

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 4
Dezember / décembre 1994**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	259
Sommaire	260
Sommario	261
Abstracts	262
<hr/>	
Die Geldpolitik im Jahre 1995	263
La politique monétaire en 1995	266
La politica monetaria nel 1995	269
Swiss monetary policy in 1995	272
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	275
Situation économique et monétaire	301
<hr/>	
Michael J. Dueker und Andreas M. Fischer: A Guide to Nominal Feedback Rules and their Use for Monetary Policy	327
<hr/>	
Urs W. Birchler, Werner Hermann und Bertrand Rime: Finanzderivate: volkswirtschaftliche Bedeutung und Auswirkungen auf das Finanzsystem	336
Les produits dérivés: rôle économique et impact sur le système financier	349
<hr/>	
Catherine Marrel: Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1993	363
Les investissements directs en 1993	372
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	381
Chronique monétaire	382
<hr/>	
Inhaltsverzeichnis 1994	383
Table des matières 1994	383

Übersicht

Die Geldpolitik im Jahre 1995 (S. 263–265)

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank beabsichtigt im Einvernehmen mit dem Bundesrat, auch im Jahre 1995 eine zurückhaltende Geldpolitik zu führen. Es will damit zur Preisstabilität im Konjunkturaufschwung beitragen und der Wirtschaft ein ausreichendes Wirtschaftswachstum ermöglichen. Für die Periode von Ende 1994 bis Ende 1999 strebt die Nationalbank wiederum ein durchschnittliches Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von jährlich 1% an.

Wirtschafts- und Währungs Lage (S. 275–299)

Im dritten Quartal 1994 wiesen alle grossen europäischen Länder ein kräftiges Wirtschaftswachstum auf. Auch in Japan mehrten sich die Zeichen einer konjunkturellen Besserung. In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien hielt das kräftige Wirtschaftswachstum an, und die Arbeitslosenquote nahm weiter ab. In Kontinentaleuropa stabilisierte sie sich auf hohem Niveau. Die durchschnittliche Teuerungsrate der OECD-Länder blieb tief. Angesichts der stark wachsenden Wirtschaft und der damit verbundenen Inflationsgefahr erhöhte die amerikanische Zentralbank die kurzfristigen Zinssätze Mitte November deutlich. In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung etwas verlangsamt fort. Dazu trugen vor allem die stagnierenden Ausrüstungs- und Bauinvestitionen sowie der geringere Lageraufbau hin. Die Beschäftigung erhöhte sich saisonbereinigt leicht, während die Zahl der Arbeitslosen erneut zurückging. Die Jahresteuern blieb tief, und die kurzfristigen Zinssätze bildeten sich von August bis November etwas zurück. Im November sanken auch die langfristigen Sätze leicht. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wuchs langsamer als in der Vorperiode. Sie lag damit unter dem von der Nationalbank prognostizierten Wert.

Nominelle Feedback-Regeln in der Geldpolitik (S. 327–335)

Dieser Aufsatz gibt eine nichttechnische Beschreibung nomineller Feedback-Regeln und ihres Nutzens für die Geldpolitik. Die meisten Studien mit nominellen Feedback-Regeln, die in den letzten Jahren erschienen sind, konzentrierten

sich zwar auf eine Regel, welche die monetäre Basis als Instrumental- und das nominelle Bruttoinlandprodukt als Zielvariable nimmt, doch gestattet der Ansatz auch andere Spezifikationen. Nominelle Feedback-Regeln können gebraucht werden, um Fluktuationen bestimmter nomineller Variablen zu simulieren oder den Stand der Geldpolitik anzuzeigen und den Währungsbehörden eine Referenz für den Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente zu geben. Dieser Artikel diskutiert beide Verwendungszwecke, doch wird dem Indikatormodell mit einer empirischen Illustration für die Schweiz mehr Aufmerksamkeit gewidmet.

Volkswirtschaftliche Bedeutung der Finanzderivate (S. 336–348)

Die Märkte für Finanzderivate sind in den letzten Jahren stark gewachsen. Sie ermöglichen eine günstigere Verteilung von Risiken und erhöhen so die Wohlfahrt; ein sorgloser Umgang mit diesen zum Teil komplexen Instrumenten birgt aber auch grosse Gefahren. Die herkömmliche Rechnungsführung der Unternehmen bildet das Derivatgeschäft und seine Risiken ungenügend ab; eine Überprüfung der Praxis wie auch der gesetzlichen Vorschriften drängt sich auf. Auch die Bankenaufsicht ist gefordert: Die Banken sind die weitaus wichtigsten Teilnehmer im Derivatgeschäft und müssen über ein ausreichendes Risikomanagement und genügend hohe Eigenmittel verfügen. Die Geldpolitik hingegen wird von der Entwicklung der Derivatmärkte in ihrer Wirksamkeit nicht wesentlich beeinflusst. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik hilft allerdings, Krisen auf den Finanzmärkten vorzubeugen.

Die Direktinvestitionen im Jahre 1993 (S. 363–371)

Die inländischen Unternehmen investierten 1993 im Ausland mit 11,9 Mrd. Franken. Knapp die Hälfte der Investitionen erfolgte in den Vereinigten Staaten. Die Europäische Union erhielt deutlich weniger Mittel als in den Vorjahren. In diesem Beitrag werden erstmals auch die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz ausgewiesen. Diese nahmen weiter ab. Insbesondere zogen Investoren aus der EU und den USA aus der Schweiz Kapital ab.

Sommaire

La politique monétaire en 1995 (p. 266–268)

La Direction générale de la Banque nationale suisse entend, en accord avec le Conseil fédéral, mener une politique monétaire prudente, en 1995 également. Elle veut ainsi contribuer à la stabilité du niveau général des prix, dans une phase d'expansion de la conjoncture, et permettre une croissance économique suffisante. Pour la période allant de fin 1994 à fin 1999, la BNS se propose de continuer à augmenter la monnaie centrale désaisonnalisée de 1% par an, en moyenne.

Situation économique et monétaire (p. 301–326)

Au troisième trimestre de 1994, tous les grands pays européens ont enregistré une vigoureuse croissance économique. Au Japon, les signes d'une amélioration de la conjoncture se sont multipliés. Les économies américaine et britannique sont restées en forte expansion, et le taux de chômage y a diminué une nouvelle fois. Une stabilisation, à un niveau élevé, du taux de chômage a été observée en Europe continentale. Le renchérissement est resté bas en moyenne de la zone de l'OCDE. En novembre, la Réserve fédérale a nettement relevé les taux d'intérêt à court terme, compte tenu des risques d'un retour de l'inflation. En Suisse, la reprise de la conjoncture a continué au troisième trimestre, mais à un rythme plus lent. Ce ralentissement est dû principalement à la stagnation des investissements et à l'accroissement plus faible des stocks. L'emploi a progressé légèrement, après correction des variations saisonnières, et le nombre des chômeurs a diminué une nouvelle fois. La monnaie centrale a progressé plus lentement qu'au deuxième trimestre. Elle n'a ainsi pas atteint le niveau que la BNS avait prévu.

Règles nominales de feed-back et politique monétaire (p. 327–335)

Cet article a pour but de décrire d'une manière non technique la théorie des règles nominales de feed-back (RNF) et montre leur utilité dans le cadre de la politique monétaire. La plupart des études récentes se sont bornées à l'analyse d'une RNF qui désigne la monnaie de banque centrale comme la variable instrumentale et attribue au

PIB nominal le rôle de variable cible. D'autres spécifications sont toutefois possibles. Les RNF peuvent être utilisées d'une part pour simuler les fluctuations de variables nominales et d'autre part pour inférer le cours actuel de la politique monétaire, fournissant ainsi aux autorités concernées une valeur de référence pour l'emploi des instruments monétaires. Cet article traite de ces deux derniers buts, en portant une attention particulière à l'emploi empirique d'une RNF à titre d'indicateur pour la Suisse.

Les produits dérivés: rôle économique et impact sur le système financier (p. 349–362)

Les marchés de produits dérivés ont connu récemment une forte expansion. Ils permettent une répartition des risques à moindre coût et augmentent ainsi le bien-être économique. Une utilisation inconsidérée de ces instruments relativement complexes comporte cependant aussi de grands dangers. La comptabilité traditionnelle des entreprises ne donne pas une représentation suffisante des produits dérivés et des risques qui leur sont liés. Un réexamen des pratiques comptables et des dispositions légales y relatives s'impose. Le développement des produits dérivés a également des implications en matière de surveillance bancaire. Les banques sont en effet les principaux participants aux opérations sur produits dérivés et doivent donc disposer d'un système de gestion des risques adéquat et de fonds propres suffisants. En revanche, les produits dérivés n'exercent pas d'influence notable sur l'efficacité de la politique monétaire. Une politique monétaire axée sur la stabilité aide cependant à prévenir les crises sur les marchés financiers.

Les investissements directs en 1993 (p. 372–380)

Les entreprises suisses ont investi à l'étranger 11,9 milliards de francs en 1993. Près de la moitié de cette somme a été consacrée à des investissements aux Etats-Unis. L'UE a reçu nettement moins de fonds qu'au cours des années précédentes. Les investissements directs étrangers en Suisse ont continué à diminuer. Des investisseurs, en particulier de l'UE et des Etats-Unis, ont rapatrié des capitaux investis en Suisse.

Sommario

La politica monetaria svizzera nel 1995 (p. 269–271)

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, si propone di condurre anche nel 1995 una politica monetaria prudente. Vuole così contribuire alla stabilità dei prezzi nella fase di ripresa congiunturale, consentendo nel contempo all'economia di crescere a sufficienza. Per il periodo di riferimento che va dalla fine del 1994 alla fine del 1999, la BNS si prefigge di nuovo di aumentare la base monetaria stagionalizzata dell'1% in media annuale.

Situazione economica e monetaria (p. 275–326)

Nel terzo trimestre 1994, tutti i grandi paesi europei hanno registrato una crescita economica vigorosa. Anche in Giappone si sono moltiplicati i segni di un miglioramento congiunturale. Negli Stati Uniti e in Gran Bretagna è continuata la forte crescita economica e i tassi di disoccupazione si sono ulteriormente ridotti. Nell'Europa continentale, la disoccupazione si è stabilizzata ad un alto livello. Il tasso d'inflazione medio nei paesi dell'OCSE è rimasto basso. Considerando i rischi connessi con la forte crescita economica, a metà novembre le autorità monetarie statunitensi hanno aumentato i tassi d'interesse a breve.

In Svizzera, la ripresa economica si è leggermente rallentata, soprattutto a causa del ristagno degli investimenti in beni di capitale e nell'edilizia e della minor costituzione di scorte. Considerati gli effetti stagionali, il grado d'occupazione è leggermente aumentato e il numero dei disoccupati si è nuovamente ridotto. Il rincaro annuo si è mantenuto basso. I tassi d'interesse a breve sono leggermente calati tra agosto e novembre. La base monetaria stagionalizzata è cresciuta più lentamente che nel trimestre precedente, venendosi infine a trovare al disotto del livello pronosticato dalla BNS.

Leggi dei feedback nominali e politica monetaria (p. 327–335)

Questo articolo fornisce una descrizione non tecnica delle leggi dei feedback nominali e della loro utilità per la politica monetaria. La maggior parte dei più recenti studi basati sulle leggi dei feedback

nominali si è concentrata soprattutto su una legge che definisce la base monetaria come strumento e il prodotto interno lordo nominale come obiettivo, altre specificazioni sono nondimeno possibili. Le leggi dei feedback possono essere impiegate per simulare le fluttuazioni di variabili nominali oppure per analizzare la situazione della politica monetaria e fornire così alle autorità monetarie degli elementi di riferimento nell'utilizzo degli strumenti di politica monetaria. L'articolo discute entrambe le possibilità, accordando tuttavia più attenzione al modello di indicatori e ad un'applicazione empirica per la Svizzera.

Importanza economica degli strumenti finanziari derivati (p. 336–362)

I mercati dei prodotti finanziari derivati si sono espansi notevolmente nel corso degli ultimi anni. Questi strumenti relativamente complessi consentono di contenere i costi di ripartizione dei rischi e accrescono il benessere economico. La loro utilizzazione sconsigliata comporta tuttavia rischi rilevanti. La contabilità tradizionale delle imprese non descrive compiutamente i prodotti derivati e i rischi a essi connessi, rendendo necessario il riesame delle pratiche contabili e delle relative disposizioni legali. Anche nell'ambito della vigilanza bancaria questi sviluppi non possono essere ignorati: le banche sono i principali partecipanti alle operazioni su derivati e devono disporre di un adeguato sistema di gestione dei rischi e di fondi propri sufficienti. I prodotti derivati non esercitano invece influenze particolari sull'efficacia della politica monetaria. Una politica monetaria orientata alla stabilità aiuta tuttavia a prevenire crisi sui mercati finanziari.

Gli investimenti diretti nel 1993 (p. 363–380)

Nel 1993, le imprese domiciliate in Svizzera hanno investito all'estero 11,9 miliardi di franchi. Quasi la metà di questi investimenti è stata operata negli Stati Uniti, mentre si è nettamente ridotto il flusso di capitali verso i paesi dell'Unione Europea. Per la prima volta, si indicano in questo testo anche gli investimenti diretti esteri in Svizzera, che nel 1993 si sono ulteriormente ridotti. In particolare, gli investitori dell'UE e degli USA hanno ritirato capitale dalla Svizzera.

Abstracts

Monetary policy in 1995 (pp. 272–274)

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, intends to continue pursuing a cautious monetary policy in 1995. By this policy, it seeks to contribute to price stability during the economic upswing while allowing the economy sufficient leeway for adequate growth. For the period from the end of 1994 until the end of 1999 the Swiss National Bank again envisages an average expansion of the seasonally-adjusted monetary base of one per cent per annum.

Economic and monetary developments (pp. 275–326)

In the third quarter of 1994, all major European countries exhibited vigorous economic growth. Japan, too, witnessed increased signs of an improvement in business activity. In the United States and in Britain the strong economic expansion continued, with the unemployment rate declining once more. In Germany, France and Italy it stabilised on a high level. The average inflation rate in the OECD countries remained low. In view of the uninterrupted strong expansion of the economy and the associated danger of inflation, the US Fed markedly increased short-term rates in mid-November.

In Switzerland, the economic recovery proceeded at a somewhat slower pace in the third quarter, due mainly to stagnating equipment investment and construction spending, as also diminished stockpiling. Following a decrease in the previous period, exports again exhibited seasonally-adjusted growth. The seasonally-adjusted employment level was somewhat higher while jobless figures again declined. The annual inflation rate remained low, and short-term interest rates receded somewhat between August and November. In November long-term interest rates also fell slightly. The seasonally-adjusted monetary base expanded more slowly than in the previous period; it fell short of the level forecast by the Swiss National Bank.

Nominal feedback rules for monetary policy (pp. 327–335)

This survey provides a non-technical description of nominal feedback rules (NFR) and their use for monetary policy. The recent spate of studies with NFRs has primarily assessed a rule that defines the monetary base as the instrument and nominal GDP as the nominal target; however, the scope of NFRs permits other specifications. NFRs can be used to simulate fluctuations in nominal variables of interest, or to indicate the current stance of actual monetary policy and provide the monetary authorities a reference for setting monetary policy. This survey discusses both uses of NFRs; however, greater attention is given to the indicator model with an empirical illustration for Switzerland.

Financial derivatives: their rôle and effects on the financial system (pp. 336–362)

The markets for financial derivatives have grown substantially in recent years. Derivatives allow a more efficient allocation of risks and increase wealth. Careless management of derivatives risks, however, creates considerable hazards. Traditional accounting practices reflect derivatives and their risks inadequately; a review of both accounting principles and their legal foundations is required. Banking supervision faces a challenge: the banks are by far the most important participants in derivatives markets. They need adequate risk management systems and sufficient capital. Monetary policy, by contrast, is not significantly influenced by the development of derivatives. A monetary policy maintaining price stability helps to prevent financial crises.

Direct investments in 1993 (pp. 363–380)

In 1993, foreign investments by Swiss-based companies totalled Sfr 11.9 billion. Almost half the investments went to the United States. The European Union received significantly fewer funds than in previous years. For the first time this contribution also includes foreign direct investments in Switzerland. These continued to decline. In particular, investors from the European Union and the United States withdrew capital from Switzerland.

Die Geldpolitik der Nationalbank im Jahre 1995

1. Einleitung

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank beabsichtigt im Einvernehmen mit dem Bundesrat, auch im Jahre 1995 eine zurückhaltende Geldpolitik zu führen. Es will damit zur Preisstabilität im Konjunkturaufschwung beitragen und der Wirtschaft ein ausreichendes Wachstum ermöglichen. Die Nationalbank strebt erneut eine Zunahme der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge an, die über der mittelfristigen Wachstumsrate von einem Prozent im Jahr liegt. Damit soll die höhere Geldnachfrage berücksichtigt werden, die von der konjunkturellen Entwicklung und der Einführung der Mehrwertsteuer ausgehen wird.

Die Nationalbank wird ihre Geldpolitik überprüfen, falls sich aufgrund der Einführung der Mehrwertsteuer unerwartet starke Inflationstendenzen abzeichnen sollten. Sie behält sich ausserdem wie üblich vor, bei schwerwiegenden Störungen an den Finanzmärkten vom Kurs abzuweichen.

Das Konzept eines mittelfristigen Geldmengenziels hat sich bewährt. Mit diesem Ansatz ist es gelungen, die Preisstabilität in der Schweiz wieder herzustellen. Ein mittelfristiges Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von durchschnittlich einem Prozent im Jahr ist weiterhin geeignet, die Preisstabilität in der Schweiz zu gewährleisten. Der Wachstumspfad ist indessen für eine neue Fünfjahresperiode ab viertem Quartal 1994 zu definieren. Die Nationalbank hat den Ausgangspunkt des neuen Pfades mit 30,7 Mrd. Franken um 400 Millionen unter dem Endpunkt des bisherigen Pfades festgelegt. Damit trägt sie dem Rückgang der Geldnachfrage in den vergangenen Jahren Rechnung.

Im Jahre 1994 lag die Zunahme der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge am unteren Rand der Erwartungen der Nationalbank. Die Notenbankgeldmenge dürfte im vierten Quartal 1994 den entsprechenden Vorjahresstand um schätzungsweise 0,6 Prozent übertreffen. Die Inflation

ging rascher als erwartet zurück, was vor allem die Nachfrage nach Banknoten dämpfte. Der Bedarf der Banken an Giro Guthaben verringerte sich ebenfalls. Die Notenbankgeldmenge liegt noch unter dem Ausgangspunkt des neuen Wachstumspfad. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass die Produktionskapazitäten noch nicht voll ausgelastet sind und die Geldnachfrage entsprechend gering bleibt.

2. Bemerkungen zum mittelfristigen Geldmengenziel – Rückblick

Die Nationalbank hat die Aufgabe, das Preisniveau mittelfristig stabil zu halten und gleichzeitig der Wirtschaft einen Spielraum zu lassen, der ein Realwachstum im Rahmen des Produktionspotentials ermöglicht. Sie versucht, diese Aufgabe mit Hilfe eines mittelfristigen Wachstumsziels für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge zu erfüllen. Das Geldmengenziel beruht auf der Erkenntnis, dass die Geldversorgung für die Teuerungsentwicklung von entscheidender Bedeutung ist.

Die Nationalbank strebt für die neue Zielperiode, die von Ende 1994 bis Ende 1999 dauert, wiederum ein Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von durchschnittlich 1% pro Jahr an. Das angestrebte Geldmengenwachstum steht im Einklang mit dem Ziel, das Preisniveau stabil zu halten. Es stützt sich ferner auf die Annahme, dass das potentielle Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts – d.h. das sich bei normaler Beschäftigung und Kapazitätsauslastung ergebende Wachstum – in der Schweiz etwa 2% pro Jahr beträgt. Das angestrebte Geldmengenwachstum liegt unter der erwarteten Zunahme des Produktionspotentials. Damit trägt die Nationalbank der Tatsache Rechnung, dass die Umlaufgeschwindigkeit der Notenbankgeldmenge tendenziell steigt und die Nachfrage nach Notenbankgeld mithin weniger rasch zunimmt. Der Grund dafür liegt hauptsächlich in den anhal-

tenden Bestrebungen, Zahlungen bargeldlos abzuwickeln.

Der mittelfristige Wachstumspfad stellt eine Ideallinie dar. Er beschreibt die Entwicklung der Nachfrage nach Notenbankgeld, die sich nach Einschätzung der Nationalbank ergäbe, wenn das Preisniveau im Zeitablauf stabil bliebe (Preisstabilität wird einer Teuerung von rund 1% gleichgesetzt) und das reale Bruttoinlandprodukt stets seinem Potential entspräche. Der mittelfristige Wachstumspfad zeigt somit die Richtung an, in welche die Nationalbank das Angebot an Notenbankgeld verändern sollte.

Das tatsächliche Niveau der Notenbankgeldmenge befindet sich immer noch unter dem mittelfristigen Wachstumspfad. Dies erstaunt nicht. Zwar hat sich das Preisniveau stabilisiert. Das reale Bruttoinlandprodukt dürfte jedoch um 3% unter seinem potentiellen Niveau liegen. Darauf deuten auch die nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit und die freien Kapazitäten in der Industrie hin.

Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge

(Veränderung gegenüber dem 4. Quartal des Vorjahres)

	Mittelfristiges Ziel (%)	Effektives Wachstum (%)
1990	1*	-2,6
1991	1	1,4
1992	1	-1,1
1993	1	2,8
1994	1	0,6**
Jährlicher Durchschnitt	1	0,2**

* Das mittelfristige Ziel wurde erst Ende 1990 rückwirkend festgelegt

** Schätzung

Die Nationalbank ging bei der Festlegung ihrer mittelfristigen Strategie vor einigen Jahren davon aus, dass sie in der Lage sein werde, die Notenbankgeldmenge bis Ende 1994 auf den Pfad zurückzuführen. Die tatsächliche Entwicklung entsprach nur teilweise dieser Absicht. Vom 4. Quartal 1989 bis zum 4. Quartal 1994 blieb das jährliche Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge mit durchschnittlich 0,2% hinter dem Ziel von 1% zurück. Die Abweichung vom mittelfristigen Wachstumspfad erreichte Ende 1992 einen Höchstwert. Seit zwei Jahren nähert sich die No-

tenbankgeldmenge wieder dem Pfad, liegt aber auch Ende 1994 noch darunter.

Zwei Gründe erklären diese Abweichung. Zum einen sah sich die Nationalbank als Folge der hartnäckigen Teuerung gezwungen, wesentlich länger an ihrer restriktiven Geldpolitik festzuhalten, als sie beim Übergang zur mittelfristigen Strategie erwartet hatte. Auch die anschließende Rezession dauerte ungewöhnlich lange. Die Lockerung der Geldpolitik im Sommer 1992 führte daher nicht zu einem raschen Wiederanstieg der Notenbankgeldmenge. Zum anderen vermochten die Banken ihre Nachfrage nach Giroguthaben im Jahre 1991 – dank einer verbesserten Bewirtschaftung ihrer Liquidität – noch einmal deutlich zu senken. Auch 1994 ging die Nachfrage nach Giroguthaben erneut leicht zurück.

Die Nationalbank sollte den mittelfristigen Wachstumspfad an unerwartete Veränderungen der Nachfrage nach Notenbankgeld anpassen, sofern diese nicht nur vorübergehender Natur sind. Inzwischen besteht kein Zweifel mehr, dass sich die Geldnachfrage permanent verringert hat. Zu Beginn der neuen Fünfjahresperiode musste die Lage des mittelfristigen Wachstumspfades daher überprüft werden.

Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge



3. Die Lage des neuen mittelfristigen Wachstumspfades

Knüpfte die Nationalbank den neuen mittelfristigen Wachstumspfad nahtlos an den bisherigen an, betrüge dessen Ausgangsniveau 31,1Mrd. Franken, gegenüber dem tatsächlichen Stand

der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge im 4. Quartal 1994 von knapp 30 Mrd. Franken. Nach den Schätzungen der Nationalbank sank die Nachfrage nach Notenbankgeld vom 4. Quartal 1989 bis zum 4. Quartal 1994 aus den erwähnten Gründen um 0,7 Mrd. Franken. Das Ausgangsniveau des neuen Pfads sollte daher um diesen Betrag gesenkt werden. Sonst läuft die Nationalbank Gefahr, eine zu expansive Geldpolitik zu führen.

Bei der Festlegung des neuen Pfads muss ein weiterer Faktor berücksichtigt werden. Am 1.1.1995 tritt die Mehrwertsteuer in Kraft. Dies dürfte die Konsumentenpreise um 1,3% steigen lassen. Da dieser Preisanstieg unvermeidlich ist, wird auch die Nachfrage nach Notenbankgeld steuerbedingt um den gleichen Prozentsatz zunehmen. Die Nationalbank wird das Geldangebot an die steuerbedingte Zunahme der Geldnachfrage anpassen. Dies bedeutet, dass das Ausgangsniveau des neuen Pfads um 0,4 Mrd. Franken angehoben werden sollte. Die Nationalbank ist allerdings nicht bereit, Preiserhöhungen, die über das steuerbedingte Ausmass hinausgehen, durch eine Ausweitung des Geldangebots zu sanktionieren. Das gleiche würde für den Versuch, die Wirkungen der Mehrwertsteuer auf die Löhne zu überwälzen, gelten.

Schliesslich wird die Nationalbank zu Beginn der neuen Fünfjahresperiode eine geringfügige technische Anpassung bei den Giro Guthaben vornehmen. Diese werden inskünftig nur noch Einlagen der Banken und Finanzgesellschaften bei der Nationalbank umfassen. Grundsätzlich war dies schon bisher der Fall, doch schlossen sie noch Einlagen vereinzelter Institutionen ein, die nicht als Banken oder Finanzgesellschaften betrachtet werden können. Diese technische Anpassung senkt sowohl das Ausgangsniveau des mittelfristigen Wachstumspfad als auch den tatsächlichen Bestand an Notenbankgeld um 0,1 Mrd. Franken.

Insgesamt verschiebt sich damit der mittelfristige Wachstumspfad leicht nach unten und beginnt neu bei einem Ausgangsniveau von 30,7 Mrd. Franken (vgl. Grafik). Dieses übertrifft den tat-

sächlichen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge im 4. Quartal 1994 von neu 29,9 Mrd. um 0,8 Mrd. Franken oder 2,7%. Der immer noch bestehende Abstand zum Pfad dürfte verschwinden, wenn das Preisniveau steuerbedingt steigt und sich das reale Bruttoinlandprodukt seinem potentiellen Niveau annähert.

Wie schon in der Vergangenheit muss die Nationalbank stets mit unerwarteten Entwicklungen – wie Neuerungen im Zahlungsverkehr – rechnen, die eine Überprüfung des mittelfristigen Wachstumspfad für die Notenbankgeldmenge erfordern. Sie wird auch weiterhin die geldpolitische Aussagekraft der Notenbankgeldmenge periodisch überprüfen und den Verlauf der übrigen Geldaggregate, insbesondere der Geldmenge M_1 , verfolgen.

4. Die Geldpolitik im Jahre 1995

Die Nationalbank erwartet, dass das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts im Jahresdurchschnitt 1995 etwas mehr als 2% betragen und im 4. Quartal auf rund 2,5% klettern wird. Das Realwachstum dürfte damit noch nicht das in der Anfangsphase des Konjunkturaufschwungs übliche Niveau erreichen, und die Arbeitslosigkeit dürfte weiterhin nur leicht zurückgehen. Die Teuerung wird sich als Folge des Übergangs zur Mehrwertsteuer vorübergehend beschleunigen. Sie dürfte im Jahresdurchschnitt auf knapp 3% steigen und zeitweise die Marke von 3% sogar übertreffen. Diese Voraussage beruht auf der Annahme, dass die neue Steuer keine übertriebenen Preiserhöhungen auslösen wird.

Steigen das Realwachstum und die Teuerung im prognostizierten Ausmass, dürfte die Nachfrage nach Notenbankgeld vom 4. Quartal 1994 bis zum 4. Quartal 1995 um rund 2% zunehmen. Sie wird sich im Jahre 1995 voraussichtlich erst teilweise an den steuerbedingten Preisanstieg anpassen. Die Nationalbank beabsichtigt, das Geldangebot in einem ähnlichen Umfang auszuweiten. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge dürfte sich deshalb dem mittelfristigen Zielpfad weiter annähern, ohne diesen schon Ende 1995 zu erreichen.

La politique monétaire suisse en 1995

1. Introduction

La Direction générale de la Banque nationale suisse entend, en accord avec le Conseil fédéral, mener une politique monétaire modérément restrictive, en 1995 également. Elle veut par là contribuer à la stabilité du niveau général des prix, dans la phase d'expansion de la conjoncture, et permettre une croissance économique suffisante. La Banque nationale se propose d'augmenter la monnaie centrale désaisonnalisée à un taux de nouveau supérieur au rythme de 1% par an qui est visé à moyen terme. Elle tient ainsi compte de la demande accrue de monnaie qui découlera de l'évolution de la conjoncture et du passage à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA).

L'institut d'émission réexaminera sa politique si des tendances inflationnistes d'une vigueur inattendue devaient apparaître à la suite du passage à la TVA. En outre, il se réserve, comme précédemment, la possibilité de s'écarter de son objectif monétaire en cas de graves perturbations sur les marchés des changes, de l'argent ou des capitaux.

La stratégie reposant sur un objectif monétaire à moyen terme a fait ses preuves. Elle a permis de rétablir la stabilité du niveau des prix en Suisse. Une croissance de 1% par an, en moyenne pluri-annuelle, de la monnaie centrale désaisonnalisée est de nature, à l'avenir également, à préserver la stabilité des prix en Suisse. Le sentier de croissance qui, pour la nouvelle période de cinq ans, part du quatrième trimestre de 1994 doit toutefois faire l'objet d'un ajustement. La Banque nationale a fixé le point de départ du nouveau sentier de croissance à 30,7 milliards de francs, soit à un montant inférieur de 400 millions au point d'arrivée de l'ancien sentier de croissance. Elle prend ainsi en considération la diminution que la demande de monnaie a enregistrée au cours des dernières années.

En 1994, la monnaie centrale désaisonnalisée a progressé à un taux qui s'inscrit dans la partie inférieure de ce qu'attendait la Banque nationale. Au quatrième trimestre, l'agrégat devrait dépasser de 0,6% approximativement son niveau de la

période correspondante de 1993. L'inflation s'est repliée plus rapidement que prévu, ce qui a freiné notamment la demande de billets de banque. Du côté des banques, le besoin d'avoirs en comptes de virements a lui aussi diminué. La monnaie centrale se situe encore au-dessous du point de départ du nouveau sentier de croissance. L'écart s'explique également par le fait que la demande de monnaie est toujours faible, les capacités de production n'étant pas encore pleinement utilisées.

2. Précisions au sujet de l'objectif monétaire à moyen terme – Aperçu de la phase écoulée

La Banque nationale a pour tâche de maintenir, à moyen terme, la stabilité du niveau général des prix, tout en donnant à l'économie la marge dont celle-ci a besoin pour atteindre la croissance réelle que permet son potentiel de production. Elle s'efforce de remplir cette tâche en fixant un objectif à moyen terme pour la progression de la monnaie centrale désaisonnalisée. L'objectif monétaire repose sur le fait, étayé scientifiquement, que l'approvisionnement en monnaie joue un rôle déterminant dans l'évolution du renchérissement.

Pour la période allant de fin 1994 à fin 1999, la Banque nationale se propose de continuer à augmenter la monnaie centrale désaisonnalisée de 1% par an, en moyenne. Une telle progression de l'agrégat monétaire est compatible avec l'objectif de stabilité du niveau général des prix. Elle repose également sur l'hypothèse selon laquelle la croissance potentielle du produit intérieur brut réel de la Suisse – en d'autres termes, la croissance dans une situation où l'emploi et le taux d'utilisation des capacités de production atteignent des niveaux normaux – est de quelque 2% par an. La progression visée par l'institut d'émission est inférieure à l'augmentation attendue du potentiel de production. La Banque nationale tient ainsi compte de la tendance à l'accélération de la vitesse de circulation de la monnaie centrale et,

partant, de l'accroissement moins rapide de la demande de monnaie centrale. La tendance à effectuer de plus en plus de paiements sans numéraire explique cette accélération.

Le sentier de croissance à moyen terme représente un chemin idéal. Il décrit l'évolution qu'enregistrera, selon des estimations de la Banque nationale, la demande de monnaie centrale si, durant cette période, le niveau des prix reste stable (un renchérissement d'environ 1% est assimilé à la stabilité des prix) et si le produit intérieur brut réel correspond constamment à son potentiel. Le sentier de croissance à moyen terme montre donc à quel rythme la Banque nationale devrait augmenter l'offre de monnaie centrale.

Actuellement, la monnaie centrale est encore au-dessous de son sentier de croissance à moyen terme. Cela n'a rien d'étonnant car, si le niveau des prix s'est stabilisé, le produit intérieur brut réel est probablement inférieur de 3% à son volume potentiel, comme l'indiquent notamment le chômage toujours élevé et les capacités de production non utilisées dans l'industrie.

Lorsqu'elle avait adopté sa stratégie à moyen terme, il y a quelques années, la Banque nationale était partie de l'idée qu'elle serait en mesure de ramener la monnaie centrale, jusqu'à fin 1994, sur le sentier de croissance. L'évolution de l'agrégat n'a correspondu qu'en partie à cette attente. Entre le quatrième trimestre de 1989 et la même période de 1994, la progression annuelle de la monnaie centrale désaisonnalisée s'est inscrite à 0,2% en moyenne, soit à un rythme inférieur à l'objectif de 1%. L'écart par rapport au sentier de croissance à moyen terme a atteint son maximum

à fin 1992. Depuis deux ans, la monnaie centrale se rapproche de son sentier de croissance, mais elle ne le rejoindra pas encore à fin 1994.

Deux facteurs expliquent cet écart. Du fait de la ténacité du renchérissement, la Banque nationale a dû maintenir sa politique monétaire restrictive pendant une période sensiblement plus longue que ce qu'elle avait envisagé lors du passage à la stratégie axée sur le moyen terme. En outre, la récession qui a suivi a été inhabituelle par sa durée. L'assouplissement de la politique monétaire en été 1992 n'a par conséquent pas entraîné un accroissement rapide de la monnaie centrale. Les banques – deuxième facteur – ont pu, en 1991, réduire encore sensiblement leur demande d'avoirs en comptes de virements, grâce à une meilleure gestion de leurs liquidités. En 1994, la demande d'avoirs en comptes de virements a une nouvelle fois diminué légèrement.

La Banque nationale doit adapter le sentier de croissance à moyen terme aux modifications inattendues de la demande de monnaie centrale, à condition que ces modifications ne soient pas de nature passagère. Entre-temps, le caractère permanent de la diminution de la demande de monnaie ne fait plus aucun doute. Aussi faut-il réexaminer le point de départ du sentier de croissance pour la nouvelle période de cinq ans.

Monnaie centrale désaisonnalisée

(Variation par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente)

	Objectif à moyen terme (%)	Variation effectivement enregistrée (%)
1990	1*	-2,6
1991	1	1,4
1992	1	-1,1
1993	1	2,8
1994	1	0,6**
Moyenne pluriannuelle	1	0,2**

* L'objectif à moyen terme a été fixé, avec effet rétroactif, à fin 1990

** Estimation

Monnaie centrale désaisonnalisée



3. Point de départ du nouveau sentier de croissance

Si la Banque nationale raccordait directement le nouveau sentier de croissance à l'ancien, le point de départ serait fixé à 31,1 milliards de francs, alors que la monnaie centrale désaisonnalisée

s'inscrira en fait à près de 30 milliards au quatrième trimestre de 1994. Selon des estimations de l'institut d'émission, la demande de monnaie centrale a enregistré, pour les motifs mentionnés ci-dessus, une diminution de 0,7 milliard de francs entre le quatrième trimestre de 1989 et la période correspondante de 1994. Le point de départ du nouveau sentier de croissance devrait donc être abaissé d'autant. Sinon, la Banque nationale risquerait de mener une politique monétaire trop expansionniste.

Dans la fixation du nouveau sentier de croissance, il faut également tenir compte d'un autre facteur. Le 1^{er} janvier 1995, la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) entrera en vigueur. Son introduction engendrera vraisemblablement une hausse de 1,3% des prix à la consommation. Cette hausse des prix étant inévitable, la demande de monnaie centrale augmentera elle aussi, pour des raisons fiscales, d'un même pourcentage. La Banque nationale adaptera l'offre à l'accroissement que la demande de monnaie enregistrera du fait de la TVA. Cela signifie que le point de départ du nouveau sentier de croissance devrait être relevé de 0,4 milliard de francs. La Banque nationale n'est toutefois pas disposée à accroître davantage l'offre de monnaie pour l'adapter à des hausses allant au-delà des strictes répercussions du nouvel impôt. Elle adopterait la même attitude en cas de tentative de répercuter sur les salaires les effets de la TVA.

Enfin, la Banque nationale a décidé de procéder, au début de la nouvelle période de cinq ans, à un petit ajustement technique du côté des avoirs en comptes de virements. A l'avenir, ceux-ci seront constitués exclusivement des dépôts des banques et sociétés financières à la Banque nationale. Cela était déjà fondamentalement le cas jusqu'ici, mais ils incluaient quelques dépôts d'institutions qui ne peuvent être considérées comme des banques ou des sociétés financières. Cette adaptation technique réduit de 0,1 milliard de francs tant le point de départ du sentier de croissance à moyen terme que le volume observé de monnaie centrale.

Au total, le sentier de croissance à moyen terme est ainsi ramené légèrement vers le bas et son point de départ pour la nouvelle période est fixé à 30,7 milliards de francs (voir graphique). Ce point

de départ est supérieur de 0,8 milliard de francs, ou de 2,7%, au niveau de 29,9 milliards que la monnaie centrale désaisonnalisée enregistrera, après correction, au quatrième trimestre de 1994. L'écart qui subsiste par rapport au sentier de croissance se résorbera lorsque le niveau des prix augmentera du fait de la TVA et que le produit intérieur brut réel se rapprochera du niveau correspondant à son potentiel.

A l'avenir également, la Banque nationale devra s'attendre à des évolutions inattendues – innovations dans le trafic des paiements notamment – qui exigeront un réexamen du sentier de croissance à moyen terme de la monnaie centrale. Elle continuera également à vérifier la fiabilité de la monnaie centrale en tant qu'indicateur de la politique monétaire et à suivre l'évolution des autres agrégats monétaires, en particulier de M_1 .

4. La politique monétaire en 1995

Pour 1995, la Banque nationale table sur une croissance du produit intérieur brut réel d'un peu plus de 2% en moyenne, croissance qui passera à environ 2,5% au quatrième trimestre. La croissance ne devrait ainsi pas encore atteindre, en termes réels, le rythme observé habituellement au début d'une phase d'expansion économique, et le chômage continuera probablement à ne diminuer que légèrement. Le renchérissement s'accélénera temporairement du fait du passage à la TVA. Il devrait augmenter à près de 3%, en moyenne annuelle, et même dépasser par moments la barre des 3%. Cette prévision suppose toutefois que le nouvel impôt ne déclenche pas des hausses excessives de prix.

Si la croissance réelle et le renchérissement augmentent comme prévu, la demande de monnaie centrale progressera d'environ 2% entre le quatrième trimestre de 1994 et la période correspondante de 1995. Au cours de 1995, elle ne s'adaptera vraisemblablement qu'en partie à la hausse des prix découlant de la TVA. La Banque nationale envisage d'accroître l'offre de monnaie dans une mesure identique. Aussi la monnaie centrale désaisonnalisée continuera-t-elle à se rapprocher de son sentier de croissance, sans toutefois l'atteindre à fin 1995 déjà.

La politica monetaria svizzera nel 1995

1. Introduzione

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, si propone di condurre anche nel 1995 una politica monetaria prudente. Vuole così contribuire alla stabilità dei prezzi nella fase di ripresa congiunturale, consentendo nel contempo all'economia di crescere a sufficienza. La Banca nazionale si prefigge nuovamente di aumentare la base monetaria stagionalizzata oltre l'obiettivo a media scadenza dell'uno per cento. Terrà pertanto conto della maggiore domanda di moneta che conseguirà dallo sviluppo congiunturale e dall'introduzione dell'imposta sul valore aggiunto (IVA).

La Banca nazionale riesaminerà la politica monetaria se tendenze inflazionistiche superiori al previsto dovessero manifestarsi in seguito all'introduzione dell'IVA. Si riserva inoltre, come negli anni precedenti, di scostarsi dal corso prescelto in caso di gravi perturbazioni sui mercati finanziari.

Il concetto di un obiettivo monetario a medio termine ha dato risultati eccellenti. Con questa impostazione si è riuscito a ristabilire la stabilità dei prezzi in Svizzera. Un'espansione a medio termine della base monetaria stagionalizzata dell'uno per cento in media annuale continua a essere appropriata per garantire la stabilità dei prezzi. La direttrice di crescita a medio termine deve tuttavia essere ridefinita per un ulteriore periodo a medio termine, che decorre dal quarto trimestre 1994. La Banca nazionale ha fissato a 30.7 miliardi di franchi il punto d'avvio della nuova direttrice, ossia 400 milioni al disotto del punto terminale della direttrice precedente. In questo modo la Banca nazionale tiene conto della diminuzione della domanda di moneta negli ultimi anni.

Nel 1994 l'incremento della base monetaria stagionalizzata si è situato al margine inferiore delle previsioni della Banca nazionale. Nel quarto trimestre 1994 la base monetaria dovrebbe supe-

rare il livello del quarto trimestre dell'anno precedente di circa lo 0,6 per cento. L'inflazione è diminuita oltre al previsto, affievolendo soprattutto la domanda di banconote. Il fabbisogno di disponibilità in conto giro delle banche si è pure ridotto. Di conseguenza, la base monetaria è inferiore al punto d'avvio della nuova direttrice di crescita. Questa situazione è da ascrivere anche al fatto che, essendo le potenzialità produttive non ancora completamente utilizzate, la domanda di moneta rimane proporzionalmente moderata.

2. L'obiettivo monetario a medio termine – Sguardo retrospettivo

La Banca nazionale ha il compito di mantenere stabile a medio termine il livello dei prezzi, lasciando nel contempo all'economia un margine che le consenta di crescere in termini reali entro i limiti del potenziale produttivo. Cerca di assolvere questo compito con l'ausilio di un obiettivo di crescita a medio termine per la base monetaria stagionalizzata. L'obiettivo monetario si fonda sul riconoscimento dell'importanza decisiva dell'approvvigionamento di moneta per l'evoluzione del rincaro.

Per il periodo di riferimento che va dalla fine del 1994 alla fine del 1999, la Banca nazionale intende di nuovo aumentare la base monetaria stagionalizzata dell'1% in media annuale. L'espansione prevista è conforme all'obiettivo di mantenere stabile il livello dei prezzi. Poggia inoltre sull'ipotesi che, in Svizzera, la crescita potenziale del prodotto interno lordo reale – ossia la crescita che risulta da un grado normale di occupazione e di utilizzo delle capacità produttive – è di circa il 2% all'anno. L'espansione auspicata della base monetaria stagionalizzata è inferiore all'aumento previsto del potenziale di produzione. La Banca nazionale tiene così conto dell'accelerazione tendenziale della velocità di circolazione della base monetaria e, quindi, del minore aumento della domanda di quest'ultima. Questo sviluppo si giustifica con il continuo incremento del volume dei pagamenti senza contanti.

La direttrice di crescita a medio termine rappresenta una «linea ideale». Descrive l'andamento della domanda di base monetaria che, a giudizio della Banca nazionale, risulterebbe qualora il livello dei prezzi rimanesse stabile (la stabilità dei prezzi equivale a un rincaro di circa l'1%) e il prodotto interno lordo reale corrispondesse durevolmente a quello potenziale. La direttrice di crescita a medio termine indica quindi la direzione nella quale la Banca nazionale dovrebbe modificare l'offerta di base monetaria.

Il livello effettivo della base monetaria è tuttora inferiore al sentiero di crescita a medio termine. Ciò non sorprende. Il livello dei prezzi si è stabilizzato, ma il prodotto interno lordo reale dovrebbe ancora essere inferiore del 3% al suo livello potenziale, come del resto indicano l'elevato tasso di disoccupazione e il grado di sottoutilizzo delle capacità produttive.

Base monetaria destagionalizzata

(variazione rispetto al quarto trimestre dell'anno precedente)

	Obiettivo a medio termine (%)	Crescita effettiva (%)
1990	1*	-2,6
1991	1	1,4
1992	1	-1,1
1993	1	2,8
1994	1	0,6**
Media annuale	1	0,2**

* L'obiettivo a medio termine è stato fissato solo alla fine del 1990, con effetto retroattivo

** Stima

Alcuni anni fa, quando definì la sua strategia a medio termine, la Banca nazionale riteneva di poter ricondurre la base monetaria sulla direttrice entro la fine del 1994. L'evoluzione reale ha solo parzialmente corrisposto alle intenzioni. Dal quarto trimestre 1989 al quarto trimestre 1994 la base monetaria destagionalizzata è cresciuta mediamente di circa lo 0,2% all'anno, vale a dire a un ritmo più lento rispetto all'obiettivo dell'1%. Lo scarto rispetto alla direttrice di crescita a media scadenza ha raggiunto il suo massimo alla fine del 1992. Nel corso degli ultimi due anni la base monetaria si è di nuovo avvicinata alla direttrice, benché alla fine del 1994 ne fosse ancora al di sotto.

Due sono i motivi che spiegano questo scarto. Da un lato, la Banca nazionale fu costretta, in seguito al persistente rincaro, a mantenere il corso restrittivo della sua politica molto più a lungo di quanto avesse previsto quando optò per la strategia a medio termine. Pure la fase di recessione congiunturale è durata insolitamente a lungo. L'allentamento della politica monetaria nell'estate del 1992 non ha quindi portato a un rapido aumento della base monetaria. D'altro lato, durante il 1991 le banche sono riuscite di nuovo a ridurre sensibilmente la loro domanda di averi in conto giro, grazie a una migliore gestione delle liquidità. Nel corso del 1994 la domanda di disponibilità in conto giro è di nuovo lievemente diminuita.

La Banca nazionale dovrebbe adeguare la direttrice di crescita a medio termine alle modificazioni inattese della domanda di base monetaria, nella misura in cui non abbiano carattere temporaneo. Poiché non vi è ormai più alcun dubbio che la domanda di moneta è diminuita durevolmente, la posizione della direttrice di crescita deve essere riesaminata all'inizio del nuovo periodo quinquennale.

Base monetaria destagionalizzata



3. La posizione della nuova direttrice di crescita a medio termine

Se la Banca nazionale avesse agganciato la nuova direttrice di crescita alla precedente senza adattamenti, il livello iniziale ascenderebbe a 31,1 miliardi di franchi, a fronte di un ammontare effettivo di quasi 30 miliardi di franchi nel quarto trimestre 1994. Sulla base delle stime effettuate dalla Banca nazionale, la domanda di base monetaria,

per i motivi menzionati sopra, è diminuita di 0,7 miliardi di franchi dal quarto trimestre 1989 al quarto trimestre 1994. Il livello iniziale della nuova direttrice deve quindi essere diminuito di questo importo. In caso contrario, la Banca rischierebbe di condurre una politica monetaria troppo espansiva.

