenté au premier trimestre pour s'inscrire à 42,8 milliards de dollars, contre 38 milliards la période précédente. Un an auparavant, il était de 44,5 milliards de dollars. D'un

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)

trimestre à l'autre, les exportations ne se sont accrues que faiblement, alors que les importations ont enregistré une hausse notable.

A fin avril, le Congrès et le gouvernement se sont mis d'accord sur une loi réglant les postes de dépenses encore pendant de l'exercice budgétaire qui avait débuté en octobre 1995. Le conflit portant sur le budget 1996, conflit qui avait paralysé à deux reprises de larges pans de l'administration américaine, a ainsi pris fin.

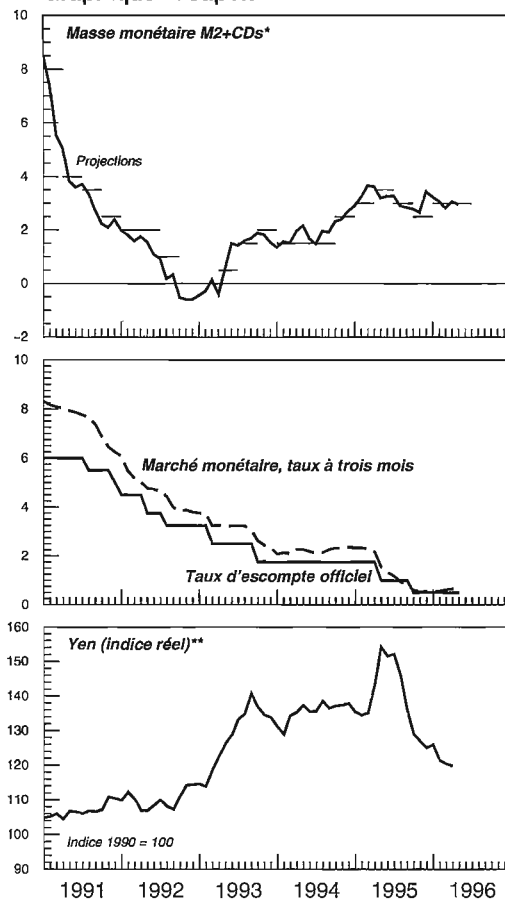
La banque centrale américaine a une nouvelle fois abaissé ses taux directeurs à fin janvier. Elle a ramené le taux de l'escompte de 5,25% à 5% et le taux de l'argent au jour le jour (taux des fonds fédéraux) de 5,5% à 5,25%. La banque centrale a justifié cette réduction par le ralentissement de la croissance économique et par les faibles anticipations inflationnistes. Sur le marché des eurodollars, la rémunération des dépôts à trois mois, qui avait fléchi à 5,2% en février, a augmenté pour s'inscrire à 5,4% en avril. Quant au rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat, il a passé de 5,8% à 6,5%.

Les agrégats monétaires M_2 et M_3 se sont accrues de 5,6% et de 7%. Leur progression dépassait ainsi le corridor de croissance, fixé entre 1 et 5% pour M_2 , et entre 2 et 6% pour M_3 . La masse monétaire M_1 a diminué quelque peu, comme elle l'avait fait au trimestre précédent déjà, à la suite de transferts de dépôts à vue vers des fonds d'épargne. Les banques commerciales ont favorisé ces mouvements par l'ouverture de comptes relativement liquides, mais n'entrant pas dans la composition de M_1 , en vue de réduire les réserves qu'elles doivent constituer en vertu de la loi.

Japon

Au Japon, une amélioration de la conjoncture a été observée au quatrième trimestre de 1995. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,3%; au cours des trois trimestres précédents, il avait approximativement stagné. La consommation – privée et publique – ainsi que les investissements publics ont été les principaux moteurs de la conjoncture. Une part considérable de la hausse des investissements

Graphique 4: Japon



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

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

de l'Etat est due aux programmes de relance conjoncturelle. Dans la construction, la situation s'est améliorée du côté des logements privés, mais les investissements étaient encore inférieurs à leur niveau de l'année précédente. La reprise des investissements en biens d'équipement s'est poursuivie. En dépit d'un nouveau recul de leur croissance, les exportations sont restées importantes. Alors que les importations avaient diminué jusque-là, elles ont augmenté vigoureusement du fait de la demande intérieure plus forte.

Au premier trimestre de 1996, la production de l'industrie manufacturière s'est accrue de 1,2%,

contre 1,7% à la période précédente. Le taux d'utilisation des capacités de production a progressé, mais était encore inférieur au niveau observé un an auparavant. Dans la dernière enquête trimestrielle portant sur la conjoncture, les grandes entreprises surtout ont paru un peu plus optimistes; les entrées de commandes, en particulier celles de la clientèle japonaise, ont augmenté, et les programmes d'investissement ont été revus à la hausse. L'activité a gagné en vigueur dans la construction. La consommation, par contre, ne s'est guère améliorée: dans l'ensemble, les chiffres d'affaires du commerce de détail n'ont enregistré qu'une hausse modeste, bien que les ventes de voitures aient été sensiblement plus élevées.

Au premier trimestre, les prix à la consommation ont diminué de 0,2% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, contre 0,5% au quatrième trimestre de 1995. Les prix à la production, en repli depuis 1992, ont baissé de 1%.

En comparaison annuelle, l'emploi a stagné au premier trimestre. Le taux de chômage, qui n'avait pas cessé d'augmenter depuis le début de 1993, est resté stable à 3,3%. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a passé à 0,67 au premier trimestre de 1996. Il s'était inscrit à son plus bas niveau, soit à 0,61, au troisième trimestre de 1995.

L'excédent de la balance commerciale a diminué, passant de 3,3 billions de yens au premier trimestre de 1995 à 2,6 billions au trimestre correspondant de 1996. La croissance des importations a été en effet nettement supérieure à celle des exportations. Le solde actif de la balance courante, qui s'inscrivait à 2,9 billions de yens, a reculé à 2 billions ou à 1,7% du produit intérieur brut nominal.

Au premier trimestre, la Banque du Japon a laissé le taux de l'escompte inchangé à 0,5%. Sa dernière réduction remontait à septembre 1995. Sur le marché des euro-yens, la rémunération des dépôts à trois mois a augmenté de 0,2% au quatrième trimestre de 1995 à 0,4% au premier trimestre de 1996. Quant au rendement des em-

prunts à long terme émis par l'Etat, il s'est élevé de 3% à 3,2%.

La masse monétaire $M_2 + CD$, qui sert d'indicateur monétaire, dépassait de 3%, au premier trimestre, le niveau observé un an auparavant; sa progression était donc conforme à la prévision de la banque centrale. Cette dernière a fixé à plus de 3% sa projection pour la croissance de cet agrégat au deuxième trimestre.

A la mi-avril, le Parlement a approuvé le budget pour l'exercice 1996 qui a débuté le 1^{er} avril. Le déficit budgétaire s'est creusé pour atteindre approximativement 6% du produit intérieur brut nominal, contre 4% l'année précédente. Selon les estimations les plus récentes, l'endettement public devrait passer à environ 65% du produit intérieur brut au cours de l'exercice 1996 (1995: 61%). La hausse rapide de la dette publique est due avant tout aux divers programmes de relance conjoncturelle.

Allemagne

Au second semestre de 1995, la reprise conjoncturelle s'est ralentie considérablement en Allemagne. Le produit intérieur brut réel a stagné du deuxième au troisième trimestre et régressé de 0,2% au trimestre suivant. En comparaison annuelle, il n'a augmenté que de 1% au dernier trimestre de 1995, contre 2,1% au trimestre précédent. Le tassement de la conjoncture est dû principalement au recul des investissements. Dans les biens d'équipement, les investissements se sont établis légèrement au-dessous du niveau observé un an auparavant; dans la construction, par contre, ils ont diminué sensiblement du fait surtout de l'activité moins soutenue du côté des logements. Les stocks, qui s'étaient accrus vigoureusement jusqu'alors, n'ont progressé que faiblement. La consommation – privée et publique – ainsi que les exportations, qui ont enregistré une hausse plus forte qu'au troisième trimestre, ont été les principaux soutiens de l'économie. Le ralentissement de la conjoncture a freiné l'essor des importations.

La situation économique ne s'est pas améliorée au premier trimestre de 1996. Le produit intérieur

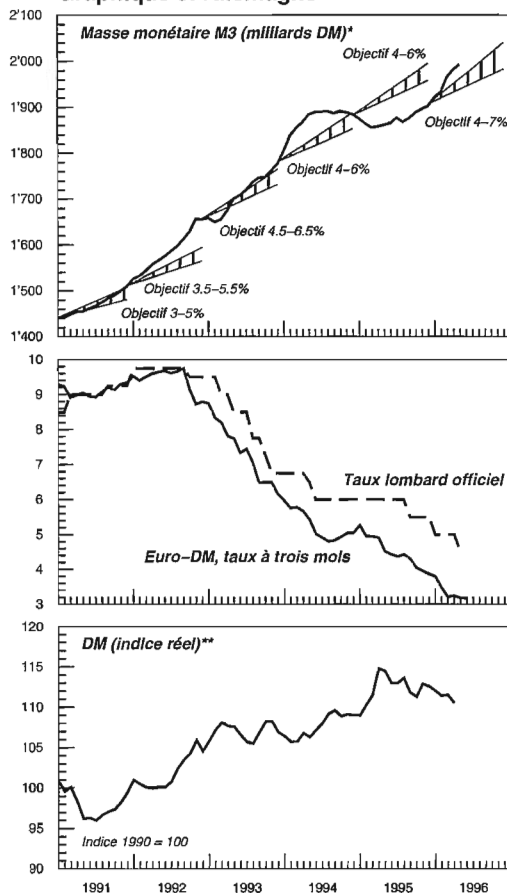
brut réel a diminué approximativement de 0,4% par rapport à la période précédente et ne dépassait plus que de 0,4% son niveau du premier trimestre de 1995. La situation s'est assombrie dans la construction notamment. Dans l'industrie manufacturière, la production a progressé de 0,6%, après avoir reculé de 2% au trimestre précédent. Entre octobre et janvier, le taux d'utilisation des capacités de production a baissé de 84,3% à 83%; il s'inscrivait ainsi nettement au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Les entrées de commandes ont globalement chuté d'un trimestre à l'autre. Les ordres de la clientèle étrangère ont augmenté, dans les biens d'équipement en particulier, alors que ceux de la clientèle allemande ont diminué sensiblement. Selon les indicateurs disponibles, la demande devrait toutefois être restée soutenue du côté de la consommation privée.

D'après les estimations publiées au printemps par les grands instituts allemands de recherches conjoncturelles, le produit intérieur brut réel progressera de 0,8% en 1996; la conjoncture devrait par conséquent se redresser dans le courant de l'année. En 1995, la croissance du produit intérieur brut réel avait atteint 2,1%. Ces instituts tablent sur une hausse régulière de la consommation, une légère expansion des exportations et sur un recul des investissements. Selon leurs estimations, le renchérissement restera bas; le chômage continuera par contre à augmenter.

La faiblesse de la conjoncture a influé fortement sur le marché du travail. L'emploi s'est encore replié au premier trimestre. Le taux de chômage est monté de 9,7% à 10,3%; il dépassait ainsi de plus d'un point de pourcentage le niveau observé un an auparavant. Le chômage accru a exercé un effet modérateur sur les négociations salariales de 1996; les hausses de salaires sont moins élevées cette année qu'en 1995.

La hausse des prix à la consommation est restée faible au premier trimestre (1,6%). Un an auparavant, le renchérissement atteignait 2%. Mesuré aux prix à la production, il s'est ralenti sensiblement; en comparaison annuelle, les prix à la production se sont repliés de 0,2%, après un accroissement de 1,4% à la période précédente.

Graphique 5: Allemagne



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

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

Au quatrième trimestre, les exportations ont continué à augmenter vigoureusement par rapport à la période correspondante de l'année précédente, alors que les importations n'ont que légèrement progressé. L'excédent de la balance commerciale s'est accru, passant de 17,8 milliards de marks à 25,3 milliards. Le solde passif des revenus de facteurs – capital et travail – étant nettement plus élevé qu'une année auparavant, le déficit de la balance courante n'a diminué que de 3 milliards de marks; il s'est inscrit à 11,9 milliards, ce qui correspond à 1,4% du produit intérieur brut en termes nominaux.

A la mi-avril, la Banque fédérale d'Allemagne a ramené le taux de l'escompte de 3% à 2,5% et le taux lombard de 5% à 4,5%. La dernière réduction de ces taux remontait à la mi-décembre. Le taux appliqué aux prises en pension de titres, que l'institut d'émission allemand avait abaissé de 3,8% à 3,3% entre décembre et février, est resté à ce niveau jusqu'à fin mai. Après avoir reculé au cours de l'année dernière, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat s'est accru de 5,9% à 6,5% entre janvier et mars. En avril, il a faibli à 6,4%.

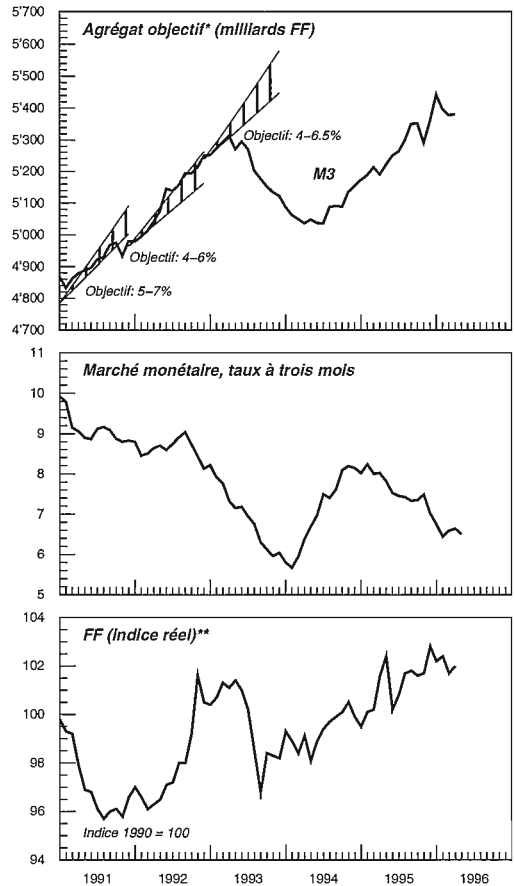
Au premier trimestre, la masse monétaire M_3 a augmenté de 11,2% en taux annualisé. Elle a ainsi évolué sensiblement au-dessus de son corridor de croissance, fixé entre 4 et 7%. Le numéraire en circulation ainsi que les dépôts à vue et à terme ont diminué, alors que les fonds d'épargne ont vigoureusement progressé. La forte expansion de cet agrégat au premier trimestre est due à plusieurs facteurs exceptionnels; par rapport au trimestre correspondant de 1994, il ne s'est accru que de 4% environ.

France

En France, l'essor économique a pris fin au quatrième trimestre de 1995. Après avoir stagné au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel a fléchi de 0,5% au trimestre suivant. Il ne dépassait plus que de 0,3% le niveau observé un an auparavant. Les exportations en particulier ont enregistré un nouveau repli, et les stocks se sont fortement dégarnis. Dans l'ensemble, la consommation n'a pas varié du troisième au quatrième trimestre: elle a reculé légèrement dans le domaine privé et augmenté dans le secteur public. Les investissements eux aussi sont restés stables. Ils se sont réduits dans la construction et accrus dans les biens d'équipement. Le refroidissement de la conjoncture a entraîné une baisse sensible des importations.

Au premier trimestre de 1996, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,2% par rapport à la période précédente et de 0,9% en comparaison annuelle. Plusieurs facteurs exceptionnels ont favorisé cette vigoureuse croissance. Ainsi, à côté des jours ouvrables plus nombreux, les dépenses

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)

de consommation des ménages ont été plus élevées au début de l'année. Leur progression est due en partie à un besoin de rattrapage après la longue grève de novembre 1995. La production de l'industrie manufacturière s'est accrue légèrement. Elle était toutefois encore inférieure de 1,3% au niveau enregistré un an auparavant. Les carnets de commandes se sont encore réduits, et les entreprises ont de nouveau jugé leurs stocks trop importants. Les perspectives de production pour les mois suivants sont par conséquent demeurées moroses. L'indice du climat de consommation s'est quelque peu raffermi au premier tri-

mestre, après avoir chuté à la période précédente.

L'emploi est resté inchangé au quatrième trimestre. De nouveaux postes ont été créés, principalement dans le secteur des services; dans la construction, par contre, un net repli a été enregistré. Le taux de chômage a augmenté pour atteindre 11,8% au premier trimestre, contre 11,6% au trimestre précédent. Le taux d'inflation a passé de 2,1% en décembre à 2,4% en avril.

Du troisième au quatrième trimestre, l'excédent de la balance commerciale s'est accru de 20,9 milliards à 27,6 milliards de francs français. Les exportations ont progressé quelque peu, et les importations ont reculé. Au quatrième trimestre, la balance courante a dégagé un solde actif de 14,4 milliards de francs français, contre 2,9 milliards à la période précédente.

Au cours des quatre premiers mois de 1996, la Banque de France a continué à assouplir sa politique monétaire. Elle a abaissé en plusieurs étapes, entre janvier et avril, son taux des appels d'offres de 4,2% à 3,7%, et le taux des prises en pension de 5,6% à 4,9%. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a diminué de 4,6% à 3,9% entre janvier et avril. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a fléchi de 7,1% au quatrième trimestre de 1995 à 6,6% au premier trimestre de 1996. Il s'est ainsi établi à un niveau équivalent à celui des rendements des emprunts correspondants en marks. Début juin, la Banque de France a une nouvelle fois réduit légèrement son taux des appels d'offres.

Au premier trimestre, la masse monétaire M_3 dépassait de 3,7% le niveau enregistré un an auparavant. Sa progression a donc été un peu moins forte qu'à la période précédente. Elle est ainsi restée inférieure à l'objectif de croissance à moyen terme de 5%. L'endettement intérieur total a augmenté en l'espace d'un an de 5,1%, contre 4,8% au quatrième trimestre.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, la croissance économique a encore perdu de sa vigueur au quatrième tri-

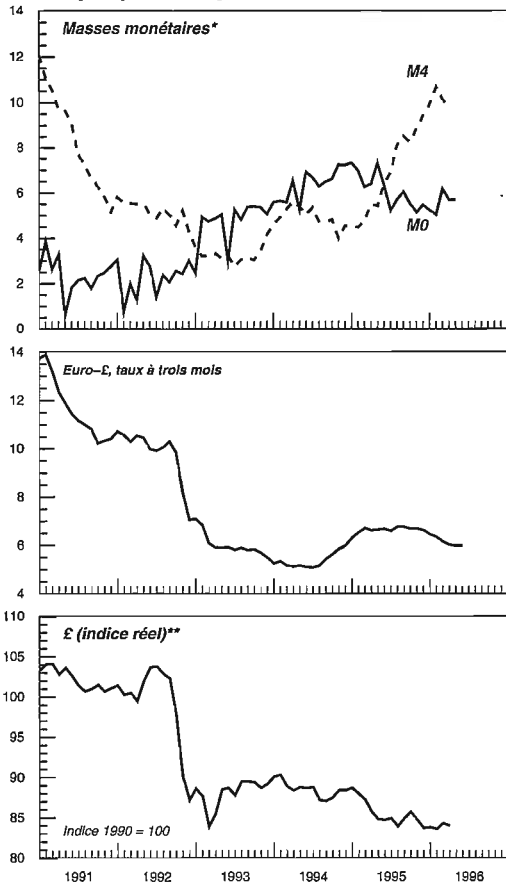
mestre de 1995. En l'espace d'un an, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,9%, contre 2,1% au troisième trimestre. La consommation privée et les exportations ont été les principaux moteurs de la croissance; la progression des exportations s'est ralentie sensiblement, passant de 5,8% au troisième trimestre à 2,6% au trimestre suivant. La consommation publique n'a été que légèrement supérieure au niveau de la période correspondante de 1994. Du fait notamment d'un net recul dans la construction, les investissements ont diminué dans l'ensemble. Après avoir progressé vigoureusement, les importations ont faibli quelque peu.

Selon les premières estimations, la croissance du produit intérieur brut réel s'est maintenue à environ 1,9% au premier trimestre de 1996. Les stocks élevés ont influé sur la production de l'industrie manufacturière, qui a fléchi par rapport à la période précédente. Dans la construction, la hausse des prix des habitations semble indiquer un revirement de tendance. La consommation privée a évolué favorablement; vers la fin du premier trimestre, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont augmenté vigoureusement. Cette orientation devrait persister, étant donné que des allègements d'impôts accroîtront le revenu disponible des ménages. L'indice du climat de consommation s'est nettement redressé. Les autres indicateurs avancés sont par contre restés à leur niveau de la période précédente.

Au premier trimestre, le taux de chômage a diminué de 0,1 point pour s'inscrire à 7,9%. Du côté des prix à la consommation, le renchérissement est descendu à 2,8%. L'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, est restée à 2,9%. D'après la Banque d'Angleterre, elle devrait atteindre cette année son objectif, fixé entre 0 et 2,5%. Mesuré aux prix à la production, le renchérissement a continué à fléchir, passant de 4,3% au quatrième trimestre de 1995 à 3,6% le trimestre suivant.

Le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à 2,8 milliards de livres sterling au quatrième trimestre, contre 3,6 milliards la période précédente. En raison de contributions plus importantes à l'UE, le déficit de la balance courante a

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

diminué moins fortement; il a passé de 2,1 milliards de livres sterling à 1,8 milliard.

Au début de mars, les autorités monétaires britanniques ont assoupli leur politique pour la troisième fois depuis décembre 1995. Elles ont justifié cette dernière réduction par le ralentissement de la croissance économique et les faibles tendances inflationnistes qui en ont découlé. Le taux de base, que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre, a été ramené de 6,25% à 6%. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois en livres a

fléchi de 6,3% en janvier à 6% en avril. En revanche, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat s'est accru de 7,5% à 8,1%. Au début de juin, la Banque d'Angleterre a encore abaissé son taux directeur de 0,25%.

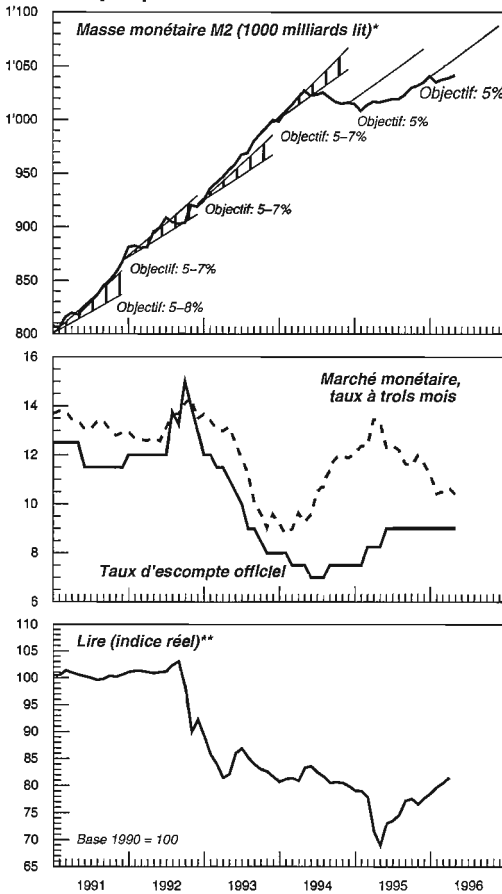
En l'espace d'un an, la masse monétaire M_0 a augmenté de 5,6% au premier trimestre, soit un peu plus fortement qu'à la période précédente. La progression de M_4 s'est elle aussi accélérée. Elle a atteint 10,2%, contre 9,4% au trimestre précédent. Ces deux agrégats évoluaient ainsi au-dessus de leur sentier de croissance à moyen terme, fixé entre 0 et 4% pour M_0 et entre 3 et 9% pour M_4 .

Italie

En Italie, la reprise économique s'est ralentie considérablement au quatrième trimestre de 1995. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,3%, contre 3,2% à la période précédente. Ce tassement s'explique principalement par la croissance moins soutenue des exportations, qui était supérieure à 10% au troisième trimestre et a baissé à 6,3% au trimestre suivant. La consommation privée n'a progressé que faiblement, et la consommation publique a continué à diminuer. En revanche, les investissements, tant en biens d'équipement qu'en constructions, ont enregistré une accélération de leur expansion. Le ralentissement conjoncturel a influé sur les importations également. D'un trimestre à l'autre, leur essor a faibli nettement.

En comparaison annuelle, la croissance du produit intérieur brut réel a fléchi sensiblement pour s'inscrire à 1,2% au premier trimestre de 1996. Après avoir augmenté de 4% au quatrième trimestre, la production industrielle ne dépassait que légèrement le niveau des trois premiers mois de 1995. D'après les dernières enquêtes effectuées auprès des entreprises, elle devrait toutefois se rétablir lentement au cours des prochains mois. Les entreprises tablaient sur un nombre plus élevé d'entrées de commandes et jugeaient normal le niveau de leurs stocks. Le climat de consommation est resté morose; en effet, l'indice qui le mesure a continué à reculer quelque peu.

Graphique 8: Italie



* Données cvs; objectifs: de décembre à décembre suivant; depuis 1992, du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque d'Italie)

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

Au premier trimestre de 1996, l'emploi a augmenté de 0,7% par rapport à la période correspondante de 1995; il avait progressé de 0,4% au quatrième trimestre de 1995. De nombreux emplois ont été créés tant dans l'industrie que dans les services. Le taux de chômage s'inscrivait à 12%, soit à un niveau aussi élevé qu'un an auparavant.

Au premier trimestre, le renchérissement a faibli nettement. Les prix à la consommation ont augmenté de 4,5% en avril, contre 5,8% en décembre. La hausse des prix à la production s'est

elle aussi réduite. Dans la plupart des branches, les salaires ont continué à progresser moins rapidement que les prix.

Les exportations et les importations ont légèrement fléchi au quatrième trimestre. Elles étaient toutefois encore nettement supérieures aux niveaux des trois derniers mois de 1994. L'excédent de la balance commerciale s'est accru, passant de 13,5 billions de lire à 19,6 billions entre le quatrième trimestre de 1994 et le trimestre correspondant de 1995. Quant au solde actif de la balance courante, il a augmenté de 6,8 billions à 11,7 billions de lire.

Au premier trimestre également, la Banque d'Italie a maintenu le taux de l'escompte à 9% et le taux lombard à 10,5%. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois en lire s'est inscrite à 9,7%, soit près d'un demi-point au-dessous de son niveau de la période précédente. Le rendement des titres à long terme émis par l'Etat a fléchi de 11,6% à 10,5%.

Au premier trimestre, la croissance annuelle de la masse monétaire M_2 s'est accélérée légèrement par rapport à la période précédente pour atteindre 2,4%. Cet agrégat est toutefois resté bien en deçà de son sentier de croissance, fixé par la banque centrale italienne à 5%.

C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

En Suisse, l'économie a continué à stagner au premier trimestre de 1996. Le produit intérieur brut réel s'est maintenu au niveau de la période précédente en données corrigées des variations saisonnières. Il s'est établi 0,7% au-dessous du niveau du premier trimestre de 1995 (quatrième trimestre 1995: -0,3%) et, partant, a enregistré sa deuxième baisse consécutive. Le recul persistant des investissements en constructions et des dépenses publiques a exercé des effets négatifs à cet égard. Les investissements en biens d'équi-

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

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

	1992	1993	1994	1995	1996					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	3,1	3,0	2,6	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,9
Japon	1,7	1,3	0,7	-0,1	-0,5	-0,2	-0,4	-0,2	0,1	0,4
Allemagne	5,1	4,5	2,7	1,8	1,7	1,6	1,5	1,6	1,7	1,5
France	2,4	2,1	1,7	1,8	1,9	2,1	2,0	2,0	2,3	2,4
Royaume-Uni	3,7	1,6	2,5	3,4	3,2	2,8	2,9	2,7	2,7	2,4
Italie	5,3	4,2	3,9	5,4	5,9	5,0	5,6	5,0	4,5	4,5
Suisse	4,0	3,3	0,9	1,8	1,9	1,1	1,5	0,8	0,9	0,9

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

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

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

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

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

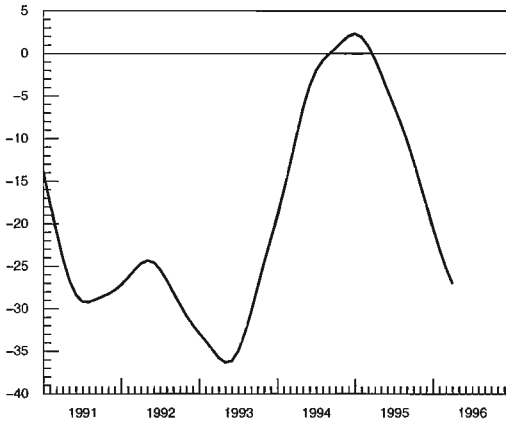
1.4 Balance des transactions courantes (solde en milliards de dollars, données cvs)

	1992	1993	1994	1995	1996					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Etats-Unis	-61,5	-99,9	-151,2	-152,9	-43,3	-38,5	-43,1	-40,3	-31,1	
Japon	117,2	130,1	128,9	111,2	30,9	28,4	30,8	28,5	23,5	
Allemagne ^{a)}	20,9	-17,2	-21,8	-18,1	-9,7	-1,9	-4,2	-3,7	-8,4	
France ^{a)}	3,6	9,4	7,8	16,9	1,3	8,5	4,7	0,6	2,9	
Royaume-Uni ^{a)}	-16,7	-16,6	-3,2	-10,5	-1,1	-1,3	-3,0	-3,4	-2,9	
Italie ^{a)}	-28,6	11,3	15,1	27,4	4,3	3,8	7,3	9,0	7,3	
Suisse ^{b)}	15,1	19,4	18,4	16,1	4,8	5,3	4,0	4,7	5,2	5,9

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

^{b)} Variations saisonnières non déduites

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie*



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

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

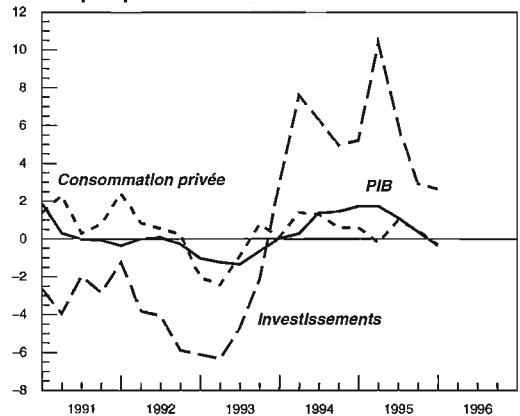
pement, qui avaient largement soutenu la croissance au cours des trimestres précédents, n'ont été que légèrement supérieurs au montant atteint un an auparavant. Ce dernier était toutefois très élevé du fait de la suppression de la taxe occulte au début de 1995. La consommation privée, la plus importante composante de la demande, s'est elle aussi inscrite, en termes réels, un peu au-dessus du niveau de la période correspondante de 1995. Malgré l'affaiblissement de la conjoncture en Europe et le franc toujours fort, les exportations de biens et de services ont progressé en volume au premier trimestre. Comme les importations ont également augmenté vivement en volume, le commerce extérieur a freiné la croissance du produit intérieur brut réel.

L'indice de la marche des affaires dans l'industrie – il est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – a poursuivi son mouvement de repli au premier trimestre. Cette évolution a été particulièrement prononcée dans les secteurs axés sur l'exportation, où le sensible recul de la production a notamment joué un rôle. La production a été, pour la première fois depuis le début de 1994, nettement inférieure au volume

du premier trimestre de 1995. Les entrées de commandes ont diminué légèrement tant par rapport au quatrième trimestre que par rapport à la période correspondante de 1995, et les carnets de commandes ont continué à reculer, en dépit du net fléchissement de la production. Les stocks de produits finis ont été considérés comme trop importants par un nombre toujours aussi élevé de personnes interrogées. Dans l'industrie orientée sur le marché intérieur, les entrées de commandes n'ont plus régressé aussi fortement qu'au trimestre précédent, et la production a poursuivi son repli par rapport à la période précédente mais aussi par rapport au premier trimestre de 1995. Il en a découlé un ralentissement de la baisse des carnets de commandes. Le nombre des participants à l'enquête, qui estiment que leurs stocks de produits finis sont trop élevés, est resté important, mais ne s'est pas accru. Après être resté à 85% environ au deuxième semestre de 1995, le taux d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie a diminué à 83,7% au premier trimestre de 1996.

Une nette amélioration de l'activité ne peut être escomptée dans les prochains mois. Les entreprises axées sur le marché intérieur s'attendent à un nouveau repli, même atténué, des entrées et carnets de commandes, de sorte qu'elles prévoient une réduction de la production ces pro-

Graphique 10: Produit intérieur brut réel*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFQC

chains mois également. Quant aux entreprises à vocation exportatrice, elles ont porté un jugement moins pessimiste sur l'évolution des commandes et de la production. Pour les mois à venir, elles tablent notamment sur une croissance des commandes.

Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture – le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ l'établit également – a progressé un peu au premier trimestre, après une baisse au deuxième semestre de 1995. Il ne s'est toutefois inscrit que très légèrement au-dessus du niveau de la période correspondante de 1995. Ainsi, l'évolution du baromètre conjoncturel, qui normalement précède de six mois la marche effective de l'économie, ne fait pas encore apparaître une nette reprise de l'activité économique. Depuis peu, ce baromètre ne tient plus compte des cours des actions, ce qui accroît sa valeur indicative.

Consommation

Au premier trimestre de 1996, des signes de reprise n'ont pas été observés du côté des dépenses réelles de consommation privée. En données corrigées des variations saisonnières, celles-ci n'ont progressé que légèrement par rapport au quatrième trimestre de 1995. Elles étaient de 0,5% supérieures au niveau de la période correspondante de 1995, alors qu'elles avaient reculé de 0,3% au quatrième trimestre.

D'un trimestre à l'autre, les chiffres d'affaires du commerce de détail ont augmenté un peu par jour ouvrable et en termes réels. Ils ont marqué une hausse de 0,6% par rapport à ceux du premier trimestre de 1995. Seules les ventes de carburants et de combustibles ainsi que de machines de bureau ont enregistré une nette croissance. Dans le textile et l'habillement, les ventes ont continué à fléchir. Les importations de biens de consommation ont gagné sensiblement en dynamisme par rapport au quatrième trimestre. Cette évolution s'explique surtout par les fortes dépenses dues à l'achat de médicaments et de voitures particulières, qui constituent ensemble près d'un tiers du total des importations de biens de consommation. Après une amélioration au quatrième

trimestre de 1995, les nuitées de la clientèle suisse se sont de nouveau repliées en comparaison annuelle.