Un fattore supplementare deve essere considerato definendo la nuova direttrice. L'IVA entrerà in vigore al primo di gennaio 1995 e, secondo le stime, provocherà un aumento dell'1,3% dei prezzi al consumo. Poiché questo incremento è inevitabile, anche la domanda di base monetaria si accrescerà nella stessa proporzione a causa della nuova imposta. La Banca nazionale adeguerà l'offerta di moneta all'incremento di origine fiscale della domanda. Il livello iniziale della nuova direttrice dovrebbe quindi essere innalzato di 0,4 miliardi di franchi. La Banca nazionale non è tuttavia disposta a sanzionare aumenti di prezzi superiori all'effetto fiscale mediante un'espansione aggiuntiva dell'offerta di moneta. Ciò vale anche per un eventuale tentativo di incorporare gli effetti dell'IVA nei salari.

La Banca nazionale effettuerà infine una modifica tecnica di scarsa importanza nell'ambito dei conti giro. In futuro non includeranno più che i depositi presso la Banca nazionale di banche e società finanziarie. Benché in linea di massima questo criterio fosse già applicato, i conti giro contenevano ancora depositi di alcune istituzioni che non possono essere considerate banche o società finanziarie. Questa rettifica riduce di 0,1 miliardi di franchi sia il livello iniziale della direttrice di crescita che il volume effettivo della base monetaria.

Complessivamente, la direttrice di crescita a medio termine si sposta leggermente verso il basso e il suo nuovo livello iniziale è di 30,7 miliardi di franchi (Cfr. fig.). Quest'ultimo supera il nuovo ammontare effettivo della base monetaria stagionalizzata nel quarto trimestre 1994 (29,9 miliardi di franchi) di 0,8 miliardi di franchi, ossia del

2,7%. Lo scarto sussistente rispetto alla direttrice dovrebbe essere colmato con l'aumento del livello dei prezzi indotto dall'IVA e con l'avvicinamento del prodotto interno lordo reale al suo livello potenziale.

Come già in passato, la Banca nazionale deve attendersi a nuovi sviluppi – quali innovazioni relative alle operazioni di pagamento – che potrebbero imporre un riesame della direttrice di crescita a medio termine. Continuerà inoltre a verificare periodicamente l'affidabilità della base monetaria come indicatore monetario e a seguire l'evoluzione degli altri aggregati monetari, in particolare quella della massa monetaria M_1 .

4. La politica monetaria nel 1995

La Banca nazionale prevede una crescita del prodotto interno lordo reale leggermente superiore al 2% in media nel 1995 e di circa il 2,5% nel quarto trimestre. La crescita reale non dovrebbe quindi raggiungere il livello consueto per la fase iniziale della ripresa congiunturale mentre la disoccupazione dovrebbe continuare a calare solo lentamente. Il rincaro si accelererà temporaneamente a causa del passaggio all'IVA. In media annuale dovrebbe salire al 3% e, sporadicamente, pure superare questo livello. Questa previsione poggia sull'ipotesi che la nuova tassa non provochi aumenti smoderati dei prezzi.

Se la crescita reale e il rincaro aumenteranno nella misura prevista, la domanda di base monetaria dovrebbe espandersi del 2% circa tra il quarto trimestre 1994 e il quarto trimestre 1995. Nel 1995 dovrebbe adeguarsi solo parzialmente all'incremento dei prezzi di origine fiscale. La Banca nazionale si prefigge di accrescere l'offerta di moneta in misura equivalente. Di conseguenza, la base monetaria stagionalizzata dovrebbe continuare a avvicinarsi alla direttrice di crescita a medio termine, senza tuttavia raggiungerla entro la fine del 1995.

Swiss monetary policy in 1995

1. Introduction

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, intends to continue pursuing a cautious monetary policy in 1995. By this policy, it seeks to contribute to price stability during the economic upswing while allowing the economy sufficient leeway for adequate growth. The Swiss National Bank again envisages an expansion of the seasonally-adjusted monetary base in excess of the medium-term growth rate of one per cent per annum. In this way, it will take account of the higher demand for money emanating from the economic upswing and the introduction of value-added tax.

The Swiss National Bank will review its monetary policy if unexpectedly strong inflationary trends should emerge following the introduction of value-added tax. Moreover, it will, as usual, retain the option of deviating from its monetary course in the event of serious disruptions in the financial markets.

The concept of a medium-term money supply target has stood the test. This approach has made it possible to restore price stability in Switzerland. A medium-term growth of the seasonally-adjusted monetary base averaging one per cent per annum is still adequate to guarantee a stable price level in Switzerland. The growth path must, however, be defined for a new five-year period beginning with the fourth quarter of 1994. The Swiss National Bank has fixed the starting point of the new path at Sfr 30.7 billion, Sfr 400 million below the end point of the present growth path. It thus takes account of the decline in the demand for money in recent years.

In 1994, the increase in the seasonally-adjusted monetary base remained at the lower end of the scale of the Swiss National Bank's expectations. In the fourth quarter of 1994, the monetary base is likely to exceed the corresponding previous year's level by an estimated 0.6 per cent. Inflation fell more rapidly than anticipated, and this partic-

ularly had a dampening effect on demand for bank notes. The banks' needs for sight deposits also diminished. The monetary base is still below the starting point of the new growth path. This is in some measure due to the fact that production capacities are not yet fully utilised and demand for money has remained correspondingly small.

2. Remarks on the medium-term money supply target – the year in retrospect

The Swiss National Bank has the task of ensuring a stable price level in the medium term while at the same time providing the economy with the necessary leeway that will permit real growth in keeping with the production potential. It seeks to fulfil this task with the aid of a medium-term growth target for the seasonally-adjusted monetary base. The money supply target is based on the insight that the supply of money is of decisive significance for the development of inflation.

For the new target period extending from the end of 1994 to the end of 1999 the Swiss National Bank again envisages an annual average increase in the seasonally-adjusted monetary base of 1%. The planned expansion of the money supply is consistent with the goal of keeping the price level stable. Moreover, it is based on the assumption that in Switzerland the potential growth of real gross domestic product – i.e. the growth achieved in times of normal employment and capacity utilisation – amounts to approximately 2% per annum. The expansion of the money supply envisaged falls short of the expected increase in output potential. The Swiss National Bank thus takes account of the fact that the velocity of the monetary base tends to rise and demand for base money consequently grows less rapidly. The main reason for this is to be found in the continuing trend towards cashless payments.

The medium-term growth path represents an "ideal line". It shows the development in demand for base money estimated by the Swiss National

Bank that would result if the price level remained stable in the passage of time (price stability is regarded as being equivalent to an inflation rate of roughly 1%) and real gross domestic product always corresponded to its potential. The medium-term growth path thus indicates the direction in which the Swiss National Bank should adjust its supply of base money.

The current level of the monetary base is still below the medium-term growth path. This is not surprising. For although the price level has stabilised, real gross domestic product is probably 3% below its potential level. This seems to be borne out by the continuing high level of unemployment and free capacities in industrial production.

Seasonally-adjusted monetary base
(Change from fourth quarter of previous year)

	Medium-term target (%)	Actual growth (%)
1990	1*	-2.6
1991	1	1.4
1992	1	-1.1
1993	1	2.8
1994	1	0.6**
Annual average	1	0.2**

* the medium-term target was set retroactively at the end of 1990

** estimate

When planning its medium-term strategy a few years ago, the Swiss National Bank relied on the assumption that it would be in a position to bring the monetary base back on the path by the end of 1994. The subsequent development only partially met this intention. From the fourth quarter of 1989 till the fourth quarter of 1994 the annual expansion of the seasonally-adjusted monetary base, averaging 0.2%, fell short of the target of 1%. The deviation from the medium-term growth path reached a peak at the end of 1992. For the past two years the monetary base has again been approaching the path, but is still below it at the end of 1994.

There are two reasons for this deviation. On the one hand, the Swiss National Bank saw itself compelled by persistent inflation to adhere to its restrictive monetary policy for much longer than it had anticipated when switching to a medium-

term strategy. The subsequent recession also lasted for an unusually long time. The relaxation of monetary policy in summer 1992 thus failed to lead to a renewed rapid rise of the monetary base. On the other hand, due to improved liquidity management the banks were once more able considerably to reduce their demand for sight deposits in 1991; 1994 saw a further slight decline.

The Swiss National Bank should adjust the medium-term growth path to unexpected changes in the demand for base money if this is not merely a temporary phenomenon. In the meantime, there is no longer any doubt that the demand for money has decreased permanently. At the start of the new five-year period the location of the medium-term growth path thus had to be reviewed.

Seasonally-adjusted monetary base



3. The location of the new medium-term growth path

If the Swiss National Bank envisaged a smooth transition from the present medium-term growth path to the new path, it would depart from a level of Sfr 31.1 billion as compared with the actual level of the seasonally-adjusted monetary base of approximately Sfr 30 billion in the fourth quarter of 1994. Estimates of the Swiss National Bank show that for the reasons stated demand for base money fell by Sfr 0.7 billion from the fourth quarter of 1989 to the fourth quarter of 1994. The departure level of the new path should therefore be lowered by this amount. Otherwise the Swiss National Bank runs the risk of pursuing an excessively expansionary monetary policy.

In fixing the new growth path, a further factor must be taken into consideration. On 1 January 1995 a new value-added tax enters into force. This is expected to cause a rise in consumer prices of 1.3%. Since this price increase is unavoidable, demand for base money will rise by the same percentage for tax reasons. The Swiss National Bank will adjust the money supply to this tax-induced increase in the demand for money. This means that the departure level of the new path should be raised by Sfr 0.4 billion. The Swiss National Bank is, however, not willing to sanction price increases in excess of tax-induced amounts by expanding the supply of money. The same would apply to any attempt to pass the effects of value-added tax on to wages.

Finally, the Swiss National Bank will introduce a minor technical adjustment in connection with the sight deposit component of the monetary base at the start of the new five-year period. In future, sight deposits will only comprise deposits of banks and finance companies at the Swiss National Bank. In principle, this has already been the case up to now; however, they have also included deposits of a few institutions that cannot be rated as either banks or finance companies. This technical adjustment will lower both the departure level of the medium-term growth path and the actual level of base money by Sfr 0.1 billion.

Overall, the medium-term growth path will thus move slightly downwards and depart at a level of Sfr 30.7 billion (cf. graph). This surpasses the new actual level of the seasonally-adjusted monetary base in the fourth quarter of 1994 of Sfr 29.9 billion by Sfr 0.8 billion, i.e. 2.7%. The still existing discrepancy in relation to the path should disappear when prices rise due to the new tax and real gross domestic product approaches its potential level.

As in the past, the Swiss National Bank must always be prepared for unexpected developments – such as innovations in payments transactions – which call for a review of the medium-term growth path of the monetary base. It will also continue to review the indicator role of the monetary base periodically and to follow the development of the other monetary aggregates, notably the money stock M_1 .

4. Monetary policy in 1995

The Swiss National Bank expects real gross domestic product to grow by an annual average of a little more than 2% in 1995, climbing to approximately 2.5% in the fourth quarter. Thus real growth is unlikely to reach the levels usually attained in the initial phase of an economic upswing, and unemployment will probably continue to show only a slight decline. In the wake of the newly introduced value-added tax inflation is likely to accelerate temporarily. On an annual average, it is expected to rise to just under 3%, at times even exceeding the 3% mark. These forecasts rest on the assumption that the new tax will not trigger excessive price rises.

If real growth and inflation increase in line with the above forecasts, the demand for base money is likely to rise by approximately 2% between the fourth quarter of 1994 and the fourth quarter of 1995. In the coming year it will probably only adjust partially to the tax-induced increase of the price level. The Swiss National Bank intends to expand the money supply more or less in keeping with this demand. The seasonally-adjusted monetary base is therefore expected to come still closer to the medium-term growth path without, however, reaching it by the end of 1995.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 16. Dezember 1994*

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

1. Ausland

Konjunkturerholung

Die Konjunkturerholung, die in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien bereits vor einiger Zeit einsetzte, greift seit Frühling 1994 auch auf den europäischen Kontinent über. Im dritten Quartal wiesen alle grossen europäischen Industrieländer ein kräftiges Wirtschaftswachstum auf. Die wichtigsten Auftriebskräfte stammten von den Ausrüstungsinvestitionen sowie von den Exporten in die Vereinigten Staaten und in Länder ausserhalb der OECD. Dagegen blieben der private und der staatliche Konsum allgemein schwach, und auch die Bauwirtschaft entwickelte sich eher flau. Die amerikanische Wirtschaft wuchs mit einem unverminderten Tempo. Dazu trug insbesondere die erstarkende Nachfrage aus Europa bei. In Japan deuten verschiedene Indikatoren, darunter die wieder steigende Industrieproduktion, auf eine allmähliche konjunkturelle Besserung hin.

Die OECD rechnet damit, dass das reale Bruttoinlandsprodukt der OECD-Länder im Jahre 1995 um durchschnittlich 2,9% steigen wird, nach 2,7% im Jahre 1994. Der Konjunkturaufschwung gewinnt hauptsächlich in Europa an Kraft, so dass sich die Wachstumsraten zwischen den Vereinigten Staaten und den europäischen Industrieländern angleichen werden. Dagegen dürfte das Wirtschaftswachstum in Japan vergleichsweise schwach bleiben.

Die Beschäftigung nahm in den Vereinigten Staaten weiter zu, und die Arbeitslosenquote sank im September unter 6%. In der Europäischen Union (EU) verlangsamte sich der Stellenabbau. Während die Arbeitslosenquote in Grossbritannien weiter leicht zurückging, stabilisierte sie sich in Deutschland, Frankreich und Italien auf hohem Niveau. Im Durchschnitt der EU-Länder betrug sie im September 11,5%, gegenüber 11,6% im Juni.

Die Jahreststeuerung der OECD-Länder (ohne Türkei) belief sich im September auf durchschnittlich 2,5%. Sie war damit nur unwesentlich höher als im Juni.

Wirtschaftspolitik

Im dritten Quartal straffte die amerikanische Zentralbank ihre Geldpolitik weiter. Angesichts der unverändert kräftig expandierenden amerikanischen Wirtschaft hob der Offenmarktausschuss des Federal Reserve Board den Diskontsatz und den Satz für Federal Funds (Tagesgeldsatz) Mitte August um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 4% bzw. 4,75% an. Mitte November folgte eine Satzerhöhung um je 0,75 Prozentpunkt auf 4,75% bzw. 5,5%. Die italienische und die schwedische Zentralbank erhöhten Mitte August die Leitzinsen, um ihre Währungen zu stützen. Mitte September zogen auch die britischen Währungsbehörden die geldpolitischen Zügel an. Während die Bank of Japan den Märkten ebenfalls eine leichte Straffung ihrer Geldpolitik signalisierte, beschränkten sich die Deutsche Bundesbank und die Banque de France darauf, die schrittweise Lockerung nicht fortzusetzen.

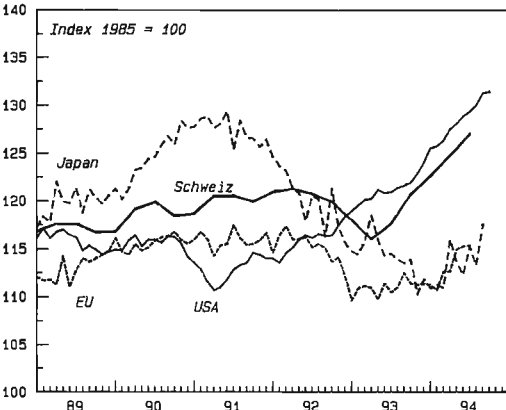
Der in Europa seit fast zwei Jahren beobachtete Rückgang der kurzfristigen Zinssätze kam im dritten Quartal zum Stillstand. Die langfristigen Renditen stiegen teilweise als Folge der höheren amerikanischen Sätze weiter. Der unerwartet rasche konjunkturelle Aufschwung nährte indessen auch

* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1994 bekannt wurden. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar.

in Europa Teuerungsängste, die sich in höheren Kapitalmarktrenditen niederschlugen. Besonders ausgeprägt war der Zinsanstieg in jenen Ländern, die zusätzlich mit Haushaltsproblemen zu kämpfen haben.

Das Defizit des amerikanischen Bundeshaushalts fiel im Fiskaljahr 1994 deutlich geringer aus als im Vorjahr. Im laufenden Fiskaljahr dürfte der Fehlbetrag weiter zurückgehen. In Deutschland, in Frankreich und in Grossbritannien wird für das Jahr 1995 ebenfalls mit sinkenden Staatsdefiziten gerechnet. Alle drei Länder sehen in ihren Budgets ein begrenztes Ausgabenwachstum vor, andererseits dürften die Einnahmen aufgrund der Konjunkturerholung erheblich steigen. Die italienische Regierung plant, die staatliche Verschuldung auf hohem Niveau zu stabilisieren.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

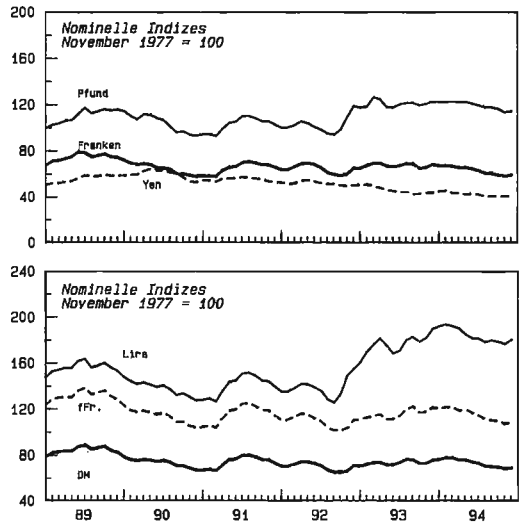
Devisenmarkt

Die Entwicklung auf den internationalen Devisenmärkten war von Juli bis Oktober weiterhin von der Schwäche des amerikanischen Dollars geprägt. Im Europäischen Währungssystem (EWS) verstärkten sich die Kursschwankungen vorübergehend; die Lage beruhigte sich jedoch bis Oktober wieder.

Die mit dem kräftigen amerikanischen Wirtschaftswachstum verbundenen Inflationsängste,

das steigende Handelsbilanzdefizit und der immer noch offene amerikanisch-japanische Handelsstreit drückten auf den Dollar. Von Juli bis Oktober verlor er gegenüber dem Schweizer Franken rund 8% und gegenüber der D-Mark und dem britischen Pfund um rund 7% an Wert. Gegenüber dem Yen betrug der Kursrückgang 2%. Im November erholte sich der Dollar. Dazu trug neben den Stützungskäufen der amerikanischen Währungsbehörden vor allem die Zinserhöhung Mitte November bei.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Die Währungen Grossbritanniens, Italiens und Schwedens kamen im dritten Quartal gegenüber der D-Mark erneut unter Druck. Während sich das britische Pfund und die schwedische Krone nach den Zinserhöhungen der betreffenden Währungsbehörden festigten, blieb die Lira schwach. Im Oktober sank sie gegenüber der D-Mark auf einen Jahrestiefstkurs von über 1026 Lire pro D-Mark.

Im Wechselkursmechanismus des EWS waren der holländische Gulden die stärkste und die spanische Peseta die schwächste Währung. Im August lösten die Zinserhöhungen der schwedischen und der italienischen Zentralbank im Wechselkursmechanismus beträchtliche Unruhe aus. Insbesondere gerieten die Währungen jener Län-

der, die wie Schweden und Italien mit hohen Budgetdefiziten kämpfen, gegenüber der D-Mark unter Druck. Der Abstand zwischen der schwächsten und der stärksten Währung vergrösserte sich kurzfristig von 4% auf 6,5%. Der portugiesische Escudo, die spanische Peseta, die dänische Krone und das irische Pfund büssten am stärksten an Wert ein. Nachdem sich die D-Mark im Vorfeld der Bundestagswahlen vorübergehend abgeschwächt hatte, beruhigte sich die Lage im EWS im Oktober wieder. Die Schwankungsbreite zwischen der schwächsten und der stärksten Währung verminderte sich auf rund 5%. Der Kurs des französischen Franc blieb von Juli bis Oktober stabil.

Europäische Integration

Die Europäische Union (EU) wird ab Januar 1995 drei neue Mitglieder zählen: Österreich, Finnland und Schweden. Österreich hatte sich bereits im Juni für den Beitritt ausgesprochen. Im Oktober stimmten Finnland und im November auch Schweden einem Beitritt zu. Norwegen lehnte Ende November eine Mitgliedschaft in der EU ab. Alle drei neuen EU-Mitglieder treten auch dem EWS bei. Noch offen ist, welches Land sich auch am Wechselkursmechanismus beteiligen wird.

Internationale Währungszusammenarbeit

Der Internationale Währungsfonds (IWF) behandelte ein Finanzierungspaket zur Unterstützung der Transitionsländer. Es sah die Verlängerung der Systemübergangs-Fazilität zugunsten der Transitionsländer, die Erweiterung des Kreditzugs zu den regulären IWF-Krediten sowie eine Neuzuteilung von Sonderziehungsrechten vor. Nachdem im September an der Jahresversammlung des IWF keine allgemein akzeptable Lösung gefunden werden konnte, kamen die Mitgliedsländer Ende Oktober lediglich überein, die jährlichen Limiten bei den regulären Krediten – den Bereitschafts- und Erweiterten Kreditvereinbarungen – von 68% auf 100% der Länderquoten zu erhöhen. Diese Neuregelung soll für drei Jahre gelten.

Bulgarien und der IWF einigten sich im September auf eine Aufstockung des im April gewährten Be-

reitschaftskredites um weitere 69,7 Mio. Sonderziehungsrechte (SZR). Der IWF war dazu bereit, weil die Umsetzung des im Juli in Kraft getretenen Umschuldungsabkommens mit den Gläubigerbanken die Währungsreserven des Landes erschöpft hatte. Kroatien erhielt Mitte Oktober einen Bereitschaftskredit von 65,4 Mio. SZR. Gleichzeitig gewährte der IWF dem Land eine erste Kredittranche im Rahmen der Systemübergangs-Fazilität (STF) in gleicher Höhe. Litauen sprach der IWF im Rahmen der Erweiterten Kreditvereinbarung einen Betrag von 134,6 Mio. SZR zu. Für die Ukraine bewilligte der IWF im Oktober eine erste Kredittranche aus der STF im Umfang von 249,3 Mio. SZR, nachdem sich das Land verpflichtet hatte, seine Zahlungsrückstände zu regeln. Tschechien zahlte bis Ende September dank steigender Währungsreserven alle ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF vorzeitig zurück.

Nach vierjährigen Verhandlungen unterzeichnete Polen im September mit seinen ausländischen Gläubigerbanken ein Umschuldungsabkommen über einen Betrag von 14 Mrd. Dollar. Ähnlich wie beim Abkommen mit den im Pariser Club zusammengeschlossenen offiziellen Gläubigern von 1991 sollen damit die Schulden gegenüber den privaten Gläubigern um rund die Hälfte reduziert werden. Der IWF erhöhte zur Unterstützung der Vereinbarung den laufenden Bereitschaftskredit. Dieses Geld dient Polen zur Finanzierung von Umschuldungs- und Schuldentrückkaufoperationen.

2. Schweiz

In der Schweiz verlor die Konjunkturerholung im dritten Quartal etwas an Schwung. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm zwar gegenüber dem Vorjahr mit 2,4% ungefähr gleich stark zu wie im zweiten Quartal. Gegenüber der Vorperiode verlangsamte sich jedoch das Wachstum. Dazu trugen vor allem die stagnierenden Ausrüstungs- und Bauinvestitionen sowie der geringere Lageraufbau bei. Gemäss der Quartalsumfrage der KOF-ETH stagnierte die Kapazitätsauslastung der Industrie auf dem Niveau der Vorperiode. Auch die Aufträge aus dem In- und Ausland nahmen weniger stark zu als im zweiten Quartal; die künftige

Entwicklung des Bestellungseingangs wurde jedoch weiterhin optimistisch eingeschätzt.

Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal saisonbereinigt leicht zu, nachdem sie im Vorquartal stark gesunken war. Die Arbeitslosenquote ging saisonbereinigt erneut zurück. Im Oktober betrug sie 4,6%, gegenüber 5,1% vor Jahresfrist. Auch die Zahl der Kurzarbeiter nahm gegenüber dem Vorjahr deutlich ab.

Die Jahreststeuerung bildete sich im dritten Quartal nochmals leicht zurück. Im Oktober sank sie auf 0,4%. Während sich der Preisauftrieb der inländischen Güter und Dienstleistungen auf 1% verringerte, blieben die Preise importierter Güter knapp unter dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge schwächte sich im dritten Quartal ab. Gegenüber dem vierten Quartal 1993 wuchs die Geldmenge um 1,4% (auf ein Jahr hochgerechnet: 1,9%). Sie lag damit unter dem von der Nationalbank prognostizierten Wert. Die Abweichung ist vor allem auf die unerwartet schwache Nachfrage der Banken nach Giroguthaben zurückzuführen. Für das vierte Quartal rechnete die Nationalbank mit einem Durchschnittswert der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 30,2 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Anstieg von 1,6% gegenüber dem vierten Quartal 1993. Im Oktober und November bildete sich indessen die Notenbankgeldmenge entgegen der Prognose zurück. Dies war zur Hauptsache auf die schwache Nachfrage der Banken nach Giroguthaben zurückzuführen; aber auch der Notenumlauf nahm leicht ab.

Der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt sank von August bis November auf 3,8%, nachdem er im zweiten Quartal um rund einen halben Prozentpunkt auf 4,3% gestiegen war. Dagegen verharrte die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen auf dem Ende August erreichten Niveau von 5,5%, bevor sie im November leicht zurückging.

Im dritten Quartal stieg der nominelle, exportgewichtete Wechselkurs des Schweizer Frankens spürbar. Ins Gewicht fielen vor allem der markante Kursrückgang des Dollars sowie die erneute Ab-

schwächung der Lira und des britischen Pfundes. Gegenüber den anderen wichtigen Währungen, insbesondere gegenüber der D-Mark, blieb die Höherbewertung gering. Parallel zum nominellen stieg auch der reale, exportgewichtete Wechselkursindex. Im Vorjahresvergleich erhöhte er sich um 4,6%.

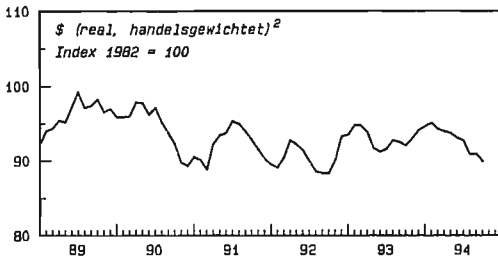
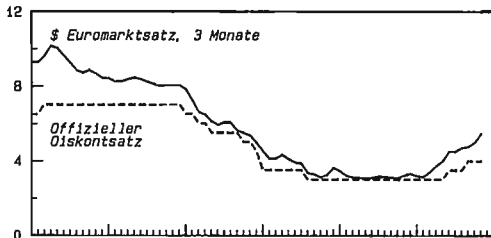
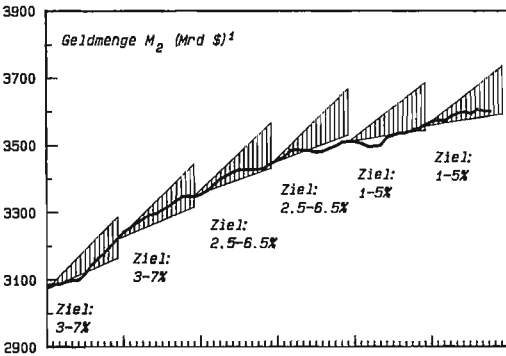
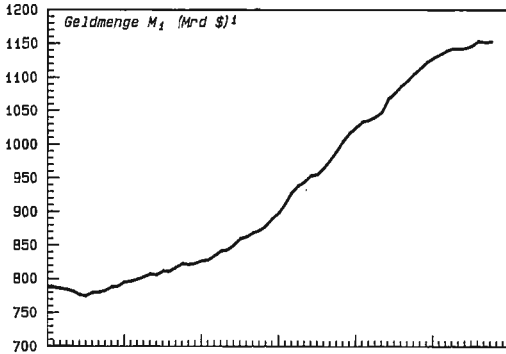
B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Die amerikanische Wirtschaft befindet sich derzeit in einer ausgeprägten Hochkonjunktur. Im dritten Quartal 1994 nahm das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber dem Vorquartal um hochgerechnet fast 4% zu und lag um 4,4% über dem Stand des Vorjahres. Alle Nachfragekomponenten, ausgenommen der Wohnungsbau, trugen zum Wachstum bei. Der private Konsum und die Unternehmensinvestitionen übertrafen den Wert des Vorquartals um 3,3% bzw. 14%. Auch die Exporte wuchsen infolge der anziehenden Auslandskonjunktur kräftig (12,2%), während die Importe (15,6%) von der expandierenden Binnen- nachfrage profitierten.

Das starke Wirtschaftswachstum widerspiegelt sich auch in der markant anziehenden Industrieproduktion. Im dritten Quartal lag diese um 1,5% über dem Wert des Vorquartals (nicht hochgerechnet) und um 6,6% über dem Vorjahresstand. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie stieg von 83,8% auf 84,6%, während die Beschäftigung um durchschnittlich 276 000 Personen pro Monat zunahm. Sie erhöhte sich damit gegenüber dem Vorjahr um 2,9%. Die Arbeitslosenquote ging leicht von 6,1% im zweiten auf 6% im dritten Quartal zurück. Die vorlaufenden Indikatoren weisen auf eine anhaltende Hochkonjunktur hin. Die Bestellungseingänge für dauerhafte Konsumgüter und für Investitionsgüter wuchsen erheblich. Die Konjunkturerholung im Ausland sowie der schwache Dollar belebten den Auftragseingang aus dem Ausland besonders stark. Die steigende Zahl der Stelleninserate und die rückläufigen Anträge auf Arbeitslosenunterstützung deuten auf einen zunehmend überhitzten Arbeitsmarkt hin.

Grafik 3: Vereinigte Staaten



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Federal Reserve Board)

² Quelle: OECD

Die Jahreststeuerung belief sich im dritten Quartal auf 2,9%, gegenüber 2,4% in der Vorperiode. Ohne Nahrungsmittel und Energiekosten (Kernrate) betrug die Teuerung ebenfalls 2,9%. Kräftig steigende Rohwarenpreise und ein anziehender Preisindex der Einkaufsmanager deuten auf eine erhöhte Inflationsgefahr hin.

Der Fehlbetrag in der Handels- und Dienstleistungsbilanz stieg im dritten Quartal auf 31 Mrd. Dollar. Er war damit höher als im Vorquartal und übertraf den Vorjahresstand (22,3 Mrd.) beträchtlich. Der Anstieg des Defizits ist hauptsächlich auf die rasch wachsenden Einfuhren zurückzuführen.

Das Defizit des amerikanischen Bundeshaushalts für das Ende September abgeschlossene Fiskaljahr 1994 betrug 203 Mrd. Dollar bzw. 3% des Bruttoinlandprodukts. Es fiel damit geringer aus als noch vor kurzem erwartet und bildete sich im dritten aufeinanderfolgenden Jahr deutlich zurück. Für das laufende Fiskaljahr 1995 prognostizierte die Regierung einen weiteren Rückgang auf 165 Mrd. Dollar. Ab 1996 dürfte der Fehlbetrag gemäss den Angaben des Budgetamtes allerdings erneut ansteigen, sofern keine Gegenmassnahmen ergriffen werden.

Die amerikanische Zentralbank setzte die geldpolitische Straffung, die sie seit Februar 1994 verfolgt, fort. Am 16. August und am 15. November erhöhte sie den Satz für Federal Funds sowie den Diskontsatz um insgesamt je 1/4 Prozentpunkte auf 5,5% bzw. 4,75%. Die langfristigen Zinsen stiegen weiter. Der Satz für zehnjährige Staatsanleihen erreichte im November 7,9%, gegenüber 7,4% im zweiten Quartal. Er nahm damit gegenüber Herbst 1993, als er den tiefsten Stand im laufenden Konjunkturzyklus erreicht hatte, um mehr als 2 Prozentpunkte zu.

Das Wachstum der Geldmenge M_1 schwächte sich erneut ab, da die höheren Geldmarktsätze zu Umschichtungen in Termineinlagen führten. Im dritten Quartal lag M_1 noch um 5,1% über dem Vorjahresstand. Die Aggregate M_2 und M_3 wuchsen gegenüber dem vierten Quartal 1993 um hochgerechnet 1,6% bzw. 0,9%. Sie lagen damit am unteren Ende des Zieltrichters von 1-5% bzw. von 0-4%.

Japan

Die japanische Wirtschaft zeigt Anzeichen einer leichten Konjunkturbelebung. Im zweiten Quartal nahm das reale Bruttoinlandprodukt um 0,4% gegenüber der Vorperiode zu und übertraf damit den Vorjahreswert um 0,5%. Im zweiten Quartal blieb die Inlandnachfrage schwach. Der Konsum ging gegenüber der Vorperiode um 0,3% zurück, und die Unternehmensinvestitionen sanken um 2,1%. Lediglich der Wohnungsbau (+7,9%) und die Staatsausgaben (+0,3%) stützten die Binnen- nachfrage. Die Exporte wuchsen um 3,4%, während die Importe, begünstigt durch die Yen-Aufwertung, um fast 4% anzogen.

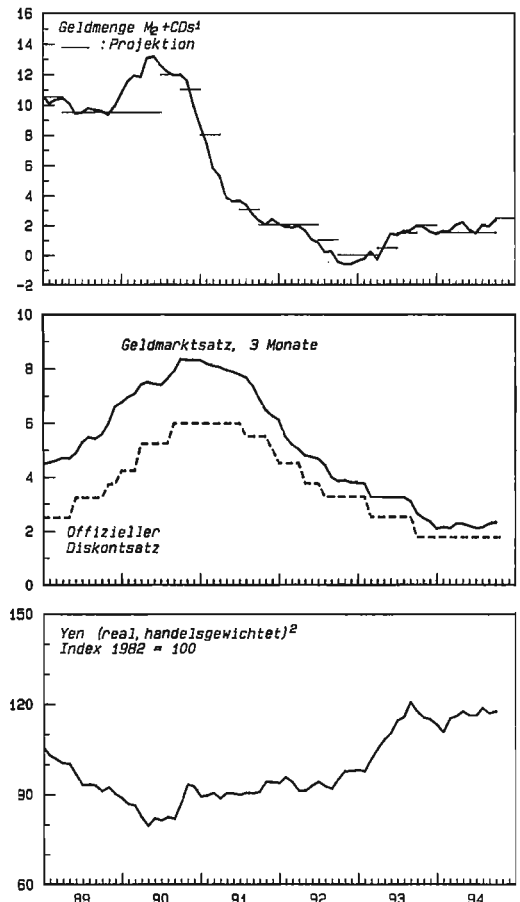
Im dritten Quartal besserten sich verschiedene wichtige Konjunkturindikatoren. Die Industrieproduktion nahm erneut zu und lag erstmals seit rund einem Jahr wieder höher als vor Jahresfrist. Die Kapazitätsauslastung stieg von 70,3% im zweiten auf 72% im dritten Quartal. Da die überhöhten Lagerbestände im Verlauf des Jahres abgebaut werden konnten, besteht von dieser Seite kein Anlass für weitere Produktionskürzungen mehr. Gemäss der im August durchgeführten vierteljährlichen Unternehmensbefragung der japanischen Zentralbank besserte sich die Einschätzung der Konjunkturlage etwas. Die Auftragseingänge bei den Bauten und Ausrüstungsinvestitionen erhöhten sich und übertrafen erstmals seit drei Jahren den Vorjahresstand. Die Lage am Arbeitsmarkt blieb dagegen gedrückt. Die Arbeitslosenquote stieg von 2,8% im zweiten auf 3% im dritten Quartal, und das Verhältnis zwischen Stellenangeboten und Stellenbewerbungen verschlechterte sich weiter.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteu- erung sank im dritten Quartal auf 0% (2. Quartal: +0,7%), während sich die Kernrate, die Teuerung ohne frische Nahrungsmittel, leicht auf 0,7% zurückbildete.

Der Überschuss der japanischen Handelsbilanz ging im dritten Quartal weiter zurück und betrug noch 34 Mrd. Dollar, gegenüber 35,2 Mrd. im Vor- quartal und 37,5 Mrd. vor Jahresfrist. Die Einfuhren expandierten rasch; trotz stagnierender In- landnachfrage lagen sie im dritten Quartal real um 14% höher als vor Jahresfrist. Der Importanstieg

ist teilweise die Folge einer gewissen Öffnung des japanischen Marktes. Er widerspiegelt daneben aber auch die Auslagerung wenig wertschöpfungsintensiver Produktionsstufen in den südost- asiatischen Raum. Von dort werden vermehrt Zu- lieferteile bezogen, was die Kosten senkt und den japanischen Grossunternehmen erlaubt, trotz des starken Yen weiterhin aus Japan zu exportieren. Die Ausfuhren nahmen deshalb auch im dritten Quartal zu und lagen real um 5% höher als vor Jah- resfrist. Der bilaterale Überschuss gegenüber den Vereinigten Staaten erreichte sogar einen Re-

Grafik 4: Japan



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode; die Projektionen werden quartalsweise festgelegt (Quelle: Bank of Japan)

² Quelle: OECD

kordstand. Bei ihren Handelsgesprächen kamen Japan und die Vereinigten Staaten lediglich überein, die Auftragsvergabe der öffentlichen Hand zu liberalisieren. Im weit bedeutenderen Bereich der Automobile und Autobestandteile, auf den rund zwei Drittel des bilateralen Handelsbilanzüberschusses entfallen, kam keine Einigung zustande.

Die neue Koalitionsregierung ergriff weitere finanzpolitische Massnahmen, um die schwache Inlandkonjunktur zu beleben. In den Jahren 1995 und 1996 werden die Einkommenssteuern nochmals gesenkt, um den privaten Konsum zu stützen. Ausserdem stockte die Regierung das zehnjährige Ausgabenprogramm im Infrastrukturbereich auf.

Die japanische Zentralbank belies den Tagesgeldsatz im dritten Quartal unverändert bei 2,2%. Im Oktober deutete sie durch ihre Geldmarktoperationen an, die Geldpolitik zukünftig leicht zu straffen. Die Verzinsung dreimonatiger Depositenzertifikate stieg im Oktober entsprechend von 2,2% auf 2,4%. Die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen erhöhte sich stärker; sie betrug im dritten Quartal 4,7%, verglichen mit 4,2% in der Vorperiode. Der Yen stieg gegenüber dem Dollar auf einen historischen Höchststand und notierte erstmals unter 100 Yen pro Dollar. Auch handelsgewichtet erreichte er einen Höchstwert.

Die Geldmenge $M_2 + CD$ wuchs im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 2%. Für das vierte Quartal legte die Zentralbank die Projektion auf 2–3% fest.

Deutschland

Die deutsche Wirtschaft erholt sich zusehends. In den alten Bundesländern lag das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal um 2,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert (1. Quartal: 1,6%). Gegenüber der Vorperiode stieg es um 1%. Konjunkturstützend wirkten die Ausrüstungsinvestitionen sowie vor allem die Exporte, die um 4,7% zunahmen. Die Bauinvestitionen, die im ersten Quartal deutlich zugelegt hatten, erlitten dagegen einen Einbruch. Auch der private und der staatliche Konsum sanken geringfügig. Auf den privaten Konsum wirkte sich die Erhöhung verschiedener Abgaben und Steuern zu Beginn des Jahres

dämpfend aus; der rückläufige staatliche Konsum widerspiegelt die Sparanstrengungen der öffentlichen Hand.

Im dritten Quartal setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum fort. In den alten Bundesländern stieg das reale Bruttoinlandprodukt gemäss ersten Schätzungen um 1,5% gegenüber der Vorperiode. Die Produktion der verarbeitenden Industrie nahm etwas weniger stark zu als im zweiten Quartal. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich von 82,3% im Juni auf 83,7% im September. Während die Produktion von Investitionsgütern erneut wuchs, stagnierte jene von Konsumgütern. Die Einzelhandelsumsätze blieben insgesamt gedrückt, nachdem sie im Vorquartal gesunken waren; der Absatz an Automobilen besserte sich jedoch leicht. Nach dem erheblichen Rückgang im zweiten Quartal stabilisierte sich die Produktion im Bauhauptgewerbe.

Sowohl die Investitionsgüter- als auch die Konsumgüterindustrie verzeichneten im dritten Quartal wachsende Bestellungen. Die Nachfrageimpulse kamen vorwiegend aus dem Inland. Im Bauhauptgewerbe war der Auftragseingang eher schwach. In den neusten Umfragen schätzen die Industrieunternehmen in den alten Bundesländern die Aussichten für 1995 wiederum günstig ein: Die Produktion wird in der Investitionsgüterindustrie weiterhin kräftig steigen, während der Konsumgüterbereich später und langsamer folgen dürfte. Wichtigste treibende Kraft bleibt die Exportnachfrage.

Die Beschäftigung in den alten Bundesländern stabilisierte sich im dritten Quartal auf tiefem Niveau. Die Arbeitslosenquote betrug 9,2%, gegenüber 9,3% in der Vorperiode. Die Jahresteuierung lag unverändert bei 3%. Die Produzentenpreise zogen etwas stärker an als im ersten halben Jahr.

In den neuen Bundesländern stieg das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Halbjahr 1994 um fast 9% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode. Es wuchs damit deutlich stärker als im zweiten Halbjahr 1993. Besonders kräftig erhöhten sich die Bauinvestitionen (+22%) sowie die Ausrüstungsinvestitionen (+9%) und der private (+4%) und der staatliche (+2%) Konsum legten dagegen weniger stark zu.

Im dritten Quartal setzte sich die wirtschaftliche Erholung fort. Der Auftragseingang expandierte in der Industrie weiterhin zügig, während er sich im Baugewerbe abschwächte. Die Arbeitslosenquote sank von 16,4% im zweiten auf 15,4% im dritten Quartal; die verdeckte Arbeitslosigkeit (Weiterbildung, Arbeitsbeschaffungsmassnahmen, Frühpensionierungen) blieb etwa gleich hoch. Die Jahresteuern belief sich unverändert auf 3,3%.

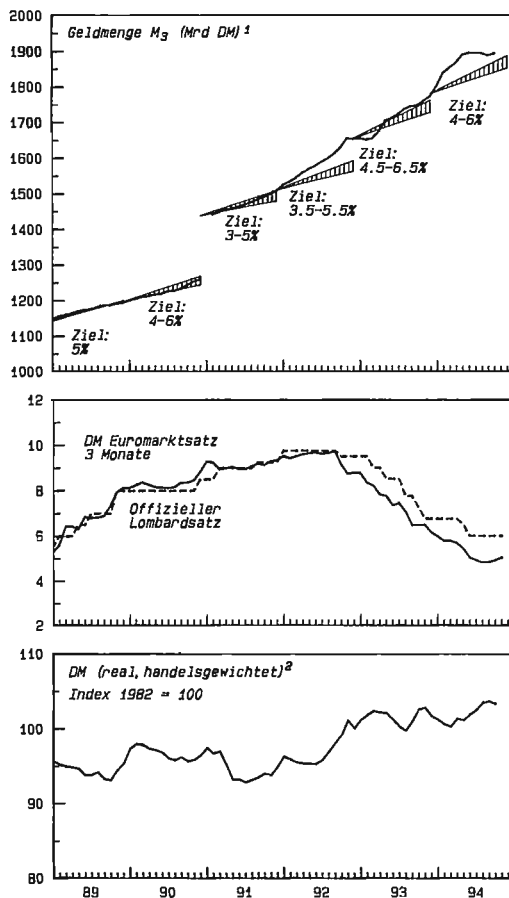
Die gesamtdeutschen Ausfuhren nahmen im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode ab, während die Einfuhren leicht anzogen. Der Handelsbilanzüberschuss fiel daher erheblich geringer aus als in der Vorperiode. Das Ertragsbilanzdefizit stieg deutlich, da sich der Fehlbetrag der Dienstleistungsbilanz stark erhöhte.

Anfang Dezember verabschiedete die Regierung das Bundesbudget für das Jahr 1995. Dieses sieht ein Ausgabenwachstum von nominal nur knapp 1% vor. Die Einnahmen sollen gemäss dem Budget deutlich kräftiger steigen, da die Steuererträge von der anziehenden Konjunktur profitieren dürften und zusätzlich ein «Solidaritätszuschlag» von 7,5% der Steuerschuld erhoben wird. Das Defizit des Bundes dürfte damit auf rund 59 Mrd. D-Mark bzw. etwa 1,8% des Bruttoinlandprodukts zurückgehen, verglichen mit 69 Mrd. bzw. etwa 2,2% des Bruttoinlandprodukts im Jahre 1994.

Die Deutsche Bundesbank lockerte im dritten Quartal ihre Geldpolitik nicht weiter, nachdem sie zwischen September 1992 und Mai 1994 die Leitzinsen schrittweise auf beinahe die Hälfte gesenkt hatte. Der Diskontsatz und der Lombardsatz blieben unverändert bei 4,5% bzw. 6%. Wertpapierpensionsgeschäfte schrieb die Bundesbank seit Ende Juli zu einem Zinssatz von 4,85% aus. Die Rendite langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere erhöhte sich von 6,8% im Juli auf 7,5% im Oktober.

Die Geldmenge M_3 , die in den ersten Monaten des Jahres 1994 aufgrund verschiedener Sonderfaktoren ausserordentlich stark gestiegen war, bildete sich im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode zurück. Gegenüber dem vierten Quartal 1993 wuchs sie mit einer Jahresrate von 8,6%

Grafik 5: Deutschland



¹ Saisonbereinigt; ab 1991: einschliesslich der neuen Bundesländer; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Deutsche Bundesbank)

² Quelle: OECD

(2. Quartal: 13,4%) und näherte sich damit dem Zielkorridor von 4–6% weiter an. Die Komponenten der Geldmenge M_3 entwickelten sich unterschiedlich: Die Sichteinlagen und die Termingelder (bis unter vier Jahre) schrumpften, während der Bargeldumlauf und die Spareinlagen zunahmen.

Gemäss den Prognosen der grossen deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute wird das reale Bruttoinlandprodukt im Jahre 1995 in den alten Bundesländern um 2,5% und in den neuen Bundesländern um 8,5% steigen. Der Aufschwung

dürfte sich auch im nächsten Jahr zum grossen Teil auf die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen sowie – in den neuen Bundesländern – auf die Bauinvestitionen stützen.