Selon l'enquête menée en avril 1996 par l'Office des questions conjoncturelles, l'indice du climat de consommation s'est détérioré notablement. Comme en janvier, les consommateurs ont porté un jugement plus pessimiste sur leur situation financière à venir et sur les perspectives d'emploi. L'indice de la sécurité de l'emploi, qui est orienté à la baisse depuis le début de 1995, a marqué une accélération de son repli en avril.

Investissements

Les investissements n'ont progressé que faiblement, en termes réels, au premier trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1995, ils ont diminué de 1,3% (quatrième trimestre 1995: 2,6%).

Dans la construction, une rapide amélioration n'est pas en vue. Les investissements en constructions ont fléchi de 4%, en termes réels, par rapport au premier trimestre de 1995. La tendance à la baisse est observée depuis le premier trimestre de 1995. Du fait de la demande toujours faible dans la construction, la marche des affaires dans l'industrie de la pierre et de la terre a continué à se dégrader et s'est établie au niveau le plus bas jamais enregistré depuis 1993. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le recul des entrées et carnets de commandes s'est accéléré d'un trimestre à l'autre. Les livraisons de l'industrie du ciment ont régressé de 13%, en termes réels, par rapport au premier trimestre de 1995.

Pour le premier trimestre de 1996, l'enquête sur la construction, effectuée par le même centre, a reflété la détérioration de la situation dans la construction. L'activité dans le secteur principal de la construction a connu un fléchissement plus net qu'au quatrième trimestre. Les carnets de commandes ont fait l'objet d'un jugement sensiblement moins favorable qu'un an auparavant. Le taux d'utilisation des capacités techniques s'est replié de 60%, au quatrième trimestre, à 55% au trimestre suivant. Le bâtiment et le génie

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

	1992	1993	1994	1995	1996					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	-10,3	-4,1	13,6	17,9	11,9	29,7	17,7	9,6	16,7	1,6
Logements dont la construction a été autorisée ¹	-	-4,1	12,8	-23,4	15,5	-30,4	-18,7	-18,9	-25,1	1,7
Logements construits ¹	-	-4,1	25,2	9,8	35,3	-4,1	22,3	27,5	-0,9	0,3
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	-10,2	-3,4	-5,8	-1,0	-5,8	2,2	0,4	-3,6	-1,0	-10,2
Secteur privé	-17,1	5,1	-5,5	-12,5	-5,5	0,2	-6,0	-13,0	-12,5	-17,4
Secteur public	-2,8	-11,2	-6,2	11,5	-6,2	4,6	7,0	7,0	11,5	-2,5
Renchérissement dans la construction ²	6,1	3,4	1,5	2,7	2,7	2,8	2,7	2,4	1,0	0,8

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

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

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

civil ont été touchés dans la même mesure par le recul de la demande. Pour les prochains mois, les entrepreneurs s'attendent à de nouvelles baisses des prix et des entrées de commandes. Cette dernière diminution devrait toutefois se ralentir un peu à partir du deuxième trimestre. Comme dans le secteur principal de la construction, la situation est restée déprimée dans le domaine du parachèvement. La production a fléchi nettement, et les perspectives se sont assombries en matière de commandes pour les deuxième et troisième trimestres.

Au premier trimestre, les investissements en biens d'équipement se sont accrus en termes réels. Leur croissance a toutefois marqué un sensible ralentissement en comparaison annuelle, passant de 13,1% au quatrième trimestre de 1995 à 1,8% au trimestre suivant. L'expansion des importations de biens d'équipement, qui avait été très élevée ces deux dernières années, s'est elle aussi notablement affaiblie. Selon l'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, les commandes de la clientèle suisse ont continué leur repli en termes nominaux et d'un trimestre à

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

	1992	1993	1994	1995	1996					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Exportations, volume	4,3	0,6	4,9	4,2	7,5	4,6	6,6	4,1	0,2	3,2
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	2,8	-1,7	9,4	0,4	10,5	3,5	2,8	0,5	-5,7	-2,2
biens d'équipement	0,0	-2,2	5,7	7,3	9,3	8,2	9,1	6,0	4,8	4,5
biens de consommation	10,6	5,6	0,6	4,5	3,5	2,4	7,5	5,3	0,2	6,6
Valeurs moyennes à l'exportation	0,7	0,0	-0,7	-2,1	-1,6	-3,2	-2,1	-1,2	-1,6	-0,9
Importations, volume	-4,3	-1,2	9,4	3,6	9,4	11,1	7,4	2,9	6,5	2,5
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	-1,4	-1,3	10,9	-4,7	14,1	7,7	8,8	0,2	2,8	-2,0
biens d'équipement	-10,3	-4,1	13,6	16,7	11,9	29,7	17,7	9,6	17,9	1,6
biens de consommation	-2,9	1,5	6,4	2,4	5,1	4,0	0,4	1,3	2,9	6,2
Valeurs moyennes à l'importation	2,2	-2,2	-4,8	-2,8	-2,6	-1,8	-3,1	-1,1	-2,3	-0,9

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.

Source: Direction générale des douanes fédérales

l'autre. Par rapport au premier trimestre de 1995, elles ont fléchi de 17,4%. Quant à la réserve de travail, elle s'est maintenue à 4,3 mois.

Commerce extérieur

Les exportations de marchandises ont augmenté en volume au premier trimestre de 1996, après avoir stagné au quatrième trimestre de 1995. En comparaison annuelle, elles ont progressé de 3,2%. Comme le premier trimestre a compté un jour ouvrable de moins que la période correspondante de 1995, cette croissance devrait être plutôt sous-estimée. La reprise est due à la hausse de 6,6% des exportations de biens de consommation, mais aussi à celle de 4,5% des exportations de biens d'équipement. Ces dernières ont encore perdu un peu de leur dynamisme; leur croissance s'était déjà affaiblie sans discontinuer au cours du second semestre de 1995. Les livraisons à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont diminué de 2,2% et ce pour la deuxième fois consécutive.

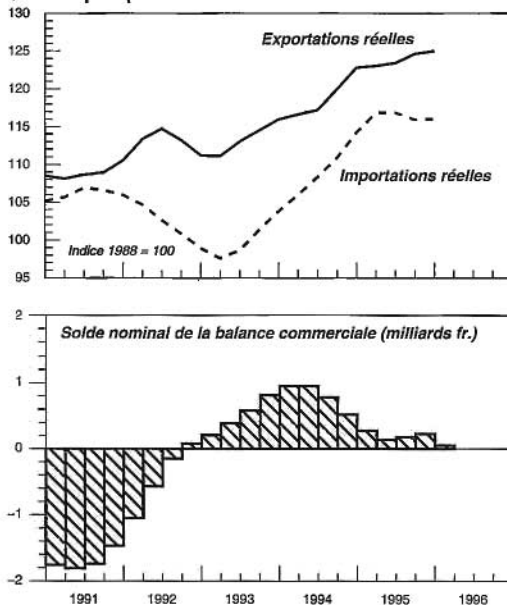
Les exportations ont évolué inégalement selon les branches de l'industrie. Au premier trimestre, les ventes à l'étranger de l'industrie chimique et de celle des véhicules ont progressé plus fortement qu'au trimestre correspondant de 1995. Au sein de l'industrie chimique, les livraisons de produits pharmaceutiques se sont accrues dans une mesure supérieure à la moyenne. Les exportations de l'industrie des machines et de l'électronique ont elles aussi continué à croître. Les ventes à l'étranger de la métallurgie n'ont diminué que légèrement, après avoir enregistré un net recul au quatrième trimestre. Les exportations de l'industrie horlogère ont connu la même évolution. Elles se sont en effet repliées moins fortement qu'au quatrième trimestre, mais n'ont pas atteint le niveau de la période correspondante de 1995. Les livraisons de l'industrie textile ont encore régressé sensiblement.

Les exportations vers l'UE ne se sont inscrites, en valeur, que légèrement au-dessous du niveau du premier trimestre de 1995; au quatrième trimestre, elles avaient accusé une forte baisse. Au sein de l'UE, les fournitures vers l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Autriche et les Pays-Bas avant

tout ont diminué, alors que les exportations vers le Royaume-Uni, la Belgique, l'Espagne et la Suède ont augmenté nettement. La demande émanant des Etats-Unis et du Japon ainsi que de pays n'appartenant pas à l'OCDE s'est animée. Les ventes aux Etats-Unis ont été de plus de 1% supérieures à celles du premier trimestre de 1995. En outre, les exportations vers le Japon ont encore fait preuve de vigueur (20,6%), et les ventes à l'Europe centrale sont restées élevées. Après avoir diminué au quatrième trimestre, les livraisons aux pays en développement non exportateurs de pétrole ont progressé vivement.

Au premier trimestre, les importations de marchandises ont continué leur mouvement de hausse, en volume et en données corrigées des variations saisonnières. Elles ont augmenté de 2,5% par rapport au premier trimestre de 1995. Les importations de biens de consommation et de produits énergétiques se sont accrues de 6,2% et de 11%. Tant les achats à l'étranger de biens de consommation durables que de biens non durables ont été supérieurs à leur niveau du premier

Graphique 11: Commerce extérieur*



* Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

trimestre de 1995. Les importations de biens d'équipement n'ont progressé que de 1,6%; elles avaient marqué une hausse de 16,7% au quatrième trimestre. Ce tassement s'explique par la forte croissance que les importations de biens d'équipement avaient enregistrée au premier trimestre de 1995 à la suite du passage à la TVA. Les importations de matières premières et de produits semi-finis ont reculé de 2%, poursuivant ainsi leur mouvement de repli.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'importation et à l'exportation s'inscrivaient 0,9% au-dessous de ceux du premier trimestre de 1995. La baisse s'est ainsi ralentie.

En valeur, les importations ont augmenté un peu plus fortement que les exportations. La balance commerciale a dégagé un déficit de 0,1 milliard de francs. Un modeste excédent avait été enregistré au premier trimestre de 1995. Le solde actif de la balance des services a progressé de 0,3 milliard pour atteindre 5,6 milliards de francs. Les recettes

tirées du tourisme ont diminué nettement par rapport au premier trimestre de 1995, alors que les commissions bancaires ont marqué une vigoureuse hausse du fait de la croissance soutenue des émissions et des opérations de bourse. L'excédent de la balance courante a augmenté de 6,8 milliards, au premier trimestre de 1995, à 7 milliards de francs, au trimestre correspondant de 1996.

Emploi et marché du travail

Après avoir stagné au quatrième trimestre de 1995, l'emploi a diminué de 0,4%, au trimestre suivant, en données corrigées des variations saisonnières. En l'espace d'une année, il a régressé de 1,1%, soit un peu plus fortement qu'à la période précédente. Les emplois à plein temps ont accusé une baisse tant par rapport au premier trimestre de 1995 (-1,3%) que par rapport au trimestre précédent (-0,3). Ils avaient augmenté légèrement au quatrième trimestre de 1995. Les

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

	1993	1994 ^{a)}	1995 ^{b)}	1996 ^{b)}					
				4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Recettes									
Exportations de biens	96,8	99,4	99,5	26,7	24,7	24,9	23,7	26,1	25,1
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	93,3	95,8	95,8	25,8	23,7	24,0	22,9	25,2	24,2
Exportations de services	31,7	31,2	30,7	6,2	7,9	7,5	8,9	6,5	8,2
Revenus du travail et des capitaux	37,0	36,9	38,6	9,8	9,6	9,5	9,6	9,9	9,3
Transferts courants	3,7	3,5	3,6	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Total des recettes	169,2	171,0	172,4	43,6	43,0	42,8	43,2	43,4	43,5
Dépenses									
Importations de biens	94,4	97,2	99,3	25,7	24,9	25,3	23,6	25,6	25,6
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	89,8	92,6	94,5	24,5	23,7	24,1	22,4	24,2	24,3
Importations de services	14,8	15,2	15,1	3,1	2,6	3,9	5,5	3,1	2,6
Revenus du travail et des capitaux	23,5	25,2	26,0	6,5	6,6	6,5	6,4	6,5	6,2
Transferts courants	7,9	8,3	8,5	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1
Total des dépenses	140,5	145,8	148,9	37,3	36,2	37,8	37,6	37,2	36,5
Soldes									
Biens	2,4	2,2	0,1	1,0	-0,3	-0,3	0,2	0,6	-0,5
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	3,5	3,2	1,3	1,3	0,1	-0,1	0,4	0,9	-0,1
Services	16,9	16,0	15,6	3,2	5,3	3,5	3,4	3,4	5,6
Revenus du travail et des capitaux	13,5	11,7	12,6	3,3	3,0	3,0	3,3	3,4	3,1
Transferts courants	-4,2	-4,8	-4,9	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2
Solde des transactions courantes	28,7	25,1	23,5	6,3	6,8	5,0	5,5	6,1	7,0

^{a)} Chiffres provisoires

^{b)} Selon de premières estimations

¹ La ventilation a été en partie remaniée pour tenir compte des nouveaux principes directeurs du Fonds monétaire international. Ainsi, la composition de plusieurs postes a été adaptée. Les transferts en capital n'entrent plus dans les transactions courantes.

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

emplois à temps partiel ont eux aussi reculé nettement. En comparaison annuelle, ils ont toutefois progressé de 1,8%.

Dans l'industrie, l'emploi a marqué une légère hausse d'un trimestre à l'autre; il n'a cependant pas atteint le niveau de la période correspondante de 1995. De nouveaux emplois ont été créés surtout dans la construction électrique, l'électronique, la chimie et l'industrie des machines. Les plus fortes diminutions en pour-cent ont été observées dans l'industrie du tabac, dans le textile ainsi que dans le cuir et les chaussures. Dans l'alimentation et l'industrie graphique, la situation s'est également détériorée. Dans la construction, le recul de l'emploi s'est de nouveau accéléré en comparaison annuelle (-3,9%). La tendance à la baisse s'est poursuivie dans le secteur des services; l'emploi s'est inscrit 0,8% au-dessous du niveau du premier trimestre de 1995. Les branches les plus touchées ont été une nouvelle fois le commerce de détail ainsi que la restauration et l'hébergement. Les transports et communications en ont également subi les effets. En revanche, dans les banques, l'emploi a progressé un peu par rapport à la période correspondante de 1995 et ce pour la première fois depuis plus d'une année. De même, une évolution positive a été notée dans les assurances.

L'indice Manpower des offres d'emploi a continué son mouvement de repli et s'est établi à son niveau le plus bas depuis le troisième trimestre de 1994. Le nombre des places vacantes est resté peu élevé.

La hausse du chômage, qui s'était amorcée à fin 1995, s'est poursuivie. De décembre à avril, l'effectif des chômeurs a augmenté de 8800 unités, passant ainsi à 162 200. En données corrigées des variations saisonnières, le taux de chômage s'est accru pour atteindre 4,5%; de ce fait, il s'est inscrit légèrement au-dessus du niveau enregistré un an auparavant. La Suisse romande et le Tessin, mais aussi la Suisse allemande, ont affiché des taux de chômage en hausse, soit respectivement 6,6% et 3,5%. Comme au quatrième trimestre, le nombre des chômeurs qui sont sans emploi depuis moins de six mois a marqué un net accroissement. Quant aux personnes sans emploi depuis plus de six mois mais moins d'un an, il a augmenté également.

En données corrigées des variations saisonnières, l'effectif des chômeurs partiels a passé de 10 600, au quatrième trimestre de 1995, à 11 400, au trimestre suivant. Un an auparavant, il était de 7 600. La moitié des heures perdues en raison du

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

	1993	1994	1995	1994				1995				1996					
				4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-2,8	-1,8	-0,8	-1,0	-0,5	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1								
Personnes occupées à plein temps ¹	-3,4	-2,2	-1,3	-1,3	-1,0	-1,3	-1,6	-1,4	-1,3								
Taux de chômage ^{2,3}	4,5	4,7	4,2	4,5	4,5	4,2	4,0	4,2	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,6	4,5
Chômeurs ³	163 135	171 038	153 316	164 712	164 647	151 662	145 096	151 860	165 354	164 656	166 102	165 305	164 151				
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	42 046	22 600	9 917	11 320	12 656	10 680	6 575	9 756	17 055	12 616	18 522	20 028	16 637				
Places vacantes annoncées ³	5 743	5 224	5 401	4 658	5 105	6 557	5 536	4 406	5 294	4 646	5 369	5 868	6 353				

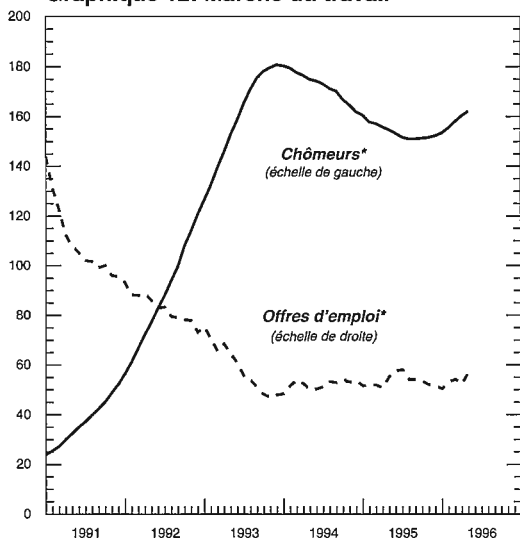
¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Sources: OFIAMT, OFS

Graphique 12: Marché du travail



* En milliers; données cvs et sans les valeurs extrêmes

Source: OFIAMT

chômage partiel ont affecté le secteur de la construction.

Prix

En mars, l'indice des prix à la consommation dépassait de 0,9% le niveau enregistré un an auparavant, contre 1,9% en décembre. Le recul prononcé du renchérissement est dû à un effet de base. Il y a une année, le passage à la TVA avait entraîné un bond de l'indice des prix à la consommation. Etant donné que le rythme de la hausse mensuelle des prix, observé au début de cette année, a été nettement inférieur à celui de la même période de 1995, le taux annuel de renchérissement a reculé sensiblement. Cet effet de base a été particulièrement marqué dans les services, qui ont été soumis après coup à la TVA. Dans les services publics, le renchérissement a diminué de 4,8% en décembre à 1,5% en mars. Dans les services privés, il a reculé de moitié pour s'établir à 1,5%, bien que l'augmentation de 1,9% des loyers – ceux-ci ne sont pas soumis à la TVA – ait été relativement élevée. Les prix des marchandises se sont maintenus, en mars, au niveau du mois correspondant de 1995. Alors que

le renchérissement des marchandises et services suisses a faibli pour s'inscrire à 1,3%, les prix des biens et services étrangers, orientés continuellement à la baisse depuis le premier trimestre de 1994, sont restés inchangés en comparaison annuelle. Cela a découlé surtout du prix du mazout, qui a enregistré une forte hausse depuis l'été 1995. En mars, il dépassait de 15% le niveau noté un an auparavant.

En avril et en mai, le renchérissement a été de 0,9% et de 0,7%. Le léger recul en mai est dû surtout à l'évolution des loyers des appartements, qui sont recensés tous les trimestres. Entre février et mai, ils ont augmenté dans une mesure nettement moins forte qu'un an auparavant.

Le repli du renchérissement a continué au niveau de la production. L'indice des prix à la production et à l'importation (indice des prix de l'offre totale) s'établissait, au premier trimestre, 1,8% au-dessous du niveau de la période correspondante de 1995; au quatrième trimestre, la baisse avait été de 0,9%. Le recul des prix agricoles et des prix des produits métallurgiques a joué un rôle à cet égard.

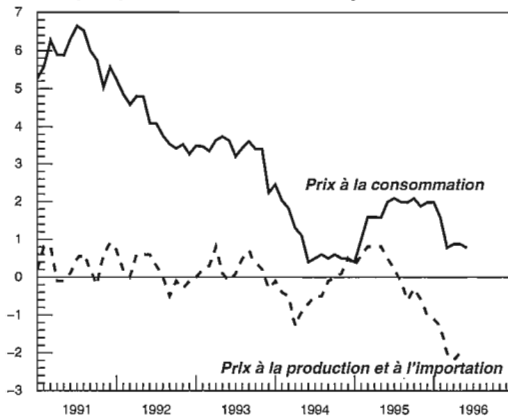
2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Au début de 1996, la monnaie centrale désaisonnalisée a enregistré une accélération de sa croissance. En 1995, elle ne s'était pas rapprochée du sentier de croissance dans la mesure prévue. Cet agrégat s'inscrivait à 30685 millions de francs au premier trimestre de 1996 et dépassait ainsi de 1,5% (6% en taux annualisé) le niveau du quatrième trimestre de 1995. L'écart par rapport au sentier de croissance à moyen terme s'est réduit à 1,2%.

La monnaie centrale désaisonnalisée était de 385 millions de francs supérieure à la prévision publiée pour le premier trimestre de 1996. Cette différence s'explique en partie par le recul plus prononcé que prévu des taux appliqués aux dépôts d'épargne, recul qui a stimulé la demande de billets de banque. Les billets en circulation, qui représentent plus de 90% de la monnaie centrale,

Graphique 13: Evolution des prix*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFS

dépassaient en effet de 1,3% le niveau de la période correspondante de 1995. L'autre composante de la monnaie centrale, les avoirs en comptes de virements que les banques détiennent à la Banque nationale, a augmenté de 5,3%.

Les agrégats M_1 , M_2 et M_3 ont également enregistré une accélération de leur croissance. Ainsi, les masses monétaires M_1 et M_2 dépassaient, au premier trimestre, de 14% et de 15,3% les niveaux de la période correspondante de 1995. A l'exception du numéraire et des dépôts en comptes de chèques, toutes leurs composantes ont affiché des taux annuels de croissance à deux chiffres. Cette évolution a reflété avant tout les transferts des dépôts à terme (-20,6%) vers des formes de placements plus liquides. De même, la masse monétaire M_3 , qui englobe M_2 et les dépôts à terme et qui, de ce fait,

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
1991	26 442	2,2	2 832	-11,3	29 274	29 247	1,1	1,4
1992	26 467	0,1	2 553	-0,7	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,6	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	-4,5	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 ⁵	27 573	0,7	2 574	5,4	30 147	30 129	0,5	1,4
1995 ⁵ 2 ^e trim.	27 372	0,4	2 567	-2,8	29 939	30 059	0,0	1,6
3 ^e trim.	27 229	0,4	2 563	2,2	29 792	30 174	0,3	1,6
4 ^e trim.	27 896	0,8	2 653	5,4	30 549	30 246	1,4	1,4
1996 ⁵ 1 ^{er} trim.	28 150	1,3	2 646	5,3	30 797	30 685 ^P	2,2 ^P	5,9 ^P
1995 ⁵ oct.	27 225	0,9	2 546	5,9	29 771	30 255	1,3	1,6
nov.	27 320	0,9	2 620	3,4	29 940	30 212	1,2	1,3
déc.	29 143	0,4	2 793	6,8	31 936	30 271	1,7	1,4
1996 ⁵ janv.	28 536	0,8	2 588	3,6	31 124	30 574 ^P	1,6 ^P	6,7 ^P
févr.	27 921	1,4	2 622	7,7	30 543	30 758 ^P	2,5 ^P	6,9 ^P
mars	27 994	1,8	2 729	4,7	30 723	30 723 ^P	2,4 ^P	4,8 ^P
avril	28 064	2,2	2 697	5,4	30 761	30 823 ^P	2,4 ^P	4,6 ^P
mai	28 087	2,9	2 806	11,1	30 893	31 142 ^P	3,8 ^P	6,0 ^P

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

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

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

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

⁵ Depuis janvier 1995, les avoirs en comptes de virements sont constitués exclusivement des dépôts des banques en Suisse. Auparavant, ils incluaient quelques dépôts d'établissements qui ne sont pas soumis à la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne. Depuis 1995, les taux de variation sont calculés à partir de données ajustées qui ont été publiées dans le Bulletin mensuel n° 2, 1995.

⁶ Taux de variation annualisés, calculés par rapport au niveau moyen de la MCD pour le 4^e trimestre précédent (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

Tableau 7: Agrégats monétaires¹
(Définition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995 ^P	6,9	5,1	2,4
1995 2 ^e trim. ^P	5,1	2,8	1,5
3 ^e trim. ^P	8,5	6,4	3,0
4 ^e trim. ^P	10,9	9,5	3,3
1996 1 ^{er} trim. ^P	14,0	15,3	6,3
1995 sept. ^P	8,4	6,9	3,1
oct. ^P	11,4	8,9	3,5
nov. ^P	11,6	9,8	3,2
déc. ^P	10,1	9,7	3,2
1996 janv. ^P	11,2	13,8	5,2
févr. ^P	13,7	15,4	6,1
mars ^P	17,1	16,7	7,5
avril ^P	16,8	16,8	8,0

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

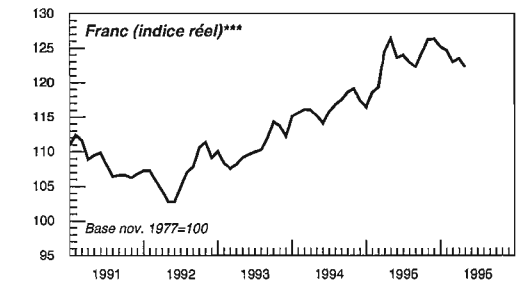
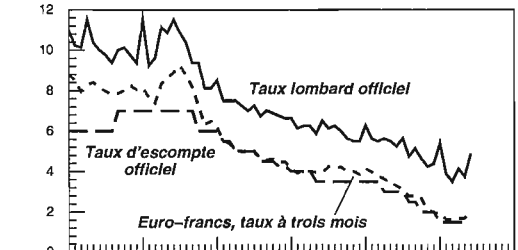
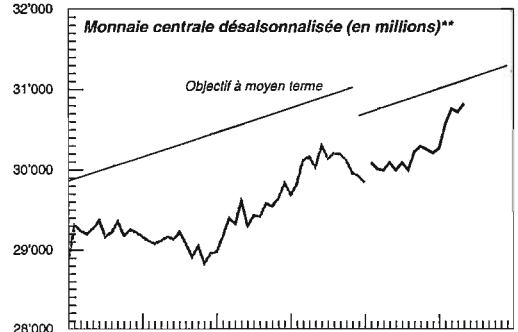
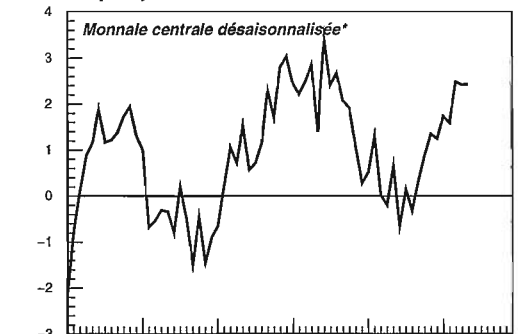
M₃ = M₂ + dépôts à terme

ne subit pas les influences des mouvements entre ces composantes, s'est toutefois accrue de 6,3%, soit un taux presque deux fois plus élevé qu'au quatrième trimestre de 1995. Avec la croissance de 3,6% des crédits à la clientèle suisse, cela montre que le repli des taux d'intérêt a eu des effets qui vont au-delà de simples transferts au sein de la masse monétaire M₃.

Marché monétaire

Après le net recul au cours du mois de décembre, les rémunérations à court terme sont restées presque stables de janvier à avril. En mai, la demande de liquidités de la part des banques a toutefois augmenté vigoureusement. Bien que la Banque nationale ait laissé croître de 2,7 milliards à 2,8 milliards de francs les avoirs en comptes de virements, les taux à court terme ont marqué une sensible hausse. Le léger affaiblissement du franc sur les marchés des changes a contribué également à cette tension. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois s'inscrivait

Graphique 14: Suisse

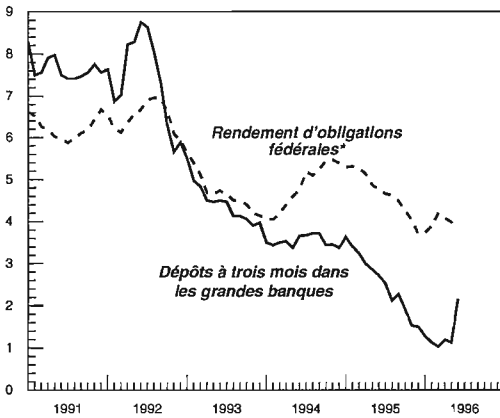


* Variation en % par rapport à l'année précédente

** Depuis janvier 1995, nouvelle série (voir tableau 6, remarque 5); sentier de croissance: 1% par an en moyenne

*** Cours pondéré par les exportations

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

à 2,5% à fin mai, soit 0,8 point au-dessus du niveau du début de l'année. Le rendement à l'émission de créances comptables à trois mois sur la Confédération était de 2%, et le taux correspondant des dépôts dans les grandes banques, de 2,2%. Ils dépassaient eux aussi les niveaux du début de l'année. Le taux de l'argent au jour le jour a enregistré des fluctuations un peu plus prononcées. Après avoir fléchi de plus de un point entre décembre et février pour s'établir à 1,2%, il s'est redressé et atteignait 2,6% à fin mai.

Etant donné que les taux à court terme allemands ont continué à reculer légèrement depuis le début de l'année, l'écart d'intérêt entre les dépôts en marks et en francs sur l'euro-marché a passé de 1,9 point de pourcentage, au quatrième trimestre, à 1,6 point, au cours des cinq premiers mois de 1996. Dans le même temps, la différence d'intérêt en faveur des placements en dollars est restée, en moyenne, inchangée à 3,4 points de pourcentage.

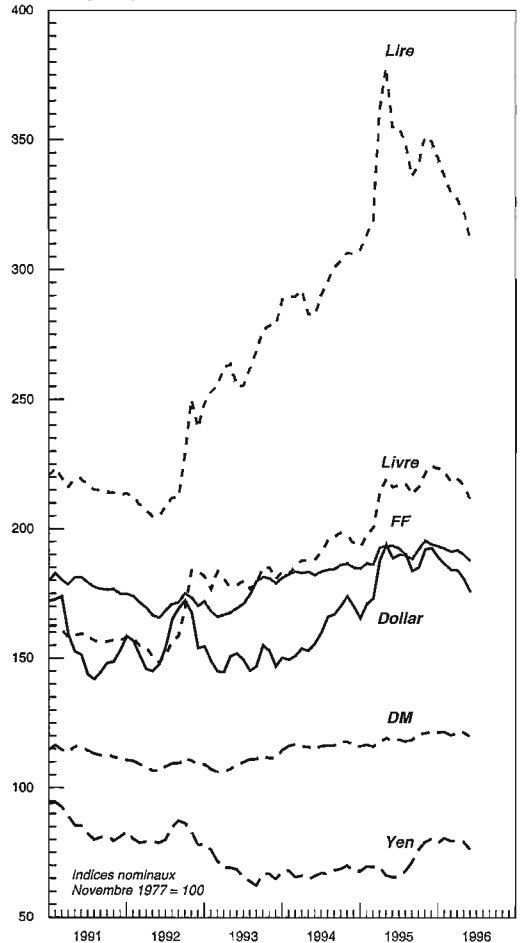
Marché des changes

Le franc a eu tendance à faiblir un peu au premier trimestre. Face au dollar, il a cédé 9% environ de

janvier à mai; à la fin de ce dernier mois, le cours du dollar s'inscrivait à fr. 1,26. Vis-à-vis du yen, le franc a reculé de 7% environ.

Le franc n'a pas varié aussi fortement par rapport au mark et aux autres monnaies participant au mécanisme de change du SME. Depuis le début de janvier, il a perdu 2% face au mark allemand, lequel affichait un cours de fr. 82,15 à fin mai. Le franc s'est en outre déprécié de 3% vis-à-vis de la monnaie française, le cours de celle-ci s'établissant un peu au-dessus de fr. 24,30.

Graphique 16: Variations du franc*



* En termes de quelques monnaies étrangères

Face aux monnaies des pays ne participant pas au mécanisme de change du SME, le franc a reculé également. Du début de l'année à fin mai, il a fléchi de 10% vis-à-vis de la lire italienne et de 8% par rapport à la livre sterling.

Pondéré en fonction des exportations, le cours réel du franc a diminué légèrement au premier trimestre. Mais il dépassait encore de 2,5% le niveau élevé du premier trimestre de 1995 (quatrième trimestre 1995: 7,1%). En l'espace d'une année, la valeur extérieure du franc a progressé, en termes réels, tant vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes que face au dollar (2,9%) et au yen japonais (16%). Par rapport au mark allemand et au franc français, le franc a haussé de 3,5% et de 1% en termes réels. Il a marqué un accroissement de 6,3% vis-à-vis de la livre sterling et n'a reculé que face à la lire italienne en termes réels (-3,5%).

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

Après avoir passé à 4,4% au début de février, le rendement moyen des emprunts fédéraux s'est replié pour s'établir à 3,9% à fin avril. A fin mai, il s'inscrivait de nouveau à 4,3%. Simultanément, l'écart de rendement entre les obligations à long terme et les créances comptables à trois mois sur la Confédération, qui ont été nouvellement émises, a diminué légèrement à 2,3 points de pourcentage.

Le taux moyen appliqué aux nouvelles obligations de caisse émises par les banques cantonales a enregistré son niveau le plus bas en février, soit 3,4%; début mai, il atteignait 3,6%. Les taux variables sur les nouvelles hypothèques en premier rang se sont maintenus à 5% depuis le début de l'année, alors que les taux sur les hypothèques anciennes ont passé de 5,3% à 5%. La rémunération moyenne que les banques cantonales servent sur les dépôts d'épargne ordinaires s'inscrivait à 2,4% début mai; elle était de 0,2 point inférieure au taux observé trois mois auparavant.

Après être restés éteints en janvier, les cours des actions ont progressé pendant les trois mois sui-

vants. Le Swiss Performance Index a augmenté, au total, de 11% jusqu'à fin avril. En mai, il s'est replié de 2%.