Frankreich

In Frankreich setzte sich die Konjunkturerholung im zweiten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorquartal um 1% und gegenüber dem Vorjahr um 2%. Im Vorquartalsvergleich nahmen alle Nachfragekomponenten zu. Besonders stark wuchsen die Exporte. Auch der private Konsum zog an, nachdem er in der Vorperiode stagniert hatte; insbesondere expandierte die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern. Die Investitionen erhöhten sich ebenfalls; erstmals seit dem vierten Quartal 1990 nahmen sie gegenüber dem Vorjahr nicht weiter ab. Die Trendwende erfasste sowohl die Ausrüstungs- als auch die Bauinvestitionen. Die stärkere Binnennachfrage führte zu einem weiteren Anstieg der Importe.

Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um 1,5% und übertraf damit das Niveau von 1990. Ins Gewicht fiel vor allem die günstige Entwicklung in der Automobilindustrie sowie bei deren Zulieferern. Die Automobilindustrie verzeichnete zusammen mit der Halbfabrikateindustrie und dem Transportgewerbe den stärksten Anstieg der Kapazitätsauslastung. Auch die Produktion von Konsumgütern kam in Schwung. Dagegen blieb die Produktion von Ausrüstungsgütern schwach.

In den neuesten Umfragen schätzten die Unternehmen ihre Lagerbestände an Fertigprodukten als zufriedenstellend ein, während diejenigen der Halbfabrikate als zu klein beurteilt wurden. Der Auftragseingang verbesserte sich weiter und wird als ausreichend eingeschätzt; besonders gut fiel der Bestellszuwachs bei den Halbfabrikaten aus. Insgesamt sind die Produktionsaussichten günstig.

Auf dem Arbeitsmarkt hellte sich die Lage etwas auf. Ausserhalb des Agrarsektors nahm die Beschäftigung um knapp 60 000 Personen zu; sie lag damit um 1% höher als vor Jahresfrist. Der über-

wiegende Teil der neuen Arbeitsplätze entstand im Dienstleistungssektor, während die Beschäftigung im Industriesektor stagnierte und im Bau-sektor weiter zurückging. Im dritten Quartal belief sich die Arbeitslosenquote unverändert auf 12,6%. Die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit verkürzte sich leicht und betrug im September 378 Tage (Juni: 389 Tage). Die Teuerung blieb im dritten Quartal unverändert bei 1,7%.

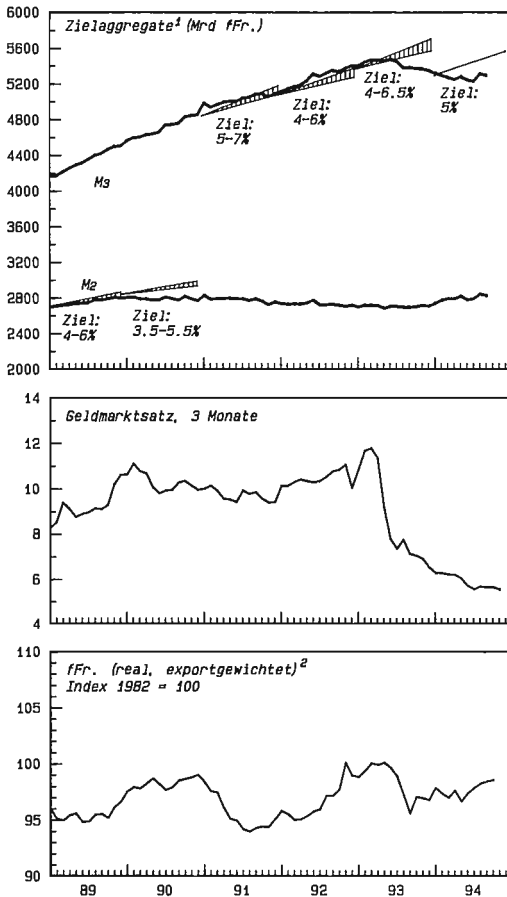
Die Ausfuhren stiegen im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 5,1%, während die Einfuhren um 3,5% zunahmen. Die Handelsbilanz wies einen Überschuss von 21,6 Mrd. Francs auf, verglichen mit 16 Mrd. im Vorquartal. Der Überschuss der Ertragsbilanz war aufgrund der höheren Defizite in der Dienstleistungsbilanz und bei den einseitigen Übertragungen mit 5,1 Mrd. Francs etwa gleich hoch wie in den ersten drei Monaten des Jahres.

Im September veröffentlichte die Regierung das Haushaltsbudget für das Jahr 1995. Die Regierung plant, das Defizit von gegenwärtig 301 Mrd. Francs auf 275 Mrd. (3,5% des Bruttoinlandprodukts) zurückzuführen. Während die Einnahmen um fast 5% steigen dürften, wurde das Ausgabenwachstum im Budget auf knapp 2% begrenzt. Damit bleiben die Ausgaben real auf dem Stand von 1994. Zusätzlich sollen Privatisierungserlöse in der Höhe von 55 Mrd. Francs dazu beitragen, das Defizit zu verringern.

Die Banque de France beliess ihre Leitzinsen, die sie letztmals im Juli gesenkt hatte, bis im September unverändert bei 5% (Interventionssatz) bzw. bei 6,4% (Pensionsatz). Auch der Satz für dreimonatige Interbankanlagen blieb stabil bei 5,6%. Dagegen erhöhten sich die Kapitalmarktzinsen weiter; die Rendite langfristiger Staatsanleihen stieg von 7,4% im Juli auf 8,1% im September.

Die Geldmenge M_3 nahm im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht zu. Im Vergleich zum vierten Quartal 1993 schrumpfte das Aggregat mit –1,3% weniger stark als in der Vorperiode; es lag aber noch immer weit unterhalb des mittelfristigen Zielpfades von 5%. Die inländische Gesamtverschuldung, welche die Zentralbank zusätzlich als monetären Indikator heranzieht, stieg im zweiten Quartal um 3% gegenüber dem Vor-

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres; ab 1994 mittelfristiges Ziel (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

jahr; ihr Wachstum schwächte sich somit erneut ab. Die inländische Gesamtverschuldung umfasst die Bruttoschulden des Staates, der Haushalte, der Unternehmen und anderer Schuldner gegenüber dem Finanzsektor sowie auf den in- und ausländischen Geld- und Kapitalmärkten.

Grossbritannien

In Grossbritannien setzte sich der konjunkturelle Aufschwung im zweiten Quartal verstärkt fort. Das

reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem Vorjahr um 3,6% und gegenüber der Vorperiode um 1,2% zu. Am stärksten stiegen die Exporte sowie der staatliche Konsum, der im ersten Quartal gesunken war. Der private Konsum erhöhte sich nur geringfügig, und die Investitionen bildeten sich insgesamt leicht zurück. Während die Ausrüstungsinvestitionen wiederum kräftig wuchsen, nahmen die Bauinvestitionen ab, nachdem sie im ersten Vierteljahr erheblich zugelegt hatten. Die Konsumschwäche wirkte sich auch auf die Importe aus, die im zweiten Quartal erstmals seit einem Jahr schrumpften.

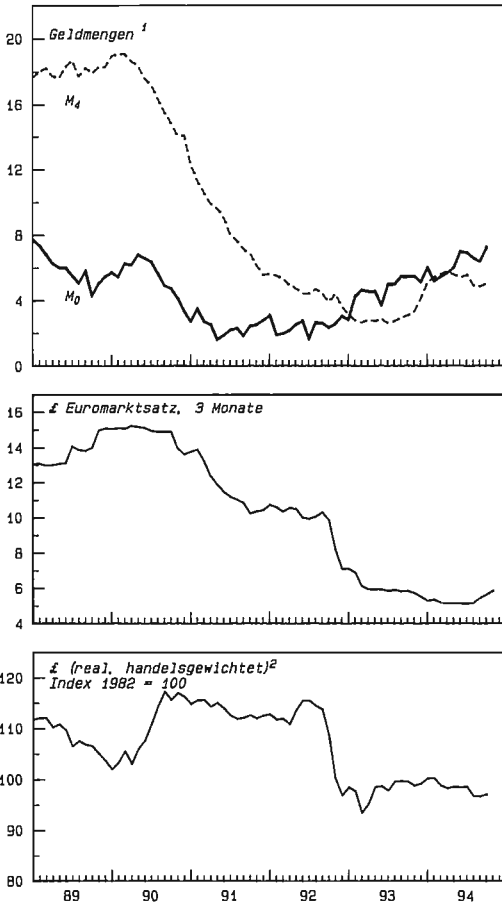
Im dritten Quartal hielt die günstige Wirtschaftslage an. Das reale Bruttoinlandprodukt war gemäss ersten Schätzungen um 0,5% höher als in der Vorperiode. Aufgrund der vorlaufenden Indikatoren gingen die Impulse wiederum hauptsächlich von den Exporten sowie von den Ausrüstungsinvestitionen aus, während der Konsum nur wenig angezogen haben dürfte. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg dank dem kräftigen Wachstum in der Investitionsgüterindustrie erheblich. Die Umsätze im Detailhandel waren dagegen nur geringfügig höher als in der Vorperiode. Die Zahl der neu registrierten Automobile, die in den vergangenen zwei Jahren beträchtlich zugenommen hatte, sank sogar spürbar. Allerdings verlief das Konsumkreditgeschäft weiterhin sehr lebhaft. In den jüngsten Unternehmensumfragen des britischen Industrieverbandes (CBI) wurden die Auftragslage sowie der Bestellungseingang aus dem In- und Ausland als gut beurteilt.

Die Arbeitslosigkeit bildete sich erneut zurück und lag im dritten Quartal bei 9,2%, gegenüber 10,4% vor Jahresfrist.

Die Teuerung schwächte sich im dritten Quartal geringfügig ab. Die Konsumentenpreise nahmen gegenüber dem Vorjahr um 2,3% zu, verglichen mit 2,6% in der Vorperiode. Die Basisinflation, welche die Hypothekenzinsen ausklammert, sank um 0,2 Prozentpunkt auf 2,2%.

Die Handelsbilanz, deren Aussagekraft wegen der statistischen Umstellungen von Anfang 1993 noch immer eingeschränkt ist, wies im zweiten Quartal mit 2,4 Mrd. Pfund erneut ein geringeres Defizit auf als in der Vorperiode, da die Ausfuhren stärker

Grafik 7: Grossbritannien



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode
(Quelle: Bank of England)

² Quelle: OECD

wuchsen als die Einfuhren. Der Passivsaldo der Ertragsbilanz belief sich auf 0,7 Mrd. Pfund, gegenüber 1,3 Mrd. in der Vorperiode.

Ende November legte der Schatzkanzler das Budget für das Haushaltsjahr 1995/96 vor, das am 1. April 1995 beginnt. Aufgrund des wirtschaftlichen Aufschwungs sowie der Begrenzung des Ausgabenzuwachses dürfte das Budgetdefizit auf 21,5 Mrd. Pfund bzw. 3% des Bruttoinlandprodukts zurückgehen, gegenüber 34,5 Mrd. Pfund bzw. 5% des Bruttoinlandprodukts im laufenden

Haushaltsjahr. Gemäss dem mittelfristigen Plan dürfte der britische Staatshaushalt 1998/99 etwa ausgeglichen sein.

Die britischen Währungsbehörden strafften Mitte September ihre Geldpolitik. In der Folge erhöhten die Banken den Basiszinssatz, der bei erstklassigen Schuldnern angewendet wird, um einen halben Prozentpunkt auf 5,75%. Der Dreimonatssatz am Interbankmarkt zog von 5,4% im Juli auf 5,9% im Oktober an, und die Rendite langfristiger Staatsanleihen stieg von 8,4% auf 8,6%. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen hatte im Januar 1994 mit 6,4% ihren Tiefpunkt im laufenden Konjunkturzyklus erreicht.

Die Bank of England prognostizierte im Inflationsbericht vom November eine geringfügige Zunahme der Basisinflation im nächsten Jahr. Diese dürfte jedoch unter 3% bleiben und sich 1996 bei 2,5% einpendeln. Damit würde sich die Teuerung in der Mitte des Zielbereiches befinden, den die Regierung auf 1–4% festgelegt hatte.

Die Geldmenge M_0 wuchs im dritten Quartal mit einer Jahresrate von 6,7% (2. Quartal: 6,6%) und übertraf den angestrebten Bereich von 0–4% erneut. Dagegen bewegte sich das breit definierte Aggregat M_4 , das auch Bankeinlagen und Einlagen bei den Bausparkassen enthält, in der unteren Hälfte des angestrebten Bandes von 3–9% und erhöhte sich damit weniger stark als in der Vorperiode.

Italien

In Italien gewann die konjunkturelle Erholung im zweiten Quartal an Kraft. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs im Vorjahresvergleich um 2,3% und gegenüber dem Vorquartal um 1,4% (1. Quartal: 0,6%). Im Gegensatz zur bisherigen Entwicklung stammten die Hauptimpulse nicht mehr aus dem Ausland, sondern von der Binnennachfrage. Die Exporte gingen leicht zurück, während die Inlandnachfrage um insgesamt 2,3% stieg. Zum Wachstum trugen vor allem die Ausrüstungsinvestitionen und der Lageraufbau bei. Der private Konsum erhöhte sich ebenfalls; er lag aber noch immer unter dem Stand des Vorjahres. Der Rückgang der Bauinvestitionen verlangsamte sich,

und der staatliche Konsum stagnierte. Die stärkere Inlandnachfrage führte zu einem spürbaren Anstieg der Importe.

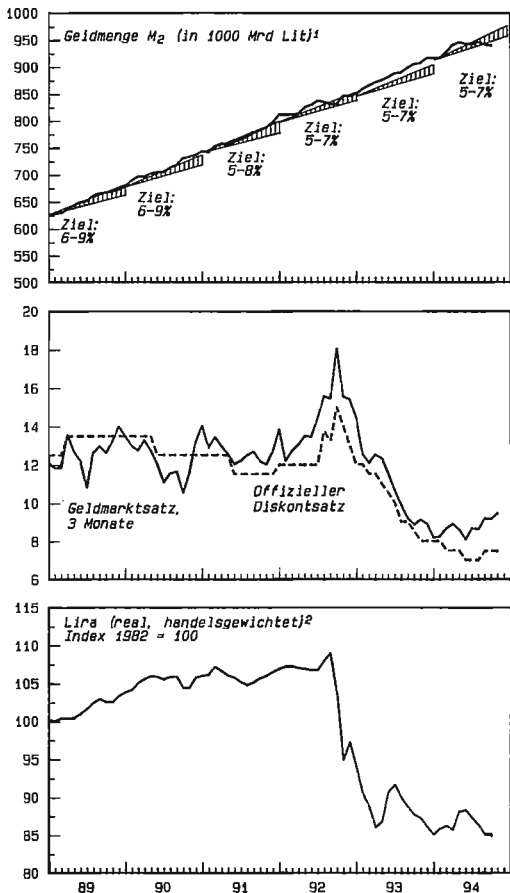
Die Auslastung der Produktionskapazitäten verbesserte sich in allen Sektoren. Der Bestelleingang wächst seit Mai rasch, wobei der inländische Auftragseingang ähnlich hohe Zuwachsraten aufweist wie jener aus dem Ausland. Im dritten Quartal stieg die Industrieproduktion gegenüber der Vorperiode um 3,6% und lag um 8,8% über dem Wert des Vorjahres. Angesichts der starken Nachfrage verkürzten viele Unternehmen ihre Sommerpause. Die zukünftige Wirtschaftsentwicklung wird optimistisch eingeschätzt; auch das Konsumentenvertrauen nahm zu.

Im dritten Quartal sank die Beschäftigung nicht weiter; sie war damit um 2,4% tiefer als vor Jahresfrist. Die Arbeitslosenquote stagnierte bei 11%. Die Teuerung war mit 3,7% leicht geringer als im Vorquartal. Die Löhne stiegen um 2,2%.

Die Einfuhren profitierten im zweiten Quartal von der konjunkturellen Erholung, während die Ausfuhren weniger stark wuchsen als in der Vorperiode. Im ersten Halbjahr waren die Ausfuhren um 14,9% und die Einfuhren um 10,7% höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Der Überschuss in der Handelsbilanz stieg auf 15,2 Billionen Lire. Auch der Aktivsaldo der Leistungsbilanz vergrösserte sich; er belief sich auf 5,2 Billionen Lire.

Im September veröffentlichte die italienische Regierung das Haushaltsbudget für das Jahr 1995. Sie beabsichtigt, die staatliche Verschuldung bis 1996 bei 123,5% des Bruttoinlandprodukts zu stabilisieren. Das Budget 1995 sieht Mehreinnahmen von 21 Billionen Lire vor, ohne dass die Steuerlast erhöht wird. Gleichzeitig sollen die Ausgaben um 27 Billionen Lire gekürzt werden. Mit diesen Massnahmen beträgt der Primärüberschuss des Budgets (d. h. der Saldo ohne Zinszahlungen) 37 Billionen Lire. Einschliesslich der Zinszahlungen beläuft sich der für 1995 budgetierte Fehlbetrag auf 139 Billionen Lire bzw. 8% des Bruttoinlandprodukts. Er liegt damit unter dem prognostizierten Wert für 1994. Die Regierung plant, zur Schuldensenkung zusätzlich Privatisierungserlöse zu verwenden.

Grafik 8: Italien



¹ Saisonbereinigt; Ziele: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr. Ab 1992: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banca d'Italia)

² Quelle: OECD

Die italienische Zentralbank schätzt den Vorschlag für 1995 als zu optimistisch ein, da die Zinsen voraussichtlich stärker steigen dürften, als von der Regierung angenommen. Gemäss Schätzungen der Zentralbank lässt eine Zinserhöhung um einen Prozentpunkt die Zinslast um 6 Billionen Lire ansteigen.

Im August straffte die Banca d'Italia ihre Geldpolitik. Sie hob den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 7,5% an und erhöhte den Pensionsatz von 7,8% im Mai auf 8,2% im September. Am Interbankmarkt stieg der Dreimonatssatz von

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993 a)	1993 a)		1994 a)			
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	1,2	-0,7	2,6	3,0	2,9	2,8	3,1	3,7	4,0	4,4
Japan	4,8	4,1	1,4	-0,2	-0,7	0,4	-0,3	-0,3	0,5	1,0
Deutschland b)	5,9	5,1	1,4	-1,7	-2,4	-1,0	-0,6	1,6	2,3	2,4
Frankreich	2,2	0,7	1,2	-1,0	-1,1	-0,8	-0,6	1,3	2,0	2,8
Grossbritannien	0,4	-2,0	-0,5	2,1	1,8	2,1	2,6	2,8	3,6	
Italien	2,2	1,3	0,7	-0,7	-1,0	-0,7	0,3	1,1	2,3	
Schweiz	2,3	0,0	-0,3	-0,9	-1,4	-0,7	0,0	1,3	2,3	2,4

a) provisorisch

b) alte Bundesländer

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993	1994		1994			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	5,4	4,2	3,0	3,0	2,4	2,9	2,8	2,9	3,0	2,6
Japan	3,1	3,3	1,7	1,3	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,7
Deutschland a)	2,7	3,5	4,0	4,1	3,0	3,0	2,9	3,0	3,0	2,8
Frankreich	3,4	3,1	2,4	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7
Grossbritannien	9,5	5,9	3,7	1,6	2,6	2,3	2,3	2,4	2,2	2,4
Italien	6,1	6,5	5,3	4,2	4,0	3,7	3,6	3,7	3,9	3,8
Schweiz	5,4	5,9	4,0	3,3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,4

a) alte Bundesländer

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1990	1991	1992	1993 a)	1994 a)		1994 a)			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA b)	5,5	6,8	7,4	6,8	6,1	6,0	6,1	6,1	5,9	5,8
Japan	2,1	2,1	2,2	2,5	2,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1
Deutschland c)	7,1	6,3	6,7	8,3	9,3	9,2	9,2	9,3	9,2	9,2
Frankreich	9,0	9,5	10,4	11,7	12,6	12,6	12,6	12,6	12,7	12,6
Grossbritannien d)	5,8	8,1	9,9	10,3	9,4	9,2	9,3	9,2	9,1	8,9
Italien e)	10,3	9,9	10,5	10,4	11,6	11,0	11,0	-	-	
Schweiz f)	0,5	1,1	2,6	4,5	4,8	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6

a) provisorisch b) ab Januar 1994 neue Erhebungsgrundlage c) alte Bundesländer, in Prozent der nicht selbständig

Erwerbstätigen d) ausgenommen Schulabgänger e) ab 4. Quartal 1992: neue Erhebungsmethode; nicht saisonbereinigt

f) Registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990; für die offiziellen, nicht saisonbereinigten Ziffern vgl. Tabelle 5

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

	1990	1991	1992	1993 a) d)	1993 a) d)		1994 a) d)			
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	-91,9	-8,3	-67,9	-103,9	-25,6	-27,9	-30,6	-32,3	-37,9	-41,7
Japan	35,8	72,3	117,8	132,1	31,6	32,4	32,0	34,4	33,8	29,4
Deutschland b)	46,8	-19,4	-22,0	-20,1	-3,2	-6,8	-9,0	-7,0	-4,5	
Frankreich	-10,0	-6,7	3,9	9,4	1,6	3,9	3,5	3,9	0,6	
Grossbritannien c)	-34,0	-14,5	-17,4	-15,5	-4,8	-2,8	-3,2	-1,9	-1,0	
Italien c)	-16,6	-23,6	-27,9	11,2	2,2	3,8	6,4	1,3	3,5	1,7
Schweiz c)	8,6	10,6	15,1	18,3	4,4	3,5	4,6	6,1	3,4	3,5

a) provisorisch b) ab 1990 einschl. Transaktionen der neuen Bundesländer mit dem Ausland

c) nicht saisonbereinigt

d) 1993 und 1994: Die Daten für die EU-Länder sind aufgrund statistischer Umstellungen stark verspätet verfügbar

7,6% auf 8,5%, während die langfristigen Zinsen um 2,4 Prozentpunkte auf 10,4% zunahmen. Die Geldmenge M_2 wuchs im dritten Quartal mit einer Jahresrate von 4,9% und unterschritt den Zielkorridor von 5–7% geringfügig.

C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

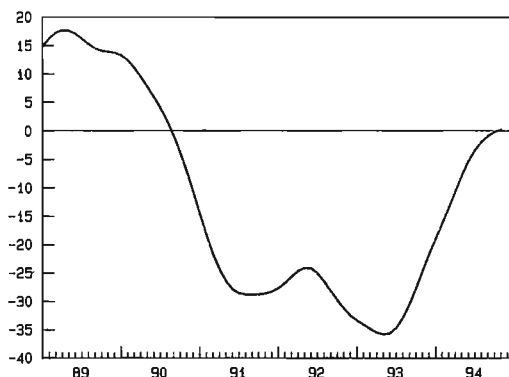
1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Die Konjunkturerholung verlor in der Schweiz um die Jahresmitte 1994 etwas an Schwung. Im dritten Quartal wuchs das reale Bruttoinlandprodukt saisonbereinigt gegenüber der Vorperiode deutlich langsamer als in den beiden Vorquartalen. Gegenüber dem Vorjahr nahm es aber immer noch um 2,4% zu (2. Quartal: 2,3%). Die Wachstumsabschwächung war vor allem auf die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen zurückzuführen, die gegenüber der Vorperiode stagnierten. Dagegen nahm der private Konsum verstärkt zu. Auch die Exporte stiegen wieder kräftig, nachdem sie in der Vorperiode gesunken waren.

Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» verbesserte sich im dritten Quartal nur wenig. Dies ist vor allem auf den Geschäftsverlauf der exportorientierten Industrieunternehmen zurückzuführen, die langsamer wachsende Bestellungseingänge und Produktionsmengen meldeten. Ihre Beurteilung des Auftragsbestandes verbesserte sich nicht weiter. Die Fertigprodukte-lager gingen jedoch zurück. Die Zahl der Exportfirmen, welche die Lager als überhöht einschätzten, sank ebenfalls. Die binnenorientierten Industrieunternehmen produzierten zwar erneut deutlich mehr, doch schwächte sich das Wachstum des Auftragseingangs ab. Ihre Fertigprodukte-lager nahmen wieder leicht zu, und eine wachsende Zahl von Unternehmen bewerteten diese als zu hoch. In der Industrie insgesamt verharrte die Kapazitätsauslastung saisonbereinigt auf dem im Vorquartal erreichten Niveau von 83,8%. Hingegen erhöhte sich der Anteil der Überstunden an der Normalarbeitszeit auf 1,7%. Ebenso mel-

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

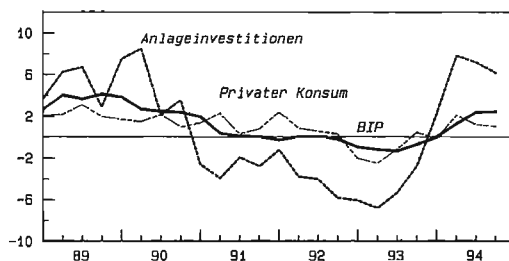


¹ Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrößen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager – zusammensetzt
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

deten die Industrieunternehmen gegenüber dem zweiten Quartal eine höhere Beschäftigung. Für die kommenden Monate rechnen sie mit wachsenden Bestellungseingängen. Während die in-landorientierten Unternehmen stärker steigende Bestellungen erwarten, rechnen die vorwiegend für das Ausland produzierenden Unternehmen mit einem schwächeren Bestellszuwachs.

Das KOF-Konjunkturbarometer der vorlaufenden Indikatoren, das im zweiten Quartal vorübergehend stagniert hatte, setzte seinen Aufwärtstrend im dritten Quartal wieder fort. Alle realwirtschaftlichen Größen, d. h. der Baulindikator, der Auf-

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode
Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

tragsbestand in der Maschinenindustrie sowie die Beschäftigungskomponenten, wiesen nach oben. Dagegen schwächten sich die monetären Indikatoren etwas ab.

Konsum

Die Erholung des privaten Konsums setzte sich im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode etwas verstärkt fort. Nachdem die privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal real um 1,2% gegenüber dem Vorjahr zugenommen hatten, betrug der Zuwachs im dritten Quartal noch 1%.

Gegenüber dem Vorjahr stiegen die Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag mit real 1,4% wieder, nachdem sie in der Vorperiode gesunken waren. Die Hauptgruppen entwickelten sich indes unterschiedlich. Während die Umsätze an Nahrungs- und Genussmitteln im Vorjahresvergleich real zunahm (+2,1%), sank der Umsatz in der Gruppe «Bekleidungsartikel und Textilwaren» um real 3,1%. Der im dritten Quartal anhaltende Aufwärtstrend des Schweizer Frankens begünstigte eine expansive Importentwicklung. Die Konsumgütereinfuhren wuchsen aber mit knapp 4% (Vorjahresvergleich) deutlich schwächer als in den beiden Vorquartalen; auch im Vergleich zu den übrigen Importkategorien stiegen sie weniger stark. In der Tourismusbranche nahmen die Inländerlogiernächte trotz günstiger Wetterverhältnisse gegenüber dem zweiten Quartal nur gering-

fällig zu. Sie lagen damit sogar um 1,5% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Der seit Juli 1993 beobachtbare ununterbrochene Anstieg des vom Bundesamt für Konjunkturfragen (BfK) erhobenen Sammelindex der Konsumentenstimmung kam im dritten Quartal zum Stillstand. Die Stagnation auf dem Stand der Vorerhebung (Juli) war das Ergebnis gegenläufiger Entwicklungen in den einzelnen Fragekategorien. Während die Befragten die vergangene und künftige Wirtschaftslage erneut besser einstufte und sich zur künftigen Konjunktorentwicklung zuversichtlich äusserten, erwarteten sie angesichts der Einführung der Mehrwertsteuer merklich höhere Preise und eine leichte Verschlechterung ihrer finanziellen Lage. Auch die Arbeitsplätze werden weiterhin als gefährdet eingestuft. Das Konsumentenurteil zur Arbeitsplatzsicherheit fiel jedoch deutlich weniger pessimistisch aus als noch im Vorquartal.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen stagnierten im dritten Quartal saisonbereinigt auf dem Niveau der Vorperiode. Sie lagen mit real 6,1% aber deutlich über dem entsprechenden Vorjahresquartal (2. Quartal: 7,1%).

Die Bauinvestitionen verharrten auf dem Niveau des Vorquartals. Binnen Jahresfrist wuchsen sie

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993	1993			1994		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Import von Investitionsgütern, real	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-11,2	-0,9	6,6	10,2	13,0	18,4
Baubewilligte Wohnungen ¹	-9,1	7,6	19,7	-4,1	-16,1	2,0	-12,0	16,9	9,1	3,5
Neuerstellte Wohnungen ¹	-3,1	1,3	-3,6	-4,1	11,6	-19,5	-8,1	37,7	-2,4	27,5
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	2,0	-4,0	-12,0	-4,0	-5,0	4,0	-3,4	1,0	1,0	-0,2
Privater Bau	-1,0	-10,0	-18,0	1,0	-2,0	13,0	5,2	5,0	7,0	1,0
Öffentlicher Bau	7,0	4,0	-6,0	-9,0	-8,0	-4,0	-11,2	-4,0	-4,0	-1,6
Bauteuerung ²	5,8	6,7	4,9	3,8	3,3	3,6	3,5	1,6	1,4	1,3

¹ in 96 Städten; ab 1. Quartal 1993 in 110 Städten

² gewichteter Produktionskostenindex des SBV

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

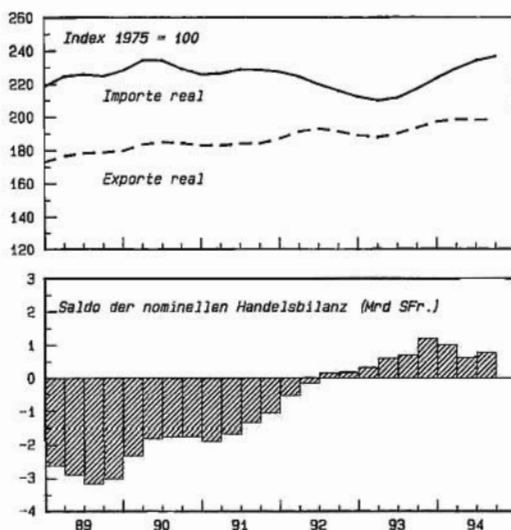
noch um 3,4% (2. Quartal: 3,7%). Gemäss der Umfrage des Baumeisterverbandes überstieg der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe das Vorjahresniveau real um 3,8%. Der reale Auftragsbestand, der insgesamt leicht zurückging, entwickelte sich je nach Bausparte immer noch sehr unterschiedlich. Im Wohnungsbau als grösster Sparte des privaten Hochbaus nahm der Auftragsbestand real um 13,4% zu, während er im gewerblich-industriellen Bau um 24,9% schrumpfte. Die Zementlieferungen und die offenen Limiten der privaten Baukredite gingen gegenüber der Vorperiode leicht zurück.

Das kräftige Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen kam im dritten Quartal zum Stillstand. Sie lagen damit aber real immer noch um 11,8% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (2. Quartal: 14,1%). Noch stärker nahmen die Investitionsgüter einführen zu. Dies weist darauf hin, dass weiterhin ein Grossteil der Ausrüstungsgüter importiert wurde. Die Mitglieder des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller meldeten einen starken Anstieg der nominellen Bestellungseingänge aus dem Inland gegenüber dem Vorjahr. Der Arbeitsvorrat stieg gegenüber der Vorerhebung leicht auf 4,8 Monate.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Im dritten Quartal nahmen die realen Exporte gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt wieder

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet
Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturfragen

deutlich zu, nachdem sie in der Vorperiode gesunken waren. Gegenüber dem Vorjahr erhöhten sie sich mit 5,8% sogar etwas stärker als im ersten Quartal. Zum Wachstum trugen vor allem die kräftig steigenden Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Investitionsgütern bei (8,5% bzw. 5,4%). Die Exporte von Konsumgütern stiegen nach dem Rückgang im zweiten Quartal

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993 a)	1993 a)			1994 a)		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Reale Ausfuhr	4,5	-1,4	4,3	0,6	-1,3	0,2	5,0	5,8	1,4	5,2
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,9	-1,2	2,8	-1,7	-4,6	0,2	2,6	9,8	8,4	8,5
Investitionsgüter	5,1	-4,0	0,0	-2,2	-4,6	-1,7	4,5	6,5	2,3	5,4
Konsumgüter	6,3	1,4	10,6	5,6	5,0	2,1	7,0	1,7	-5,0	2,3
Ausfuhrpreise	1,0	2,8	0,7	0,0	0,8	0,7	-0,3	0,2	-0,7	-1,0
Reale Einfuhr	2,7	-1,4	-4,3	-1,2	-3,0	0,0	5,1	9,4	9,6	9,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,8	-5,2	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	2,9	10,5	8,1	11,3
Investitionsgüter	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-11,1	-1,0	6,9	10,2	13,0	18,4
Konsumgüter	2,7	2,7	-2,9	1,5	3,0	3,4	5,4	9,5	8,3	3,8
Einfuhrpreise	-0,7	0,1	2,2	-2,2	-2,5	-1,2	-2,2	-6,5	-5,4	-4,8

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

a) provisorische Werte

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

wieder über das entsprechende Vorjahresniveau. Im Vergleich zu den beiden anderen Hauptgruppen liess deren Dynamik indessen deutlich nach.

Die Maschinen- und Metallindustrie wies im dritten Quartal stark überdurchschnittliche reale Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahr auf (6,3% bzw. 9,6%). Die Lieferungen der chemischen Industrie lagen hingegen nur knapp höher als vor Jahresfrist (1,6%), wobei sich die einzelnen Bereiche unterschiedlich entwickelten. So standen massiv gestiegenen Verkäufen von Roh- und Grundstoffen (13,2%) markant tiefere Exporte von agrochemischen Erzeugnissen gegenüber (-22,4%). Nach dem massiven Einbruch im zweiten Quartal (-15,1%) erholten sich die Ausfuhren der Uhrenindustrie etwas (1,7%).

Dank der sich aufhellenden Konjunktur in Europa übernahmen die traditionellen Handelspartner der Schweiz wieder die Lokomotivrolle. Die nominellen Exporte nach Deutschland und Frankreich wuchsen im dritten Quartal um 7% bzw. 9,9% gegenüber dem Vorjahr. Dagegen bildeten sich die Ausfuhren nach Italien zurück. Insgesamt erhöhten sich die Lieferungen in die EU-Länder um

4,2%, während jene in die EFTA-Länder infolge der schwachen Nachfrage der skandinavischen Länder stagnierten. Die Verkäufe nach Japan übertrafen mit 17,5% ihre hohe Zuwachsrate des ersten Quartals deutlich. Bei den Entwicklungsländern wuchsen die Exporte nach Brasilien und in die südostasiatischen Länder kräftig (ausser Singapur und China), während die Ausfuhren in die OPEC-Staaten schrumpften. Nach einem Rückgang im Vorquartal erhöhten sich die Verkäufe nach Osteuropa um rund 16%.

Die realen Importe nahmen gegenüber dem Vorquartal saisonbereinigt zu. Im Vorjahresvergleich wuchsen sie unverändert stark (9,6%). Während die Einfuhren von Investitionsgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten verstärkt wuchsen (18,4% bzw. 11,3%), liess die Importdynamik bei den Konsumgütern und Energieträgern spürbar nach (3,8% bzw. 1,7%). Unter Ausklammerung der im dritten Quartal erfolgten Lieferung von Linienflugzeugen erhöhten sich Einfuhren von Investitionsgütern um 14%. Im Konsumbereich stiegen die Importe von Nahrungs- und Genussmitteln sowie von Personenwagen mit rund 6% bzw. 16% überdurchschnittlich stark.

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1991	1992	1993 ^{a)}	1993 ^{a)}			1994 ^{b)}		
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Total Einnahmen	162,2	165,5	167,4	42,2	41,2	41,7	42,6	40,9	41,9
Warenexporte	90,9	95,3	96,7	24,7	22,5	25,5	24,9	24,4	23,4
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	<i>87,9</i>	<i>92,1</i>	<i>93,3</i>	<i>23,8</i>	<i>21,7</i>	<i>24,6</i>	<i>24,0</i>	<i>23,5</i>	<i>22,6</i>
<i>Übrige Warenexporte²</i>	<i>2,9</i>	<i>3,2</i>	<i>3,4</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>
Dienstleistungsexporte	25,9	26,9	28,3	6,8	8,5	5,8	7,9	6,7	8,4
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	42,1	39,8	38,7	9,7	9,3	9,6	8,7	8,9	9,2
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,4	3,6	3,7	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8
Total Ausgaben	147,0	144,3	140,4	35,8	36,1	35,0	33,4	36,0	37,3
Warenimporte	98,9	96,3	93,8	24,0	22,4	24,4	23,5	24,2	23,4
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	<i>95,0</i>	<i>92,3</i>	<i>89,8</i>	<i>23,0</i>	<i>21,5</i>	<i>23,4</i>	<i>22,4</i>	<i>23,3</i>	<i>22,4</i>
<i>Übrige Warenimporte²</i>	<i>3,8</i>	<i>3,9</i>	<i>4,0</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>1,0</i>	<i>1,1</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>
Dienstleistungsimporte	13,3	13,9	14,0	3,7	5,6	2,7	2,0	3,7	5,7
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	27,8	26,4	24,6	6,2	6,0	5,9	6,3	6,0	6,2
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	7,2	7,8	7,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Saldo der Ertragsbilanz	15,1	21,2	27,0	6,4	5,1	6,7	8,9	4,9	4,6

¹ In Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

² inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

Die Ausführpreise stagnierten auf dem Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals (-0,1%), während die Importpreise infolge der Frankenstärke um 4,8% sanken. Die in Dollar fakturierten Einfuhren von Energieträgern wiesen den grössten Preisrückgang auf (-11%).

Der Überschuss der Handelsbilanz betrug im dritten Quartal unverändert 0,2 Mrd. Franken. Der Überschuss aus dem Dienstleistungsverkehr sowie den Arbeits- und Kapitaleinkommen verharrte insgesamt ebenfalls auf dem Niveau des Vorquartals. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz betrug damit weiterhin rund 4,6 Mrd. Franken. In den ersten drei Quartalen belief sich damit der Überschuss auf 18,4 Mrd. Franken. Er lag damit um rund 2 Mrd. unter dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Nach dem unerwartet starken Rückgang im zweiten Quartal nahm die Zahl der Beschäftigten saisonbereinigt im dritten Quartal leicht zu. Sie lag um 1,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand (2. Quartal: -3,1%). Sowohl die Industrie als auch der Dienstleistungssektor wiesen gegenüber der Vorperiode eine höhere Beschäftigung aus. Sie lag damit um 3,7% bzw. 1,1% unter dem

Stand vor Jahresfrist. Im Maschinen- und Fahrzeugbau betrug der Rückgang 8%. Innerhalb des Dienstleistungssektors stand einer stagnierenden Zahl von Arbeitsplätzen bei den Banken ein weiterer Stellenabbau im Handel, Verkehr und im Kommunikationswesen gegenüber. In der Bauwirtschaft blieb die Beschäftigung sowohl gegenüber der Vorperiode als auch im Vorjahresvergleich unverändert.

Der seit Mitte 1993 beobachtete Anstieg des Manpower-Stellenindex verlangsamte sich im dritten Quartal. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen nahm leicht zu, nachdem sie in der Vorperiode stagniert hatte.

Die Zahl der Arbeitslosen sank im dritten Quartal weiter. Saisonbereinigt verringerte sie sich um 4500 auf 169 300 Personen. Dies entspricht einer Quote von 4,7%. Im Oktober bildete sich die Arbeitslosenquote auf 4,6%. Dieser Rückgang ist teilweise darauf zurückzuführen, dass ein Teil der Arbeitslosen nicht mehr in der Statistik aufgeführt ist, da ihre Bezugsdauer für Arbeitslosengelder ausgeschöpft ist. Gemäss Angaben der Arbeitslosenversicherung wurden im August 3900 Arbeitslose ausgesteuert. Davon blieb die Hälfte während etwa zweier weiterer Monate registriert, während rund ein Fünftel eine neue Stelle fand.

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1991	1992	1993	1993			1994			1994			
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-0,3	-2,6	-2,8	-2,9	-2,5	-1,7	-1,6	-3,1	-1,6				
Vollzeitbeschäftigte ¹			-3,4	-3,7	-2,8	-2,2	-2,0	-3,4	-2,1				
Arbeitslosenquote ^{2,3}	1,1	2,6	4,5	4,3	4,7	5,0	5,1	4,8	4,5	4,6	4,5	4,4	4,4
Arbeitslose ³	39 222	92 308	163 135	157 681	168 789	179 403	185 895	172 914	163 629	165 793	164 187	160 908	159 043
Kurzarbeiter ³	20 269	34 020	42 046	48 520	28 110	37 456	42 101	26 678	10 302	10 020	9 793	11 094	12 210
Gemeldete offene Stellen ³	10 549	8 166	5 743	6 912	5 268	4 248	5 201	5 540	5 498	5 580	5 411	5 504	5 107

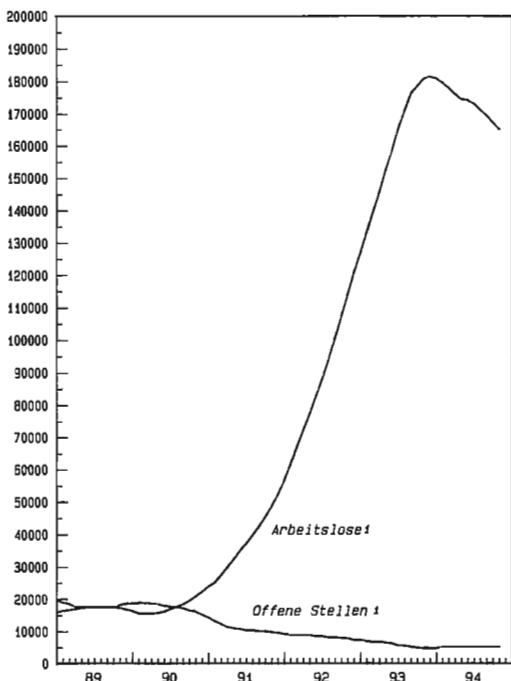
¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saison- und extremwertbereinigt

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Die Zahl der Kurzarbeiter nahm deutlich ab. Im dritten Quartal betrug sie noch 17 600, gegenüber 42 300 Personen in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Preise

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung bildete sich im dritten Quartal nochmals leicht auf 0,6% zurück (2. Quartal: 0,7%). Die Warenpreise waren im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal annähernd stabil, da dem leicht stärkeren Preisauftrieb bei den Nahrungsmitteln ein Preisrückgang bei den dauerhaften Gütern gegenüberstand. Während die Jahresteuern bei den privaten Dienstleistungen mit 0,4% tief blieb, stiegen die Preise öffentlicher Dienstleistungen um 2,1%.

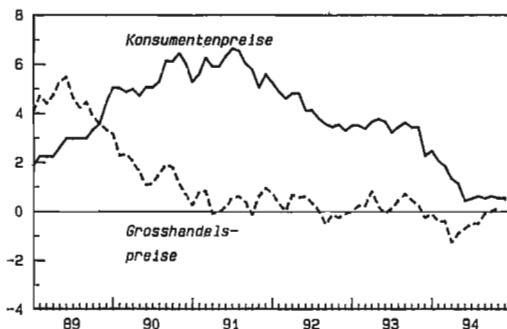
Der Preisanstieg bei den inländischen Gütern und Dienstleistungen bildete sich weiter auf 1% zu-

rück. Die Preise ausländischer Güter und Dienstleistungen lagen um 0,5% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Zum Rückgang trugen neben der Höherbewertung des Franks insbesondere die sinkenden Energiepreise bei.

Im Oktober und November betrug die Jahresteuern 0,4% bzw. 0,6%. Während das Preisniveau der Waren im November gegenüber dem Vorjahr stabil blieb, erhöhte sich jenes der Dienstleistungen um 1%. Dieser Anstieg ist vor allem auf die Entwicklung der Mieten zurückzuführen, die sich gegenüber der Vorerhebung um 0,3% verteuerten. Im November 1993 waren die Mieten gegenüber der Augusterhebung um 0,7% gesunken. Die Teuerung dürfte auch im Dezember tief bleiben. Infolge der Einführung der Mehrwertsteuer auf Anfang Januar 1995 ist jedoch im ersten Quartal des neuen Jahres mit einem deutlichen Indexanstieg zu rechnen.

Der Index der Produzenten- und Importpreise (Preisindex des Gesamtangebotes) lag im dritten Quartal um 0,2% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau, nachdem er in der Vorperiode um 0,7% zurückgegangen war. Während der Produzentenpreisindex gegenüber dem Vorjahr um 0,5% sank, erhöhten sich die Preise importierter Güter infolge der Verteuerung der Rohwaren um 0,6%. Der Teilindex für importierte Rohwaren übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 23%.

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saisonfaktoren	SBNBGM ^{1,4}	Veränderung in % ²
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1993 3. Q.	26 514	1,5	2 668	7,3	29 182	0,989	29 517	1,7
4. Q.	27 306	2,3	2 735	4,6	30 041	1,011	29 724	2,8
1994 1. Q.	27 408	1,6	2 758	6,4	30 167	1,003 ^P	30 078 ^P	2,7 ^P
2. Q.	27 254	2,1	2 756	5,2	30 009	0,993 ^P	30 231 ^P	2,6 ^P
3. Q.	27 131	2,3	2 599	-2,6	29 730	0,986 ^P	30 142 ^P	2,1 ^P
1994 April	27 213	1,3	2 729	4,0	29 942	0,995 ^P	30 092 ^P	1,6 ^P
Mai	27 280	2,6	2 751	7,6	30 031	0,990 ^P	30 334 ^P	3,5 ^P
Juni	27 268	2,4	2 787	4,3	30 055	0,993 ^P	30 267 ^P	2,8 ^P
Juli	27 314	2,3	2 619	2,2	29 933	0,992 ^P	30 174 ^P	2,6 ^P
Aug.	27 065	2,5	2 559	-5,5	29 624	0,982 ^P	30 167 ^P	2,0 ^P
Sept.	27 014	2,2	2 620	-4,1	29 634	0,985 ^P	30 085 ^P	1,8 ^P
Okt.	26 970	1,5	2 510	-5,9	29 480	0,985 ^P	29 929 ^P	0,9 ^P
Nov.	27 068	1,1	2 616	-5,6	29 684	0,991 ^P	29 954 ^P	0,4 ^P

¹ Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

² Gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

⁵ Das Geldmengenziel bezog sich 1989 auf den Durchschnitt der zwölf auf Jahresbasis hochgerechneten monatlichen Veränderungsdaten gegenüber dem durchschnittlichen Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge des vierten Quartals des Vorjahres, zentriert auf November. In dieser Berechnungsweise betrug die Veränderung -1,9%.