Sur le marché suisse des capitaux, les émissions d'obligations et d'actions ont totalisé 15,3 milliards de francs au premier trimestre. Ce montant était de 0,2 milliard inférieur à celui de la période correspondante de 1995. Le repli a touché le segment suisse. Le prélèvement d'argent frais que des débiteurs suisses ont opéré sur le marché des capitaux a diminué en effet de 1,5 milliard par rapport au premier trimestre de 1995 pour s'établir à 5,5 milliards de francs. Comme les remboursements ont été supérieurs aux prélèvements, il s'est inscrit à -0,6 milliard, contre 4,4 milliards de francs au premier trimestre de 1995.

Emprunts en francs suisses de débiteurs étrangers

Les emprunts en francs suisses, offerts en souscription par des débiteurs étrangers, ont porté sur 11,3 milliards de francs au premier trimestre. Malgré les fortes variations de rendement, qui sont observées depuis le début de l'année sur le marché suisse des capitaux, le volume des emprunts était une nouvelle fois supérieur (23%) au niveau de la période correspondante de 1995. Les emprunts ont été émis surtout pour des durées courtes.

La croissance des emprunts à taux fixe s'est poursuivie au premier trimestre (26%), mais à un rythme ralenti. Les emprunts ordinaires («straights») se sont chiffrés à 9,1 milliards de francs, ce qui correspond aux quatre cinquièmes du total des émissions. Il s'agit du montant le plus élevé depuis le premier trimestre de 1988. S'inscrivant à près de 1,6 milliard de francs, les emprunts liés à des actions ont diminué de 12% par rapport au premier trimestre. Les emprunts à options ont augmenté de 31% pour atteindre 1,1 milliard de francs, alors que les emprunts convertibles ont fléchi de moitié pour s'établir à 480 millions de francs. Les autres catégories d'emprunts (emprunts à taux variable, emprunts synthétiques et emprunts à options qui ne sont pas liées à des actions) ont totalisé 600 millions de francs, un

montant trois fois supérieur à celui du premier trimestre de 1995. Les emprunts offerts en souscription publique ont marqué une hausse de 40%, mais les placements privés ont reculé de 1%. Aussi la part des premiers a-t-elle passé de 58% à 66%.

La part des pays d'Europe occidentale au total des émissions étrangères en francs suisses a diminué de 59% au premier trimestre à 51% au trimestre correspondant de 1996, et celle des débiteurs japonais, de 18% à 16%. En outre, la part des débiteurs nord-américains et celle des banques internationales de développement sont restées presque stables à 17% et 2%. En revanche, 14% revenaient aux autres groupes de pays, contre 4% au premier trimestre de 1995.

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignait, à fin mars 1996, 1354 milliards de francs. Elle dépassait ainsi de 4,6% le montant de fin décembre. Cette croissance a reflété avant tout la hausse vigoureuse des fonds de la clientèle, qui ont servi principalement à des placements en papiers-valeurs et à des octrois de crédits, ainsi que l'expansion des opérations interbancaires.

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

menté notablement au premier trimestre. A l'exception des disponibilités, qui ont stagné en données corrigées des variations saisonnières, mais reculé effectivement, toutes les composantes de ces placements ont contribué à cette expansion. Les principaux soutiens de celle-ci ont été une nouvelle fois les titres qui ont progressé de 11,9% en l'espace de trois mois pour atteindre 145 milliards de francs. Depuis le début des années nonante à fin mars 1996, leur part au total des bilans a passé de moins de 7% à près de 11%. Comparée à l'évolution des titres, la hausse de 4,8% des effets de change et papiers-valeurs est apparue modeste. Dans les opérations interbancaires, des avoirs nets d'un demi-milliard de francs ont été enregistrés, après un solde négatif au quatrième trimestre.

Le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) s'est inscrit à 125% pour la période d'application allant du 20 février au 19 mars 1996. Il a augmenté de trois points par rapport à la période correspondante de 1995. Les liquidités des banques régionales et des banques Raiffeisen ont enregistré un net relèvement, alors que celles des grandes banques se sont rapprochées du minimum légal.

Une légère reprise s'est dessinée du côté des crédits. Ces derniers totalisaient 721 milliards de francs à fin mars, un montant de 2,8% supérieur au bas niveau de fin décembre. Ils dépassaient en outre de un pour-cent le volume de la fin du premier trimestre de 1995 (voir tableau 9, re-

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

	Emprunts classiques	Emprunts liés à des actions	Autres ²	Total
1992	18 191,5	7 492,0	1 318,5	27 002,0
1993	25 859,3	15 339,4	4 243,0	45 441,7
1994	17 183,1	10 455,5	3 997,6	31 636,2
1995	29 007,3	7 964,5	974,6	37 946,4
1994 4 ^e trim.	4 907,4	295,0	1 152,8	6 355,2
1995 1 ^{er} trim.	7 236,7	1 795,0	185,1	9 216,8
2 ^e trim.	6 244,0	2 110,3	108,5	8 462,8
3 ^e trim.	8 941,6	2 159,7	270,0	11 371,3
4 ^e trim.	6 585,0	1 899,5	411,0	8 895,5
1996 1 ^{er} trim.	9 120,7	1 585,6	594,7	11 301,0

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

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

marque 2). Les crédits à la clientèle suisse se chiffraient à 582 milliards de francs à fin mars. Ils ont progressé de 3,6% en l'espace d'une année; la plus grande partie de la hausse s'est répartie de manière égale sur les deux derniers trimestres. Les créances hypothécaires (placements hypothécaires ainsi qu'avances et prêts à terme fixe garantis par hypothèque), qui constituent la plus importante composante des crédits à la clientèle suisse, ont augmenté de 1,3% au cours du premier trimestre. De fin mars 1995 à fin mars 1996, leur croissance s'est inscrite à 3,7%. Pour ce qui est des autres crédits octroyés au secteur privé (crédits en comptes courants et avances et prêts à terme fixe sans garantie hypothécaire), ils ont affiché des taux de variation trimestriel et annuel de 2,6% et de 4,7%. Les crédits de construction sont restés à l'écart de l'éclaircie observée dans les crédits. En effet, tant les limites ouvertes que les crédits effectivement utilisés ont continué à se replier. Les crédits à la clientèle étrangère ont marqué une hausse de 8,6% par rapport au montant de fin décembre 1995, le plus bas depuis des années.

Les fonds de la clientèle se sont accrus de 6,9% en l'espace d'une année pour atteindre 724 milliards de francs. Environ les trois quarts de cette croissance revenaient aux fonds en monnaies étrangères qui ont afflué fortement au premier trimestre. Les créanciers à vue ont augmenté de 13,2% par rapport au quatrième trimestre de 1995, et les créanciers à terme, de 7%. Alors que

les dépôts à vue ont progressé de plus d'un cinquième de fin mars 1995 à fin mars 1996, les dépôts à terme sont restés presque inchangés. Cette stagnation a occulté le recul de 42% à 35% de la part du compartiment libellé en francs. Dans le domaine des fonds d'épargne, la situation ne s'est guère modifiée par rapport au quatrième trimestre, puisque les dépôts ont de nouveau marqué une vive hausse et ont été placés en attente pour la plupart d'entre eux.

Les engagements des banques sous forme d'emprunts obligataires et d'emprunts auprès des centrales d'émission de lettres de gage se chiffraient à 92 milliards de francs à fin mars; plus des deux tiers de ce montant revenaient aux emprunts obligataires. Ces engagements ont augmenté de 6,3% par rapport au niveau de fin mars 1995, mais, au sein de ceux-ci, le montant des emprunts auprès des centrales d'émission de lettres de gage n'a presque pas varié.

Les fonds fiduciaires confiés aux banques ont passé de 250 milliards, à fin décembre, à 263 milliards de francs, à fin mars, progressant ainsi de 5,2%. Ils dépassaient d'environ 10 milliards de francs, ou de près de 4%, le montant enregistré un an auparavant et de 20 milliards de francs le niveau le plus bas d'octobre dernier. Bien que les fonds fiduciaires d'origine suisse aient augmenté légèrement, la forte croissance trimestrielle s'explique surtout par l'afflux de fonds d'origine étrangère.

Tableau 9: Bilans bancaires(Variation par rapport à l'année précédente, en %, des états en fin d'année et de trimestre)¹

	1991	1992	1993	1994*	1995			1996	Etat (mrds fr.)
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	
Somme des bilans	3,4	3,3	5,8	0,8	0,4	1,3	9,8	16,8	1 354,5
Placements financiers nets²	-0,5	15,8	12,3	3,8	4,1	26,3	27,9	52,7	205,4
Liquidités	-2,0	-2,5	1,2	-6,2	-0,5	0,1	1,5	-0,9	9,7
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)</i>	<i>-14,3</i>	<i>-7,1</i>	<i>-26,1</i>	<i>-26,2</i>	<i>-22,1</i>	<i>2,5</i>	<i>-9,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,5</i>
Effets de change et papiers monétaires	-12,6	16,0	1,3	12,2	-12,8	-12,2	19,9	52,4	50,4
Titres	14,1	6,3	41,3	1,5	11,2	9,5	12,4	21,4	144,8
Crédits	5,9	1,9	1,6	0,6	1,2	-0,9	-2,4	1,0	720,6
Crédits à des résidents	4,5	1,7	0,9	2,4	2,0	1,5	2,4	3,6	581,7
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	2,6	0,3	-2,8	0,6	0,6	0	0,8	4,7	144,2
Crédits de construction									
Limites	-5,6	-5,8	-12,4	0,5	-1,9	-6,2	-13,2	-16,4	25,4
Montants utilisés	4,6	-0,8	-13,5	-4,3	1,0	-4,0	-12,0	-17,0	14,2
Hypothèques	5,1	3,5	1,8	3,9	3,0	2,7	3,4	3,7	414,0
Crédits à des non-résidents	11,1	2,6	4,0	-5,4	-1,3	-9,6	-19,6	-8,7	138,9
Fonds de la clientèle	4,5	3,2	2,4	2,0	0,5	1,5	-0,3	6,9	724,1
Créanciers à vue	-1,6	5,1	19,8	-4,9	-4,4	0,5	7,2	22,6	110,5
Créanciers à terme	5,9	2,4	-8,3	6,8	1,0	-1,1	-10,0	-0,2	278,4
Fonds d'épargne	5,5	7,4	21,5	4,8	4,3	7,9	12,2	16,6	264,0
Obligations de caisse	3,8	-2,0	-12,5	-11,4	-5,2	-5,5	-8,2	-13,2	71,2
Emprunts obligataires et lettres de gage	7,8	5,7	5,7	2,6	6,9	8,4	8,5	6,2	91,7
Opérations fiduciaires	0,2	0,8	-10,9	-4,3	-6,0	-8,8	-7,7	3,9	263,4

¹ Pour plusieurs postes du bilan, les comparaisons par rapport à l'année précédente subissent des distorsions, à partir du 3^e trimestre de 1995, du fait de modifications dans la méthode de comptabilisation et, à partir du 4^e trimestre de 1995, à cause du passage aux nouvelles dispositions régissant l'établissement des comptes. Ces distorsions concernent en particulier les placements financiers nets. Dans le domaine des crédits, les données sont comparables, grâce aux adaptations qui ont pu être faites.

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

* Chiffres définitifs

Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Jakob Schönenberger, Präsident des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank*

Einleitung

Regionale Unterschiede in der Wohlstandsentwicklung werden nicht immer gleich stark wahrgenommen. In Zeiten wirtschaftlicher Prosperität wie den achtziger Jahren werden sie wenig beachtet, weil das Wirtschaftswachstum meist auch den schwächeren Gebieten zugute kommt. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten hingegen wächst die Sensibilität für regionale Unterschiede. Wirtschaftliche Rückschläge – denken Sie an die Uhrenkrise Mitte der siebziger Jahre und in jüngster Zeit an die Bau- und Immobilienkrise – treffen einseitig strukturierte Regionen stärker. Wir sehen dies sehr deutlich an der Entwicklung der Arbeitslosigkeit, die zur Zeit in einigen Regionen rund doppelt so hoch ist wie im gesamtschweizerischen Durchschnitt. Es wird uns wieder bewusst, dass die Wirtschaftsstruktur aufgrund natürlicher und historischer Gegebenheiten regional grosse Unterschiede aufweist.

Regionale Einkommensunterschiede lassen sich nicht vermeiden. Ein Staat – insbesondere ein föderalistischer wie die Schweiz – muss indessen über Instrumente verfügen, die ausgleichend wirken. Diese Aufgabe kommt in erster Linie dem Finanzausgleich zwischen Bund und Kantonen zu. Er soll gewährleisten, dass auch die wirtschaftlich schwächeren Kantone und Gemeinden über genügend Finanzmittel verfügen, um die wichtigsten staatlichen Leistungen – Schulwesen, bauliche Infrastruktur, Sicherheit – bereitzustellen. Dies schafft die Voraussetzung dafür, dass das Wohlstandsgefälle zwischen reicheren und ärmeren Regionen nicht ständig zunimmt. Der heutige bundesstaatliche Finanzausgleich vermag diese Ausgleichsfunktion allerdings nicht mehr befriedigend zu erfüllen. Er hat sich über die Jahre hinweg entwickelt und ist mittlerweile von einem Gerüpp von Bundessubventionen überwuchert, das keine klaren Konturen mehr erkennen lässt. Eine Reform, die Transparenz und Effizienz in den Finanzausgleich bringt, ist dringend notwendig. Sie muss zusammen mit der Entflechtung der

Haushalte von Bund und Kantonen und der Sanierung der Bundesfinanzen erfolgen.

Revision und Ausbau des regionalpolitischen Instrumentariums des Bundes

Neben dem bundesstaatlichen Finanzausgleich verfügt die Schweiz seit den siebziger Jahren über zwei weitere Instrumente, die dazu beitragen sollen, die regionalen Disparitäten zu verkleinern. Es handelt sich um das Investitionshilfegesetz für Berggebiete aus dem Jahre 1974 und den Bundesbeschluss über Finanzierungsbeihilfen zugunsten wirtschaftlich bedrohter Regionen aus dem Jahre 1978.

Im Laufe der Jahre wurden bei beiden Beschlüssen Mängel sichtbar. Die kürzlich erfolgten Revisionen sollen sie beheben.

- Das bisherige Investitionshilfegesetz diente in den Bergregionen vor allem der Finanzierung von Basisinfrastruktur wie Grundschulen, Wasserversorgung, Pflege- und Altersheimen. Es übernahm damit Funktionen, die eigentlich dem Finanzausgleich zukommen. Beim neuen Investitionshilfegesetz stehen nicht mehr primär Investitionen in die Basisinfrastruktur im Vordergrund. Das Hauptziel besteht vielmehr darin, die Regionen als Standort für Unternehmen attraktiver zu machen. Gefördert werden sollen insbesondere die Erschliessung von Land für industrielle Zwecke, die Berufsbildung, Investitionen im Bereich der Telekommunikation, aber auch Vorhaben zur Verbesserung der touristischen Infrastruktur.
- Der Bundesbeschluss zugunsten wirtschaftlich bedrohter Regionen lief im Februar 1994 aus. An seine Stelle tritt ein ganzes Massnahmenbündel zur Stärkung regionaler Wirtschafts-

* Gehalten in Bern am 19. April 1996

strukturen. Kernstück ist der Bundesbeschluss zugunsten wirtschaftlicher Erneuerungsgebiete, der im Juli in Kraft tritt und auf Regionen mit ungünstiger Beschäftigungsentwicklung und hoher Arbeitslosigkeit zugeschnitten ist. Mit Steuererleichterungen und Bürgschaften soll die Ansiedlung von innovativen – schweizerischen und ausländischen – Unternehmen gefördert werden.

Obwohl ich die Meinung teile, dass in einem föderalistisch organisierten Staatswesen ein gewisses wirtschaftliches Gleichgewicht wünschbar ist, bin ich doch überzeugt, dass mit Bundesgesetzen recht wenig zur Förderung weniger entwickelter Regionen ausgerichtet werden kann. Massgebend ist vielmehr der Wettbewerb der Regionen bzw. Kantone bei der Schaffung möglichst günstiger Rahmenbedingungen.

Kantonale Wirtschaftsförderung und Kantonalbanken

Im Rahmen der Regionalpolitik ist auch die kantonale Wirtschaftsförderung zu erwähnen. Einige Kantone sind auf diesem Gebiet recht aktiv und bieten steuerliche Erleichterungen, Beratung unterschiedlicher Intensität, Bauland zu günstigen Bedingungen, Bürgschaften sowie Beiträge und Zinsverbilligungen an. Andere verzichten ganz auf spezifische Massnahmen und beschränken sich auf den Finanzausgleich innerhalb des Kantons.

Eine nicht unwesentliche Rolle spielen oder spielten auch die Kantonalbanken. Ihrer Gründung im letzten Jahrhundert stand die Idee Pate, die Wohlfahrt im Kanton zu mehren. Damals war in den beiden traditionellen Wirtschaftszweigen – dem Handwerk und der Landwirtschaft – das Kapital knapp. Die Kantonalbanken sollten durch die Gewährung zinsgünstiger Hypothekarkredite für Abhilfe sorgen. Gleichzeitig sollte der Sparwille der Bevölkerung gefördert und dadurch eine Ursache für die Kapitalknappheit beseitigt werden.

In den ersten Jahrzehnten ihres Bestehens trugen die Kantonalbanken in der Tat wesentlich dazu

bei, die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu verbessern. Sie förderten die Konkurrenz unter den Banken und sorgten dadurch für transparente und marktkonforme Kredit- und Einlagebedingungen.

Schon früh zeigte sich indessen, dass die Wirtschaftsförderung auch bei den Kantonalbanken nicht gratis ist. Bietet eine Kantonalbank Kredite zu besonders günstigen Konditionen an, schmälert dies ihren Gewinn; gewährt sie Kredite an Kunden, die von anderen Banken als nicht kreditwürdig eingestuft werden, so geht die Kantonalbank höhere Risiken ein als die anderen Banken. Beides gefährdet längerfristig ihre Existenz. Die Erfahrungen mehrerer Kantonalbanken in den letzten Jahren zeigen, wohin die Wirtschaftsförderung führen kann.

Nun könnte man einwenden, dass letztlich jede Art von Regionalpolitik Kosten verursacht. Wichtig ist indessen, dass die Kosten transparent sind, damit sie dem Nutzen gegenübergestellt werden können. Bei der Wirtschaftsförderung durch die Kantonalbanken ist dies nicht der Fall, weil die Wirtschaftsförderung mit der normalen Geschäftstätigkeit verweben ist. Transparent sind die Kosten regionalpolitischer Massnahmen nur, wenn sie über eigens dazu geschaffene Instrumente finanziert werden.

Schlussbemerkungen

Das neu erwachte Interesse für die Region und die Anpassung des Instrumentariums an die neuen Gegebenheiten sind zu begrüßen. Die Mittel sollten aber der Verbesserung der Rahmenbedingungen in den benachteiligten Regionen dienen und nicht der gezielten Förderung einzelner, von den zuständigen Beamten für aussichtsreich angesehener Betriebe. Alle Massnahmen werden indessen nur dann Früchte tragen, wenn gleichzeitig die Rahmenbedingungen für wirtschaftliche Initiative und Innovation für den Wirtschaftsstandort «Region Schweiz» insgesamt verbessert werden.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse

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

Introduction

Les disparités régionales dans l'évolution de la prospérité ne sont pas toujours perçues avec la même acuité. Dans une phase d'essor économique, comme celle des années quatre-vingt, ces inégalités sont moins ressenties, les régions défavorisées ayant généralement, elles aussi, leur part au gâteau de la croissance économique. En période de récession par contre, ces écarts prennent une importance accrue. Les retournements de la conjoncture – crise horlogère du milieu des années septante et, plus récemment, crise de la construction et de l'immobilier – frappent plus durement les régions aux structures économiques peu diversifiées. L'évolution du chômage illustre parfaitement ce phénomène. Aujourd'hui, plusieurs régions enregistrent des taux de chômage atteignant le double de la moyenne nationale. Nous prenons alors davantage conscience des disparités régionales dans les structures économiques, disparités qui résultent des conditions naturelles et d'évolutions historiques.

Les différences de revenus entre les régions ne peuvent être évitées. Un Etat, plus particulièrement un Etat fédéral comme le nôtre, doit toutefois se doter d'instruments permettant d'atténuer de tels écarts. La péréquation financière entre la Confédération et les cantons est le principal d'entre eux. Grâce à elle, les cantons et les communes économiquement faibles devraient disposer de moyens financiers suffisants pour assumer leurs tâches dans les domaines notamment de la formation scolaire, des équipements collectifs et de la sécurité. En d'autres termes, il s'agit d'empêcher que le fossé entre régions riches et régions pauvres ne se creuse sans cesse. Or l'actuel mécanisme fédéral de péréquation financière ne remplit plus son rôle de manière satisfaisante. Il s'est développé au fil des années et un maquis opaque de subventions fédérales est venu s'y greffer. Une réforme visant à accroître la transparence et l'efficacité de la péréquation financière s'impose dès lors; elle doit aller de pair avec un

réaménagement des attributions en matière de décision et de financement entre Confédération et cantons ainsi qu'un assainissement des finances fédérales.

Révision et extension des instruments de la politique régionale de la Confédération

En plus du système de péréquation financière de l'Etat fédéral, la Suisse dispose, depuis les années septante, de deux instruments destinés à réduire les disparités régionales. Il s'agit de la loi fédérale de 1974 sur l'aide en matière d'investissements dans les régions de montagne et de l'arrêté fédéral de 1978 instituant une aide financière en faveur des régions dont l'économie est menacée.

Avec le temps, ces deux textes ont fait apparaître des faiblesses que de récentes révisions se sont attachées à corriger.

- L'ancienne loi sur l'aide en matière d'investissements dans les régions de montagne visait, pour l'essentiel, à assurer le financement de l'infrastructure de base telle que les écoles, l'approvisionnement en eau et les établissements médico-sociaux. Elle remplissait ainsi des tâches incombant à la péréquation financière. La nouvelle loi sur l'aide en matière d'investissements veut avant tout rendre les régions de montagne plus attrayantes pour les entreprises et fait passer au second plan l'aide aux investissements dans l'infrastructure de base. Elle cherche en premier lieu à encourager la mise à disposition de terrains industriels, la formation professionnelle, les investissements dans le domaine des télécommunications, mais aussi des projets d'amélioration de l'infrastructure touristique.
- L'arrêté fédéral instituant une aide financière en faveur des régions dont l'économie est

* Berne, le 19 avril 1996

menacée a expiré en février 1994. Un train de mesures visant à renforcer les structures économiques de ces régions a été adopté pour le remplacer. L'arrêté fédéral en faveur des zones économiques en redéploiement en est l'élément principal. Cet arrêté, qui entrera en vigueur en juillet 1996, est conçu pour venir en aide aux régions souffrant de suppressions d'emplois et d'un taux de chômage élevé. Il prévoit, par le truchement d'allègements fiscaux et de cautionnements, d'encourager l'implantation d'entreprises innovatrices – suisses et étrangères – dans ces zones.

Un certain équilibre économique est souhaitable au sein d'un Etat fédéral. J'en suis convaincu, mais je suis aussi persuadé que des lois fédérales ne permettent guère d'aider les régions les moins développées. La concurrence entre régions ou entre cantons dans la mise en place de conditions-cadre aussi favorables que possible joue un rôle beaucoup plus déterminant.

Aide économique des cantons et banques cantonales

La politique régionale englobe aussi l'aide économique des cantons. Quelques cantons sont très actifs et proposent des allègements fiscaux, un service de conseil dans divers domaines, des terrains à construire à bas prix, des cautionnements, des subventions et des réductions de taux d'intérêt. D'autres, par contre, ont renoncé à toute mesure particulière et se limitent à la péréquation financière au sein du canton.

Les banques cantonales jouent, ou jouaient, un rôle non négligeable dans le domaine de l'aide économique. Elles furent fondées au siècle dernier pour contribuer à l'accroissement de la prospérité dans leur canton. L'artisanat et l'agriculture – les deux branches d'activité traditionnelles de l'époque – souffraient d'une pénurie de capitaux. Les banques cantonales devaient y remédier en octroyant des prêts hypothécaires à taux bas. Elles devaient en outre renforcer l'épargne et, partant, éliminer une des causes du manque de capitaux.

Au cours de leurs premières décennies d'activité,

les banques cantonales participèrent fortement à l'amélioration des conditions-cadre sur le plan économique. En stimulant la concurrence entre les banques, elles permirent d'accroître la transparence et de faire davantage intervenir la loi de l'offre et de la demande dans la fixation des conditions appliquées aux crédits et aux dépôts.

Toutefois, il a fallu rapidement constater que le soutien apporté par les banques cantonales à l'économie n'était lui non plus pas gratuit. Une banque cantonale qui propose des crédits à des taux particulièrement avantageux le fait au détriment de ses bénéficiaires. En outre, si elle accorde des crédits à des clients qui ont essuyé des refus d'autres banques, elle prend des risques plus élevés que celles-ci. Ces deux pratiques peuvent menacer son existence à moyen ou long terme. Les expériences faites ces dernières années par plusieurs banques cantonales montrent clairement jusqu'où peut mener l'aide à l'économie.

D'aucuns rétorqueront que toute politique régionale engendre finalement des coûts. Certes, mais il est important que la transparence des coûts soit assurée pour que ceux-ci puissent être comparés aux effets bénéfiques qu'ils ont apportés sur le plan régional. Or tel n'est pas le cas pour les banques cantonales, puisque leurs aides et leurs activités commerciales sont souvent fortement imbriquées. Seul un financement des mesures de politique régionale par des instruments créés spécialement à cet effet garantit la transparence des coûts.

Conclusion

Il faut saluer le gain d'intérêt pour la région et l'adaptation des mesures aux nouvelles données. Les moyens engagés doivent cependant servir à l'amélioration des conditions-cadre dans les régions défavorisées et non à une aide sélective en faveur d'entreprises que des fonctionnaires considèrent comme prometteuses. Enfin, les mesures adoptées ne porteront leurs fruits que si, simultanément, des efforts sont déployés en vue de rendre les conditions-cadre plus favorables à l'initiative économique et à l'innovation, mais aussi à la place économique suisse dans son ensemble.

Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Referat von Markus Lusser, Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank*

Ich skizzierte vor einem Jahr an dieser Stelle ein günstiges Bild der Wirtschaft. Viele Anzeichen deuteten darauf hin, dass Europa am Anfang eines kräftigen konjunkturellen Aufschwungs stand. Dieser Optimismus bestätigte sich nicht. Das Wachstum blieb hinter den Erwartungen zurück. Die Wirtschaftsprognosen wurden laufend nach unten korrigiert. Dies gilt auch für die Schweiz. Das Wachstum fiel in unserem Land nicht nur schwächer als im Vorjahr aus. Es blieb auch hinter der Entwicklung in den andern europäischen Ländern zurück. Eine starke Bremswirkung ging vom hohen Frankenkurs aus. Die dringend notwendigen Sparanstrengungen der öffentlichen Hand und die andauernden Probleme der Baubranche trugen aber ebenfalls zur Abschwächung der Konjunktur bei. Konsum und Investitionen stiegen nur mässig. Die Arbeitslosigkeit verringerte sich enttäuschend langsam.

1. Geldpolitik

Die unerwartete Konjunkturflaute stellte die Nationalbank vor beträchtliche Herausforderungen. Anfang 1995 gingen wir von einem Wachstum der Nachfrage nach Notenbankgeld von 2% aus. Wir beabsichtigten, das Geldangebot in ähnlichem Umfang auszuweiten. Wir rechneten mit einem vorübergehenden – durch die Einführung der Mehrwertsteuer bedingten – Anstieg der Teuerung auf gut 3%. Ferner nahmen wir an, das reale Bruttoinlandprodukt werde 1995 infolge der fortgesetzten konjunkturellen Erholung um über 2% wachsen.

Der Anstieg des realen Bruttoinlandprodukts erreichte mit schätzungsweise 0,7% indessen nur einen Drittel der erwarteten Zunahme. Der schleppende Gang der Wirtschaft bremste – dies ist der Lichtblick im trüben Konjunkturbild – auch die Teuerung. Sie erhöhte sich lediglich auf knapp 2%. Der durch die Mehrwertsteuer bedingte Preisanstieg blieb wesentlich moderater, als wir Anfang 1995 befürchtet hatten.

Das Wachstum der Notenbankgeldmenge drohte als Folge der Konjunkturabschwächung weit hinter dem von uns angestrebten Niveau zurückzubleiben. Wir mussten es aktiv stimulieren. Andernfalls hätten wir einen zu restriktiven Kurs gesteuert. Wir liessen deshalb einen deutlichen Rückgang der Geldmarktsätze zu und senkten den Diskontsatz im Laufe des Jahres – in vier Schritten – von 3,5% auf 1,5%.

Der Zinsrückgang wirkte sich nur langsam auf das Wachstum der Notenbankgeldmenge aus. Diese reagiert nämlich mit beträchtlicher Verzögerung auf Zinsänderungen. Die Notenbankgeldmenge hatte zu Beginn des Jahres 1995 immer noch deutlich unter dem von uns fixierten mittelfristigen Zielpfad gelegen. Der Zinsrückgang bewirkte zwar, dass der Abstand zum Zielpfad sich bis Ende 1995 – wie von uns beabsichtigt – weiter verringerte. Das Wachstum der Notenbankgeldmenge erreichte aber die von uns prognostizierte Rate von 2% nicht ganz.

Die weiter definierten Aggregate M_1 und M_2 , die sofort auf Zinsänderungen reagieren, zogen dagegen kräftig an. Ihr Wachstum, das Anfang 1995 noch 1–2% betragen hatte, kletterte auf zehn und mehr Prozente. Seit Januar 1996 steigt auch die Notenbankgeldmenge mit erhöhtem Tempo. Die Entwicklung der Geldaggregate zeigt deutlich, dass wir bestrebt sind, auf die gegenwärtige Wachstumsschwäche der schweizerischen Wirtschaft Rücksicht zu nehmen, ohne das Ziel der Preisstabilität jedoch aus dem Auge zu verlieren. Die reichliche Geldversorgung und die damit verknüpften niedrigen Zinsen schaffen die monetären Voraussetzungen, die es der schweizerischen Wirtschaft erlauben, ihr Wachstumspotential auszuschöpfen.

Die Sätze am Geldmarkt verharren auf tiefem Niveau. An den Kapitalmärkten treten dagegen –

* Gehalten in Bern am 19. April 1996

sowohl in der Schweiz als auch im Ausland – immer wieder Turbulenzen auf. Die langfristigen Zinssätze stiegen nicht nur tendenziell an. Sie verzeichneten auch eine hohe Volatilität. Wie ist die jüngste Entwicklung an den Kapitalmärkten aus geldpolitischer Sicht zu beurteilen? Deutet sie darauf hin, dass die Märkte das Vertrauen in die Notenbanken verlieren und mit einem Wiederanstieg der Teuerung und der Geldmarktzinsen rechnen?

Ich möchte davor warnen, in den gegenwärtigen Zuckungen der langfristigen Zinsen Vorboten künftigen Unheils zu sehen. Die beträchtlichen kurzfristigen Zinsschwankungen an den Kapitalmärkten lassen sich volkswirtschaftlich häufig nicht erklären. Längerfristig setzen sich indessen die «fundamentals» durch. Sie bestimmen den Zinstrend an den Kapitalmärkten. Anzeichen fundamentaler Entwicklungen, die für einen Zinsanstieg in der nahen Zukunft sprechen, sind in Europa nicht auszumachen. Der immer noch schleppende Konjunkturverlauf begrenzt die Möglichkeiten der Unternehmungen, ihre Preise zu erhöhen und das Teuerungskarussell in Gang zu setzen. Ich rechne zwar – wie ich schon ausführte – mit einer allmählichen Erholung der schweizerischen Wirtschaft. Die Lage dürfte sich auch in unseren Nachbarländern wieder verbessern. Ein rasanter Konjunkturaufschwung ist aber nicht in Sicht.

Wir dürfen den geldpolitischen Kurs allerdings nicht aufgrund der aktuellen Verfassung der Wirtschaft festlegen. Wir müssen vorausschauend handeln. Die Notenbankgeldmenge dient uns dabei als die wichtigste Orientierungshilfe. Natürlich verlassen wir uns nicht blindlings auf dieses Aggregat. Wir überprüfen die Aussagekraft der Notenbankgeldmenge regelmässig anhand wissenschaftlicher Untersuchungen. Wir verfolgen ferner andere aussagekräftige Indikatoren wie die Geldaggregate M_1 und M_2 . Die Entwicklung dieser Indikatoren steht nach unserer Meinung mit dem Ziel, ein inflationsfreies Wirtschaftswachstum zu gewährleisten, im Einklang.

Deutet das hohe Wachstum von M_1 und M_2 aber nicht – werden wir gelegentlich gefragt – auf ein Inflationspotential hin? Die Zuwachsraten von M_1 und M_2 , die vor allem den jüngsten Zinsrückgang

widerspiegeln, dürften in den kommenden Monaten wieder sinken. Eine Überprüfung unserer Geldpolitik drängte sich allerdings auf, wenn die Rückkehr von M_1 und M_2 zu einem tieferen Wachstum wider Erwarten ausbliebe.

Die meisten Kritiker der Nationalbank beschwerten sich indessen nicht über eine zu expansive Geldpolitik. Sie werfen uns vor, wir kümmerten uns zu wenig um die Nöte, die der starke Schweizer Franken einem Teil unserer Industrie aufbürde. Die Probleme der schweizerischen Unternehmen, die sich am Weltmarkt behaupten müssen, lassen uns nicht kalt. Wir nutzten vielmehr den ganzen verfügbaren geldpolitischen Spielraum, um unserer Industrie über niedrige Geldmarktsätze Linderung zu verschaffen. Wir sind aber nicht bereit, die Preisstabilität mit einer unüberlegten weiteren Lockerung der Geldpolitik mittelfristig aufs Spiel zu setzen.

2. Die Konsequenzen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

Die gegenwärtige Frankenstärke dürfte – zumindest teilweise – die Ungewissheiten über die künftige Ausgestaltung der Europäischen Union (EU) widerspiegeln. Der Unionsvertrag von Maastricht sieht vor, dass die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion spätestens im Jahre 1999 beginnen soll. Die Europäische Zentralbank müsste zu diesem Zeitpunkt – anstelle der bisherigen nationalen Noteninstitute – die Verantwortung für die Geldpolitik der EU übernehmen. Sie würde eine neue Währung – den Euro – ausgeben. Manche Anleger zweifeln an der Stabilität der geplanten Währung. Sie sind daher bestrebt, einen Teil ihrer Vermögen in andere Währungen – auch in Schweizer Franken – umzuschichten.