^P provisorisch

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge schwächte sich im dritten Quartal weiter ab. Im Durchschnitt betrug sie 30 142 Mio. Franken und lag damit um 1,4% über dem Stand des vierten Quartals 1993 (auf ein Jahr hochgerechnet: 1,9%). Die Nationalbank hatte ein Niveau von 30,3 Mrd. prognostiziert. Die Abweichung von rund 160 Mio. Franken ist hauptsächlich auf die unerwartet schwache Nachfrage der Banken nach Giroguthaben zurückzuführen. Mit 2,6 Mrd. Franken lagen die Giroguthaben um 2,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Auch der Notenumlauf nahm weniger stark zu als erwartet, doch blieb die Abweichung vom prognostizierten Wert bescheiden. Der Notenumlauf betrug im dritten Quartal 27,1 Mrd. Franken und übertraf damit das Vorjahresniveau um 2,3%.

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1989	-5,5	20,1	6,2
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	-0,1	0,5	2,8
1993	9,3	-7,9	4,8
1993 3. Q.	11,4	-10,3	4,8
4. Q.	9,8	-8,4	6,2
1994 1. Q. ²	9,7	-4,1	7,3
2. Q. ²	6,0	-1,5	6,5
3. Q. ²	4,5	-1,3	4,9
1994 April ²	6,0	-2,9	6,5
Mai ²	6,5	-1,1	6,7
Juni ²	5,6	-0,5	6,5
Juli ²	4,9	-1,6	5,3
Aug. ²	3,9	-1,6	4,7
Sept. ²	4,8	-0,8	4,8
Okt. ²	0,9	-1,4	4,0

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

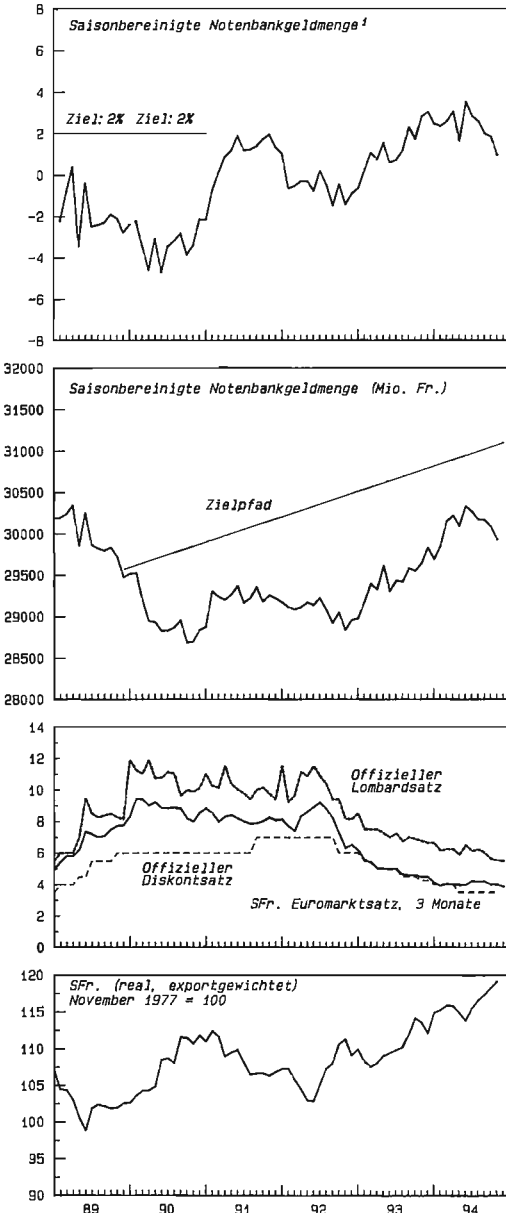
M₂ = M₁ + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

M₃ = M₂ + Spareinlagen

Parallel zum Wachstum der Notenbankgeldmenge verlangsamte sich auch jenes der breiter gefassten Geldmengenaggregate. Saisonbereinigt stagnierten M_1 und M_3 im dritten Quartal so-

gar auf dem Anfang 1994 erreichten Niveau. Im Vorjahresvergleich glichen sich die Wachstumsraten der breiteren Aggregate weiter an, nachdem sie sich von 1989 und 1993 infolge zinsinduzierter Umschichtungen stark unterschiedlich entwickelt hatten. Mit der Stabilisierung der Zinssätze im ersten Quartal 1994 kam dieser Umschichtungsprozess allmählich zu einem Ende. Die Geldmenge M_1 übertraf im dritten Quartal das Vorjahresniveau um 4,5%, gegenüber 6% in der Vorperiode. M_2 lag dagegen um 1,3% tiefer als vor Jahresfrist (2. Quartal: -1,5%), da die Termineinlagen erneut zurückgingen. Die Geldmenge M_3 , die sich aus M_2 und den Spareinlagen zusammensetzt, wuchs um 4,9% (2. Quartal: 6,5%).

Grafik 14: Schweiz



Geldmarkt

Die meisten Geldmarktsätze lagen im Durchschnitt des dritten Quartals knapp über dem Niveau der Vorperiode. Gegen Ende des Quartals gingen sie indessen um bis zu 0,5 Prozentpunkt zurück. Nachdem sie im Oktober weitgehend unverändert geblieben waren, sanken sie im November nochmals leicht. Am deutlichsten verringerte sich der Tagesgeldsatz: Er betrug noch 3,4%, gegenüber 4% im Juli. Der Rückgang des Tagesgeldsatzes widerspiegelt dabei insbesondere die schwache Nachfrage der Banken nach Girogut haben. Die Sätze für dreimonatige Laufzeiten sanken im selben Zeitraum um 0,3 Prozentpunkt: Eurofrankeneinlagen auf 3,8%, Depots bei Grossbanken auf 3,5% und eidgenössische Geldmarktbuchforderungen auf 3,9%. Der offizielle Diskontsatz blieb unverändert bei 3,5%.

¹ 1989: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis hochgerechneten Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand des 4. Quartals des Vorjahres, zentriert auf November.

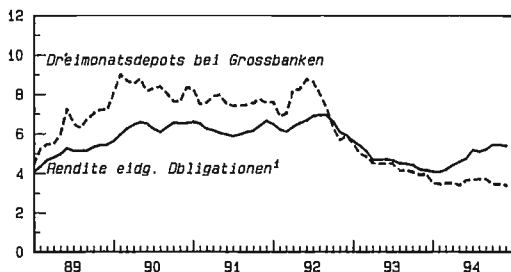
Ab 1990: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode.

Ziele: 1989: siehe Fussnote 5, Tabelle 6

1990: Wachstumsrate des 4. Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Zielpfad: Mittelfristiger Zielpfad von durchschnittlich 1% pro Jahr

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



¹ Berechnung nach Fälligkeit bzw. Kündbarkeit, je nachdem, ob die Kurse unter bzw. über dem Kurs der vorzeitigen Rückzahlung liegen

Da den leicht sinkenden schweizerischen Geldmarktsätzen steigende Dollar- und D-Mark-Sätze gegenüberstanden, nahmen die Zinsdifferenzen zu diesen Währungen zu. Von Juli bis November vergrösserte sich der Zinsvorteil von dreimonatigen D-Mark-Depots am Euromarkt gegenüber entsprechenden Schweizerfrankenanlagen von 0,6 auf 1,2 Prozentpunkte. Noch ausgeprägter, nämlich von 0,5 auf 1,9 Prozentpunkte, stieg der Zinsvorteil von Dollaranlagen.

Devisenmarkt

Nach einer leichten Abschwächung im Juli gewann der Schweizer Franken in den folgenden drei Monaten weiter an Wert. Dazu trugen insbesondere der anhaltend schwache Dollar sowie die unsichere Währungsentwicklung in Europa bei.

Gegenüber der D-Mark erreichte der Franken Ende September einen Jahreshöchstkurs von 82,72 Franken pro 100 D-Mark. Bis Ende November schwächte er sich jedoch wieder leicht ab und notierte am Monatsende wieder bei 84,7 Franken. Gegenüber den anderen Währungen des Wechselkursmechanismus des EWS entwickelte sich der Franken ähnlich.

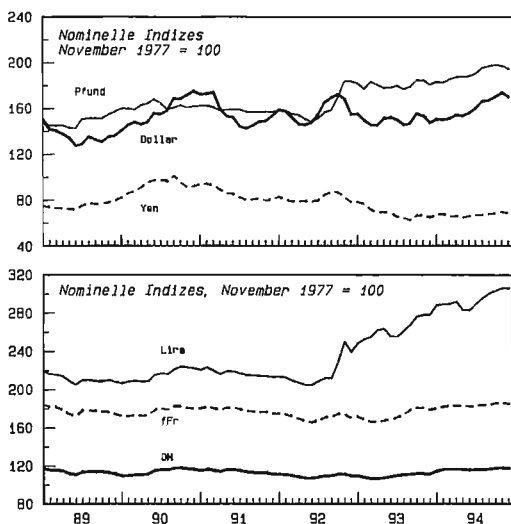
Auch gegenüber den Währungen ausserhalb des Wechselkursmechanismus des EWS gewann der Franken an Wert. Gegenüber dem Pfund erhöhte er sich von Juli bis September um fast 4% und notierte vorübergehend unter 2 Franken pro Pfund. Danach festigte sich das Pfund und schloss Ende November ungefähr gleich hoch wie zu Beginn

des dritten Quartals. Gegenüber der italienischen Lira wertete sich der Franken in der gleichen Periode um 3,5% auf.

Die ausgeprägte Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Dollar setzte sich fort. Von Anfang Juli bis Ende Oktober gewann der Franken rund 8% an Wert. Die Erholung des Dollars Ende Juli und Anfang September war nur vorübergehender Natur; im Oktober geriet der Dollar erneut unter Druck und wurde auf einem Jahrestiefst von unter 1,24 Franken pro Dollar gehandelt. Nachdem die amerikanischen Währungsbehörden wiederholt am Devisenmarkt interveniert und Mitte November die Zinssätze erhöht hatten, erholte sich der Dollar bis Ende November auf 1,32 Franken. Auch gegenüber dem Yen verlor der Franken im November wieder an Wert, nachdem er sich zunächst deutlich aufgewertet hatte. Mit 1,34 Franken pro 100 Yen schloss er am Monatsende ungefähr gleich hoch wie Anfang Juli.

Nach der leichten Abschwächung im zweiten Quartal stieg der exportgewichtete reale Wechselkurs des Frankens im dritten Quartal wieder kräftig; der Index lag um 4,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Der Franken stieg real binnen Jahresfrist gegenüber allen wichtigen

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Währungen; besonders stark legte er gegenüber dem amerikanischen Dollar (+10,2%) und der Lira (+8,1%) zu. Gegenüber dem britischen Pfund (+6,9%) und dem Yen (+5,6%) notierte er ebenfalls fester. Im Verhältnis zur D-Mark und dem französischen Franc (je +2,2%) erhöhte er sich dagegen nur leicht.

Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Während die Geldmarktsätze im Laufe des dritten Quartals allgemein etwas zurückgingen, stiegen die Renditen am Kapitalmarkt. Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen am Sekundärmarkt lag im dritten Quartal mit 5,3% um 0,8 Prozentpunkt höher als in der Vorperiode. Im Oktober stieg sie auf 5,5%, bevor sie bis Ende November wieder auf 5,3% zurückging. Seit Mitte Jahr vergrösserte sich damit der Abstand zwischen den langfristigen und den kurzfristigen Sätzen deutlich. Gemessen an den Renditen der langfristigen Anleihen und der dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft erweiterte sich die Differenz von 0,9 auf 1,6 Prozentpunkte.

Die Sätze neuer Kassenobligationen, die zwischen April und Juli überdurchschnittlich stark angezogen hatten (0,8 Prozentpunkt), erhöhten sich bis November um weitere 0,3 Prozentpunkt. Die Sätze neuer Kassenobligationen der Kantonalbanken lagen im November bei durchschnittlich 5,2%, wobei die Vergütungen für Laufzeiten von 7–8 Jahren um 0,5 Prozentpunkt höher waren

als für Laufzeiten von 3–4 Jahren. Trotz der höheren Obligationenrenditen liessen die Banken die Sätze für variable alte und neue erste Hypotheken seit Mai unverändert bei 5,5%. Seit der Jahresmitte betrug auch die Vergütung auf Spareinlagen der Kantonalbanken unverändert 3,3%.

Die Kurse am schweizerischen Aktienmarkt entwickelten sich tendenziell weiterhin leicht rückläufig. Der Swiss-Performance-Gesamtindex lag Ende November um rund 2% tiefer als zur Jahresmitte und befand sich damit um rund 2% unter dem Vorjahreswert.

Die Emission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im dritten Quartal insgesamt 15,6 Mrd. Franken, d. h. rund ein Drittel weniger als vor Jahresfrist. Im Inlandbereich sank der Emissionswert um 40% auf 6 Mrd. Franken. Nach Abzug der Rückzahlungen von 3,4 Mrd. Franken ergab sich eine Nettobeausspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten von 2,6 Mrd. Franken, gegenüber 6,4 Mrd. Franken im dritten Quartal des Vorjahres.

Kapitalexport

Die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte betrugen im dritten Quartal insgesamt 10,7 Mrd. Franken. Sie lagen damit um rund einen Viertel unter dem entsprechenden Vorjahreswert, nachdem sie bereits in der Vorperiode zurückgegangen waren. Die Anleihen und Kredite entwickelten sich ähnlich, so dass der Anteil der

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1992	27 697,0	8 820,7	975,3	37 493,0
1993	45 962,6	7 488,8	826,7	54 278,1
1993 1. Q.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2. Q.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8
3. Q.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6
4. Q.	13 729,3	1 323,5	101,5	15 154,3
1994 1. Q.	11 050,4	1 662,5	50,0	12 762,9
2. Q.	6 023,3	1 547,2	165,0	7 735,5
3. Q.	9 450,8	1 104,5	191,8	10 747,1

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes

Anleihen am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport unverändert bei 88% blieb.

Die gewöhnlichen Anleihen (Straights) erreichten zwar ein deutlich höheres Volumen als in den beiden Vorquartalen, lagen aber dennoch um 12% unter dem Vorjahreswert. Die eigenkapitalbezogenen Anleihen unterschritten mit 2,6 Mrd. Franken das Vorjahresniveau um 48%. Besonders stark gingen die Emissionen japanischer Schuldner zurück. Der Anteil der eigenkapitalbezogenen Anleihen am gesamten Emissionsvolumen sank dadurch von 39% auf 27%. Dies ist der tiefste Wert seit dem vierten Quartal 1992. Der Anteil der Privatplazierungen lag mit 49% etwas tiefer als im Vorjahr.

Der Anteil der westeuropäischen Schuldner am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport nahm gegenüber dem Vorjahresquartal von 55% auf 50% ab. Während die Anteile der Schuldner aus Japan und der Karibik ebenfalls sanken, erhöhte sich jener der nordamerikanischen Schuldner von 12% auf 17%. Erstmals seit dem vierten Quartal 1993 gelangten wieder Entwicklungsorganisationen an den Schweizer Kapitalmarkt. Ihr Anteil betrug 2%, gegenüber 8% vor Jahresfrist.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der monatlich meldenden Banken lag Ende September 1994 bei 1181,2 Mrd. Franken. Gegenüber dem Vorjahresstand entspricht dies einer Zunahme von 3,8%. Dollarkursbereinigt stieg die Bilanzsumme um 5,5%.

Die Netto-Finanzanlagen der Banken (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) lagen am Ende des dritten Quartals mit 134,2 Mrd. Franken um 7,5% höher als vor einem Jahr. Die jährliche Wachstumsrate der Netto-Finanzanlagen bildete sich im Laufe des Quartals markant zurück. Besonders stark verlangsamte sich das Wachstum der Wertschriften, der grössten Komponente der Netto-Finanzanlagen. Die Wertschriften lagen am Ende des dritten Quartals um 8% höher als vor einem Jahr, nachdem sie im Vorquartal noch um 23,5% zugenommen hatten. Auch die anderen Komponenten wuchsen deutlich langsamer. Die

liquiden Mittel sanken zwischen Ende September 1993 und Ende September 1994 um 2,2%; per Ende Juni hatte das jährliche Wachstum noch 4,5% betragen. Während der vom 20. August bis zum 19. September dauernden Unterlegungsperiode zur Kassenliquiditätsvorschrift wiesen die Banken einen Liquiditätsgrad (vorhandene in Prozent der geforderten Kassenmittel) von 122% auf. Die Wechsel und Geldmarktpapiere lagen per Ende September um 17,2% höher als vor Jahresfrist, gegenüber einem Zuwachs von 21,6% im Juni. Die Banken nahmen zwischen dem Ende des dritten Quartals 1993 und dem Ende des dritten Quartals 1994 erneut mehr Mittel bei ausländischen Banken in Anspruch, als sie diesen zur Verfügung stellten, und der negative Interbanksaldo (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren) vergrösserte sich weiter. Ende September betrug er -26,6 Mrd. Franken, gegenüber -20,4 Mrd. Franken Ende Juni und -22,1 Mrd. Franken im September 1993.

Die Kredite stiegen zwischen dem dritten Quartal 1993 und dem dritten Quartal 1994 um 0,9% auf 712 Mrd. Franken. Das geringe Wachstum ist einerseits auf den Kursrückgang des Dollars und andererseits auf die immer noch schwache inländische Kreditnachfrage zurückzuführen. Die Kredite aus dem Inland lagen per Ende September um 2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Sie wuchsen damit deutlich schwächer als im Durchschnitt seit dem Zweiten Weltkrieg (4%). Seit Ende 1993 zog jedoch das Kreditwachstum allmählich an, nämlich von 0,9% im Dezember 1993 auf 1,3% im März, 1,4% im Juni und 2% im September. Während die inländischen Hypothekaranlagen zwischen dem dritten Quartal 1993 und dem dritten Quartal 1994 um 3,2% stiegen, sanken die inländischen Debitoren um 1,2%. Die bewilligten Baukredite verminderten sich im Vorjahresvergleich um 1,3%. Gleichzeitig nahmen die den Limiten zeitlich nachgelagerten Beanspruchungen um 9% ab. Der Rückgang der ausländischen Kredite um 2,9% ist vor allem auf die Abschwächung des Dollarkurses zurückzuführen. Dollarkursbereinigt stiegen die Auslandskredite um 2%.

Die Kundengelder betrugen am Ende des dritten Quartals 765,5 Mrd. Franken und lagen damit um 3,8% höher als vor Jahresfrist. Die einzelnen Ka-

Tabelle 9: Bankbilanzen

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

	1990	1991	1992	1993		1994			Stand (in Mrd. Fr.)
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
Bilanzsumme	4,5	3,2	3,1	3,9	5,8	5,6	3,6	3,8	1181,2
Netto-Finanzanlagen¹	-9,5	-0,1	16,4	18,1	13,1	11,2	19,0	7,5	134,2
Liquide Mittel	-3,2	-2,0	-2,6	-8,9	0,7	11,2	6,2	-2,2	9,6
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)	-10,4	-15,4	-8,2	-22,8	-26,7	-32,4	-20,3	-26,6	-26,6
Wechsel und Geldmarktpapiere	28,9	-13,1	16,5	4,5	2,1	15,8	21,6	17,2	38,1
Wertschriften	-5,0	13,8	5,8	44,9	43,1	33,8	23,5	8,0	113,1
Kredite	7,8	5,8	1,8	1,3	1,6	1,0	-0,4	0,9	712,0
Inländische Kredite	8,7	4,4	1,7	0,9	0,9	1,3	1,4	2,0	555,9
Debitoren	8,8	2,5	0,2	-0,9	-2,8	-2,3	-2,3	-1,2	241,0
Hypotheken	8,2	5,1	3,5	2,0	1,8	2,5	2,9	3,2	292,6
Ausländische Kredite	4,5	15,1	2,3	2,9	3,8	-0,1	-6,2	-2,9	156,2
Bewilligte Baukrediten	-0,7	-5,6	-5,8	-11,6	-12,4	-6,5	-2,3	-1,3	31,4
Beanspruchte Baukredite	18,6	4,6	-0,8	-12,2	-13,5	-12,2	-9,9	-9,0	17,1
Kundengelder	4,9	4,7	3,5	2,8	2,8	2,6	3,5	3,8	765,5
Kreditoren auf Sicht	-8,4	-1,9	5,1	18,0	19,5	12,5	3,9	1,2	94,0
Kreditoren auf Zeit	13,2	5,8	2,3	-8,3	-8,4	-2,8	3,5	6,8	285,1
Spar- und Depositenhefte	-4,8	5,5	7,4	23,1	21,5	15,8	12,5	9,6	219,8
Kassenobligationen, Obligationen und Pfandbriefe	9,7	5,3	1,1	-4,5	-4,8	-7,9	-6,9	-6,0	166,6
Treuhandgelder	5,5	-0,3	0,6	-5,5	-11,0	-13,6	-11,6	-6,1	267,5

¹ Die Netto-Finanzanlagen setzen sich zusammen aus: Liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren), Wechsel und Geldmarktpapiere, Wertschriften

tegorien von Kundengeldern entwickelten sich uneinheitlich. Am stärksten stiegen erneut die Spar- und Depositenhefte (9,6%). Kräftig fiel auch das Wachstum der Kreditoren auf Zeit aus (+6,8%). Dabei ist zu berücksichtigen, dass per Ende 1993 das von der Eidgenössischen Bankenkommision erlassene Rundschreiben betreffend die Eigenmittelunterlegung der Wertpapierleihe und des Repo-Geschäfts in Kraft trat. Die erstmalige Verbuchung der von den Banken auf Termin geborgten Wertschriften erhöhte die ausgewiesene jährliche Wachstumsrate der Kreditoren auf Zeit zusätzlich. Unter Ausschluss der nichtmone-tären Positionen (darunter fallen Edelmetalle und seit Dezember 1993 auf die Wertpapierleihe zurückgehende Verpflichtungen) stiegen die Kreditoren auf Zeit zwischen dem dritten Quartal 1993

und dem dritten Quartal 1994 um 3%. Die Sichteinlagen nahmen im gleichen Zeitraum um 1,2% zu. Der Rückgang der Position «Kassenobligationen, Obligationen und Pfandbriefe» um 6% geht auf die markante Abnahme der Kassenobligationen zurück. Neben den vergleichsweise geringen Renditevorteilen gegenüber Spar- und Depositionseinlagen schwächte die höhere steuerliche Belastung der längerfristigen Kassenobligationen durch die revidierte Stempelsteuer die Attraktivität der Kassenobligationen.

Bei den Banken waren Ende September 6,1% weniger Treuhandgelder plziert als ein Jahr zuvor. Dabei nahmen die inländischen Treuhandpassiven um 4,6%, die ausländischen um 6,6% ab.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 16 décembre 1994*

A. Aperçu

1. Etranger

Evolution de la conjoncture

Observée d'abord aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, la reprise de la conjoncture s'est étendue au continent européen au printemps de 1994. Tous les grands pays industrialisés européens ont enregistré une vigoureuse croissance économique, au troisième trimestre, grâce surtout aux investissements en biens d'équipement ainsi qu'aux exportations vers les Etats-Unis et des pays non-membres de l'OCDE. Par contre, la consommation – privée et publique – est restée généralement faible et l'activité a plutôt stagné dans la construction. L'économie américaine a continué de croître à un rythme rapide. Elle a bénéficié en particulier de la demande plus forte en Europe. Au Japon, plusieurs indicateurs – notamment la production industrielle qui est repartie à la hausse – annoncent une amélioration graduelle de la conjoncture.

Selon les prévisions de l'OCDE, le produit intérieur brut réel des pays membres devrait augmenter en moyenne de 2,9% en 1995, contre 2,7% en 1994. La reprise prenant de la vigueur en Europe principalement, les taux d'expansion des Etats-Unis et des pays industrialisés européens vont se rapprocher. Toutefois, la croissance économique devrait rester relativement faible au Japon.