Diese Umschichtungen nähren in der Schweiz die Befürchtung, die Verwirklichung der Währungsunion könnte eine Flucht in den Schweizer Franken und damit eine weitere Aufwertung unserer Währung auslösen. Viele Schweizer fühlen sich angesichts des Plans einer gemeinsamen europäischen Währung verunsichert. Sie fordern die Nationalbank auf, klar zu sagen, wie sie auf diese Entwicklungen zu reagieren gedenke.

Die Öffentlichkeit darf von uns nicht erwarten, dass wir uns schon jetzt auf präzise Reaktionsmuster festlegen. Die Diskussion über mögliche Verhaltensweisen der Nationalbank bleibt nämlich weitgehend spekulativ, solange die EU nicht entschieden hat, wann und in welcher Form sie die dritte Stufe der Währungsunion in Gang setzen wird. Lassen Sie mich trotz dieser Ungewissheiten einige Überlegungen zu den Konsequenzen, die die Wirtschafts- und Währungsunion für die schweizerische Geldpolitik haben kann, anstellen!

Die Mitgliedsländer der EU müssen harte Konvergenzkriterien erfüllen, um zur dritten Stufe der Währungsunion zugelassen zu werden. Die meisten EU-Länder sind im gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht beitragsfähig. Die Erfüllung der finanzpolitischen Kriterien – sie stipulieren Höchstgrenzen für die staatlichen Budgetdefizite und die öffentliche Verschuldung – bereiten ihnen besonders grosse Mühe.

Es ist schon heute absehbar, dass nur eine Minderheit von EU-Ländern sich im Jahre 1999 für den Beitritt zur dritten Stufe qualifizieren wird. Dies wird die EU vor ein Dilemma stellen. Soll sie die dritte Stufe nur mit einer geringen Zahl stabilitätsbewusster Länder, die die Konvergenzkriterien eindeutig erfüllen, verwirklichen? Oder soll sie die Konvergenzkriterien aufweichen, um einer grösseren Zahl von EU-Ländern den Beitritt zur dritten Stufe zu ermöglichen?

Eine Aufweichung der Konvergenzkriterien stellte die Schweiz voraussichtlich auf eine harte Probe. Die Zweifel an der Bereitschaft der Europäischen Zentralbank, das Ziel der Preisstabilität konsequent zu verfolgen, würden gestärkt. Eine Flucht in den Schweizer Franken wäre nicht auszuschliessen. Ich erachte dieses pessimistische Szenarium allerdings als unwahrscheinlich. Die EU-Politiker, die stets auf die Bedeutung der Konvergenzkriterien hinweisen, verlören nämlich, würden sie zu deren Aufweichung Hand bieten, ihre Glaubwürdigkeit. Sie riskierten einen Fehlstart der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion. Die Union dürfte deshalb – falls sie nicht auf einen späteren Zeitpunkt verschoben wird – mit einer nur kleinen Zahl von EU-Ländern, die schon bisher ein hohes Stabilitätsbewusstsein bewiesen, beginnen.

Die Gefahr einer erneuten Frankenaufwertung ist deshalb nicht so gross, wie häufig befürchtet wird. Die Geldpolitik der EU-Länder, die sich an der dritten Stufe beteiligten, würde von der Europäischen Zentralbank bestimmt. Sie wäre gemäss dem Unionsvertrag von Maastricht verpflichtet, eine ähnliche Geldpolitik, wie sie bis anhin die Deutsche Bundesbank garantierte, zu führen. Sie vermöchte allerdings die Glaubwürdigkeit, die die Deutsche Bundesbank sich über lange Jahre erwarb, nicht einfach zu erben. Sie müsste sie sich erarbeiten. Zweifel an der Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank vermöchten eine unerwünschte Aufwertung des Schweizer Frankens auszulösen. Wir könnten, sollte die Frankenaufwertung der schweizerischen Wirtschaft zum ernststen Schaden gereichen, grundsätzlich drei Arten von Massnahmen ergreifen.

– Wir hätten – erstens – die Möglichkeit, den Kurs des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro zu fixieren. Die nominale Frankenaufwertung würde damit verhindert. Der Schweizer Franken könnte sich real allerdings immer noch aufwerten, falls die Preise in der Schweiz nach der Anbindung stärker als im Währungsgebiet des Euro stiegen. Die Anbindung an den Euro forderte zudem ihren geldpolitischen Preis. Das Wechselkursrisiko auf Euro-Anlagen verschwände aus schweizerischer Sicht. Der Schweizer Franken und der Euro wären fortan gleichwertige Währungen. Die schweizerischen Zinssätze würden sich deshalb – zumindest am Geldmarkt – an das Niveau, das im Währungsgebiet des Euro herrschte, angleichen. Die Nationalbank verlöre damit die Kontrolle über die schweizerischen Geldmarktsätze. Sie müsste die Geldpolitik auf die Stabilisierung des Wechselkurses ausrichten und könnte die Zinsen nicht mehr im Hinblick auf die Bedürfnisse der inländischen Wirtschaft verändern. Die Europäische Zentralbank übernehme vielmehr de facto die Verantwortung für die schweizerische Geldpolitik. Der Zinsbonus auf Anlagen in Schweizer Franken verschwände als Folge der Anbindung an den Euro weitgehend. Die schweizerische Wirtschaft müsste sich an ein permanent höheres Zinsniveau anpassen. Unternehmen, Hausbesitzer und staatliche Körperschaften, die heute von den verhältnismässig niedrigen schweizerischen

Zinsen profitieren, wären davon gleichermaßen betroffen. Die Nachteile, die aus der Fixierung des Wechselkurses fließen, dürfen nicht unterschätzt werden. Ich frage mich, ob die Anpassung der Wirtschaft an einen überbewerteten Schweizer Franken höhere Kosten verursacht als die Verkräftung eines dauernden Zinsanstiegs. Ich sehe deshalb noch keine überzeugende Gründe, die für eine Anbindung des Schweizer Frankens an den Euro sprechen.

- Die schweizerischen Behörden könnten – zweitens – wie in den siebziger Jahren versuchen, unerwünschte Gelder aus dem Ausland mit dirigistischen Eingriffen abzuwehren: mit Massnahmen wie Negativzinsen und Anlageverbote. Diese Eingriffe entpuppten sich allerdings schon in den siebziger Jahren als nahezu wirkungslose Instrumente der Wechselkurssteuerung. Dirigistische Massnahmen zur Abwehr ausländischer Gelder müssten im heutigen Umfeld, das durch die rasch voranschreitende Globalisierung der Finanzmärkte geprägt ist, als eigentliche Fremdkörper wirken. Sie beeinflussen den Wechselkurs kaum. Sie schufen aber Verzerrungen im Zinsgefüge, die die Effizienz der Finanzmärkte drastisch verminderten und der Wirtschaft dadurch grossen Schaden zufügten.
- Es verbliebe uns damit – drittens – die geldpolitische Strategie, die wir im Jahre 1995 verfolgten, als aus heutiger Sicht realistischste Möglichkeit. Wir würden, sollte der Schweizer Franken sich in unerwünschtem Ausmass aufwerten, die mit der Geldmengenpolitik verknüpften automatischen Konjunkturstabilisatoren wirken lassen. Die Konjunkturabflachung, die die Aufwertung auslöste, führte zu einem Rückgang der inländischen Zinssätze, falls wir unsere Geldpolitik konsequent am Geldmengenziel ausrichteten. Die niedrigeren Zinsen bremsen die Aufwertung und flossen der Konjunktur neues Leben ein. Wir könnten, sollte der Zinsrückgang nicht genügen, um die Wirtschaft vor der Aufwertung zu schützen, noch einen Schritt weitergehen und der Aufwertung mit einer deutlichen Lockerung der Geldpolitik begegnen. Damit begäben wir uns allerdings auf eine Gratwanderung. Wir müssten die Geld-

politik genügend stark lockern, damit die negativen Wirkungen der Aufwertung auf die inländische Wirtschaft gemildert würden. Aber wir dürften mit der Lockerung nicht zu weit gehen, um die Preisstabilität mittelfristig nicht zu gefährden. Wir vermöchten die unerwünschten Kursschwankungen wahrscheinlich nicht völlig auszuschalten, falls wir am Ziel der Preisstabilität festhielten. Wir würden jedoch die Nachteile einer Anbindung des Schweizer Frankens an den Euro vermeiden.

Ich möchte meine Ausführungen zur europäischen Währungsintegration mit einigen Bemerkungen zur Unabhängigkeit der Notenbank beenden.

3. Unabhängigkeit der Notenbank

Die geplante Europäische Zentralbank wird über ein hohes Mass an Unabhängigkeit verfügen. Sie wird – gemäss dem Unionsvertrag von Maastricht – ihre Geldpolitik in eigener Kompetenz festlegen und darf vom Ministerrat der EU oder von den nationalen Regierungen keine Instruktionen entgegennehmen.

Diese Regelung ist auch aus schweizerischer Sicht zu begrüßen. Wissenschaftliche Untersuchungen zeigen einhellig, dass unabhängige Notenbanken – die Schweizerische Nationalbank gehört zu ihnen – die Teuerung erfolgreicher bekämpfen und vermeiden als Institute, die von ihrer Regierung abhängig sind. Der Erfolgsausweis unabhängiger Notenbanken lässt sich auf zwei Gründe zurückführen.

- Der Staat missbraucht – erstens – eine von ihm abhängige Notenbank gerne zur «schmerzlosen» Finanzierung seiner Ausgaben. Er zwingt die Notenbank, die Zinsen niedrig zu halten, damit er sich am Kapitalmarkt zu möglichst günstigen Bedingungen verschulden kann. Es gibt in Wirklichkeit aber keine schmerzlose Finanzierung von Staatsausgaben. Die Notenbank öffnet mit der Politik der niedrigen Zinsen die Geldschleusen. Sie schürt damit die Teuerung. Die Bevölkerung wird letztlich über eine Inflationssteuer zur Kasse gebeten.

- Abhängige Notenbanken laufen – zweitens – Gefahr, ihre Geldpolitik auf die kurze Frist auszurichten. Sie stehen unter einem ständigen Druck, sich jenen Problemen, die der Öffentlichkeit gerade auf den Nägeln brennen, zu widmen. Die Geldpolitik beeinflusst das Wirtschaftswachstum und die Teuerung indessen mit beträchtlicher Verzögerung. Die Notenbanken müssen daher vorausschauend handeln und einem drohenden Teuerungsanstieg frühzeitig begegnen. Sie dürfen sich nicht primär am Tagesgeschehen orientieren. Die Nationalbank kann deshalb auch der Forderung nach einer weiteren Lockerung der Geldpolitik, mit der sie gegenwärtig unter Druck gesetzt wird, nicht nachgeben. Sie würde damit kurzfristig agieren.

4. Gewinnausschüttung

Gestatten Sie mir abschliessend noch einige Bemerkungen zu unserer Gewinnablieferung an den Bund und die Kantone! Wir behielten bis 1990 den grössten Teil unserer Gewinne zurück. Unsere Ausschüttung beschränkte sich auf den Pro-Kopf-Anteil der Kantone, die Dividende an die Aktionäre und die Steuern. Die verbleibenden Überschüsse dienten dem Aufbau von Rückstellungen, die wir vornehmlich in Devisenreserven anlegten. Vor rund fünf Jahren vereinbarten wir mit dem Bund ein Konzept für die Ausschüttung von Überschüssen, die – wie in Verfassung und Gesetz vorgeschrieben – zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone gehen. Wir stiessen damit auf beträchtlichen Widerstand. Sowohl unsere Bankbehörden als auch weite Kreise der Öffentlichkeit befürchteten, die Ausschüttung werde der Nationalbank die Erfüllung ihres geld- und währungspolitischen Auftrags erschweren. Wir trugen diesen Bedenken Rechnung. Wir kamen mit dem Bund überein, auch künftig einen Teil unserer Überschüsse zurückzubehalten und in Devisenreserven anzulegen. Die Notenbank eines kleinen Landes wie der Schweiz, das eng mit der Weltwirtschaft verflochten ist und über einen bedeutenden internationalen Finanzplatz verfügt, muss – der Bund stimmte darin mit uns überein – grosszügig dotierte Devisenreserven besitzen.

Diese Überlegungen führten zum Schluss, dass das Ausschüttungskonzept die folgenden vier Elemente umfassen sollte:

- Die Rückstellungen, die wir zum Aufbau von Devisenreserven benötigen, werden – erstens – anhand einer Regel zum voraus festgelegt. Der Bedarf an Devisenreserven steigt normalerweise mit dem Wachstum der Wirtschaft. Wir stocken die Rückstellungen deshalb im Gleichschritt mit dem nominalen Bruttosozialprodukt auf.
- Die Nationalbank schüttet – zweitens – nicht erwartete, sondern in der Vergangenheit tatsächlich erzielte Überschüsse aus.
- Die Überschüsse der Nationalbank schwanken als Folge von Wechselkursveränderungen enorm. Die Ausschüttung wird – drittens – deshalb geglättet. Sie soll höchstens 600 Millionen Franken pro Jahr betragen. Wir vermeiden damit die unangenehme Möglichkeit, dass wir in den fetten Jahren zu viel ausschütten, in den mageren Jahren aber über längere Zeit keine Überschüsse an den Bund und an die Kantone überweisen können.
- Das vereinbarte Ausschüttungskonzept wird – viertens – für längere Zeit konsequent angewendet und anschliessend überprüft. Zur Überprüfung gehört vor allem die Festlegung einer neuen Obergrenze für die Ausschüttung.

Wir vermochten dank der hohen Erträge, die wir in der Periode von 1991 bis 1993 erzielten, zu Beginn der Jahre 1993 bis 1996 jeweils den Maximalbetrag von 600 Millionen Franken auszuschütten. In den vergangenen zwei Jahren erlitten wir als Folge der Dollarabwertung starke Verluste. Wir werden deshalb Anfang 1997 nicht den Maximalbetrag, sondern nur rund 142 Millionen Franken ausschütten können. Allerdings halten wir auf unseren Wertschriften noch beträchtliche stille Reserven. Wir sind daran, unsere Rechnungslegung zu überprüfen. Dies führt voraussichtlich dazu, dass wir diese stillen Reserven ab Ende 1996 ausweisen werden. Der ausschüttbare Überschuss dürfte damit steigen. Wir werden unserem Bankrat deshalb beantragen, im Jahre 1997 zusätzlich einen Betrag von 458 Millionen Franken auszu-

schütten, sofern dieser Überschuss nicht als Folge anderer Einflüsse dahinschmilzt. Ich möchte jedoch betonen, dass der Betrag von 600 Millionen Franken eine Obergrenze für die Ausschüttung darstellt. Wir könnten uns je nach der Entwicklung unserer Erträge gezwungen sehen, die Ausschüttung zeitweise unter diesen Betrag zu senken.

Vergleichbare europäische Länder schütten ebenfalls nur einen Teil ihrer Gewinne aus. Vor allem die kleineren Länder, die stark von der Weltwirtschaft abhängen, sind gleich wie die Schweiz bestrebt, verhältnismässig hohe Devisenreserven zu halten. Wir haben im Falle unseres Landes noch weitere Faktoren zu bedenken: Der schweizerische Finanzplatz spielt eine wichtige internationale Rolle. Die Schweiz ist ferner, da sie der EU vorderhand nicht beiträgt, in monetären Belangen auf sich selbst gestellt. Die Nationalbank benötigt aus diesen Gründen grosszügig dotierte Devisenreserven.

Einige unserer Kritiker behaupten, wir könnten unsere Ausschüttung an den Bund und an die Kantone massiv steigern. Sie unterstellen, wir verwalteten das Volksvermögen – unsere Devisenreserven – nicht professionell. Wir müssten unsere Reserven nur ertragreicher als bisher anlegen. Wechselkursverluste sollten wir durch eine Absicherung unserer Devisenreserven am Terminmarkt vermeiden. Diese Vorwürfe sind unbegründet. Die Devisenreserven stellen einen Notvorrat dar. Wir können ihn bei schweren Störungen am Devisenmarkt zur Verteidigung des Schweizer Franks einsetzen. Die Devisenreserven erfüllen ihre Funktion als Notvorrat aber nur, wenn sie jederzeit am Markt veräussert werden können. Devisen, die am Terminmarkt abgesichert sind, eignen sich deshalb nicht als Notvorrat. Die Absicherung bedeutet, dass wir unsere Devisenreserven auf Termin verkaufen müssen. Wir können Devisen, die wir am Terminmarkt bereits veräussert haben, in einer Notsituation nicht noch einmal

am Kassamarkt verkaufen. Keine Notenbank der Welt sichert Devisenreserven, die sie als Notvorrat benützt, am Terminmarkt ab. Ein Teil unserer Reserven besteht zwar aus Swaps. Wir bezeichnen damit Dollarreserven, die wir am Terminmarkt absichern. Die Swaps gehören aber nicht zu unserem Notvorrat. Sie werden zur Steuerung der Notenbankgeldmenge eingesetzt.

Es spielt für unsere Erträge aber auch keine grosse Rolle, ob wir unsere Devisenreserven am Terminmarkt absichern oder nicht. Die Erträge auf gesicherten und auf ungesicherten Anlagen gleichen sich über lange Zeiträume nämlich an. Wir verwalten unsere Devisenreserven seit vielen Jahren professionell und legen sie – unter Berücksichtigung der gesetzlichen Einschränkungen – möglichst ertragreich an. Unsere Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, die für diese Anlagen zuständig sind, messen sich laufend an den Ergebnissen eines privaten Spezialisten, der einen Teil unserer Reserven verwaltet. Sie schnitten in den letzten Jahren vergleichsweise gut ab.

5. Schluss

Die Nationalbank stand in der ersten Hälfte der neunziger Jahre vor zahlreichen Herausforderungen. Hohe Teuerung und wirtschaftliche Stagnation stellten uns auf eine harte Bewährungsprobe. Wir geniessen seit 1994 in der Schweiz wieder weitgehende Preisstabilität. Die Konjunktur dürfte im späteren Verlauf des Jahres anziehen. Die Zukunft wird der Nationalbank aber neue Herausforderungen bescheren. Der Plan zur Schaffung einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion wird sich auf die Schweiz auswirken, auch wenn wir uns am Integrationsprozess nicht direkt beteiligen. Die Aufgabe der Nationalbank wird darin bestehen, das geldpolitische Schiff sicher um diese Klippen zu steuern und die mühsam erungene Preisstabilität zu verteidigen.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse

Exposé de Markus Lusser, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse*

Voici un an, je brossais ici même un tableau favorable de l'économie. De nombreux signes indiquaient que l'Europe était à l'aube d'une vigoureuse reprise de la conjoncture. Cet optimisme ne s'est pas confirmé. La croissance est restée en deçà de ce qui était attendu. Les prévisions économiques ont été sans cesse révisées à la baisse, pour notre pays également. En Suisse, la croissance a faibli d'une année à l'autre; elle est restée de surcroît inférieure à l'évolution observée dans les autres pays européens. Un net coup de frein est venu du cours élevé du franc. Les efforts d'économies, nécessaires et urgents, des collectivités publiques et les problèmes persistants dans la branche de la construction ont eux aussi contribué à l'affaiblissement de la conjoncture. La consommation et les investissements n'ont augmenté que modestement. Quant au chômage, il a diminué, mais à un rythme décevant par sa lenteur.

1. La politique monétaire

L'atonie inattendue de la conjoncture a placé la Banque nationale face à de gros défis. Au début de 1995, nous nous attendions à une progression de 2% de la demande de monnaie centrale. Nous envisagions d'augmenter l'offre de monnaie dans une proportion équivalente. Nous tablions, à la suite du passage à la TVA, sur une accélération temporaire du renchérissement à plus de 3%. En outre, nous comptions sur une poursuite de la reprise conjoncturelle et sur une croissance d'environ 2½% du produit intérieur brut réel en 1995.

Selon les estimations, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,7%, soit d'à peine le tiers de ce qui était escompté. La faiblesse de l'activité économique a freiné le renchérissement, apportant ainsi une note positive à ce tableau conjoncturel sombre. Le renchérissement s'est inscrit en effet à moins de 2%. La hausse des prix imputable à la TVA est restée sensiblement inférieure à ce que nous craignions au début de 1995.

A la suite du tassement de la conjoncture, la progression de la monnaie centrale risquait d'être bien au-dessous du rythme que nous visions. Nous avons dû la stimuler activement pour ne pas donner un caractère trop restrictif à notre politique monétaire. C'est pourquoi nous avons laissé les taux d'intérêt à court terme diminuer nettement et avons réduit notre taux de l'escompte, à quatre reprises au cours de l'année, pour le ramener de 3,5% à 1,5%.

Le repli des taux d'intérêt n'a influé que lentement sur la croissance de la monnaie centrale. Cet agrégat réagit en effet avec un important décalage aux variations des taux d'intérêt. Au début de 1995, il était encore sensiblement au-dessous du sentier de croissance fixé à moyen terme. La baisse des taux d'intérêt a permis de réduire, jusqu'à la fin de l'année, l'écart par rapport au sentier de croissance. La progression de la monnaie centrale n'a toutefois pas atteint le taux de 2% que nous avions prévu.

Les agrégats M_1 et M_2 , qui répondent à des définitions plus larges et réagissent très rapidement aux variations des taux d'intérêt, ont en revanche augmenté vigoureusement. Leur croissance s'est accélérée, passant de 1 ou 2% au début de 1995 à 10% ou davantage à la fin de l'année. Depuis janvier 1996, la monnaie centrale progresse elle aussi à un rythme plus soutenu. L'évolution des agrégats monétaires montre clairement que nous nous efforçons de tenir compte de la faiblesse actuelle de la croissance de l'économie suisse, sans toutefois perdre de vue l'objectif de la stabilité des prix. L'approvisionnement généreux en liquidités et les taux d'intérêt bas qui en résultent créent, sur le plan monétaire, les conditions pour que l'économie suisse utilise pleinement son potentiel de croissance.

Les rémunérations servies sur le marché monétaire se maintiennent à un bas niveau. Par contre,

* Berne, le 19 avril 1996

des turbulences secouent souvent le marché des capitaux, aussi bien en Suisse qu'à l'étranger. Les taux d'intérêt à long terme ont eu tendance à augmenter. Ils ont aussi enregistré une forte volatilité. Comment interpréter, sous l'angle de la politique monétaire, les récents développements sur les marchés des capitaux? Faut-il en déduire que les banques centrales perdent la confiance des marchés et que ceux-ci s'attendent à une nouvelle hausse du renchérissement et des taux d'intérêt à court terme?

Ne voyons pas dans les récents soubresauts des taux d'intérêt à long terme un mauvais augure! Souvent, les sensibles fluctuations que les taux d'intérêt enregistrent à court terme sur les marchés des capitaux ne peuvent être expliquées par des raisonnements économiques. A moyen ou long terme, les données macroéconomiques fondamentales finissent toutefois par l'emporter. Elles déterminent la tendance des taux d'intérêt sur les marchés des capitaux. Aucun indice d'évolutions de nature à pousser les taux d'intérêt à la hausse dans un proche avenir ne peut être décelé en Europe. La conjoncture, toujours morose, limite les possibilités des entreprises de relever leurs prix et de déclencher une vague de renchérissement. Je m'attends, je vous l'ai déjà signalé, à une reprise graduelle de l'économie suisse. La situation devrait également s'améliorer dans les pays voisins. Mais un vif essor de la conjoncture n'est pas en vue.

Nous devons conduire notre politique monétaire en anticipant et non en partant de la situation actuelle de l'économie. La monnaie centrale est notre principale boussole, mais nous ne nous fions pas aveuglément à cet agrégat. A l'aide d'études scientifiques, nous réexaminons régulièrement la fiabilité de la monnaie centrale. En outre, nous suivons d'autres indicateurs utiles, tels que les agrégats M_1 et M_2 . L'évolution de ces indicateurs est à notre avis compatible avec notre objectif ultime, à savoir une croissance économique sans inflation.

La vigoureuse expansion de M_1 et de M_2 , nous demande-t-on parfois, ne renferme-t-elle pas un potentiel inflationniste? Les taux de croissance de M_1 et de M_2 , qui reflètent principalement la récente baisse des taux d'intérêt, devraient de nou-

veau fléchir au cours des prochains mois. Un réexamen de notre politique sera toutefois nécessaire si, contre toute attente, la progression de ces deux agrégats ne marque pas un ralentissement.

La plupart de ceux qui critiquent la Banque nationale ne se plaignent cependant pas d'une politique trop expansionniste. Ils nous reprochent de ne pas assez nous soucier des difficultés que le cours élevé du franc cause à une partie de notre industrie. Les problèmes auxquels sont confrontées les entreprises suisses sur les marchés internationaux ne nous laissent pas indifférents. Nous avons en effet utilisé la totalité de la marge de manœuvre dont nous disposons dans la conduite de notre politique pour atténuer, par des taux d'intérêt bas, les difficultés de notre industrie. Nous ne sommes toutefois pas disposés à mettre en jeu, à moyen terme, la stabilité du niveau des prix par un assouplissement supplémentaire et irréfléchi de notre politique monétaire.

2. Les répercussions de l'Union économique et monétaire

La fermeté actuelle du franc traduit sans doute, en partie, les incertitudes sur les modalités de la mise en œuvre de l'Union européenne (UE). Le traité de Maastricht prévoit que la troisième étape de l'Union économique et monétaire commencera au plus tard en 1999. Dès ce moment, la Banque centrale européenne prendra le relais des instituts d'émission nationaux et sera chargée de mener la politique monétaire de l'UE. Elle émettra une nouvelle monnaie, l'euro. Maints investisseurs doutent de la stabilité de cette nouvelle monnaie. Aussi sont-ils tentés de convertir une partie de leur patrimoine en d'autres monnaies, notamment en francs suisses.

En Suisse, la réalisation de l'Union monétaire fait craindre, à cause de ces remaniements de portefeuille, une fuite vers le franc suisse et, partant, une nouvelle revalorisation de notre monnaie. La perspective d'une monnaie européenne unique engendre un sentiment d'inquiétude chez de nombreux Suisses. Ils demandent à la Banque nationale d'indiquer clairement comment elle entend réagir face à de telles évolutions.

N'attendez pas de la Banque nationale qu'elle s'engage, aujourd'hui déjà, à adopter des stratégies précises pour faire face à tel ou tel cas! La discussion sur de possibles scénarios garde en effet un caractère essentiellement spéculatif aussi longtemps que l'UE n'a pas décidé quand et comment elle entrera dans la troisième étape de l'Union monétaire. En dépit de ces incertitudes, permettez-moi de formuler quelques réflexions sur les répercussions que l'Union économique et monétaire pourrait avoir sur la politique monétaire suisse.

Pour accéder à la troisième étape de l'Union monétaire, les Etats membres de l'UE devront satisfaire à de sévères critères de convergence. La plupart d'entre eux ne les remplissent pas pour le moment. Les critères portant sur les finances publiques – ils fixent des plafonds aux déficits budgétaires et à l'endettement public – posent de grosses difficultés aux pays candidats.

On peut d'ores et déjà prévoir que seule une minorité des pays de l'UE se qualifieront pour participer, en 1999, à la troisième étape. L'UE sera alors placée face à un dilemme. Faut-il réaliser la troisième étape avec un petit nombre de pays attachés à la stabilité et remplissant strictement les critères de convergence ou faut-il assouplir ceux-ci pour permettre à un plus grand nombre d'y participer?

Une interprétation plus souple des critères de convergence mettrait probablement la Suisse à rude épreuve. Elle accroîtrait les doutes sur la détermination de la Banque centrale européenne à viser l'objectif de la stabilité du niveau des prix. Il n'est pas exclu qu'on observe alors une fuite vers le franc suisse. Je considère toutefois ce scénario pessimiste comme peu probable. Les politiciens de l'UE, qui rappellent constamment l'importance des critères de convergence, perdraient leur crédibilité s'ils cautionnaient un tel assouplissement. Ils risqueraient de faire démarer la troisième étape de l'Union économique et monétaire sous des auspices peu favorables. Aussi, si elle n'est pas remise à plus tard, l'Union monétaire commencera-t-elle sans doute avec seulement un très petit nombre de pays de l'UE qui, jusque-là, se sont astreints à une haute stabilité.

Le danger d'une nouvelle revalorisation du franc n'est par conséquent pas aussi grand que d'aucuns le craignent. La Banque centrale européenne définira la politique monétaire des pays de l'UE qui participeront à la troisième phase. Elle sera tenue, en vertu des dispositions du traité de Maastricht, de conduire une politique semblable à celle qui a été menée jusqu'à présent par la Banque fédérale d'Allemagne. Mais la crédibilité acquise par l'institut d'émission allemand au fil des années ne se reportera pas automatiquement sur la Banque centrale européenne. Celle-ci devra faire ses preuves pour l'obtenir. Des doutes sur la crédibilité de cet institut pourraient provoquer une revalorisation indésirable du franc suisse. Si une telle hausse du franc devait causer de sérieux dommages à l'économie suisse, nous pourrions en principe prendre trois sortes de mesures.

– Nous aurions – premièrement – la possibilité de rattacher le franc suisse à l'euro, ce qui empêcherait notre monnaie de se revaloriser en termes nominaux. Toutefois, le franc pourrait encore se raffermir en termes réels si, après son rattachement à l'euro, les prix devaient augmenter plus fortement en Suisse que dans les pays participant à la zone monétaire. Ce rattachement à l'euro aurait de surcroît un prix à payer sur le plan de la politique monétaire. Le risque de change sur les placements en euros disparaîtrait pour les investisseurs suisses. Le franc et l'euro deviendraient dès lors des monnaies équivalentes. Les taux d'intérêt suisses – sur le marché monétaire en tout cas – s'aligneraient sur ceux de la zone de l'euro. La Banque nationale perdrait ainsi le contrôle des taux d'intérêt suisses à court terme. Elle devrait axer sa politique monétaire sur la stabilisation du cours de change et ne pourrait plus modifier les taux d'intérêt en fonction des besoins de l'économie suisse. De facto, la responsabilité de la politique monétaire suisse serait transférée à la Banque centrale européenne. A cause du rattachement du franc à l'euro, l'avantage que nous donnons des taux d'intérêt bas disparaîtrait dans une large mesure. L'économie suisse devrait s'adapter à un niveau supérieur – en permanence – des taux d'intérêt. Les entreprises, les propriétaires d'immeubles et les collectivités publiques, qui bénéficient aujourd'hui de taux d'intérêt relativement bas, seraient tous

touchés. Les inconvénients découlant d'une relation de change fixe ne doivent pas être sous-estimés. Je me demande si les coûts engendrés par l'adaptation de l'économie à un franc surévalué sont vraiment plus élevés que ceux qui résulteraient du passage à un niveau supérieur des taux d'intérêt. C'est pourquoi je ne vois pour le moment aucune raison convaincante de rattacher le franc à l'euro.

- Les autorités suisses pourraient – deuxième possibilité – recourir à des mesures dirigistes telles que des intérêts négatifs et des interdictions de placements pour, comme dans les années septante, tenter de lutter contre des afflux indésirables de fonds étrangers. Mais, dans les années septante déjà, ces instruments s'étaient avérés presque inefficaces pour la gestion des cours de change. Aujourd'hui, alors que la mondialisation des marchés financiers progresse à grands pas, des mesures dirigistes pour parer à un afflux de capitaux étrangers seraient anachroniques. Elles n'influeraient guère sur les cours de change, mais créeraient des distorsions dans la structure des taux d'intérêt, distorsions qui réduiraient considérablement l'efficacité des marchés financiers et, partant, causeraient de gros préjudices à l'économie.
- Il resterait ainsi la stratégie que nous avons choisie pour notre politique monétaire en 1995. Cette troisième possibilité paraît aujourd'hui la plus réaliste. Si le franc suisse devait se revaloriser dans une mesure indésirable, nous laisserions agir les stabilisateurs automatiques de la conjoncture qui vont de pair avec une politique de la masse monétaire. L'affaiblissement de la conjoncture, qui découlerait du raffermissement du franc, entraînerait un repli des taux d'intérêt en Suisse, si nous axions rigoureusement notre politique sur l'objectif en termes d'agrégat monétaire. Les taux d'intérêt plus bas freineraient la hausse du franc et insuffleraient un élan nouveau à la conjoncture. Au cas où la baisse des taux d'intérêt ne suffirait pas à protéger l'économie d'une revalorisation du franc, nous pourrions faire un pas supplémentaire et, pour parer à la situation, assouplir sensiblement notre politique monétaire. Nous emprunterions alors une voie très délicate. Il

nous faudrait en effet relâcher suffisamment les rênes monétaires pour que les effets négatifs de l'appréciation du franc sur l'économie suisse soient atténués. Mais, dans cet assouplissement, nous ne devrions pas aller trop loin pour éviter de compromettre la stabilité des prix à moyen terme. Sans un abandon de l'objectif de la stabilité des prix, nous ne serions vraisemblablement pas en mesure d'empêcher tout à fait les fluctuations indésirables des cours de change. Nous éviterions toutefois les inconvénients d'un rattachement du franc suisse à l'euro.

Je voudrais terminer mes réflexions sur l'intégration monétaire européenne par quelques mots concernant l'autonomie de l'institut d'émission.

3. L'autonomie de l'institut d'émission

La Banque centrale européenne, telle qu'elle est prévue, disposera d'une grande marge d'autonomie. Aux termes du traité de Maastricht, elle définira sa politique monétaire et ne devra recevoir aucune instruction du Conseil des ministres de l'UE ou des gouvernements nationaux.

Il faut saluer cette réglementation, sous l'angle suisse également. Des études scientifiques montrent que les instituts d'émission autonomes – la Banque nationale suisse en est un – luttent contre le renchérissement et le préviennent avec davantage de succès que ceux qui dépendent de leur gouvernement. Les meilleures performances des instituts d'émission autonomes s'expliquent de deux manières.

- L'Etat – premièrement – se sert volontiers de l'institut d'émission, quand celui-ci est sous son contrôle, pour financer «sans douleur» ses dépenses. Il contraint l'institut d'émission à maintenir bas les taux d'intérêt pour pouvoir s'endetter à des conditions avantageuses sur le marché des capitaux. En réalité, un financement sans douleur des dépenses publiques n'existe pas. En menant une politique de taux d'intérêt bas, la banque centrale ouvre les vannes monétaires et attise ainsi le renchérissement. Finalement, la perte de pouvoir d'achat qui en résulte équivaut à une ponction fiscale.

– Les instituts d'émission qui ne sont pas autonomes risquent – secondement – d'axer leur politique monétaire sur le court terme. Ils sont constamment appelés à s'attaquer aux problèmes que le public juge sur le moment urgents. Or la politique monétaire n'influe sur la croissance économique et sur le renchérissement qu'avec un décalage considérable. Les instituts d'émission doivent par conséquent opérer en fonction de l'avenir et parer suffisamment tôt à une menace d'accélération du renchérissement. Il ne faut pas qu'ils se laissent guider avant tout par les événements au jour le jour. C'est pour cette raison que la Banque nationale ne peut céder à ceux qui lui demandent aujourd'hui d'assouplir davantage sa politique monétaire. Si elle le faisait, elle agirait à courte vue.

4. La distribution des bénéfices

Permettez-moi, avant de conclure, de formuler encore quelques remarques sur la distribution de nos bénéfices à la Confédération et aux cantons. Jusqu'en 1990, nous avons conservé la majeure partie de nos bénéfices. La distribution était limitée à l'indemnité qui est versée par tête aux cantons, au dividende aux actionnaires et aux impôts. Les surplus servaient à constituer des provisions et, partant, à accroître essentiellement nos placements de devises. Il y a cinq ans environ, une formule a été convenue avec la Confédération pour la distribution des surplus qui, selon la constitution et la loi, vont pour un tiers à la Confédération et pour deux tiers aux cantons. Nous nous sommes alors heurtés à une forte résistance. La conduite de la politique monétaire, craignait-on au sein des autorités de la Banque et du public, deviendrait plus difficile du fait de la distribution des bénéfices. Nous avons tenu compte de cette crainte. Aussi sommes-nous convenus avec la Confédération de garder, à l'avenir également, une partie de nos surplus pour renforcer nos réserves de devises. L'institut d'émission d'un petit pays qui, comme la Suisse, est étroitement lié à l'économie mondiale et abrite une importante place financière internationale doit détenir de substantielles réserves de devises; la Confédération partage également cet avis.

Ces réflexions ont conduit à intégrer dans la formule adoptée pour la distribution les quatre points suivants:

- Premièrement, les provisions qui sont nécessaires au renforcement des réserves de devises sont déterminées à l'avance, au moyen d'une règle. Normalement, le besoin de réserves de devises augmente avec la croissance de l'économie. C'est pourquoi nous alimentons les provisions afin que celles-ci progressent au même rythme que le produit national brut nominal.
- La Banque nationale – deuxième point – distribue les surplus qui ont été effectivement enregistrés et non ceux qui sont attendus.
- La distribution des bénéfices – troisième point – doit être égalisée, étant donné que les surplus de la Banque nationale varient très fortement du fait des fluctuations des cours de change. La fixation d'un plafond de 600 millions de francs par an permet d'éviter les désagréments qui résulteraient de distributions très élevées les années de vaches grasses, puis nulles, pendant une assez longue phase, les années de vaches maigres.
- Enfin, quatrième point, la formule convenue pour la distribution doit être maintenue durant une période relativement longue et faire ensuite l'objet d'un réexamen portant avant tout sur le plafond fixé.

Grâce aux revenus élevés des années 1991 à 1993, nous avons pu distribuer le montant maximal de 600 millions de francs au début des années 1993 à 1996. Ces deux dernières années, nous avons subi de lourdes pertes à la suite de la chute du dollar. C'est pourquoi, au début de 1997, nous pourrions verser 142 millions de francs seulement, et non le montant maximal de 600 millions. Toutefois, nous détenons encore d'importantes réserves latentes sur notre portefeuille de titres. La révision de la présentation de nos comptes, à laquelle nous travaillons, nous amènera probablement à faire apparaître ces réserves latentes dès fin 1996, ce qui devrait accroître le surplus disponible. Nous envisageons par conséquent de soumettre au Conseil de banque, l'an prochain, une distribution supplémentaire de 458

millions de francs, pour autant que ce surplus ne soit pas réduit par d'autres facteurs. J'aimerais cependant souligner que le montant de 600 millions de francs constitue un plafond. Selon l'évolution de nos revenus, nous pourrions être contraints de distribuer certaines années des montants inférieurs au plafond.

Les banques centrales de pays européens comparables au nôtre ne distribuent elles aussi qu'une partie de leurs bénéfices. Les petits pays européens qui sont très dépendants de l'économie mondiale s'efforcent, comme la Suisse, de détenir des réserves de devises relativement élevées. Nous devons en outre prendre en considération d'autres facteurs propres à notre pays. La place financière suisse joue toujours un rôle important sur le plan international. De plus, la Suisse ne peut compter que sur elle-même en matière monétaire, puisqu'elle ne fait pas partie de l'Union européenne. Ces raisons expliquent pourquoi la Banque nationale doit être dotée d'amples réserves de devises.

D'aucuns affirment que nous pourrions augmenter massivement les montants distribués à la Confédération et aux cantons. Ils prétendent que nous ne gérons pas le patrimoine national – les réserves de devises de la Suisse – avec tout le professionnalisme requis. Selon eux, nous devrions effectuer des placements offrant un meilleur rendement et éviter les pertes de change en couvrant les réserves sur le marché à terme. Ces reproches ne sont pas fondés. Nos avoirs en devises représentent une réserve pour cas d'urgence, réserve que nous pouvons utiliser pour défendre le franc suisse lors de fortes perturbations sur les marchés des changes. Mais les réserves de devises ne sont en mesure de jouer ce rôle que si elles peuvent être vendues sur le marché à tout moment. Les devises couvertes contre les risques de change par des opérations à terme ne se prêtent donc pas à la constitution d'une réserve pour cas d'urgence. La garantie de change implique la vente des devises à terme. Or les devises que nous avons déjà cédées à terme ne peuvent l'être une nouvelle fois, au comptant,

dans une situation d'urgence. Aucun institut d'émission au monde ne couvre, par des ventes à terme, les devises servant de réserve d'urgence. Une partie de nos réserves de devises repose, il est vrai, sur des swaps. Il s'agit alors de dollars qui sont munis d'une garantie de change, puisqu'ils ont fait l'objet, au moment de leur acquisition, d'une vente à terme. Mais les dollars provenant de swaps n'entrent pas dans la composition de la réserve d'urgence. Les swaps sont utilisés pour la gestion de la monnaie centrale.

Que les réserves de devises soient assorties d'une garantie de change ou non ne joue pas un grand rôle pour nos revenus. Les placements avec ou sans garantie de change donnent, à long terme, approximativement le même rendement. Depuis de nombreuses années, nous gérons nos réserves de devises de manière professionnelle et les plaçons – compte tenu des contraintes légales – pour en tirer le meilleur rendement. Nos collaboratrices et collaborateurs qui sont chargés de ces placements comparent constamment leurs performances à celles d'un spécialiste du secteur privé, qui gère une partie de nos réserves. Ils ont obtenu des résultats assez flatteurs ces dernières années.

5. Conclusion

Au cours de la première moitié des années quatre-vingt-dix, la Banque nationale a dû faire face à de nombreux défis. Le renchérissement élevé et la stagnation de l'économie nous ont mis à rude épreuve. Depuis 1994, la Suisse a retrouvé pour l'essentiel la stabilité du niveau des prix. La conjoncture devrait s'améliorer au cours de l'année. Mais l'avenir apportera de nouveaux défis à la Banque nationale. L'Union économique et monétaire qui est prévue en Europe influera sur la Suisse, même si notre pays ne participe pas directement à ce processus d'intégration. La tâche de l'institut d'émission consistera à bien tenir la barre de la politique monétaire pour éviter ces écueils et préserver la stabilité, durement acquise, du niveau des prix.

Auf dem Weg zu einer neuen schweizerischen Geldverfassung – Preisstabilität und Unabhängigkeit: die Anker der Notenbank

Markus Lusser*

Die schweizerische Wirtschaft durchläuft schwierige Zeiten. Der Strukturwandel zwingt Industrie und Dienstleistungsbetriebe zur Anpassung. Der konjunkturelle Aufschwung lässt auf sich warten. Mehr und mehr Politiker suchen nach einem einfachen Ausweg aus diesen Zwängen. Sie fordern, die Schweizerische Nationalbank habe ihre Geldpolitik statt auf die Preisstabilität vermehrt auf den Wechselkurs oder auf die Vollbeschäftigung auszurichten. Gelegentlich kreisen ihre Postulate aber auch einfach um den Wunsch, populäre öffentliche Vorhaben über den Notenbankkredit zu finanzieren. Alle diese Forderungen folgen einem uralten Muster. Die öffentliche Hand vermag keine nachfragestimulierenden Impulse mehr auszulösen. Der defizitäre staatliche Haushalt lässt dies nicht zu. «Es fehlt an Geld, nun gut, so schafft es denn», sagt in einer ähnlichen Situation der Kaiser in Goethes «Faust». Das Problem ist mit Mephistos Hilfe rasch gelöst. Der Schatzmeister erzählt:

*«So stempelten wir gleich die ganze Reihe,
Zehn, Dreissig, Fünfzig, Hundert sind parat.
Ihr denkt euch nicht, wie wohl's dem Volke tat.
Seht eure Stadt, sonst halb im Tod verschimmelt,
wie alles lebt und lustgeniessend wimmelt!»*

Goethe beschreibt damit die ewige Versuchung der Politik, sich der Notenpresse zu bemächtigen, um strukturelle Probleme der Wirtschaft oder der Staatsfinanzen anzugehen, ohne sie tatsächlich lösen zu müssen.

Die Schweizerische Nationalbank befindet sich keineswegs in einer Ausnahmesituation. Die Notenbanken in ganz Europa stehen heute unter politischem Druck. Dieser Druck wird in der nächsten Zeit noch steigen. Die Notenbanken der meisten europäischen Staaten erfüllten während der letzten Jahre ihre ureigene Aufgabe zwar sehr erfolgreich. Die Inflation wurde, wenn auch nicht vollends besiegt, so doch auf selten geringe Werte gedrückt. Dies gilt für die Schweiz noch mehr als für das übrige Europa. Wir geniessen

heute Preisstabilität. Gesundes Geld verlangt aber auch eine solide Finanzpolitik. Und da hapert es in ganz Europa: leider auch in der Schweiz.

Ich umreisse mit diesen knappen Hinweisen die Hauptanliegen, die meine über fünfzehnjährige Tätigkeit im Direktorium der Schweizerischen Nationalbank prägen:

- Die unbeirrte Ausrichtung der Geldpolitik – erstens – auf die Stabilität des Preisniveaus. Sie ist und bleibt nach meiner tiefen Überzeugung die prioritäre Aufgabe der Notenbank.
- Der Kampf – zweitens – um jenen Grad der Unabhängigkeit der Notenbank von der Politik, der ihr die Erfüllung dieser Hauptaufgabe erst ermöglicht.

Ich möchte Sie heute abend auf den Weg zu einer neuen Geldverfassung mitnehmen. Er misst sich vor allem an diesen beiden Hauptanliegen. Eine gute Geldverfassung muss die grundlegenden Rechtsnormen, die den Staat bei der Ausübung seiner Geldhoheit leiten, enthalten. Das Geld spielt in einer arbeitsteiligen Wirtschaft – in einer entwickelten Wirtschaft, wie wir sie heute in der Schweiz kennen – eine zentrale Rolle. Es dient primär als Zahlungsmittel für Güter und Dienstleistungen. Das Geld erfüllt daneben noch zwei weitere Funktionen: die Funktionen des Wertaufbewahrungsmittels und des Wertmassstabs. Es vermag alle drei Funktionen aber nur zu erfüllen, wenn es einer wichtigen Voraussetzung genügt. Das Geld muss seinen Wert bewahren. Es darf keine Inflation geben. Die Geldverfassung hat aufzuzeigen, wie sich dieses Ziel erreichen lässt.

* Bis am 30. April 1996 Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank.

Referat gehalten an der Universität St. Gallen am 29. April 1996.

Es gibt Stimmen, die die Fähigkeit des Staates, das Ziel der Preisstabilität einzuhalten, bezweifeln und die das Geldwesen deshalb der privaten Wirtschaft überlassen möchten. Friedrich von Hayek schlug vor, das Währungswesen und die Banknotenausgabe zu privatisieren. Unterschiedliche Währungen und unterschiedliche Zahlungsmittel zirkulierten – würde dieser Vorschlag Realität – im selben Wirtschaftsraum. Die Wirtschaft wäre gezwungen, sich über den Wert dieser verschiedenen Währungen zu orientieren. Die Transaktionen würden kompliziert. Dies wäre eine mühsame und kostspielige Situation. Die staatliche Geldhoheit ist deshalb unbestritten. Die Bemühungen, in Europa eine Währungsunion zu errichten und eine einheitliche Währung einzuführen, bestätigen es. Sie entspringen dem Wunsch, für den gemeinsamen Markt auch einen gemeinsamen Währungsraum zu schaffen.

Die Organisation des Geldwesens muss – dies ist ein weiterer bedeutsamer Aspekt – Vertrauen schaffen. Die Bevölkerung und die Wirtschaft werden das staatliche Geld nicht benützen, wenn sie ihm misstrauen.

Die zentrale Rolle, die das Geldwesen in der Wirtschaft spielt, rechtfertigt es, dass seine Grundregeln auf der höchsten rechtlichen Stufe – auf der Verfassungsebene – festgehalten werden. Ich sehe hier den entscheidenden Unterschied zur Faustschen Geldordnung: Der moderne Verfassungsstaat ermöglicht eine Aufteilung der Macht. Er verhindert dadurch deren Missbrauch. Das Verfassungsrecht muss sich auf Grundsätze, die einfach und verständlich formuliert sind, beschränken.

Welches sind die tragenden Säulen einer Geldverfassung, die all diesen hohen Anforderungen genügt?

- Ich werde in meiner Antwort auf diese Frage – erstens – skizzieren, weshalb die heutige schweizerische Geldverfassung nicht mehr genügt.
- Ich will – zweitens – versuchen aufzuzeigen, welche Elemente eine aktuelle und zukunftsorientierte Geldverfassung zu berücksichtigen hat.

– Zum Schluss werde ich – drittens – untersuchen, auf welchem Wege wir zu dieser Geldverfassung gelangen können. Ich werde dabei auch erörtern, inwieweit der Entwurf des Bundesrates für eine Totalrevision der Bundesverfassung meine Postulate zu verwirklichen vermag.

I. Das Ungenügen der heutigen Geldverfassung

Unsere heutige Geldverfassung beruht auf den Artikeln 38 und 39 der Bundesverfassung. Beide Artikel stammen aus dem letzten Jahrhundert. Ihre Sprache ist nicht nur veraltet. Sie wurde unverständlich. Wir müssten die Verfassungsartikel schon allein aus diesem Grund überarbeiten. Der Inhalt ist aber noch viel wichtiger. Wir haben endlich vom überholten Konzept der Goldwährung wegzukommen. Es gibt kaum einen Bereich unserer Rechtsordnung, der eine so grosse Kluft zwischen geschriebener und gelebter Verfassung, wie wir sie im Geldwesen antreffen, aufweist.

- Die *geschriebene Geldverfassung* sieht vor, dass der Staat das Banknotenmonopol einer Notenbank überträgt. Die Banknoten müssen, damit sie das erforderliche Vertrauen genießen, durch Gold und durch kurzfristige Guthaben gedeckt sein. Jedermann hat das Recht, seine Banknoten bei der Notenbank in Gold umzutauschen. Die Notenbank ist verpflichtet, den Wert des Frankens auf der gesetzlichen Parität zu halten. Der Schweizer Franken soll damit stets der gleichen Menge Goldes entsprechen.
- Die *gelebte Geldverfassung* präsentiert sich völlig anders. Die Schweizerische Nationalbank praktizierte die Goldeinlöschungspflicht in der langen Zeit ihres Bestehens nur während weniger Jahre. Diese Pflicht war meistens durch Beschluss des Bundesrates ausser Kraft gesetzt. Die verschiedenen, zu diesem Zweck erlassenen Beschlüsse stützten sich auf eine Ausnahmeklausel der Bundesverfassung, die es erlaubt, die Einlöschungspflicht «in Kriegszeiten oder in Zeiten gestörter Währungsverhältnisse» aufzuheben. Die Zeiten gestörter Währungs-

verhältnisse sind seit 1954, dem Zeitpunkt, zu dem der heute gültige Bundesratsbeschluss erlassen wurde, verfassungsrechtlicher Dauerzustand. Die gesetzliche Parität bestimmte dagegen den Aussenwert des Schweizer Frankens noch bis Anfang der siebziger Jahre. Die Wechselkurse wurden im System fester Wechselkurse nicht direkt, sondern über die Goldparität fixiert. Diese Regel wurde spätestens ab 1973, als die wichtigsten Währungen damals zum Floating übergingen, zur Fiktion. Dieser Schritt wurde im internationalen Recht bereits 1978 durch die Revision der Statuten des Internationalen Währungsfonds (IWF) nachvollzogen. Der Wechselkurs einer Währung darf nach Artikel IV Abschnitt 2 b der IWF-Statuten nicht mehr durch eine Goldparität aufrechterhalten werden. Die Schweiz wurde vor vier Jahren Mitglied des Internationalen Währungsfonds. Diese Vorschrift wurde damit auch für uns verbindlich.

Was blieb vom ursprünglichen Gebäude unserer Geldverfassung bestehen?

- Geblieben ist – erstens – die Goldparität. Sie dient der Schweizerischen Nationalbank aber nur noch zur Bilanzierung der Goldvorräte.
- Geblieben ist – zweitens – die Vorschrift, dass die Schweizerische Nationalbank die von ihr ausgegebenen Banknoten zu mindestens vierzig Prozent mit Gold decken muss. Der Bundesrat schlug anlässlich der Revision des Nationalbankgesetzes von 1978 zwar vor, diese Deckungspflicht zu streichen. Der Gesetzgeber wollte aber auf diese Vorschrift, die das Vertrauen in die Banknoten stärken soll, nicht verzichten. Sie dürfte allerdings bald durch die Fakten hinfällig werden. Die Deckung des Banknotenumlaufs kam der gesetzlichen Untergrenze inzwischen gefährlich nahe. Die Schweizerische Nationalbank vermag aber kein zusätzliches Gold zu kaufen. Das Gesetz lässt Goldkäufe nur zur offiziellen Parität zu. Sie ist vom heutigen Marktpreis aber weit entfernt.

Die geschriebene Geldordnung wurde zu einem Relikt aus vergangenen Zeiten. Eine Rückkehr zur Goldwährung ist heute aus faktischen Gründen wie der völkerrechtlichen Verpflichtung der

Schweiz nicht mehr denkbar. Dies bedeutet zwar nicht, dass das Gold auch als Bestandteil der Währungsreserven ausgedient hätte. Der Verfassungsgeber ist jedoch aufgerufen, neue Elemente einer Geldverfassung zu finden, die in Zukunft anstelle der Goldeinlöschungspflicht, der Goldparität und der Golddeckung das Vertrauen in den Schweizer Franken zu garantieren vermögen.

II. Die Elemente einer neuen Geldverfassung

Welches sind diese Elemente? Die neue schweizerische Geldverfassung muss meines Erachtens auf drei tragenden Säulen ruhen:

- Die Verankerung der staatlichen Geld- und Währungshoheit einschliesslich der Verankerung des Bargeldmonopols ist die erste Säule.
- Die Umschreibung des Auftrags der Notenbank bildet die zweite Säule.
- Massnahmen, die das Vertrauen in das staatliche Geld fördern, sind die dritte Säule.

Die Grundzüge der schweizerischen Geldordnung – diese drei tragenden Säulen der neuen Geldverfassung – müssen auf möglichst einfache und allgemein verständliche Weise formuliert werden. Einfachheit und Verständlichkeit schaffen Vertrauen.

1. Die Geld- und Währungshoheit

Die Geldhoheit – die erste Säule einer neuen Geldverfassung – kommt dem Bund zu. Der Bund bestimmt, welches Geld vom Staat als Zahlungsmittel anerkannt wird. Dies führt zu einer Zweiteilung des Geldbegriffes: Der Ökonom anerkennt alles als Geld, was dessen Funktionen zu erfüllen vermag. Der Jurist fasst den Begriff des Geldes enger. Geld sind für ihn nur jene Zahlungsmittel, denen der Staat gesetzliche Zahlungskraft verleiht: mit anderen Worten nur jene Instrumente, die von jedermann zur Bezahlung einer Geldschuld akzeptiert werden müssen. Guthaben bei Banken sind beispielsweise im rechtlichen Sinn

kein Geld. Sie beinhalten ein Bonitätsrisiko. Das gleiche gilt auch für Zahlungsmittel wie Kreditkarten, Debitkarten, Wertkarten oder – um die neueste Entwicklung nicht zu vergessen – «Cybercash». Diese Zahlungsmittel beruhen nämlich alle auf Buchgeld-Guthaben bei Banken. Die gesetzliche Zahlungskraft wird wohl auch weiterhin nur die sogenannte «Landesmünze», wie der Artikel 84 des Obligationenrechts das staatlich emittierte Bargeld nennt, erfassen. Der Staat beansprucht für dieses Bargeld – für die Banknoten und die Münzen – das Ausgabemonopol. Dieses Monopol muss in der Verfassung verankert werden. Die Notenbank muss, um die Geldpolitik führen zu können, die Kompetenz haben, Banknoten auszugeben und Buchgeld-Konten zu führen. Sie kann die Kreation weiterer Geldformen dagegen dem Markt überlassen.

Wir messen Distanzen in Metern und Gewichte in Kilogrammen. Wir benötigen ein vergleichbares Mass auch für Werte. Der Staat muss zu diesem Zweck eine Währungseinheit schaffen. In unserem Land erfüllt diese Funktion der Schweizer Franken. Die Währungshoheit des Staates ist deshalb notwendigerweise mit der Geldhoheit verbunden. Die Währungshoheit umfasst grundsätzlich auch die Befugnis, eine ausländische oder eine multilaterale Währungseinheit – eine Währungseinheit wie den von der EU geplanten Euro – zur schweizerischen Währungseinheit zu machen. Ein solcher Entscheid bedürfte allerdings staatsvertraglicher Abmachungen. Die Währungshoheit beinhaltet schliesslich die Kompetenz, das Währungssystem eines Landes zu bestimmen: die Regel, nach der der Aussenwert der Währung festgelegt wird. Der Entscheid, sich an ein System mit festen Wechselkursen anzuschliessen oder aber das Floating zu praktizieren, ist aus heutiger Sicht wesentlicher Inhalt dieser Kompetenz.

Die Entscheide, die sich hinter dem auf den ersten Blick harmlosen Begriff der Geld- und Währungshoheit verbergen, dürften sich in Zukunft, wie meine wenigen Stichworte erahnen lassen, als politisch brisant erweisen. Die Verfassung vermag diese potentiellen Konflikte jedoch nicht zu lösen. Sie kann bloss die erforderlichen Kompetenzen schaffen. Sie muss für künftige Entwicklungen offen bleiben.

2. Der Auftrag der Notenbank

Der konkrete Auftrag der Notenbank – die zweite Säule der Geldverfassung – ist aus meiner Sicht der wichtigste Bestandteil der Neuordnung. Seine Fundamente müssen besonders sorgfältig gelegt werden. Es hängt heute weit stärker als in früheren Zeiten von der Notenbank ab, ob das Geldwesen gut oder schlecht funktioniert. Die Aufgabe der Notenbanken war vor 90 Jahren – zur Zeit, als die Schweizerische Nationalbank gegründet wurde – eine relativ mechanische: Die Notenbanken gaben damals und noch viele weitere Jahre die benötigten Banknoten aus und sorgten dafür, dass die erforderliche Golddeckung vorhanden war. Sie hatten zudem für stabile Wechselkurse zu sorgen. Die Schweizerische Nationalbank musste allerdings mehrmals Geld im Übermass schaffen, um den festen Wechselkurs des Schweizer Frankens zum Dollar, der damaligen Leitwährung, zu verteidigen. Diese Rahmenbedingungen führten zu schweren Bedrohungen der Preisstabilität.

Die Schweizerische Nationalbank ist heute nicht mehr an diese technischen, von aussen gesetzten Vorgaben gebunden. Der Geldwert ist das Ergebnis ihrer Geldpolitik. Eine neue Geldverfassung hat dieser Entwicklung Rechnung zu tragen. Sie wird damit zu einer Verfassung der Geldpolitik. Die Geldverfassung müsste aus meiner Sicht folglich auch festhalten, welchem Zweck die Geldpolitik zu dienen hat. Die Geldwertstabilität ist für mich dabei der einzige vorstellbare Zweck.

Inflation und Deflation haben stets einen monetären Ursprung. Die Notenbank ist für die Kontrolle der Geldschöpfung verantwortlich. Es ist deshalb auch ihre Aufgabe, Preisstabilität zu schaffen.

Instabile Preise sind für eine Volkswirtschaft äusserst kostspielig. Die Instabilität beeinträchtigt die Informationsaufgabe, die den Preisen in einer Marktwirtschaft zukommt. Sie bewirkt Verzerrungen in der Allokation von Ressourcen. Sie lässt Unsicherheiten über die künftige wirtschaftliche Entwicklung aufkommen. Das Wirtschaftswachstum wird dadurch beeinträchtigt. Die Instabilität führt auch zu Ungerechtigkeiten: zu Umverteilungen zwischen Schuldern und Gläubigern von

Nominalwerten. Sie schafft Probleme im Steuersystem.

So kostspielig die Inflation für eine Volkswirtschaft ist, so kostspielig ist auch ihre Bekämpfung. Dies gilt ganz besonders für die Schweiz. Verschiedene Indexmechanismen verlängern den Bremsweg der Inflationsbekämpfung und erhöhen die Gefahr des Umschlagens in eine Rezession. Die Schweizerische Nationalbank darf deshalb mit der Bekämpfung der Inflation nicht erst dann, wenn die Teuerung bereits Realität ist, beginnen. Die Erhaltung der Preisstabilität ist eine Daueraufgabe der Notenbank. Sie bleibt es auch in einer Lage, in der wie heute in der Schweiz niemand an ein Wiederaufleben der Inflation denkt. Die Preisstabilität gehört meines Erachtens aus diesem Grunde als Ziel der Geldpolitik in der Geldverfassung verankert.

Ich spreche mit meinem Postulat bewusst den Konflikt der Geldpolitik mit der Konjunkturpolitik, wie wir ihn heute einmal mehr erleben, an. Ich bestreite nicht, dass eine grosszügige Geldpolitik sich kurzfristig positiv auf die Produktion und auf die Beschäftigung auswirken könnte. Der Schatzmeister aus Goethes Faust preist sein Rezept mit genau den gleichen Worten, mit denen auch die heutigen Verfechter einer aktivistischen Geldpolitik kämpfen, an: «Ihr denkt Euch nicht, wie wohl's dem Volke tat.» Es ist aber ebenso anerkannt, dass die heute erneut angepriesene expansionistische Strategie auf längere Frist immer wieder zu Inflation und zu deren bekannten Kosten führt. Die Notenbanken müssen sich deshalb hinsichtlich kurzfristiger Beschäftigungspolitik zurückhalten. Diese Einsicht war vor zwanzig Jahren, als die Schweiz im Glauben an die «Machbarkeit» der Wirtschaft den Konjunkturartikel in ihre Bundesverfassung aufnahm, noch nicht genügend verbreitet.

Heute wissen wir: Eine Notenbank, die mit ihrer Geldpolitik Preisstabilität gewährleistet, schafft die besten Voraussetzungen für eine ausgewogene Entwicklung der Volkswirtschaft. Dies entspricht auch den Erfahrungen, die wir in den letzten zwanzig Jahren in der Schweiz machten. Wir tragen also, wenn wir den Notenbankauftrag rechtlich so gewichten, den heutigen ökonomischen Erkenntnissen Rechnung. Die aktuellste

Geldverfassung – die Geldverfassung der Europäischen Union – tut dies sehr prägnant. Das Konzept der schweizerischen Konjunkturpolitik, wie es im Konjunkturartikel umschrieben wird, müsste meines Erachtens in diesem Sinne ebenfalls neu überdacht werden.

Wir erleben heute einmal mehr, welchem Druck eine Notenbank angesichts unsicherer Wirtschaftslage und leerer Staatskassen ausgesetzt ist. Die Notenbank bedarf für solche Situationen nicht bloss einer klaren verfassungsmässigen Zielvorgabe. Dem Staat, der an Geldhunger leidet, muss gleichzeitig auch der Zugang zur Notenpresse verwehrt werden. Die Unabhängigkeit der Notenbank findet hier ihre Rechtfertigung. Wissenschaftliche Untersuchungen gelangen zu einem eindeutigen Schluss. Unabhängige Notenbanken erfüllen ihre Aufgabe – die Sicherung der Preisstabilität – besser als Institute, die von den Weisungen der Regierung oder des Parlaments abhängig sind. Dies ist nicht erstaunlich. Die Verlockung, kurzfristige Probleme durch den Griff in die unerschöpfliche Kasse der Notenbank zu lösen, ist für die Politik einfach zu gross. Die Unabhängigkeit ist deshalb die notwendige Voraussetzung des Erfolgs einer Notenbank. Wie aber muss die Autonomie, die die Erwartungen, die in sie gesetzt werden, zu erfüllen vermag, ausgestattet sein?

– Die Unabhängigkeit der Notenbank muss – erstens – organisatorisch abgesichert werden. Dies ist in der Schweiz auf Verfassungsstufe heute nur indirekt der Fall. Die Bundesverfassung stellt zwei Alternativen für die organisatorische Ausgestaltung des Noteninstituts zur Verfügung. Der Gesetzgeber wählte für die Schweizerische Nationalbank jene Alternative, die die Unabhängigkeit besser verwirklicht: die Gründung als Aktiengesellschaft. Er trennte die Notenbank damit formell von der Bundesverwaltung. Die Schweizerische Nationalbank ist mit eigener Rechtspersönlichkeit und mit eigenen Organen ausgestattet. Diese rechtliche Verselbständigung bewirkt unter anderem, dass die Politiker nicht über die Währungsreserven der Notenbank verfügen können. Der Entscheid, die Schweizerische Nationalbank in die Rechtsform einer Aktiengesellschaft mit austarierten Aufsichtsbefugnissen von Bundes-

rat und Bankorganen zu kleiden, bewährte sich. Er muss unbedingt erhalten bleiben.

- Die institutionelle Unabhängigkeit ist – zweitens – die Grundlage der funktionellen Autonomie. Die Notenbank muss die Geldpolitik frei von Weisungen politischer Behörden führen können. Die Unabhängigkeit ist um so wirksamer, je zielgerichteter sie ist. Ich plädiere nicht zuletzt deshalb so eindringlich dafür, die Notenbank rechtlich auf das Ziel der Geldwertstabilität zu verpflichten.
- Die Notenbank muss – drittens – auch personell unabhängig sein. Ihre oberste Leitung sollte ihre Arbeit unbehelligt von Rücksichten auf eine allfällige Wiederwahl durch eine politische Behörde verrichten können. Eine feste, nicht zu kurze Amtsdauer schafft die dafür nötige Voraussetzung.

Die rechtliche Ausgestaltung der Unabhängigkeit ist wichtig. Die Unabhängigkeit muss aber auch gelebt werden. Und sie muss respektiert werden. Die Ziele der Notenbank müssen von der Bevölkerung, vom Parlament und vom Bundesrat als Ziele der staatlichen Politik mitgetragen werden. Sie alle wollen und brauchen gesundes Geld. Die Notenbank ist gezwungen, sich diese Unterstützung von Bevölkerung und von Behörden immer wieder durch eine transparente Politik zu verdienen. Die Zusammenarbeit des Noteninstituts mit dem Bundesrat sollte durch Offenheit und durch gegenseitiges Vertrauen geprägt sein. Das Nationalbankgesetz umschreibt dieses Verhältnis treffend: «Bundesrat und Nationalbank unterrichten sich vor Entscheidungen von wesentlicher konjunkturpolitischer und monetärer Bedeutung über ihre Absichten und stimmen ihre Massnahmen aufeinander ab» (Art. 2 Abs. 2 Nationalbankgesetz). Die Notenbank kann ihre Aufgabe nur dann optimal erfüllen, wenn sie ein günstiges Umfeld vorfindet. Gesunde Staatsfinanzen sind ein besonders bedeutsamer Teil dieses Umfeldes.

3. Vertrauensbildende Massnahmen

Das Geld lebt vom Vertrauen. Die heutige Geldverfassung kennt die Golddeckung und die Gold-einlöschungspflicht für Banknoten als vertrauensbil-

dende Massnahmen. Diese beiden Massnahmen vermögen ihre Funktion nicht mehr zu erfüllen. Sie dürfen aber nicht einfach ersatzlos aus der Verfassung gestrichen werden. Sie müssen vielmehr durch neue, zeitgemässe vertrauensbildende Massnahmen ersetzt werden. Ich komme damit zur dritten Säule der künftigen Geldverfassung: Wie können wir das Vertrauen in das staatliche Geld fördern?

Es erscheint aus heutiger Sicht nicht mehr als zweckmässig, in der Geldverfassung eine reale Deckung der staatlich emittierten Banknoten vorzuschreiben. Die Schweizerische Nationalbank muss vielmehr generell mit den aus geld- und währungspolitischer Sicht nötigen Reserven dotiert werden. Sie ist nur dann in der Lage, ihre Aufgabe auch in ausserordentlichen Lagen zu erfüllen. Die Schweizerische Nationalbank bedarf primär ungesicherter Devisenreserven, um im Falle einer Frankenschwäche am Devisenmarkt intervenieren zu können. Dies erscheint heute zwar als nicht sehr aktuell. Es würde aber, sollte unser Land eines Tages zu einem fixen Frankenkurs zurückkehren, sehr rasch an Gewicht gewinnen. Der schweizerische Finanzplatz ist international nicht nur sehr bedeutsam. Er ist auch ausserordentlich stark verflochten. Der Finanzplatz lebt vom Vertrauen der ausländischen Investoren. Die Fähigkeit der Schweizerischen Nationalbank zur Krisenbewältigung schafft dieses Vertrauen. Die Notenbank benötigt deshalb hohe Währungsreserven.

Die Verfassung sollte aus diesen Überlegungen vorschreiben, dass die Schweizerische Nationalbank aus ihren Erträgen angemessene Währungsreserven aufnet. Eine vertrauensbildende Verfassungsbestimmung mit dieser generellen Zielrichtung macht Sinn. Sie erweist sich auch als nötig. Der Versuch, die bisherigen Deckungsvorschriften einfach ersatzlos zu streichen, würde auf heftigen, breiten Widerstand stossen. Auch aktuelle Erfahrungen sprechen für eine solche Vorschrift. Die Notenbank muss heute offensichtlich auch in der Schweiz vor Begehren, die Gewinnausschüttung über das geldpolitisch noch vertretbare Ausmass weit hinaus zu erhöhen, geschützt werden. Die Reserven haben vorab den geld- und währungspolitischen Aufgaben der Notenbank zu dienen. Die Rendite darf nicht Priorität haben. Es

wäre verhängnisvoll, wenn die Schweizerische Nationalbank unter Druck gesetzt würde, zu Lasten der Sicherheit und der raschen Verfügbarkeit ihrer Währungsreserven möglichst hohe Gewinne zu erzielen.

III. Der Weg zur neuen Geldverfassung

Eine moderne Geldverfassung bedarf – ich wiederhole es – dreier Elemente:

Sie hat die staatliche Geld- und Währungshoheit zu umschreiben. Sie muss den Auftrag der Notenbank, in Unabhängigkeit eine der Geldwertstabilität verpflichtete Geldpolitik zu führen, definieren. Sie hat vorzuschreiben, dass die Notenbank aus ihren Erträgen als vertrauensbildende Massnahme ausreichende Währungsreserven äufnet.

Wie kommen wir zu einer Geldverfassung, die diesen drei Anforderungen gerecht wird?

Der Bundesrat stellte der Öffentlichkeit Mitte des letzten Jahres seinen als Reformprojekt gedachten Entwurf für eine Totalrevision der Bundesverfassung vor. Die Phase der Volksdiskussion ist abgeschlossen. Der Entwurf soll nun überarbeitet und möglichst bald dem Parlament unterbreitet werden. Der Entwurf für die Totalrevision der Bundesverfassung beschränkt sich weitgehend auf die Nachführung: auf eine «mise à jour». Er erfüllt den darauf ausgerichteten parlamentarischen Auftrag aus dem Jahre 1987 insgesamt gut. Der Artikel 79 des Verfassungsentwurfs enthält den Vorschlag einer modernen Geldverfassung. Er stellt das hier geltende Verfassungsrecht verständlich dar, ordnet es systematisch, verstärkt dessen Dichte und vereinheitlicht die Sprache. Die überholten Teile der heutigen Geldverfassung, vor allem die Goldeinlöschungspflicht, werden aufgegeben.

Die staatliche Geld- und Währungshoheit wird im ersten Absatz des Artikels 79 des Verfassungsentwurfs klar und prägnant umschrieben.

Der zweite Absatz des Artikels definiert den Auftrag der Notenbank. Der Verfassungstext beschränkt sich dabei meines Erachtens zu Recht auf die zentrale Aufgabe der Schweizerischen

Nationalbank: auf die Aufgabe, die Geld- und Währungspolitik zu führen. Er verweist für die weiteren, eher technischen Aufgaben der Schweizerischen Nationalbank – etwa die Erleichterung des Zahlungsverkehrs – auf die Gesetzesstufe.

Die Unabhängigkeit der Notenbank wird in der Verfassung explizit verankert. Sie bedarf später noch der detaillierten Ausgestaltung im Gesetz. Die Orientierung des Auftrags der Schweizerischen Nationalbank am Ziel der Geldwertstabilität fehlt dagegen. Ich bedaure dies. Die Verpflichtung der Notenbankpolitik auf die Erhaltung der Geldwertstabilität sollte idealerweise auf der Verfassungsstufe normiert werden. Die Europakompatibilität, die unsere Behörden sonst so gerne beschwören, stünde uns gerade hier besonders gut an. Die Verankerung der Notenbankautonomie und des Ziels der Preisstabilität im Vertrag von Maastricht ist ja nicht zuletzt durch schweizerische Erfahrungen gestützt. Die Absicht, die geltende Bundesverfassung nur nachzuführen, aber nicht echt zu modernisieren, steht diesem Postulat nur scheinbar entgegen. Sie spricht nicht zwingend gegen diese Abrundung der Geldverfassung. Artikel 79 des Verfassungsentwurfs ist so oder so eine grundsätzliche Neuordnung.

Der Verfassungsentwurf kennt schliesslich auch keine vertrauensbildende Massnahme in der Form einer Sicherung ausreichender Währungsreserven.

Es wäre aus meiner Sicht wünschbar, die beiden fehlenden Elemente des Verfassungsentwurfs, die Verpflichtung auf die Preisstabilität und die Sicherung ausreichender Währungsreserven, im Verlauf des weiteren politischen Prozesses noch in das Reformwerk einzubauen. Der Nachführungsauftrag des Parlaments würde damit kaum gesprengt. Sowohl die vorrangige Ausrichtung der Geldpolitik auf das Ziel der Geldwertstabilität wie auch die kontinuierliche Äufnung der Währungsreserven aus den Erträgen der Notenbank entsprechen nämlich bereits der heutigen Verfassungswirklichkeit. Eine Reform mit «zu stark angezogenen Bremsen» gefährdet umgekehrt die Kohärenz und die Vollständigkeit der neuen Geldverfassung.

IV. Schluss

Die Schweiz erhielte, würden die skizzierten Elemente noch in die Totalrevision der Bundesverfassung eingebaut, eine optimale Geldverfassung. Sie könnte sich nicht nur in der Konkurrenz mit ausländischen Systemen sehen lassen. Sie würde vielmehr auch die rechtlichen Voraussetzungen dafür schaffen, dass die Schweizerische Nationalbank ihre Stabilitätserfolge auch in Zukunft zu erzielen vermag. Die Notenbank wünscht sich eine rasche Verwirklichung des Reformvorhabens. Dies würde es ihr erlauben, anschliessend auch die Revision des Nationalbankgesetzes, die aus verschiedenen Gründen dringend wurde, an die Hand zu nehmen.

Professor Max Imboden löste vor dreissig Jahren mit seinem Referat an der Hochschule St. Gallen zum Thema «Verfassungsrevision als Weg in die Zukunft» die massgebenden Impulse für die seitherige Verfassungsdiskussion aus. Er warnte gleichzeitig sehr prophetisch vor allzu optimisti-

schen Zeitplänen. Er meinte, die Zeit, in der sich Verfassungen in einer einmaligen grossen Anstrengung – aus einer intuitiven Schau des Neuen – formen liessen, sei vorbei. Er hätte sich aber wohl nicht gedacht, dass das damals in Angriff genommene Werk erst dreissig Jahre später in seine entscheidende Phase treten würde.

Eine Garantie, dass der nun vorliegende Entwurf für die Totalrevision der Bundesverfassung tatsächlich Recht wird, gibt es selbst heute noch nicht. Die Reform der Geldverfassung drängt allerdings. Die Konzepte sind entwickelt. Die Zeit, sich vom Konzept der Goldwährung zu trennen, drängt. Wir müssten deshalb, sollte die Totalrevision der Bundesverfassung in absehbarer Zeit nicht realisierbar sein, losgelöst von diesem grossen Werk eine rasche Teilrevision der Art. 38 und 39 der Bundesverfassung in Angriff nehmen. Wir Schweizer sind unserer Währung – dem Schweizer Franken – ein neues Verfassungskleid schuldig.

Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank 1986–1994

Mathias Zurlinden*

Einleitung

Seit Mitte der achtziger Jahre hat die Nationalbank an gut 100 Tagen am Devisenmarkt interveniert. Zumeist erfolgten diese Operationen koordiniert mit anderen Notenbanken. Das Ziel bestand darin, Wechselkursbewegungen zu beeinflussen oder nach schweren Störungen die Ruhe auf den Märkten wiederherzustellen. Dieser Aufsatz beschreibt die Interventionstätigkeit der Nationalbank im Zeitraum von 1986 bis 1994. Ausserdem sollen die Wirkungen der Interventionen auf das Niveau und die Volatilität des Wechselkurses untersucht werden.

Als Interventionen werden im folgenden Transaktionen am Devisenkassamarkt bezeichnet, welche die Nationalbank aus wechselkurspolitischen Gründen tätigt. Ausgeklammert sind nicht nur Devisenswaps, sondern auch Kassa- und Termingeschäfte, welche die Nationalbank etwa im Rahmen ihres Kundendienstes für die Eidgenossenschaft durchführt. Die Abgrenzung lässt sich damit begründen, dass wir im wesentlichen an den Wirkungen geldmengenneutraler Interventionen interessiert sind und davon ausgehen, diese seien am ehesten dann zu erwarten, wenn die Interventionen von den Märkten als geld- oder währungspolitische Signale interpretiert werden.

Die Frage der Wirksamkeit von Interventionen ist nicht neu, und es gibt eine grosse Literatur dazu (siehe Edison, 1993). Zwar war immer klar, dass Interventionen, welche die monetäre Basis verändern, die Zinssätze und damit den Wechselkurs beeinflussen. Zweifelhaft ist hingegen stets gewesen, ob auch geldmengenneutrale Interventionen wirksam sind und damit ein unabhängiges Instrument der Geldpolitik bilden. Eine Arbeitsgruppe, die im Sommer 1982 in Versailles von den Regierungschefs der G-5 den Auftrag erhalten hatte, die Frage zu untersuchen, kam zum Ergeb-

nis, dass geldmengenneutrale Interventionen ein verhältnismässig schwaches Instrument der Wechselkurspolitik bilden. Diese Auffassung ist in den letzten Jahren von Dominguez und Frankel (1993a, b) sowie Catte et al. (1994) in Frage gestellt worden. Sie dürfte indessen von den meisten Beobachtern nach wie vor geteilt werden (siehe die Kritik von Truman an Catte et al., 1994).

Grundsätzlich lassen sich zwei Kanäle unterscheiden, über die geldmengenneutrale Interventionen den Wechselkurs beeinflussen können. Der eine, der Portfeuillekanal, basiert auf einem Modell, welches unvollkommene Substitution zwischen in- und ausländischen Anlagen (genauer Anlagen, die in inländischer bzw. ausländischer Währung denominiert sind) unterstellt. Da Interventionen die Zusammensetzung des Portfeuille des privaten Sektors verändern, müssen sich die erwarteten Ertragsraten (und damit der Wechselkurs) anpassen, damit Angebot und Nachfrage wieder übereinstimmen. Die Nettobestände der verschiedenen vom privaten Sektor gehaltenen Anlagen, werden allerdings nicht nur durch (wechselkurspolitisch motivierte) Interventionen, sondern auch durch die übrigen Devisengeschäfte der Notenbanken und die Finanzpolitik der Regierungen verändert. Eine durch das Portfeuillemodell inspirierte Untersuchung würde deshalb einen weiter gefassten Interventionsbegriff als den hier gewählten nahelegen (siehe Adams und Henderson, 1983, Rogoff, 1983, und Dominguez und Frankel, 1993b).

Der zweite Kanal, der Signalkanal, setzt nicht voraus, dass in- und ausländische Anlagen unvollkommene Substitute sind. Er basiert auf der Idee, dass die Märkte aus den Interventionen Schlussfolgerungen über die Einstellungen und Absichten der Währungsbehörden ziehen (siehe Klein und Rosengren, 1991). Revidieren die Märkte im Anschluss an eine Intervention ihre Erwartungen über den Verlauf der Geldpolitik, verändert sich auch der Wechselkurs. Verschiedene Autoren haben argumentiert, dass Interventionen besonders

* Ressort Volkswirtschaftliche Studien der Schweizerischen Nationalbank.

geeignet sind, die Erwartungen zu beeinflussen, da die Notenbanken einen Buchverlust riskierten, falls ihre Devisenoperationen dem geldpolitischen Kurs systematisch zuwiderlaufen würden. Die Notenbanken hätten deshalb einen Anreiz, die Interventionen im Einklang mit ihrer Geldpolitik vorzunehmen. Der Signalkanal legt einen eng gefassten Interventionsbegriff nahe: Der Markt muss von der Intervention Kenntnis haben, und das Motiv, das der Notenbank vom Markt zugeschrieben wird, spielt für die Wirkung der Intervention eine Rolle.

In den letzten Jahren sind mehrere Untersuchungen durchgeführt worden, denen die Idee zugrunde liegt, dass Devisenmarktinterventionen (wenn überhaupt) über einen Signalkanal, d. h. über ihren Einfluss auf die Erwartungen der Marktteilnehmer, wirken. Die meisten dieser Untersuchungen konzentrieren sich auf die Vereinigten Staaten, und einige betrachten zudem noch Deutschland und Japan (siehe Baillie und Humpage, 1992, Catte et al., 1994, Dominguez, 1993, Dominguez und Frankel, 1993a, sowie Osterberg und Wetmore Humes, 1995). Mit schweizerischen Daten ist in dieser Richtung vergleichsweise wenig gearbeitet worden. Ausnahmen bilden Dominguez und Frankel (1993b) und Fischer (1995).

Der Rest dieses Aufsatzes ist in drei Teile gegliedert. Der erste Teil beginnt mit der Kategorisierung und Quantifizierung der relevanten Devisenmarktoperationen der Nationalbank. Darauf werden die Interventionen im Zeitablauf zusammen mit den Zinssätzen und Wechselkursen dargestellt und zwei Episoden, in denen die Nationalbank allein und massiv intervenierte, beschrieben. Im zweiten Teil wird das statistische Modell erläutert, mit dem die Wirkungen der Interventionen auf das Niveau und die Volatilität des Wechselkurses überprüft werden sollen. Es handelt sich um ein GARCH(1,1)-t-Modell des Wechselkurses, das von Bollerslev (1987) entwickelt und von Baillie und Humpage (1992) in die Interventionsliteratur eingeführt wurde. Anschliessend werden die Ergebnisse der Schätzungen mit Tages- und Wochendaten vorgestellt und mit den Ergebnissen vergleichbarer Studien, die für andere Länder, Währungen und Zeitperioden gemacht worden sind, verglichen. Der dritte Teil enthält eine zusammenfassende Schlussbetrachtung.

1. Ein Überblick zu den Interventionen der SNB von 1986 bis 1994

Die Interventionen im Querschnitt

Interventionen der Nationalbank sind Devisengeschäfte, welche die Nationalbank mit Banken in der Schweiz abschliesst. Interveniert die Nationalbank am Devisenmarkt, so schliesst sie stets Transaktionen mit mehreren Banken ab. Diese Banken werden zudem darüber informiert, dass es sich bei einer bestimmten Transaktion um eine Intervention gehandelt hat. Die Nachricht, dass die Nationalbank intervenierte, verbreitet sich deshalb rasch im Markt, und man kann davon ausgehen, dass die Marktteilnehmer wissen, wann die Nationalbank interveniert hat.

Alle im Zeitraum 1986–1994 erfassten Interventionen der Nationalbank sind Kassageschäfte. Nicht enthalten sind also Devisenswaps und reine Termingeschäfte. Swapgeschäfte dienen der Liquiditätssteuerung des Bankensystems, während Termingeschäfte im Berichtszeitraum nur im Rahmen von kommerziellen Kundengeschäften durchgeführt wurden und somit keine wechsellkurspolitische Aufgabe erfüllten. Kundengeschäfte und die damit verknüpften Rückdeckungen der Nationalbank sind keine Interventionen. Die Kundengeschäfte sind hauptsächlich Fremdwährungskäufe auf Rechnung der Eidgenossenschaft am Devisenmarkt. Da die Nationalbank die gewünschten fremden Währungen in der Regel gegen Dollar kauft, erfolgt ein steter Dollarabfluss aus den Devisenreserven, der früher oder später durch Dollarkäufe wieder kompensiert werden muss, will die Nationalbank ihre Währungsreserven auf einem bestimmten Niveau halten. Diese als Rückdeckungen bezeichneten Dollarkäufe erfolgen teilweise direkt am Markt und teilweise über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). Die Nationalbank tritt am Dollar/Franken-Kassamarkt also entweder bei Interventionen oder bei Rückdeckungen auf.

Wie häufig und mit welchen Beträgen hat die Nationalbank am Devisenmarkt interveniert? *Tabelle 1* fasst die wichtigsten Daten zusammen. Die Interventionen erfolgten in der Regel am Dollar/Franken-Markt (98 Tage) und nur sehr selten am DM/Franken-Markt (zwei Tage). Einige

Tabelle 1: Tägliche Interventionen und Rückdeckungen der Schweizerischen Nationalbank, 1986-1994

	Anzahl Tage mit Transaktionssumme in Mio. US-Dollar (ts)							Anzahl Tage, total ¹	In % aller Arbeitstage ²	Ø-Betrag, in Mio. US-\$
	0<ts≤25	25<ts≤50	50<ts≤100	100<ts≤250 ¹	250<ts≤500 ¹	500<ts≤1000 ¹				
Interventionen:										
Total	29	45	28	5	1	2	110	4,8	63,5	
<i>gegliedert nach Währungen:</i>										
- US-Dollar gegen SFr.	24	41	26	5	1	1	98	4,3	61,9	
- US-Dollar gegen jap. Yen	4	4	0	0	0	0	8	0,4	30,0	
- US-Dollar gegen D-Mark	1	0	2	1	0	0	4	0,2	61,3	
- D-Mark gegen SFr.	0	0	0	1	1	0	2	0,1	217,9	
<i>gegliedert nach Zentralbankbeteiligung:</i>										
- SNB (ohne Buba und Fed)	1	0	0	0	1	2	4	0,2	421,4 ³	
- SNB und Fed (ohne Buba)	5	8	1	0	0	0	14	0,6	36,4 ³	
- SNB und Buba (ohne Fed)	5	5	6	1	0	0	17	0,7	56,2 ³	
- SNB, Fed und Buba	18	32	21	4	0	0	75	3,3	51,1 ³	
Rückdeckungen:⁴										
US-Dollar gegen SFr.	152	51	15	11	1	1	231	10,2	34,2	

¹ Die Anzahl Tage der nach Währungen und Transaktionssummen gegliederten Interventionen addiert sich nicht auf die in der ersten Reihe angegebene Anzahl Tage der nach Transaktionssummen gegliederten Interventionen, da an einzelnen Tagen in mehreren Währungen interveniert wurde.

² Die Zahl der Arbeitstage im Zeitraum von 1986 bis 1994 beträgt 2274.

³ Die Beträge beziehen sich auf die SNB-Interventionen.

⁴ Direkte Rückdeckungen am Devisenmarkt, d.h. ohne die Rückdeckungen über die BIZ.

wenige Interventionen wurden ausserdem am Dollar/Yen- (acht Tage) und am Dollar/DM-Markt (vier Tage) vorgenommen.¹ Da die Nationalbank an zwei Tagen gleichzeitig in zwei Märkten intervenierte (Dollar/Franken und DM/Franken), ergeben sich 110 Tage, an denen die Nationalbank Interventionen tätigte. Dies sind rund fünf Prozent aller Arbeitstage zwischen 1986 und 1994.

Die meisten Interventionen erfolgten an Tagen, an denen auch andere Notenbanken am Dollarmarkt intervenierten. Dies ergibt sich aus einem Vergleich mit den Interventionen der Deutschen Bundesbank (ohne EWS-Interventionen) und des Federal Reserve Systems (Fed), welche im Berichtszeitraum ausschliesslich am Dollar/DM-Markt (Bundesbank) bzw. am Dollar/DM- und am Dollar/Yen-Markt (Fed) erfolgten. Es zeigt sich, dass die Nationalbank nur an vier Tagen ohne zumindestens eine der beiden anderen Zentralbanken intervenierte. An einem dieser vier Tage erfolgte die Intervention in Abstimmung mit der Bank von Japan, so dass die Nationalbank letztlich nur an drei Tagen allein agierte. In den meisten Fällen, nämlich an 75 Tagen intervenierten am selben Tag auch das Fed und die Bundesbank. An 14 Tagen intervenierte am gleichen Tag auch das Fed, nicht aber die Bundesbank. An 17 Tagen intervenierte am gleichen Tag auch die Bundesbank, nicht aber das Fed. Im Vergleich zu Fed und Bundesbank intervenierte die Nationalbank weniger häufig. Während die Nationalbank an 110 Tagen intervenierte, waren das Fed an 266 und die Bundesbank an 209 Tagen aktiv.

Die Nationalbank intervenierte immer in die gleiche Richtung wie das Fed und die Bundesbank. Es kam also nie vor, dass die eine Notenbank eine bestimmte Währung durch Käufe zu stützen versuchte, während eine andere Notenbank die gleiche Währung durch Verkäufe schwächte. Dieses minimale Erfordernis, das man an die Koordination von Interventionen stellen kann, war also erfüllt.

¹ Interventionen in einer bestimmten Währung bedeuten nicht zwangsläufig, dass der betreffende Wechselkurs den Anlass zur Intervention gab. Die Nationalbank interveniert manchmal auch dann am Dollar/Franken-Markt, wenn sie den Frankenkurs der DM im Auge hat.

Die Beträge, mit denen die Nationalbank am Markt intervenierte, schwanken in einer grossen Bandbreite. Rund zwei Drittel aller Interventionen umfassen nicht mehr als 50 Mio. Dollar pro Tag, und es sind nur gerade drei Tage, an denen die Nationalbank mehr als 250 Mio. Dollar einsetzte. Der durchschnittliche Betrag aller 110 Interventionstage betrug 63,5 Mio. Dollar.

Die Interventionen der Nationalbank waren im Berichtszeitraum kleiner als jene der deutschen oder der amerikanischen Währungsbehörden. Der durchschnittliche Interventionsbetrag der Nationalbank war nur rund halb so gross wie jener der Bundesbank (118,8 Mio. Dollar) und betrug knapp ein Drittel des durchschnittlichen Fed-Betrages (208,0 Mio. Dollar). Bei der Beurteilung des Interventionsvolumens sind allerdings die Grössenunterschiede zwischen der Schweiz und den Vereinigten Staaten bzw. Deutschland im Auge zu behalten. Die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im April 1995 erhobenen Zahlen über den globalen Umsatz an den Devisenmärkten zeigen, dass der Dollar (83%), die DM (37%) und der Yen (24%) an den meisten Transaktionen beteiligt sind, während der Schweizer Franken (7%) mit deutlichem Abstand an sechster Stelle folgt. Noch grössere Differenzen ergeben sich bei den Bestandesgrössen wie der monetären Basis oder den vom privaten Sektor gehaltenen Wertpapieren staatlicher Schuldner, welche in traditionellen Modellen zur Bestimmung des Wechselkurses gewöhnlich die zentrale Rolle spielen (monetäre Modelle und Portefeuillemodelle).

Die Rückdeckungen der Nationalbank am Dollarmarkt (ohne die Rückdeckungen über die BIZ) erfolgten im Durchschnitt häufiger (231 Tage) und in kleineren Tagesbeträgen (34,2 Mio. Dollar) als die Interventionen. Hingegen wurden die Rückdeckungen eines Tages anders als die Interventionen oft mit einer einzigen Transaktion durchgeführt. Die Frage, ob die Nationalbank die Rückdeckungen mit den Interventionen abstimmt, wird durch Tabelle 1 nicht beantwortet. Es lässt sich indessen zeigen, dass die Rückdeckungen (Dollarkäufe gegen Franken) an keinem Tag der Berichtsperiode mit Dollarverkäufen aus Interventionen kollidierten. Die Rückdeckungen wurden somit wohl nicht vollkommen mechanisch getätigt.

Die Interventionen im Zeitablauf

Die Interventionen sind ungleichmässig über die Zeit verteilt. Wie erwähnt intervenierte die Nationalbank zwischen 1986 und 1994 an insgesamt 110 Tagen. Von diesen 110 Tagen entfallen 2 Tage auf das Jahr 1986, 22 Tage auf 1987, 20 Tage auf 1988, 39 Tage auf 1989, 6 Tage auf 1990, 13 Tage auf 1991, 6 Tage auf 1992 und 2 Tage auf 1994. Im Jahre 1993 nahm die Nationalbank keine Interventionen vor.

Die Entwicklung der Interventionen über die Zeit kann den Grafiken A.1–A.8 entnommen werden (siehe Anhang). Die Grafiken zeigen die Interventionen im Spannungsfeld mit Zinssätzen und Wechselkursen, wobei für jedes Jahr zwischen 1986 und 1994 vier Teilgrafiken ausgewiesen werden. Eine Ausnahme bilden die Jahre 1993 und 1994, die zusammen abgebildet werden, da im Jahre 1993 keine Interventionen durchgeführt wurden.

- Die erste der vier Teilgrafiken zeigt Ausmass, Zeitpunkt und Richtung der Nationalbankinterventionen. Dabei handelt es sich in der Regel um Dollarkäufe (+) und -verkäufe (–) gegen Franken am Devisenmarkt. Interventionen an anderen Märkten sind unter Angabe der Währung mit einem Pfeil markiert. Alle Beträge sind in Mio. Dollar angegeben.
- Die zweite Teilgrafik gibt den Verlauf des Franken/Dollar-Kurses und den Zeitpunkt der Interventionen an. Für jede Intervention wird vermerkt, ob die Nationalbank am betreffenden Tag allein intervenierte oder zusammen mit dem Fed und/oder der Bundesbank. Koordinierte Interventionen sind durch ein (schwarzes) Dreieck angegeben, während nichtkoordinierte Interventionen durch ein (schwarzes) Quadrat symbolisiert werden.² Gezeigt werden nicht nur die Dollar/Franken-Interventionen, sondern alle Interventionen, die in Franken oder Dollar erfolgten, d.h. auch die Dollar/DM-, Dollar/Yen- und DM/Franken-Interventionen.
- Die dritte Teilgrafik zeigt den Verlauf des Franken/DM-Kurses. Die nichtkoordinierten Interventionen werden wiederum durch ein schwarzes Quadrat ausgedrückt. Bei den koordinier-

ten Interventionen ergibt sich eine Schwierigkeit, da die beabsichtigte Wirkung auf den Franken/DM-Kurs unklar ist, falls die Nationalbank Dollar gegen Franken kauft (verkauft) und die Bundesbank oder das Fed am gleichen Tag Dollar gegen DM kaufen (verkaufen). In diesen Fällen wird die koordinierte Intervention durch ein graues Dreieck ausgedrückt. Interventionen der Nationalbank am Dollar/Yen-Markt sind in der dritten Teilgrafik nicht eingetragen.

- Die vierte Teilgrafik zeigt den Verlauf des Zinssatzes für dreimonatige Eurofranken sowie die Entwicklung der Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Franken- und DM- bzw. Franken- und Dollaranlagen am Euromarkt.³ Der Frankenzinssatz hängt stark von der schweizerischen Geldpolitik ab, während die beiden Zinsdifferenzen vom unterschiedlichen Verlauf der schweizerischen und deutschen bzw. amerikanischen Geldpolitik beeinflusst werden. Die Markierungen der Interventionszeitpunkte entsprechen jenen in der zweiten und dritten Teilgrafik.

Die Grafiken geben in knapper Form eine Übersicht zur Geschichte der Devisenmarktinterventionen der Nationalbank von 1986 bis 1994. Die ersten Interventionen der Berichtsperiode erfolgten im Oktober 1986, als die Nationalbank an zwei Tagen Dollar gegen Franken kaufte. Damit ging eine rund dreijährige Pause zu Ende, während der die Nationalbank keine Devisenmarktinterventionen vorgenommen hatte. Die Wiederaufnahme der Interventionstätigkeit blieb zunächst ohne Fortsetzung. Häufigere Interventionen erfolgten erst ab Ende März 1987, d.h. nach dem Louvre-Treffen der Finanzminister der G-5 (und Kanadas) vom 21./22. Februar 1987 in Paris. An diesem Treffen vereinbarten die Teilnehmer, den DM/Dollar- und den Yen/Dollar-Wechselkurs auf der Höhe der damaligen Kursniveaus zu stabilisieren (siehe Funabashi, 1988). Eine Verpflichtung zu In-

² Die Intervention am Dollar/Yen-Markt vom 11. April 1990, die mit einem (schwarzen) Quadrat markiert ist, war mit der Bank von Japan koordiniert.

³ Die dreimonatigen Zinssätze werden in den Grafiken den Tagesgeldzinssätzen vorgezogen, weil sie weniger schwanken. In den empirischen Schätzungen werden jedoch die Tagesgeldzinssätze verwendet.

terventionen gab es zwar nicht, doch nahm die Häufigkeit der Interventionen darauf deutlich zu. Neben der Bank von Japan, die bereits in den Vormonaten massiv Dollar gekauft hatte, intervenierten nun vermehrt auch die Notenbanken der Vereinigten Staaten und Deutschlands (siehe Catte et al, 1994). Auch die Schweiz, obwohl im Louvre nicht dabei, nahm in der Folge mehrmals an koordinierten Interventionen teil.

Die Nationalbank tätigte zwischen Februar 1987 und dem Frühjahr 1988 in mehreren Schüben Dollarkäufe zur Stützung der amerikanischen Währung. Diese Operationen wurden im Zeitraum Juni bis September 1988 von Dollarverkäufen abgelöst, bevor im November nochmals an zwei Tagen Dollars gekauft wurden. Die Nationalbank intervenierte somit – gleich wie die in dieser Phase deutlich aktiveren Notenbanken der Vereinigten Staaten und Deutschlands – in beide Richtungen.

Man kann aus dem Muster der Interventionen Schlüsse darüber ziehen, welche Wechselkursniveaus die Notenbanken damals als angemessen betrachteten. Baillie und Humpage (1992) haben dies für die Dollarkurse der DM und des Yen gemacht. Sie kommen zum Ergebnis, dass die Interventionen des Fed und der Bundesbank zwischen Februar 1987 und Ende 1988 mit der Vorstellung von Zielzonen konsistent sind: Die geschätzten Schwellen, welche Interventionen der beiden Notenbanken auslösen, ändern sich in dieser Phase selten und nur geringfügig. Für die Zeit nach Ende 1988 haben die beiden Autoren aber Schwierigkeiten, eine Zielzone zu spezifizieren. Die Schlussfolgerung, dass die Länder der G-3 ihre Zielzonen Ende 1988 wieder aufgaben, deckt sich ungefähr mit dem optischen Eindruck, den die Grafiken A2–A4 für die schweizerische Situation vermitteln.⁴

Im Zeitraum von Anfang 1989 bis Mitte 1992 nahm die Nationalbank – mit einer Ausnahme – während dreieinhalb Jahren nur noch Devisenverkäufe vor und versuchte somit, den Franken zu

stützen bzw. den Dollar zu schwächen. Dies war gleichzeitig die Phase steigender Inflation, als die Nationalbank die geldpolitischen Zügel straffte und der Wiedererlangung der Preisstabilität klar die Priorität einräumte. Die Entwicklung der Frankenzinsen und der Zinsdifferenz zu den Dollaranlagen stand im Einklang mit den wechsellkurspolitischen Vorstellungen. Nachdem die Frankenzinsen im Anschluss an den Börsenkrach vom Herbst 1987 noch gefallen waren, stiegen sie gegen Ende 1988 und vor allem im Jahre 1989 massiv. Gleichzeitig verringerte sich der Abstand zu den höher verzinslichen Dollaranlagen. Ende 1989 kreuzten sich die beiden Zinssätze, und die Frankenzinsen lagen vor allem 1991 und in der ersten Hälfte 1992 immer deutlicher über den entsprechenden Dollarzinsen.

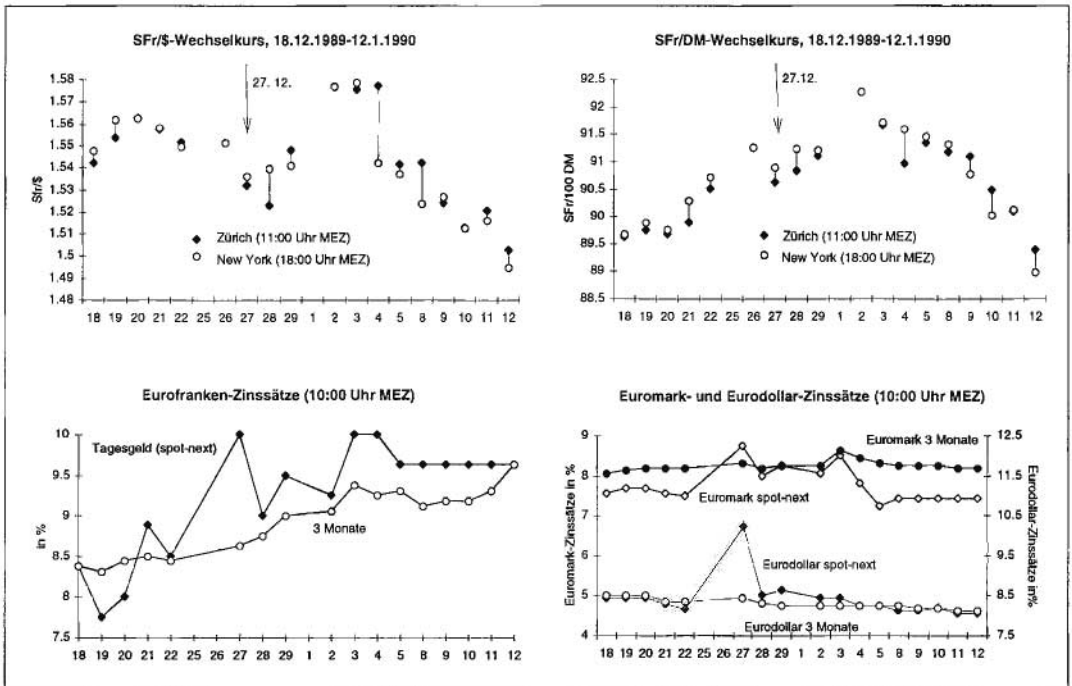
Die einzige Intervention, die in den dreieinhalb Jahren bis Mitte 1992 einen Dollarkauf einschloss, fand im Februar 1991 kurz vor Beginn der Bodenkämpfe im Golfkrieg statt: Eine koordinierte Intervention zur Stützung des Dollars, an der sich eine grosse Anzahl Zentralbanken beteiligte, bereinigte die durch starke Unsicherheit gekennzeichnete Situation rasch und nachhaltig. Damit ist auch die Form angedeutet, die für die Interventionen in der ersten Hälfte der neunziger Jahre typisch wurde. Die ausgedehnten Interventionsphasen, in denen die amerikanischen und deutschen Währungsbehörden (und in geringerem Ausmass auch die Nationalbank) praktisch täglich am Markt intervenierten, wurden seltener. An ihre Stelle traten gezielte, oft einmalige Interventionen. Gleichzeitig verschwanden auch die Unterschiede in der Häufigkeit, mit der die Nationalbank bzw. das Fed und die Bundesbank intervenierten. Zwischen Mitte 1991 und Ende 1994 hat die Nationalbank ungefähr gleich oft (oder selten) am Devisenmarkt interveniert wie die beiden anderen Notenbanken.

Die drei Interventionen vom 27. Dezember 1989, 6. März 1992 und 11. März 1992

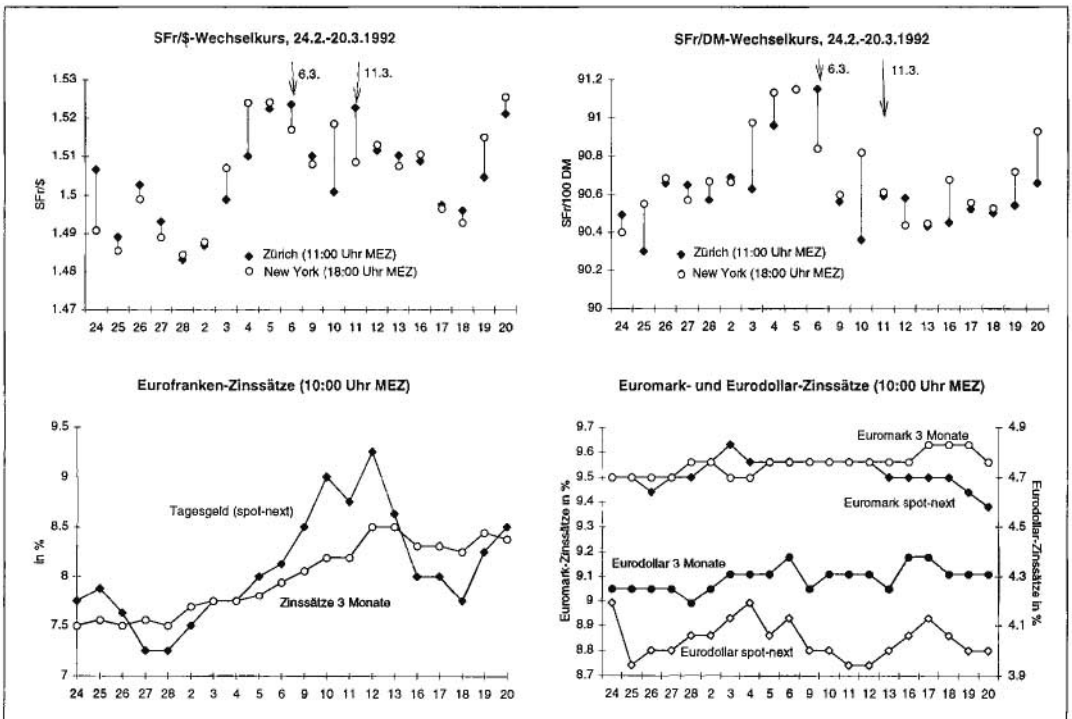
Aus schweizerischer Sicht müssen zwei Episoden besonders erwähnt werden, in denen die Nationalbank allein intervenierte. Dabei handelt es sich auch um die Tage, an denen die Nationalbank ihre

⁴ Da der Franken/DM-Kurs in diesen Jahren deutlich weniger stark schwankt als der Franken/Dollar-Kurs entsprechen die Schwankungen des abgebildeten Franken/Dollar-Kurses in grossen Zügen jenen des für die G-3 wichtigen DM/Dollar-Kurses.

Grafik 1: Intervention vom 27. Dezember 1989, Dollarverkäufe gegen Franken



Grafik 2: Interventionen vom 6. und 11. März 1992, Dollar- und DM-Verkäufe gegen Franken



grössten Interventionen tätigte. Die *Grafiken 1 und 2* illustrieren den Verlauf der Wechselkurse und der Zinssätze in den Tagen vor und nach diesen Interventionen.

Die erste Episode ereignete sich Ende 1989, als der Franken nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern vor allem gegenüber der DM schwach notierte. Die DM kletterte vor den Weihnachtstagen, am Freitag, 22. Dezember, über die Marke von 90 Rappen/DM. Nachdem sie am 26. Dezember in New York nochmals gestiegen war (91.26), verkaufte die Nationalbank am Morgen des 27. Dezember, einem Mittwoch, 545 Mio. Dollar am Devisenmarkt. Die Intervention brachte zwar eine kurzfristige Entlastung, doch stieg der Frankenkurs der DM an den folgenden Tagen weiter an und lag nach dem Jahreswechsel, am 2. Januar 1990 in New York, bereits bei 92.28 Rappen/DM. Gleichzeitig wurde auch der Dollar immer teurer. Eine nachhaltige Wende brachte erst die Anhebung der kurzfristigen Zinssätze. Die Tagesgeldzinssätze waren am Tag der Intervention zwar massiv in die Höhe geschneit (10%), doch fiel dies mit dem Jahresresulto zusammen. Auch die deutschen und amerikanischen Zinssätze verzeichneten vor dem Jahreswechsel einen vorübergehenden Anstieg, und die Frankenzinssätze bildeten sich an den folgenden Tagen wieder zurück. Am 3. Januar liess die Nationalbank die Tagesgeldzinsen jedoch auf 10% steigen und hielt sie anschliessend über mehrere Tage bei 9%%. Dies wirkte sich nachhaltig auf die Einschätzung des Marktes aus, und gleichzeitig mit der Anpassung der mehrmonatigen Geldmarktzinsen an das höhere Niveau des Tagesgeldzinssatzes (9%% für dreimonatige Eurofranken am 12. Januar) wurde auch der Franken an den Devisenmärkten deutlich höher bewertet. Die DM-Zinsen und die Dollarzinsen blieben in diesen Tagen nahezu unverändert.

Die zweite Episode, in der die Nationalbank allein und massiv intervenierte, fällt auf den März 1992. Die Nationalbank verkaufte am 6. März 485 Mio. Dollar und 430 Mio. DM gegen Franken am Devisenmarkt. Am 11. März verkaufte sie nochmals 200 Mio. Dollar und 300 Mio. DM. Die DM war bereits im Februar über die 90 Rappen/DM-Marke gestiegen und hatte zwischen dem 4. und 6. März gut 91 Rappen gekostet. Die Interventionen

brachten zwar eine kurzfristige Erleichterung, doch stiegen die Devisenkurse rasch wieder an und lagen in den folgenden Monaten teilweise noch höher, vor allem die DM (92.86 am 11. Mai 1992), aber auch der Dollar. Der Tagesgeldzinssatz kletterte in dieser Episode zunächst von 8% am Tag vor der ersten der beiden Interventionen auf 9¼% am Tag nach der zweiten Intervention. In den folgenden Tagen bewegte er sich indessen wieder um 8½%. Die Wirtschaftslage diktierte einen behutsamen Kurs. Während die schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage keine Straffung der Geldpolitik verlangte, drohte die Frankenschwäche die noch bestehenden Zweifel an der Wirksamkeit der restriktiven Geldpolitik zu nähren und den Abbau der hartnäckig hohen Teuerungserwartungen hinauszuzögern. Das Ziel der Nationalbank bestand deshalb weniger darin, die Devisenkurse zu senken, als die Dynamik der Frankenschwäche zu stoppen.

Beide Episoden zeigen im Anschluss an die Interventionen eine kurzfristige Höherbewertung des Frankens an den Devisenmärkten. Die Wende erfolgte aber erst, als die Nationalbank ihre Interventionen mit einer Anhebung der Zinssätze bekräftigte (erste Episode). Als die Zinssätze nur vorübergehend zu steigen schienen, hatten die Interventionen keine nennenswerte Wirkung auf das Niveau des Wechselkurses (zweite Episode). Die beiden Episoden sind mit der konventionellen Auffassung, die in Interventionen nur ein schwaches Instrument der Wechselkurspolitik sieht, zu vereinbaren. Es ist allerdings riskant, aus einzelnen Beobachtungen Schlussfolgerungen zu ziehen. Deshalb beschäftigen sich die nächsten beiden Abschnitte mit einer systematischeren Untersuchung.

2. Die Wirkungen von Interventionen

Das Modell und die Daten

Notenbanken bleiben in bezug auf die Ziele, die sie mit Interventionen erreichen wollen, oft vage. Dennoch lässt sich zusammenfassend sagen, dass es im wesentlichen darum geht, Bewegungen des Wechselkurses zu beeinflussen oder die Unsicherheit auf den Märkten zu reduzieren. Die Frage lautet damit, welchen Einfluss die Inter-

ventionen der Nationalbank auf das Niveau und die Volatilität des Wechselkurses hatten. Ausserdem möchten wir wissen, ob es eine Rolle spielt, dass die Nationalbank ihre Interventionen als solche deklariert und damit die Ungewissheit über das Motiv einer Devisenoperation reduziert. Schliesslich möchten wir auch untersuchen, ob die Wirkung einer Intervention von deren Häufigkeit abhängt. Diese Fragen sollen mit einer Regressionsanalyse von Tages- und Wochendaten der Nationalbank untersucht werden.

Die zu erklärende Variable der Regressionsgleichung ist die Veränderung des logarithmierten Wechselkurses (multipliziert mit 100):

$$\Delta e_t = \log(E_t/E_{t-1}) \cdot 100. \quad (1)$$

Dabei bezeichnet E_t den in Franken ausgedrückten Preis der ausländischen Währung im Zeitpunkt t , Δ den Differenzenoperator und \log den natürlichen Logarithmus. Die betrachteten Wechselkurse sind der Franken/Dollar- und der Franken/DM-Kurs. Der Frankenkurs des Dollars steht dabei im Vordergrund, da die meisten Interventionen der Nationalbank am Dollarmarkt stattfanden. Der Frankenkurs der DM wird nur deshalb berücksichtigt, weil er für die schweizerische Volkswirtschaft von grösserer Bedeutung ist als der Dollar.

Viele Studien haben nachgewiesen, dass Δe_t für Tages- und Wochendaten durch Heteroskedastizität und eine leptokurtische Verteilung gekennzeichnet ist. Grosse Veränderungen folgen tendenziell auf grosse Veränderungen und kleine auf kleine. Bollerslev (1987), Baillie und Bollerslev (1989) und Hsieh (1989) haben gezeigt, dass ein GARCH(1,1)-Prozess mit einer bedingten Studentschen t -Verteilung der Fehler den Verlauf solcher Wechselkursreihen gut zu modellieren vermag.⁵ GARCH-Modelle haben den weiteren Vorteil, dass sie sich aus Gleichungen für den bedingten Mittelwert und die bedingte Varianz zusammensetzen. In beide Gleichungen können Interventionen als zusätzliche erklärende Variablen eingeführt werden. Dieser Weg ist zuerst von Baillie und Humpage (1992) sowie Dominguez (1993) beschrritten worden, um die Wirkung von Inter-

ventionen auf den Mittelwert und die Volatilität des Wechselkurses zu testen. Andere Beispiele sind Lindberg (1994), Fischer (1995) sowie Osterberg und Wetmore Humes (1995).

Wir folgen dem Beispiel von Baillie und Humpage (1992) und schreiben das Wechselkursmodell als

$$\Delta e_t = X_t \alpha + \varepsilon_t, \quad (2)$$

$$\varepsilon_t | \Omega_{t-1} \sim t(0, h_t, \nu), \quad (3)$$

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_2 h_{t-1} + |X_t| \beta. \quad (4)$$

In Gleichung (2) bezeichnet X einen Vektor erklärender Variablen (darunter die Interventionen), während ε_t ein Störterm ist. Die Dichtefunktion des Störterms, bedingt auf die im Zeitpunkt $t-1$ verfügbare Informationsmenge, Ω_{t-1} , folgt in (3) einer Studentschen t -Verteilung mit Mittelwert Null, Varianz h_t und ν Freiheitsgraden. Mit steigender Zahl der Freiheitsgrade, ν , nähert sich die t -Verteilung der Normalverteilung an, aber für $1/\nu > 0$ hat die t -Verteilung mehr Masse in den Enden als die Normalverteilung. Gleichung (4) modelliert die bedingte Varianz als Funktion der quadrierten Residuen der Vorperiode, der bedingten Varianz der Vorperiode und eines Vektors erklärender Variablen (darunter die Interventionen), die als absolute Beträge in die Gleichung eingehen ($| \cdot |$ bezeichnet den Betragsoperator).

Welches sind die in den Vektor X eingehenden Variablen? Die erklärende Variable, der unser Hauptinteresse gilt, sind die Interventionen der Nationalbank am Devisenmarkt, INV_t . INV_t ist als (1,0,-1)-Dummy-Variable definiert und umfasst nicht nur die Interventionen am Dollar/Franken-Markt, sondern je nach dem, wie die abhängige Variable definiert ist, weitere Interventionen, die gegen Drittwährungen vorgenommen wurden. In den Gleichungen zur Erklärung des Franken/Dollar-Kurses nimmt INV_t den Wert 1 (bzw. -1) an, falls die Nationalbank eine Intervention durchführt und dabei entweder Dollar gegen Franken, DM oder Yen kauft (verkauft) oder DM gegen Franken kauft (verkauft). In den Gleichungen zur Erklärung des Franken/DM-Kurses unterscheidet sich die Definition von INV_t , nur insofern, als sich das Vorzeichen der Interventionen am Dollar/DM-Markt umkehrt und die Interventionen am Dollar/Yen-Markt nicht mehr Teil von INV_t sind. Um zu testen,

⁵ GARCH ist die Abkürzung von generalized autoregressive conditional heteroscedastic.

ob die Wirkung einer Intervention davon abhängt, wie häufig die Nationalbank in den Tagen zuvor interveniert hat, wird INV_t in einigen Gleichungen zudem in INV_t^{Start} und INV_t^{folge} aufgeteilt. Dabei umfasst INV_t^{Start} jene Interventionen, denen keine Intervention in den vier vorangehenden Arbeitstagen (Tagesdaten) oder in der Vorwoche (Wochendaten) vorausgegangen sind.

Eine weitere Variable in X sind die Rückdeckungen der Nationalbank am Devisenmarkt, RD_t . Alle erfassten Rückdeckungen sind Dollarkäufe gegen Franken. Die Rückdeckungen unterscheiden sich von den Interventionen dadurch, dass ihnen kein Wechselkurspolitisches Motiv zugrunde liegt. Daraus ergibt sich die Möglichkeit zu testen, ob Interventionen und Rückdeckungen die gleiche Wirkung auf den Wechselkurs haben. Falls Interventionen über einen Signalkanal wirken, sollten sie signifikant grössere Wirkungen haben als Rückdeckungen. Verschiedene Studien haben die Finanzpresse ausgewertet, um zu bestimmen, ob die Interventionen des Fed oder der Bundesbank der Öffentlichkeit bekannt waren, und anschliessend getestet, ob «publike» und «geheime» Interventionen den gleichen Effekt haben (siehe Klein [1991], Frankel und Dominguez [1993] sowie Osterberg und Wetmore Humes [1995]). Da die Nationalbank ihre Interventionen bekanntgibt, ist der Test, ob Interventionen und Rückdeckungen der Nationalbank denselben Koeffizienten haben, ein alternativer Test des Signalkanals. Gleich wie die Interventionen werden auch die Rückdeckungen bei den Schätzungen als Dummy-Variable definiert: Die Dummy nimmt den Wert 1 an, falls die Nationalbank Dollar kauft (bzw. den Wert 0, falls sie keine Dollarrückdeckung vornimmt).

Die letzte Variable in X ist die Veränderung der Zinsdifferenz zum Ausland. Die verwendeten Zinssätze sind die Tagesgeldsätze (spot/next) des Frankens, i_t , des Dollar, i_t^S , und der DM, i_t^{DM} am Euromarkt. Somit geht $\Delta(i - i^S)$, in die Gleichung zur Erklärung des Franken/Dollar-Kurses ein und $\Delta(i - i^{DM})$, in die Gleichung zur Erklärung des Franken/DM-Kurses. Die Veränderungen der Zinsdifferenzen sollen Veränderungen der Geldpolitik der Schweiz und der Vereinigten Staaten bzw. Deutschlands einfangen. Sie werden in die Gleichung eingeführt, weil wir letztlich an den Wechselkurswirkungen sterilisierter, d.h. geldmengen-

neutraler Interventionen interessiert sind. Tagesgeldzinssätze haben dabei gegenüber Zinssätzen mit längerer Laufzeit den Vorteil, dass sie weniger von Erwartungen über die zukünftige Geldpolitik (und damit von der Signalwirkung der geldmengenneutralen Interventionen) beeinflusst sind. Dennoch sind Tagesgeldzinsen nur unvollkommene Indikatoren der aktuellen Geldpolitik, da sie von starken Zufallsschwankungen geprägt sind. Alle Beobachtungen mit einer Veränderung des Tagesgeldzinssatzes um mehr als vier Prozentpunkte gegenüber dem Vortag wurden deshalb weggelassen. Davon waren fast ausschliesslich jene Tage betroffen, an denen vor 1988 die Monatsendtransaktionen am schweizerischen Geldmarkt abgewickelt wurden (d.h. bei Spot/Next-Tageszinssätzen zwei Tage vor dem letzten Arbeitstag des Monats).

Zum Schluss sollen der Beobachtungszeitpunkt der Daten und die damit verknüpften Probleme kurz diskutiert werden. Idealerweise würde man die Reaktion des Wechselkurses (und des Zinssatzes) über einen festen Zeitraum, der unmittelbar an den Zeitpunkt der Intervention oder der Rückdeckung anschliesst, messen. Solche Daten stehen jedoch nicht zur Verfügung. Die verwendeten Wechselkurs- und Zinssatzreihen sind tägliche Beobachtungen von 11.00 Uhr bzw. ungefähr 10.00 Uhr mitteleuropäischer Zeit (MEZ). Entsprechend bildeten wir für die Interventionen und Rückdeckungen Reihen, welche die Interventionen bzw. Rückdeckungen zwischen 11.00 Uhr des Vortags und 11.00 Uhr des aktuellen Tages aggregieren. Damit kann die systematische Unterschätzung des Wechselkurseffekts, die dann entstehen würde, wenn ein Teil der Interventionen ausserhalb des Zeitraums liegt, über den die Wechselkursveränderung gemessen wird, vermieden werden. Das Risiko verzerrter Schätzungen bleibt jedoch, da ein Simultaneitätsproblem vorliegt. Das Problem ergibt sich daraus, dass die Interventionen – allesamt im Zeitraum liegend, über den die Wechselkursveränderung gemessen wird – möglicherweise systematisch durch Wechselkursbewegungen ausgelöst werden. Man kann sich verschiedene Szenarien vorstellen, wo die Bewegungen des Wechselkurses in den Stunden vor und nach der Intervention sich je nach Taktik der Notenbank entweder kompensieren oder verstärken und der Wechselkurseffekt der Interven-

tion in den Tagesnotierungen des Wechselkurses verzerrt zum Ausdruck kommt.⁵

Mit diesen Erklärungen können die Gleichungen (2) und (4) in der Spezifikation, die keine Unterscheidung zwischen Erst- und Folgeinterventionen macht, als

$$\Delta e_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta(i - i^*)_t + \alpha_2 RD_t + \alpha_3 INV_t + \varepsilon_t, \quad (2')$$

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_2 h_{t-1} + \beta_3 \Delta(i - i^*)_t + \beta_4 RD_t + \beta_5 INV_t, \quad (4')$$

geschrieben werden, wobei $e = \{e^S, e^{DM}\}$ und $i^* = \{i^S, i^{DM}\}$ sind. In der Spezifikation mit Erst- und Folgeinterventionen lauten die beiden Gleichungen:

$$\Delta e_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta(i - i^*)_t + \alpha_2 RD_t + \alpha_4 INV_t^{Start} + \alpha_5 INV_t^{Folge} + \varepsilon_t, \quad (2'')$$

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 \varepsilon_{t-1}^2 + \beta_2 h_{t-1} + \beta_3 \Delta(i - i^*)_t + \beta_4 RD_t + \beta_6 INV_t^{Start} + \beta_7 INV_t^{Folge}, \quad (4'')$$

Diese GARCH-Modelle können mit dem Verfahren von Berndt, Hall, Hall und Hausmann (1974) geschätzt werden. Die Nullhypothesen, dass Interventionen und Rückdeckungen bzw. Erst- und Folgeinterventionen die gleichen Wirkungen auf das Niveau und die Volatilität des Wechselkurses haben, lassen sich als $H_0: \alpha_2 = \alpha_3$, $H_0: \alpha_4 = \alpha_5$, $H_0: \beta_4 = \beta_5$ und $H_0: \beta_6 = \beta_7$ schreiben. Diese Hypothesen können mit Wald-Tests geprüft werden. Die Schätzperiode geht vom 1. Oktober 1986 bis zum 31. Dezember 1994. Die Schätzung erfolgt mit Tages- und Wochendaten.

Die Schätzergebnisse

Die Schätzergebnisse sind in den Tabellen 2 und 3 zusammengefasst. Jede Tabelle ist einem der bei-

den betrachteten Wechselkurse gewidmet: dem Franken/Dollar-Kurs (Tabelle 2) und dem Franken/DM-Kurs (Tabelle 3). Für jede Schätzung werden am Ende der Tabelle der Wert der Log-Likelihood-Funktion angegeben sowie die Werte der Ljung-Box-Tests gegen allgemeine Autokorrelation in den standardisierten Residuen, $\varepsilon_t/h_t^{0.5}$, und deren Quadraten, ε_t^2/h_t .

Tabelle 2 zeigt die Ergebnisse für den Frankenkurs des Dollars. Die Schätzung mit Tagesdaten des GARCH(1,1)-t-Modells des Wechselkurses ohne Interventionen, Rückdeckungen und Zinssätze kann Kolonne 1 entnommen werden. Die Koeffizienten der Gleichung der bedingten Varianz sind hochsignifikant, und ihre Summe, $\beta_1 + \beta_2$, liegt nahe bei 1. Dies impliziert eine relativ langsam sich verändernde bedingte Varianz. Die geschätzte Zahl der Freiheitsgrade der t-Verteilung liegt nahe bei 10 und macht deutlich, dass die Fehler nicht normalverteilt sind.

Die Kolonnen 2 und 3 zeigen die Ergebnisse für die Schätzung des Modells unter Einschluss der Zinssätze, Rückdeckungen und Interventionen in Regressions- und Varianzgleichung. In der Regressionsgleichung sind einzig die Rückdeckungen statistisch signifikant. Das negative Vorzeichen deutet allerdings darauf hin, dass sich das Simultanitätsproblem in den Schätzungen bemerkbar macht: Rückdeckungen dürften demnach hauptsächlich an Tagen vorgenommen worden sein, an denen sich der Dollar abschwächte. Die Interventionsvariablen sind ebensowenig statistisch signifikant wie die Zinsdifferenz zum Dollarraum. Von den beiden Restriktionen kann nur die Hypothese, dass Rückdeckungen und Interventionen den gleichen Koeffizienten haben, verworfen werden. In der Varianzgleichung ist keine der von der Nationalbank kontrollierten Variablen statistisch signifikant.

Bei den Schätzungen mit Wochendaten konnte die Annahme bedingter Normalverteilung des Störterms nicht verworfen werden. Die Resultate des unter der Normalverteilungsannahme geschätzten Modells (Kolonnen 4-6) zeigen, dass die Summe der geschätzten GARCH-Koeffizienten, $\beta_1 + \beta_2$, deutlich kleiner ist als bei den Schätzungen mit Tagesdaten. Die Schätzergebnisse für die weiteren Variablen sind enttäuschend. Die In-

⁵ Die Hauptmöglichkeiten sind ein «leaning against the wind» und ein «leaning with the wind» der Notenbank. Im ersten Fall reagiert die Notenbank auf einen Rückgang des Devisenkurses mit einem Kauf von Devisen. Sie stemmt sich also gegen die Wechselkursbewegung. Im zweiten Fall reagiert die Notenbank auf den Rückgang des Devisenkurses mit einem Devisenverkauf, sie möchte die Wechselkursbewegung also noch verstärken.

Tabelle 2:

Die Wirkungen der Interventionen auf den Frankenkurs des US-Dollars (SFr./US-\$)

Oktober 1986 bis Dezember 1994, 2060 Beobachtungen (Tagesdaten) bzw. 431 Beobachtungen (Wochendaten)

abhängige Variable: Δe_t^S

Variable	Koeffizient	Tagesdaten			Wochendaten		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Mittelwert:							
Konstante	α_0	-0.009 (0.016)	0.012 (0.017)	0.012 (0.017)	-0.060 (0.080)	-0.035 (0.093)	-0.032 (0.095)
$\Delta(i-i^S)_t$	α_1		0.027 (0.044)	0.027 (0.044)		0.027 (0.105)	0.029 (0.112)
RD_t	α_2		-0.214 (0.054)**	-0.216 (0.054)**		-0.096 (0.196)	-0.101 (0.190)
INV_t	α_3		-0.026 (0.067)			-0.936 (0.235)**	
INV_t^{Start}	α_4			-0.168 (0.130)			-1.218 (0.256)**
INV_t^{Folge}	α_5			0.040 (0.094)			-0.569 (0.375)
Varianz:							
Konstante	β_0	0.026 (0.007)**	0.023 (0.008)**	0.023 (0.008)**	0.554 (0.437)	0.777 (0.441)	1.044 (0.570)
ε_{t-1}^2	β_1	0.068 (0.014)**	0.061 (0.014)**	0.062 (0.014)**	0.042 (0.031)	0.028 (0.031)	0.037 (0.037)
h_{t-1}	β_2	0.892 (0.020)**	0.886 (0.022)**	0.886 (0.023)**	0.760 (0.176)**	0.673 (0.187)**	0.574 (0.233)*
$ \Delta(i-i^S)_t $	β_3		0.028 (0.021)	0.029 (0.021)		0.071 (0.107)	0.100 (0.150)
$ RD_t $	β_4		0.001 (0.011)	0.001 (0.011)		-0.380 (0.222)	-0.509 (0.256)
$ INV_t $	β_6		0.051 (0.027)			0.071 (0.107)	
$ INV_t^{Start} $	β_7			0.027 (0.089)			-0.129 (0.441)
$ INV_t^{Folge} $	β_8			0.045 (0.040)			0.787 (0.628)
$1/v$		0.092 (0.023)**	0.092 (0.023)**	0.091 (0.023)**			
$H_0: \alpha_2 = \alpha_3$			4.242*			5.976*	
$H_0: \alpha_4 = \alpha_5$				1.007			2.119
$H_0: \beta_4 = \beta_5$			2.932			3.252	
$H_0: \beta_6 = \beta_7$				0.021			1.180
$\ln L$		-1199.854	-1188.500	-1187.863	-432.776	-419.596	-418.042
Q für ε/\sqrt{h}		62.726	61.870	62.985	21.355	18.357	18.689
Q für ε^2/h		61.525	55.874	55.181	26.919	33.015*	33.983*

* signifikant am 5%-Niveau

** signifikant am 1%-Niveau

Standardfehler in Klammern. Die Kolonnen (2) und (5) beziehen sich auf die Gleichungen 2' und 4', die Kolonnen (3) und (6) auf die Gleichungen 2'' und 4''. Die Variablen sind im Text definiert. v bezeichnet die Zahl der Freiheitsgrade der t-Verteilung; $\ln L$ bezeichnet den Wert der log-Likelihood-Funktion. Der Ljung-Box Q-Test ist für 50 Verzögerungen (Tagesdaten) bzw. 20 Verzögerungen (Wochendaten) berechnet.

Tabelle 3:

Die Wirkungen der Interventionen auf den Frankenkurs der D-Mark (SFr./DM)

Oktober 1986 bis Dezember 1994, 2060 Beobachtungen (Tagesdaten) bzw. 431 Beobachtungen (Wochendaten)

abhängige Variable: Δe_t^{DM}

Variable	Koeffizient	Tagesdaten			Wochendaten		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Mittelwert:							
Konstante	α_0	0.014 (0.005)**	0.020 (0.005)**	0.019 (0.005)**	0.044 (0.025)	0.054 (0.032)	0.056 (0.032)
$\Delta(i-i^S)_t$	α_1		-0.034 (0.012)**	-0.033 (0.012)**		-0.005 (0.041)	-0.005 (0.041)
RD_t	α_2		-0.036 (0.015)*	-0.034 (0.015)		-0.059 (0.053)	-0.063 (0.053)
INV_t	α_3		0.025 (0.016)			-0.018 (0.067)	
INV_t^{Start}	α_4			-0.080 (0.039)*			-0.100 (0.088)
INV_t^{Folge}	α_5			0.049 (0.023)*			0.086 (0.097)
Varianz:							
Konstante	β_0	0.002 (0.001)**	0.002 (0.001)**	0.002 (0.001)*	0.032 (0.016)*	0.080 (0.050)	0.091 (0.054)
ε_{t-1}^2	β_1	0.102 (0.017)**	0.100 (0.017)**	0.099 (0.017)**	0.120 (0.049)*	0.106 (0.060)	0.105 (0.061)
h_{t-1}	β_2	0.875 (0.018)**	0.879 (0.019)**	0.883 (0.018)**	0.785 (0.074)**	0.642 (0.168)**	0.614 (0.175)**
$ \Delta(i-i^S)_t $	β_3		-0.001 (0.002)	-0.001 (0.006)		0.028 (0.027)	0.026 (0.028)
$ RD_t $	β_4		-0.000 (0.001)	0.000 (0.001)		-0.060 (0.035)	-0.067 (0.037)
$ INV_t $	β_5		-0.000 (0.002)			-0.002 (0.026)	
$ INV_t^{Start} $	β_6			0.006 (0.006)			-0.013 (0.052)
$ INV_t^{Folge} $	β_7			-0.002 (0.002)			0.005 (0.039)
I/v		0.154 (0.018)**	0.156 (0.018)**	0.158 (0.018)**	0.104 (0.050)*	0.085 (0.053)	0.088 (0.057)
$H_0: \alpha_2 = \alpha_3$			6.789**			0.181	
$H_0: \alpha_4 = \alpha_5$				5.445*			2.246
$H_0: \beta_4 = \beta_5$			0.002			1.649	
$H_0: \beta_6 = \beta_7$				1.222			0.063
$\ln L$		1106.189	1113.636	1116.652	-101.845	-95.865	-94.757
Q für ε/\sqrt{h}		52.686	50.961	50.727	19.377	20.312	20.600
Q für ε^2/h		42.696	42.566	41.397	16.143	16.312	19.299

* signifikant am 5%-Niveau

** signifikant am 1%-Niveau

Siehe die Bemerkungen zu Tabelle 2.

terventionen sind in den Regressionsgleichungen zwar statistisch signifikant, doch hat der geschätzte Koeffizient nicht das korrekte Vorzeichen. Aus Kolonne 6 kann entnommen werden, dass der (negative) Koeffizient der Erstinterventionen für dieses Ergebnis ausschlaggebend ist. In der Varianzgleichung ist keiner der von der Nationalbank kontrollierten Variablen statistisch signifikant. Die Resultate deuten insgesamt darauf hin, dass Wochendaten zu weitmaschig sind, um mit dem vorliegenden Modell Interventionswirkungen ans Licht zu bringen.

Die Ergebnisse für die Erklärung des Franken/DM-Kurses sind in der *Tabelle 3* zusammengefasst. Dabei ist noch einmal zu betonen, dass die meisten Interventionen der Nationalbank am Dollarmarkt durchgeführt werden und mit anderen Notenbanken koordiniert sind. Parallel zur Nationalbank intervenierten somit auch die Bundesbank oder das Fed am Dollarmarkt. Welche Wirkungen auf den Franken/DM-Kurs erwartet werden sollen, ist deshalb nicht von vornherein klar. Geht man allerdings davon aus, dass die Nationalbank bei einer Intervention zur Stärkung (Schwächung) des Frankens gegenüber dem Dollar wohl auch gegen eine resultierende Stärkung (Schwächung) des Frankens gegenüber der DM nichts einzuwenden hatte, so sind die Resultate aus Schweizer Sicht zumindest in einem Punkt erfreulich: In der Regressionsgleichung sind die Folgeinterventionen nicht nur statistisch signifikant, sondern haben das – im erwähnten Sinne – korrekte Vorzeichen. Auch der Koeffizient der Zinsdifferenz ist statistisch signifikant, wobei das korrekte, negative Vorzeichen impliziert, dass ein Anstieg der Franken- gegenüber den DM-

Zinssätzen den Franken stärker werden lässt. Die Hypothesentests deuten darauf hin, dass weder Erst- und Folgeinterventionen noch Interventionen und Rückdeckungen die gleichen Wirkungen haben. In der Varianzgleichung sind wiederum alle von der Nationalbank kontrollierten Variablen statistisch nicht signifikant. Ähnliches gilt für die Schätzung mit Wochendaten: Mit Ausnahme der GARCH-Ausdrücke ist sowohl in der Regressions- als auch in der Varianzgleichung keine einzige weitere erklärende Variable statistisch signifikant.

Vergleich mit anderen Studien

Die Ergebnisse, die wir für die Wirkungen der Interventionen auf das Niveau und die Volatilität des Wechselkurses erhalten haben, sind ziemlich karg. In den Regressionsgleichungen zur Erklärung des Franken/Dollar-Kurses sind die Koeffizienten der Nationalbankinterventionen entweder nicht statistisch signifikant (Tagesdaten) oder haben ein negatives Vorzeichen (Wochendaten).⁷ Letzteres impliziert, dass der in Franken ausgedrückte Devisenkurs am Ende einer Woche, in der die Nationalbank mit Devisenkäufen (-verkäufen) interveniert, tiefer (höher) liegt als eine Periode zuvor. Die Resultate präsentieren sich damit ähnlich wie jene vergleichbarer ausländischer Studien: Baillie und Humpage (1992), Dominguez und Frankel (1993a), Dominguez (1993) sowie Osterberg und Wetmore Humes (1995) erhalten mit Daten von Ländern der G-3 selbst mit Tagesdaten oft einen statistisch signifikanten, negativen Koeffizienten. Dasselbe gilt für Lindberg (1994), der mit schwedischen Daten arbeitete.

Die Hypothesentests zeigen zwar keine durchgehende, aber doch eine häufige Verwerfung der Hypothese, dass die geschätzten Koeffizienten der Interventionen und Rückdeckungen der Nationalbank gleich gross sind. Das Resultat kann allerdings nur dann als Evidenz für den Signalkanal gewertet werden, wenn wir anzunehmen bereit sind, dass das Muster des Wechselkurses unmittelbar vor den Interventionen nicht systematisch anders verläuft als vor den Rückdeckungen. Verschiedene ausländische Studien haben eine vergleichbare Hypothese getestet, indem, statt

⁷ Die Schätzungen wurden auch mit folgenden alternativen Spezifikationen durchgeführt, ohne dass sich jedoch klarere Evidenz für Wechselkurswirkungen ergeben hätte: (1) Die Interventionen und Rückdeckungen sind nicht als (1,0-1)-Dummies, sondern als Beträge in Mio. Dollars definiert. (2) Die drei nichtkoordinierten Interventionen der Nationalbank werden ausgeklammert. (3) Die Interventionen in der Gleichung zur Erklärung des Frankenkurses des Dollars umfassen nur noch Interventionen am Dollar/Franken-Markt, d.h. die Interventionen am Dollar/DM-, Dollar/Yen- und DM/Franken-Markt werden weggelassen. – Die Zahl der Interventionen am DM/Franken-Markt ist für eine analoge Schätzung der Gleichung zur Erklärung des Frankenkurses der DM zu klein.

zwischen Interventionen und Rückdeckungen, zwischen der Öffentlichkeit bekannten und ihr nicht bekannten Interventionen des Fed oder der Bundesbank unterschieden wird. Dominguez und Frankel (1993a, S. 114) weisen für die entsprechende Restriktion zwar keine expliziten Testresultate aus, doch deuten die geschätzten Koeffizienten und Standardfehler nur gerade in einer Subperiode (Januar 1985 bis Januar 1987) darauf hin, dass zwischen den Wirkungen der beiden Klassen von Interventionen auf den DM/Dollar-Kurs ein statistisch signifikanter Unterschied besteht. Auch Osterberg und Wetmore Humes (1995) finden bloss in einer kurzen Subperiode (Februar 1990 bis September 1991) einen signifikanten Unterschied der Wirkungen, diesmal auf den Yen/Dollar-Kurs.

Die Untersuchung der Hypothese, ob die Wirkung einer Intervention davon abhängt, dass die Nationalbank in den Tagen zuvor interveniert hat, brachte einzelne Hinweise, dass Folgeinterventionen eher die gewünschte Wirkung auf das Niveau des Wechselkurses haben als Erstinterventionen. Dominguez und Frankel (1993a) kommen für die Interventionen der Bundesbank und des Fed in der Periode 1985 bis 1988 insofern zu einem ähnlichen Ergebnis, als der DM/Dollar-Kurs nach einem Dollarkauf (-verkauf) dieser Notenbanken in der Regel deutlicher unter (über) dem Vortagesniveau liegt, wenn es sich um eine Erstintervention handelte.

Die Schätzergebnisse für die Gleichung der bedingten Varianz geben keinen Hinweis, dass die Nationalbankinterventionen zu einer Beruhigung der Devisenmärkte beigetragen hätten. Dies bestätigt das Resultat von Fischer (1995), der auch die Nationalbankinterventionen von 1981 bis 1983 in seine Schätzung einbezog. Im Unterschied dazu fand Dominguez (1993) in ihrer Untersuchung mit Interventionen der Länder G-3, dass die der Öffentlichkeit bekannten Interventionen des Fed in der Periode von 1985 bis 1988 zu einer Reduktion der täglichen und wöchentlichen Volatilität des DM/Dollar- und des Yen/Dollar-Kurses führten. Lindberg (1994) kommt für Schweden im Zeitraum 1987 bis 1989 zu einem ähnlichen Ergebnis. Er weist allerdings darauf hin, dass Schweden in dieser Zeitperiode noch Devisenkontrollen hatte.

3. Zusammenfassende Schlussbetrachtung

Dieser Aufsatz hat zwei Ziele verfolgt. Zum einen sollte ein aktueller Überblick über die Devisenmarktinterventionen der Nationalbank seit 1986 gegeben werden. Zum anderen sollte ein statistisches Wechselkursmodell geschätzt werden, um eine Anzahl einfacher Hypothesen zur Wirksamkeit der Interventionen zu testen.

Die Übersicht zu den Interventionen der Nationalbank seit 1986 machte deutlich, dass die Nationalbank verhältnismässig selten am Devisenmarkt intervenierte (5% der Arbeitstage). Die Interventionen waren in der Regel koordiniert, d.h. das Fed oder die Bundesbank intervenierten häufig am gleichen Tag. Zu den nichtkoordinierten Interventionen der Nationalbank können nur die beiden Episoden von Ende 1989 und März 1992 gezählt werden, als die Nationalbank in grossen Beträgen und in weitem zeitlichen Abstand zu Interventionen der beiden anderen Notenbanken an insgesamt drei Tagen intervenierte.

Die Untersuchung der Wirksamkeit der Interventionen basierte auf dem Gedanken, dass die Wirkungen der Interventionen der Nationalbank eher über einen Signalkanal als über einen Portefeuillekanal verlaufen. Die Interventionspolitik der Nationalbank scheint in den letzten Jahren von den gleichen Voraussetzungen ausgegangen zu sein. Dafür sprechen nicht nur die mässigen Interventionsbeträge, sondern auch die Tatsache, dass die Nationalbank Interventionen nicht verdeckt tätigte und den Markt wissen liess, dass sie interveniert hatte.

Die Resultate der Schätzungen geben keine überzeugende Evidenz dafür, dass Interventionen den Wechselkurs über den Signalkanal beeinflussen. Sicher ist die Datenlage der Nationalbankinterventionen zu schmal, um weitreichende Schlussfolgerungen zu ziehen. Zudem ist es möglich, dass die Schätzungen infolge des Simultanitätsproblems verzerrt sind. Bereits Baillie und Humpage (1992) betonten indessen, dass ihre Resultate kein über verschiedene Zeiträume und Wechselkurse konsistentes Muster aufweisen. Dieser Eindruck wird durch die Ergebnisse der späteren Untersuchungen weitgehend bestätigt und auch durch den vorliegenden Aufsatz nicht

widerlegt. Zwei Interpretationen bieten sich an: Entweder misst der Markt Interventionen keinen eindeutigen Informationsgehalt zu, oder die Information aus den Interventionen ist oft nicht neu und in den Kursen bereits verarbeitet. Damit dürften die Ergebnisse der verschiedenen Studien im wesentlichen die bekannten Schwierigkeiten widerspiegeln, die Erwartungsbildung des Marktes zu verstehen und zu beeinflussen. Dennoch können Interventionen in geeigneten Situationen ein nützliches Instrument der Wechselkurspolitik bilden. Sie sind jedoch kaum ein Instrument, mit dem man zuverlässige Wirkungen erzielen könnte.

Anhang

Datenquellen

Interventionen:

Die Interventionsdaten der Deutschen Bundesbank und der Schweizerischen Nationalbank (SNB) sind nichtpublizierte Reihen der beiden Institutionen. Die Interventionsdaten der Vereinigten Staaten werden der Öffentlichkeit von den amerikanischen Währungsbehörden mit jeweils einjähriger Verzögerung zugänglich gemacht. Für die vorliegende Untersuchung standen Datenreihen des Board of Governors of the Federal Reserve System für die Jahre 1986–1993 zur Verfügung. Die Werte für 1994 sind dem Annual Report 1994 der Federal Reserve Bank of New York (FRBNY) entnommen. Alle Werte in Mio. Dollar. Die DM/Franken-Interventionen der SNB und die Interventionen der Bundesbank, die in DM erfasst sind, sind mit dem DM/Dollar-Wechselkurs (11.00

Uhr Zürich, SNB) in Mio. Dollar umgerechnet. Ich danke der Deutschen Bundesbank und Mitarbeitern des Board of Governors of the Federal Reserve System für die zur Verfügung gestellten Daten.

Rückdeckungen:

Die Dollar-Rückdeckungen sind der nichtpublizierten Statistik der Dollaroperationen der SNB entnommen. Sie wurden mit den Devisenhandelsbestätigungs-Meldungen überprüft, um die Rückdeckungen, die über die BIZ erfolgten, auszuklammern. Alle Werte in Mio. Dollar.

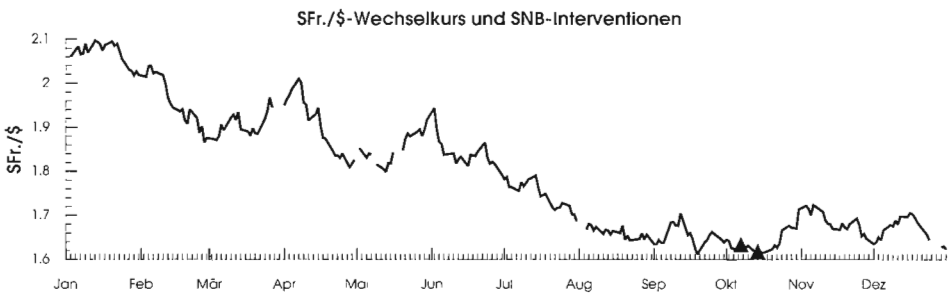
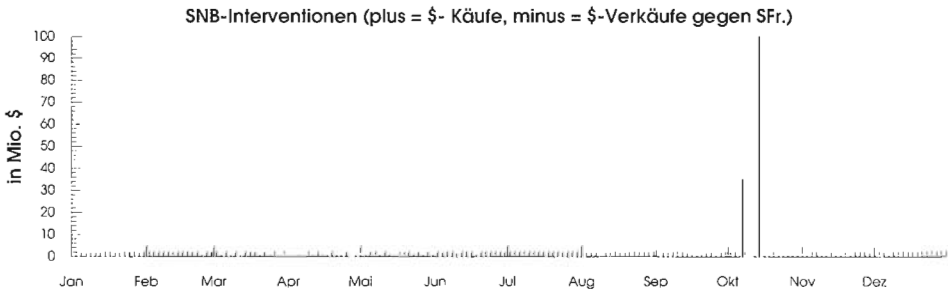
Wechselkurse:

Die Wechselkurse wurden von der SNB in Zürich (11.00 Uhr MEZ) und von der FRBNY in New York City (12.00 Uhr ET) erfasst. Der Franken/DM-Kurs für New York wurde aus den Franken/Dollar- und DM/Dollar-Kursen berechnet. Die Zürcher Kurse beziehen sich auf den Ankauf von Dollar bzw. DM, zahlbar in Franken. Die New Yorker Kurse beziehen sich auf den Ankauf von Dollars, zahlbar in DM bzw. Franken.

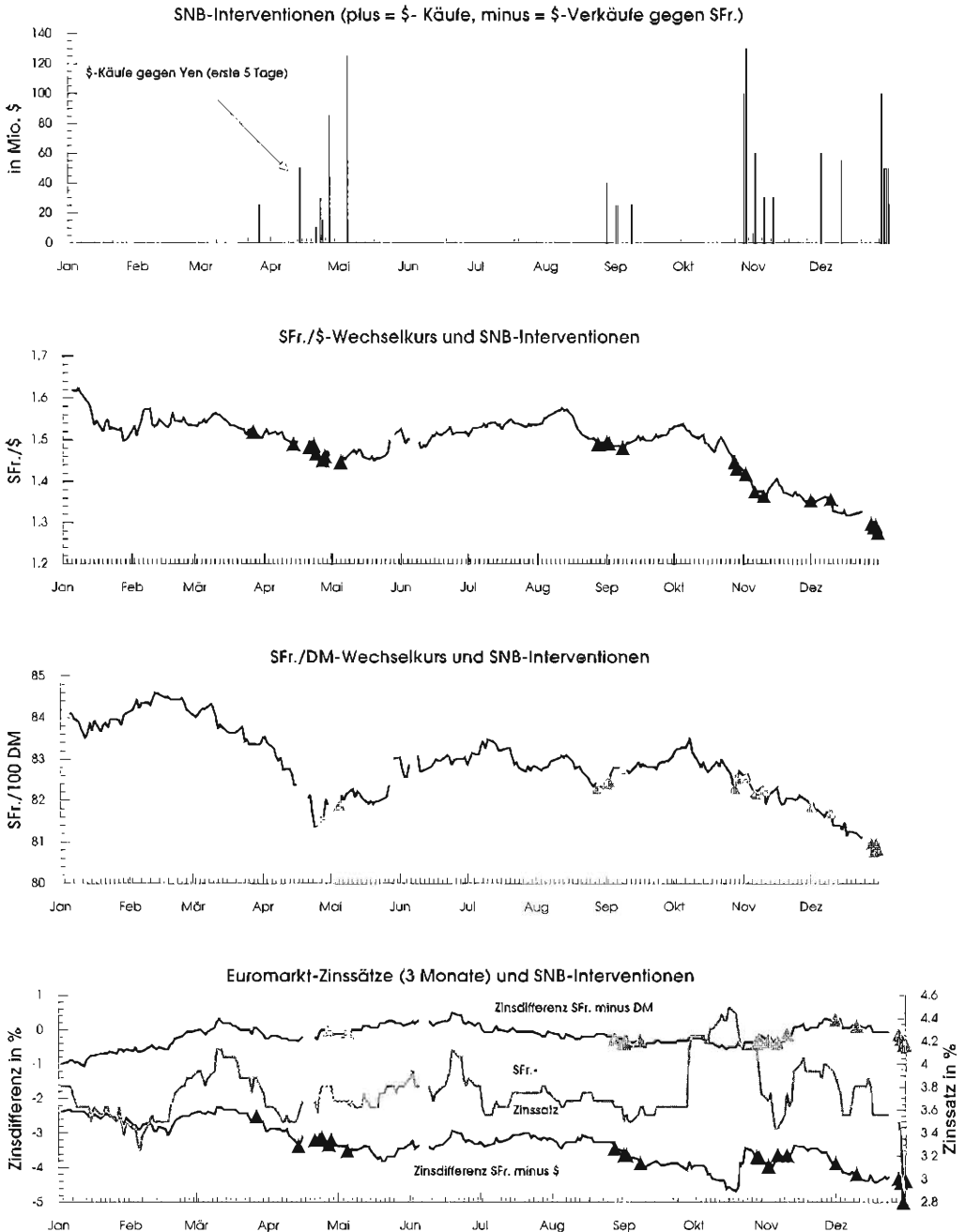
Zinssätze:

Die Zinssätze sind Tagesgeldsätze (spot/next) für den Franken, die DM und den Dollar am Euromarkt. Die Daten wurden um ungefähr 10.00 Uhr Schweizer Zeit erfasst (BIZ, nichtpublizierte Reihen).

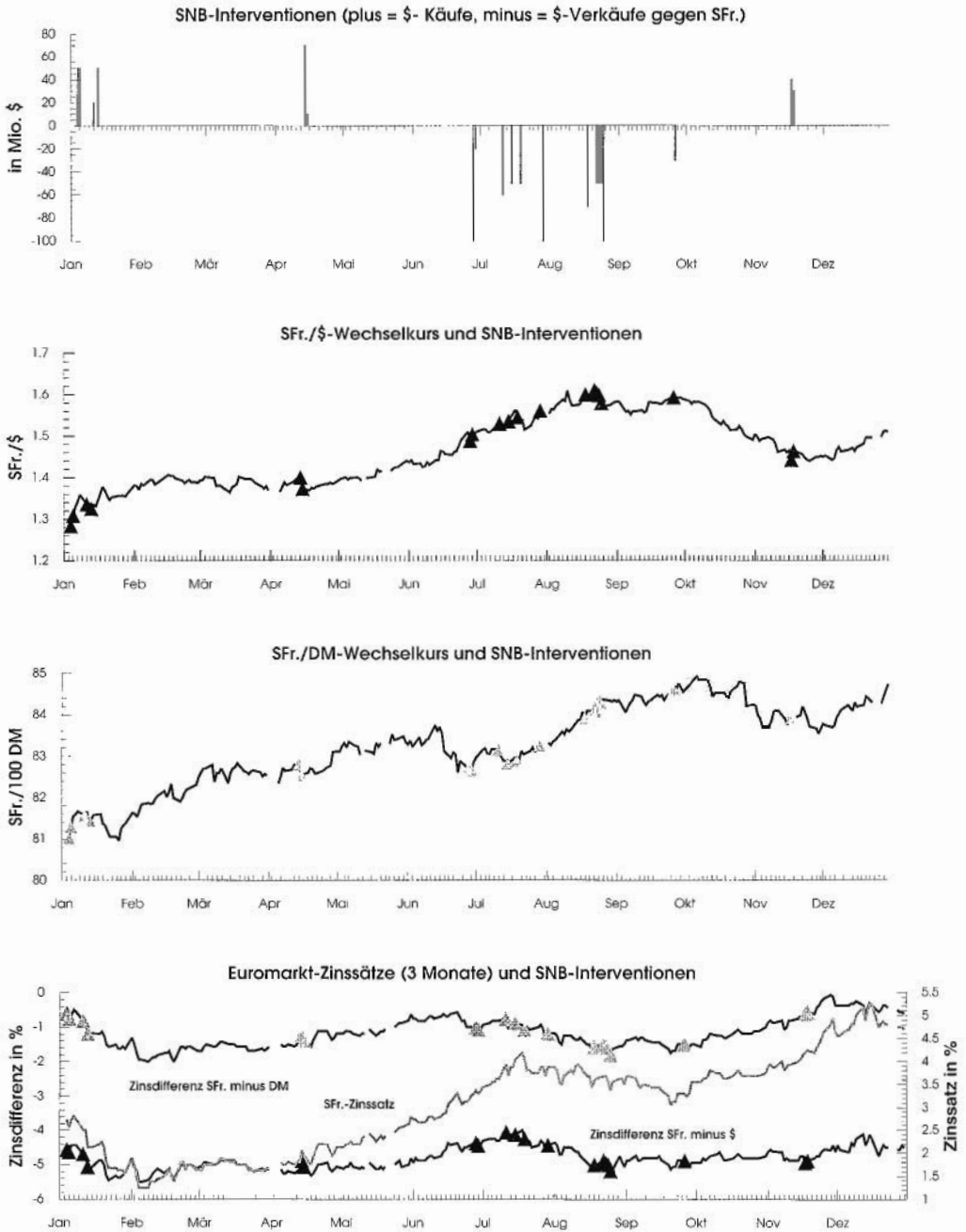
Grafik A.1: Tägliche Interventionen, Wechselkurse und Zinssätze 1986



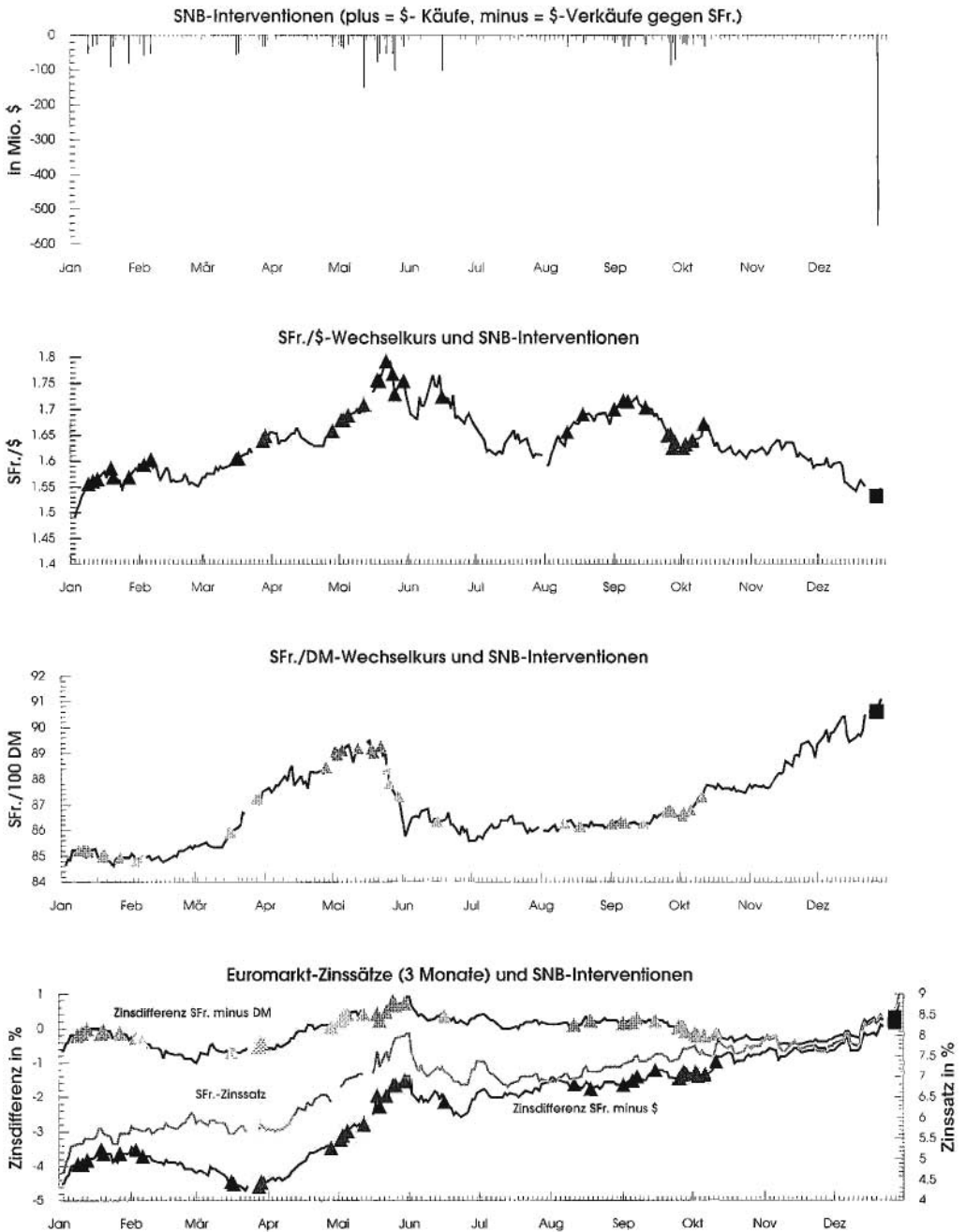
Grafik A.2: Tägliche Interventionen, Wechselkurse und Zinssätze 1987



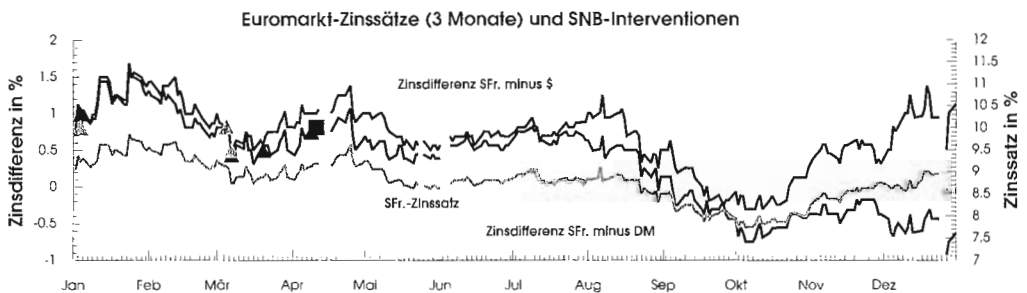
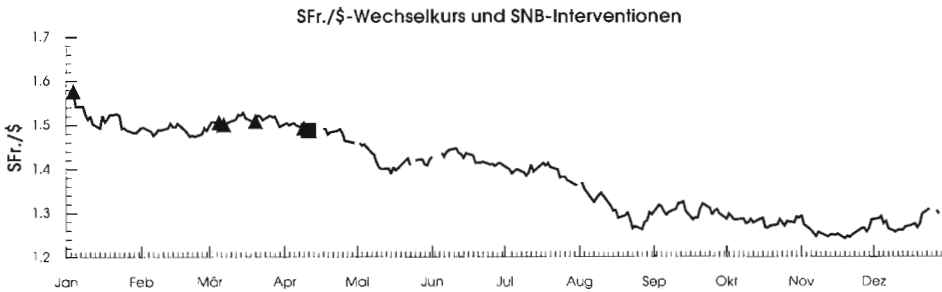
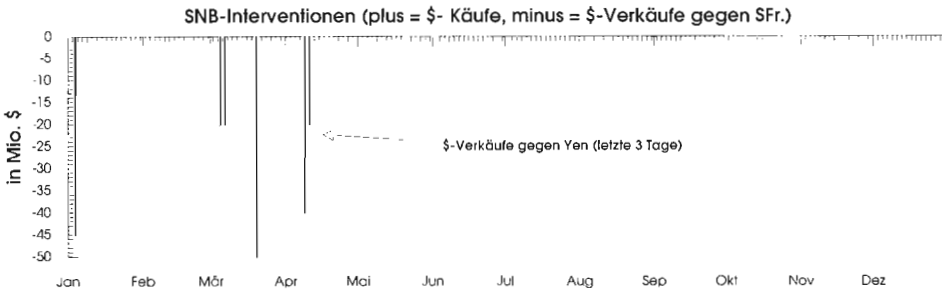
Grafik A.3: Tägliche Interventionen, Wechselkurse und Zinssätze 1988



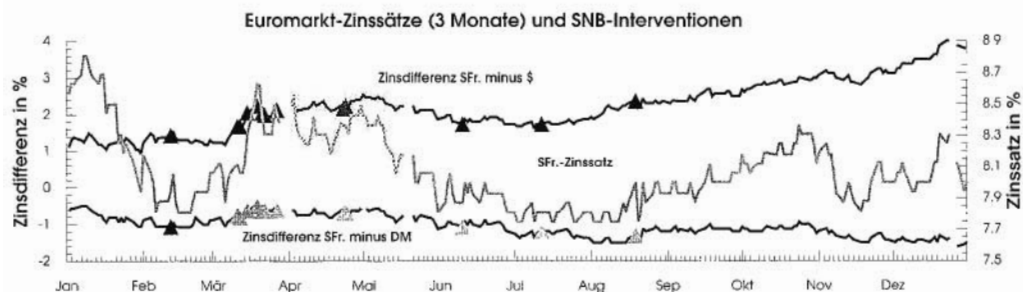
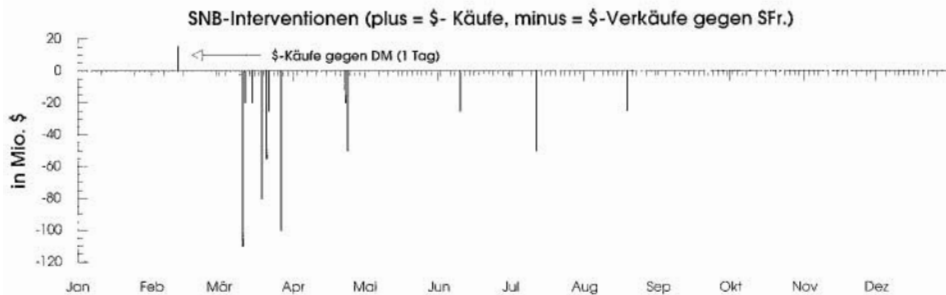
Grafik A.4: Tägliche Interventionen, Wechselkurse und Zinssätze 1989



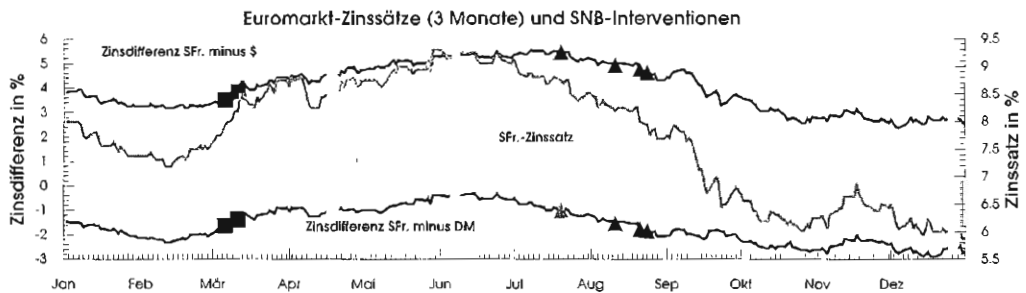
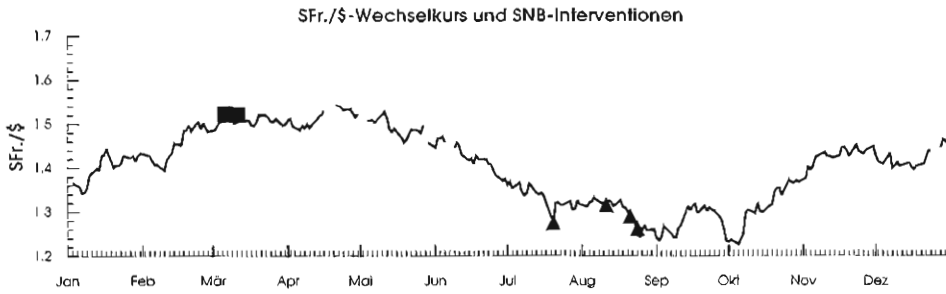
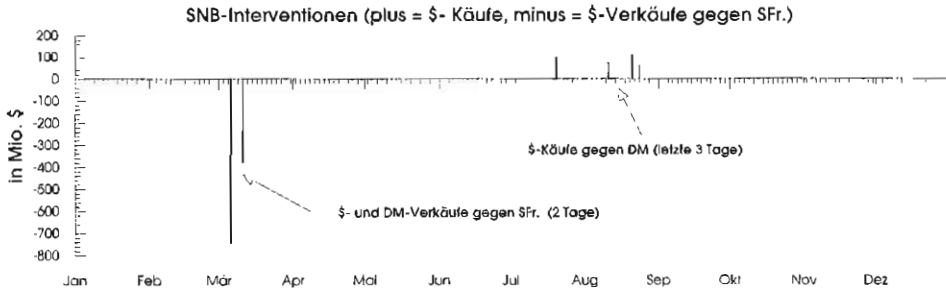
Grafik A.5: Tägliche Interventionen, Wechselkurse und Zinssätze 1990



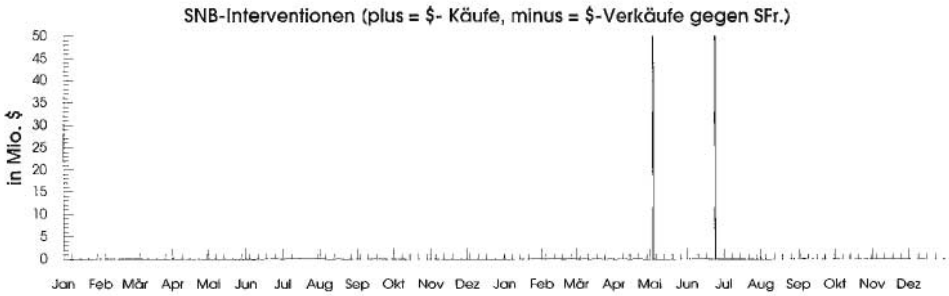
Grafik A.6: Tägliche Interventionen, Wechselkurse und Zinssätze 1991



Grafik A.7: Tägliche Interventionen, Wechselkurse und Zinssätze 1992



Grafik A.8: Tägliche Interventionen, Wechselkurse und Zinssätze 1993-1994



Literaturverzeichnis

- Adams, Donald B., und Dale W. Henderson. 1983. Definition and Measurement of Exchange Market Intervention. Staff Report No. 126. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C.
- Berndt, Ernst K., Bronwyn H. Hall, Robert E. Hall und Jerry A. Hausman. 1974. Estimation and Inference in Nonlinear Structural Models. *Annals of Economic and Social Measurement* 4, 653–65.
- Bollerslev, Tim. 1987. A Conditional Heteroskedastic Time Series Model for Speculative Prices and Rates of Return. *Review of Economics and Statistics* 69, 542–7.
- Baillie, Richard T., und Tim Bollerslev. 1989. The Message in Daily Exchange Rates: A Conditional Variance Tale. *Journal of Business and Economic Statistics* 7, 297–305.
- Baillie, Richard T., und Owen F. Humpage. 1992. Post-Louvre Intervention: Did Targets Stabilize the Dollar? Working Paper No. 9203. Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Catte, Pietro, Giampaolo Galli und Salvatore Recchini. 1994. Concerted Interventions and the Dollar: An Analysis of Daily Data. In: Kenen P., F. Papadia und F. Saccomanni (Hrsg.), *The International Monetary System*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Dominguez, Kathryn M. 1993. Does Central Bank Intervention Increase the Volatility of Foreign Exchange Rates? NBER Working Paper No. 4532.
- Dominguez, Kathryn M., und Jeffrey A. Frankel. 1993a. Does Foreign Exchange Intervention Work? Washington D.C.: Institute for International Economics.
- Dominguez, Kathryn M., und Jeffrey A. Frankel. 1993b. Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect. *American Economic Review* 83, 1356–67.
- Edison, Hali J. 1993. The Effectiveness of Central-Bank Intervention: A Survey of the Literature after 1982. *Special Papers in International Economics*, no. 18. Princeton: Princeton University, Department of Economics International Finance Section.
- Fischer, Andreas M. 1995. Asset Price Volatility and Monetary Policy in Switzerland. Paper prepared for the BIS Central Bank Economists' Meeting, 20–21 November 1995.
- Funabashi, Yoichi. 1988. *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*. Washington D.C.: Institute for International Economics.
- Hsieh, David A. 1989. Modeling Heteroskedasticity in Daily Foreign-Exchange Rates. *Journal of Business and Economic Statistics* 7, 307–17.
- Klein, Michael W. 1993. The Accuracy of Reports of Foreign Exchange Intervention. *Journal of International Money and Finance* 12, 644–653.
- Klein, Michael W., und Eric Rosengren. 1991. Foreign Exchange Intervention as a Signal of Monetary Policy. *New England Economic Review* (May/June), 39–44.
- Lindberg, Hans. 1994. The Effects of Sterilized Interventions through the Signalling Channel: Sweden 1986–1990. Arbetsrapport Nr. 19. Sveriges Riksbank.
- Osterberg, William P., und Rebecca Wetmore Humes. 1995. More on the Differences Between Reported and Actual U.S. Central Bank Foreign Exchange Intervention. Working Paper No. 9501. Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Rogoff, Kenneth. 1984. On the Effects of Sterilized Intervention: An Analysis of Weekly Data. *Journal of Monetary Economics* 14, 133–50.
- Truman, Edwin. 1994. Comment on «Concerted Interventions and the Dollar: An Analysis of Daily Data». In: Kenen P., F. Papadia und F. Saccomanni (Hrsg.), *The International Monetary System*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Working Group on Exchange Market Intervention. 1983. *Report on Exchange Market Intervention* (Jurgensen Report).

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

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

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