L'emploi a continué à progresser aux Etats-Unis, et le taux de chômage a passé sous la barre des 6% en septembre. Dans l'Union européenne (UE),

le recul de l'emploi s'est ralenti. Le taux de chômage a une nouvelle fois diminué légèrement au Royaume-Uni, mais s'est stabilisé à des niveaux élevés en Allemagne, en France et en Italie. En moyenne de l'UE, il atteignait 11,5% en septembre, contre 11,6% en juin.

Dans les pays de l'OCDE (sans la Turquie), le taux annuel moyen de renchérissement s'inscrivait à 2,5% en septembre. Il était ainsi très légèrement supérieur à son niveau de juin.

Politique économique

Les autorités monétaires américaines ont donné des tours de vis supplémentaires à leur politique. Etant donné le rythme de croissance toujours aussi vif de l'économie américaine, le Comité d'open market de la Réserve fédérale a porté, à la mi-août, de 3,5% à 4% le taux de l'escompte et de 4,25% à 4,75% le taux des fonds fédéraux (argent au jour le jour). Une nouvelle hausse a eu lieu à la mi-novembre, ces deux taux passant alors à respectivement 4,75% et 5,5%. A la mi-août, les banques centrales de Suède et d'Italie ont relevé leurs taux directeurs pour soutenir leur monnaie sur les marchés des changes. Un mois plus tard, la Banque d'Angleterre a à son tour resserré les rênes monétaires. La Banque du Japon a elle aussi donné aux marchés des signes de durcissement de sa politique, alors que la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque de France se sont bornées à cesser d'assouplir graduellement leur politique.

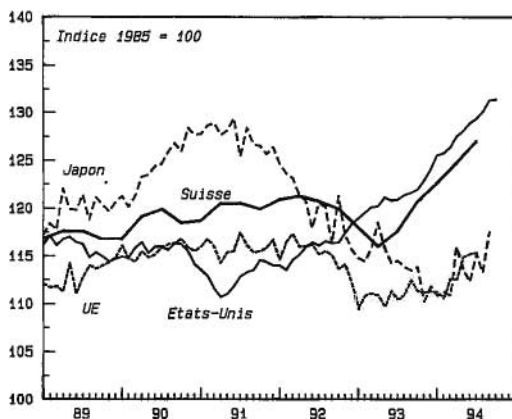
En Europe, les taux d'intérêt à court terme se sont stabilisés au troisième trimestre, après avoir diminué pendant près de deux ans. Quant aux taux à long terme, ils ont continué à augmenter, à cause en partie de la hausse des rendements aux Etats-Unis. Mais ce mouvement est dû aussi à l'essor étonnamment rapide de la conjoncture, qui a ravivé les craintes d'un retour de l'inflation en Europe. Il a été plus fort dans les pays confron-

* Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre 1994. 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.

tés également à des problèmes de déficits budgétaires.

Aux Etats-Unis, les comptes de l'Etat fédéral pour l'exercice 1994 se sont soldés par un excédent de dépenses nettement inférieur au déficit des douze mois précédents. Une nouvelle diminution est prévue pour l'exercice 1995. Un recul des déficits publics est attendu également en Allemagne, en France et au Royaume-Uni. Dans les budgets pour 1995, ces trois pays tablent sur une croissance restreinte des dépenses et sur une progression sensible des recettes, grâce à l'amélioration de la conjoncture. Le gouvernement italien entend stabiliser le rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut.

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et Office fédéral de la statistique

Marchés des changes

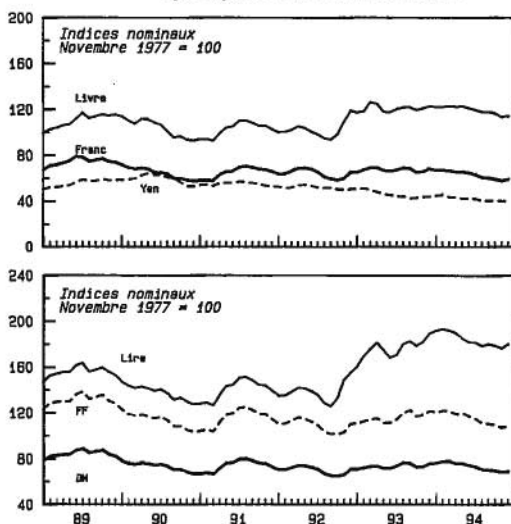
Entre juillet et octobre, la faiblesse du dollar américain a constitué une nouvelle fois le fait le plus saillant de l'évolution sur les marchés des changes. Au sein du Système monétaire européen (SME), les fluctuations des cours se sont temporairement accrues, puis la situation est devenue plus calme en octobre.

La crainte, due à la vigoureuse expansion de l'économie américaine, d'un retour de l'inflation, le déficit croissant de la balance commerciale

des Etats-Unis et le différend commercial américano-japonais toujours non réglé ont engendré des pressions à la baisse sur le dollar. Entre juillet et octobre, la monnaie américaine a perdu environ 8% face au franc suisse et 7% par rapport au mark allemand et à la livre sterling. Vis-à-vis du yen japonais, son recul a été de 2%. En novembre, le dollar s'est raffermi après les achats de soutien des autorités monétaires américaines et, surtout, la hausse des taux d'intérêt de la mi-novembre.

Au troisième trimestre, les monnaies britannique, italienne et suédoise ont de nouveau faibli face au mark allemand. La livre sterling et la couronne suédoise se sont redressées après le relèvement des taux directeurs dans ces deux pays, mais la lire italienne a continué son mouvement de repli. En octobre, elle est tombée à son plus bas niveau de l'année vis-à-vis du mark allemand; ce dernier valait alors plus de 1026 liras.

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



Au sein du mécanisme de change européen, le florin néerlandais a été la monnaie la plus forte, alors que la peseta espagnole était la plus faible. En août, le relèvement des taux directeurs en Suède et en Italie a déclenché de fortes turbulences dans le mécanisme de change. Plusieurs monnaies, en particulier celles des pays qui,

comme la Suède et l'Italie, sont confrontés à d'importants déficits budgétaires, ont subi des pressions à la baisse face au mark allemand. L'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies s'est rapidement accru, passant de 4% à 6,5%. L'escudo portugais, la peseta espagnole, la couronne danoise et la livre irlandaise ont enregistré les replis les plus sensibles. Le mark allemand ayant faibli temporairement à l'approche des élections au Bundestag, la situation s'est apaisée, en octobre, au sein du mécanisme de change. L'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies a diminué à 5% environ. Le franc français est resté stable de juillet à octobre.

Intégration européenne

Dès janvier 1995, l'Union européenne comptera trois nouveaux membres: l'Autriche, la Finlande et la Suède. Les Autrichiens se sont prononcés en juin déjà. Les Finlandais, en octobre, et les Suédois, en novembre, ont approuvé l'entrée de leur pays dans l'UE. Quant aux Norvégiens, ils ont rejeté le projet d'adhésion à fin novembre. Les trois nouveaux membres rallieront le Système monétaire européen (SME), mais leur participation au mécanisme de change n'a pas encore fait l'objet d'une décision.

Coopération monétaire internationale

Au sein du Fonds monétaire international (FMI), des discussions ont porté sur un paquet financier prévoyant, pour aider les pays en transition, de prolonger la durée de la facilité pour la transformation systémique, de faciliter l'accès aux crédits ordinaires du FMI et de procéder à une nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux (DTS). Aucune solution bénéficiant d'un large consensus n'ayant pu être trouvée en septembre, lors de l'Assemblée annuelle du FMI, les Etats membres ne se sont mis d'accord, en octobre, que sur un élargissement de la limite annuelle d'accès aux ressources du FMI au titre des tirages sur les tranches de crédit, des accords de confirmation et des accords élargis. Ainsi, pour une période de trois ans en principe, cette limite a été portée de 68% à 100% de la quote-part des pays.

En septembre, le FMI a augmenté de 69,7 millions de DTS le prêt accordé à la Bulgarie, en avril, au titre d'un accord de confirmation. Le FMI a accepté ce relèvement parce que l'application de l'accord de rééchelonnement conclu en juillet entre la Bulgarie et ses banques créancières avait épuisé les réserves monétaires du pays. La Croatie a obtenu, à la mi-octobre, un crédit de confirmation de 65,4 millions de DTS. A la même date, le FMI lui a ouvert la première tranche, portant sur un montant de 65,4 millions de DTS également, d'un prêt au titre de la facilité pour la transformation systémique (FTS). En outre, le FMI a attribué à la Lituanie 134,6 millions de DTS au titre des accords élargis. L'Ukraine s'étant engagée à régler ses arriérés de paiement, il a également autorisé, en octobre, l'octroi à ce pays d'une première tranche de 249,3 millions de DTS d'un crédit FTS. Grâce à la reconstitution de ses réserves monétaires, la République tchèque a pu rembourser au FMI, avant terme, tous les crédits obtenus de cette institution; à fin septembre, elle n'avait plus aucun engagement financier envers le FMI.

Après quatre années de négociations, la Pologne et ses banques créancières étrangères ont signé, en septembre, un accord de rééchelonnement portant sur 14 milliards de dollars. Elle a obtenu une réduction d'environ 50% de ses engagements, soit le même abattement que les créanciers publics lui avaient accordé, en 1991, dans le cadre du Club de Paris. Pour faciliter la conclusion de cet accord, le FMI a augmenté le montant de la ligne de crédit ouverte en faveur de la Pologne au titre d'un accord de confirmation. Ces fonds serviront à financer des opérations de rééchelonnement et de rachat de dettes.

2. Suisse

Au troisième trimestre, la reprise de la conjoncture s'est un peu essoufflée en Suisse. Par rapport à la période correspondante de 1993, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,4%, soit au même rythme qu'au deuxième trimestre. Mais sa progression d'un trimestre à l'autre s'est ralentie, à cause principalement de la stagnation des investissements et d'un accroissement plus faible des stocks. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production est resté in-

changé selon l'enquête trimestrielle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. En outre, les commandes de la clientèle suisse et étrangère n'ont pas augmenté autant qu'au deuxième trimestre; néanmoins, les entreprises ont réaffirmé leur optimisme quant à l'évolution future des commandes.

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a légèrement progressé, après une nette diminution au deuxième trimestre. Le taux de chômage a continué à fléchir; il s'inscrivait à 4,6% en octobre, contre 5,1% un an auparavant. De plus, le nombre des chômeurs partiels a lui aussi nettement reculé en l'espace d'un an.

Le taux annuel de renchérissement s'est légèrement replié au troisième trimestre. Il s'établissait à 0,4% en octobre. Le rythme de la hausse des prix des biens et services suisses a diminué à 1%; quant aux prix à l'importation, ils étaient un peu au-dessous du niveau observé un an auparavant.

La croissance de la monnaie centrale désaisonnalisée s'est ralentie au troisième trimestre. Par rapport aux trois derniers mois de 1993, l'agrégat a augmenté de 1,4% (1,9% en taux annualisé). Il est ainsi resté en deçà de la prévision faite par la Banque nationale. L'écart est dû à la faiblesse inattendue de la demande d'avoirs en comptes de virements des banques. Pour le quatrième trimestre, la Banque nationale table sur un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 30,2 milliards de francs. Ce niveau dépasse de 1,6% celui du quatrième trimestre de 1993. En octobre et en novembre, la monnaie centrale n'a toutefois pas suivi la tendance prévue par la Banque nationale. Elle s'est en effet contractée. La faiblesse de la demande d'avoirs en comptes de virements explique en grande partie son repli. Mais les billets en circulation ont eux aussi diminué légèrement.

Après avoir augmenté d'un demi-point environ au deuxième trimestre pour s'établir à 4,3%, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a de nouveau fléchi, passant à 3,8% en novembre. Par contre, le rendement moyen des obligations fédérales s'est maintenu au niveau qu'il avait atteint à fin août, soit à 5,5%, et n'a diminué légèrement qu'en novembre.

Au troisième trimestre, le cours du franc, pondéré par les exportations, s'est sensiblement apprécié en termes nominaux, à cause surtout de la nette baisse du dollar et du nouvel effritement de la lire et de la livre sterling. Par rapport aux autres monnaies importantes, en particulier au mark allemand, sa revalorisation a été modeste. L'indice du cours réel du franc, pondéré par le commerce extérieur, a lui aussi augmenté. Il dépassait de 4,6% son niveau du troisième trimestre de 1993.

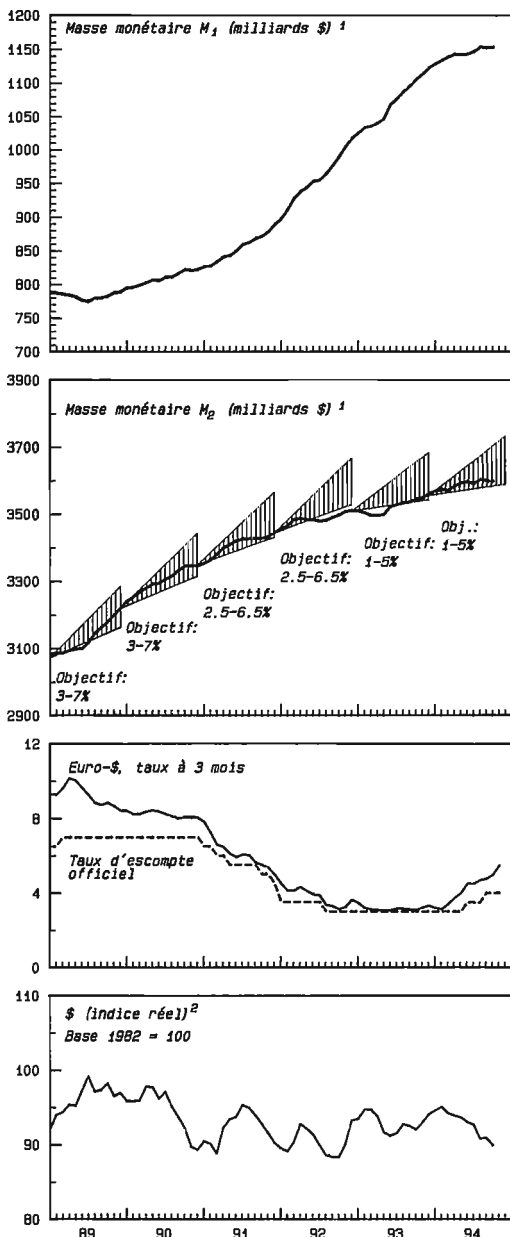
B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

L'économie américaine traverse une phase de très haute conjoncture. Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de près de 4%, en taux annualisé, son niveau des trois mois précédents et de 4,4% celui de la période correspondante de 1993. Hormis la construction de logements, toutes les composantes de la demande ont contribué à cette croissance. D'un trimestre à l'autre, la consommation privée a augmenté de 3,3%, et les investissements des entreprises, de 14%. Les exportations, grâce notamment à l'amélioration de la conjoncture à l'étranger, se sont accrues de 12,2%. Quant aux importations, elles ont enregistré une expansion de 15,6%, la demande intérieure étant forte.

La vigoureuse croissance économique a influé également sur la production industrielle. Au troisième trimestre, celle-ci était supérieure de 1,5%, en taux non annualisé, à son niveau du trimestre précédent et de 6,6% à celui de la période correspondante de 1993. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté, passant de 83,8% à 84,6%. Le nombre des personnes occupées a progressé, en moyenne, de 276 000 par mois. L'emploi s'est ainsi accru de 2,9% en l'espace d'un an. Le taux de chômage, qui s'inscrivait à 6,1% au deuxième trimestre, a diminué à 6% au troisième. La haute conjoncture devrait continuer selon les indicateurs avancés. Les commandes de biens durables et de biens d'équipement ont enregistré une forte expansion. La reprise de la conjoncture à l'étranger et la fai-

Graphique 3: Etats-Unis



¹ Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Système de Réserve Fédérale)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

blesse du dollar ont stimulé les commandes passées par la clientèle étrangère. Les annonces de recrutement, plus nombreuses, et la diminution des demandes d'indemnités pour chômage sont des signes de tensions croissantes sur le marché du travail.

Le taux annuel de renchérissement, qui était de 2,4% au deuxième trimestre, a passé à 2,9% au troisième. Abstraction faite des biens alimentaires et de l'énergie, l'inflation de base s'inscrivait également à 2,9%. La vive hausse des prix des matières premières et l'augmentation de l'indice des prix des directeurs d'achat incitent à penser à une aggravation du danger inflationniste.

Au troisième trimestre, la balance commerciale américaine, qui inclut les services, a enregistré un solde passif de 31 milliards de dollars. Son déficit s'est accru légèrement d'un trimestre à l'autre, mais nettement par rapport à la période correspondante de l'année précédente (22,3 milliards de dollars). Cette détérioration est due principalement à l'expansion rapide des importations.

Pour l'exercice qui a pris fin en septembre 1994, les comptes de l'Etat fédéral se sont soldés par un déficit de 203 milliards de dollars, soit 3% du produit intérieur brut. Ainsi, l'excédent de dépenses a été inférieur aux prévisions les plus récentes. En outre, il a sensiblement diminué pour la troisième année consécutive. Le gouvernement s'attend à un déficit de 165 milliards de dollars pour l'exercice 1995. Mais, selon l'Office du budget, l'excédent de dépenses devrait recommencer à croître à partir de 1996, si aucune mesure préventive n'est prise d'ici là.

Depuis février 1994, la Réserve fédérale a resserré les rênes monétaires à plusieurs reprises. Les 16 août et 15 novembre, elle a de nouveau relevé de 1¹/₄ point au total le taux des fonds fédéraux et le taux de l'escompte. Ces deux taux ont ainsi été portés à respectivement 5,5% et 4,75%. Les rémunérations à long terme ont poursuivi leur mouvement de hausse. Le rendement des titres émis à dix ans par l'Etat atteignait 7,9% en novembre, contre 7,4% au deuxième trimestre. Il a donc augmenté de plus de deux points depuis l'automne de 1993, où il avait enregistré son niveau le plus bas du cycle conjoncturel en cours.

La croissance de la masse monétaire M_1 a encore faibli, la hausse des taux à court terme ayant entraîné des transferts de fonds vers les dépôts à terme. Au troisième trimestre, M_1 dépassait encore de 5,1% le niveau observé un an auparavant. Par rapport au quatrième trimestre de 1993, M_2 a augmenté de 1,6% en taux annualisé, et M_3 , de 0,9%. Ces deux agrégats évoluaient par conséquent à la limite inférieure de leur corridor de croissance (entre 1 et 5% pour M_2 et entre 0 et 4% pour M_3).

Japon

L'économie nippone présente des signes de légère reprise. Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel dépassait de 0,4% son niveau des trois mois précédents et de 0,5% celui de la période correspondante de 1993. La demande intérieure est restée faible. Par rapport aux trois premiers mois de l'année, la consommation a fléchi de 0,3%, et les investissements des entreprises, de 2,1%. La demande intérieure n'a été soutenue que par la construction de logements et les dépenses publiques, qui se sont accrues de respectivement 7,9% et 0,3%. Les exportations ont progressé de 3,4%, et les importations, qui ont bénéficié de la revalorisation du yen, de près de 4%.

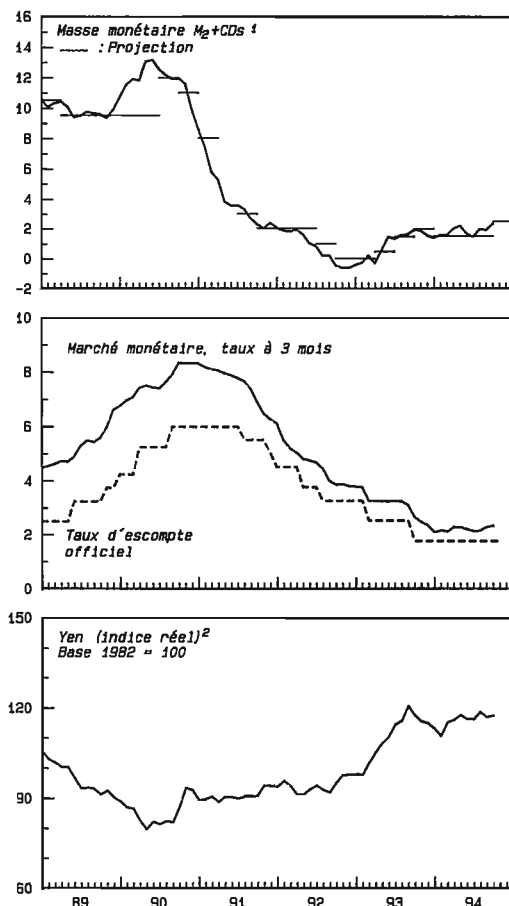
Plusieurs indicateurs économiques importants se sont améliorés au troisième trimestre. La production industrielle a renoué avec la croissance; pour la première fois depuis près d'un an, elle a en effet enregistré une hausse en comparaison annuelle. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 70,3% au deuxième trimestre à 72% au troisième. Les stocks excessifs ayant été résorbés au cours de l'année, ils ne peuvent plus inciter à de nouvelles réductions de la production. L'enquête trimestrielle qui a été effectuée en août par la Banque du Japon indique que les entreprises ont porté un jugement plus optimiste sur la situation économique. Dans la construction et les biens d'équipement, les entrées de commandes ont progressé, dépassant ainsi pour la première fois depuis trois ans les niveaux observés un an auparavant. Sur le marché du travail, par contre, la situation est restée morose. Au troisième trimestre, le taux de chômage s'inscrivait à 3%, contre 2,8% au deuxième, et le rapport entre le

nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a continué à se détériorer.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement est tombé à 0% au troisième trimestre, contre 0,7% au deuxième. Le taux de base, soit le renchérissement calculé sans les produits frais, a fléchi légèrement, passant à 0,7%.

L'excédent de la balance commerciale japonaise a diminué. Il s'établissait à 34 milliards de dollars

Graphique 4: Japon



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente; les projections sont fixées pour chaque trimestre (source: Banque du Japon)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

au troisième trimestre, contre 35,2 milliards le trimestre précédent et 37,5 milliards un an auparavant. Les importations ont enregistré une vive expansion; malgré la stagnation de la demande intérieure au troisième trimestre, elles dépassaient de 14%, en volume, leur niveau de la période correspondante de 1993. La progression des importations est en partie la conséquence d'une certaine ouverture du marché nippon. Mais il reflète également la délocalisation, vers le Sud-Est asiatique, d'étapes de production générant peu de valeur ajoutée. De plus en plus de pièces détachées provenant de cette région sont importées au Japon pour réduire les coûts et permettre aux grandes entreprises nippones de continuer à exporter, en dépit de la forte appréciation du yen. Aussi les exportations ont-elles augmenté au troisième trimestre; en termes réels, elles se sont accrues de 5% en l'espace d'un an. L'excédent commercial vis-à-vis des Etats-Unis a même atteint un niveau record. Dans leurs négociations commerciales, ces deux pays ne se sont mis d'accord que sur la libéralisation des marchés publics. Ils n'ont pu trouver un terrain d'entente sur le secteur automobile (véhicules et pièces détachées), secteur qui est beaucoup plus important puisqu'il représente près des deux tiers de l'excédent commercial du Japon envers les Etats-Unis.

Le nouveau gouvernement de coalition a pris d'autres mesures budgétaires pour raviver la faible conjoncture intérieure. En vue de soutenir la consommation privée, un nouvel allègement de l'impôt sur les revenus est prévu pour 1995 et 1996. En outre, le gouvernement a renforcé le programme décennal de dépenses publiques dans le domaine de l'infrastructure.

Au troisième trimestre, la Banque du Japon a maintenu le taux de l'argent au jour le jour à 2,2%. En octobre, elle a signalé, par ses opérations sur le marché monétaire, son intention d'adopter une politique légèrement plus restrictive. La rémunération des certificats de dépôts à trois mois a augmenté, de ce fait, de 2,2% à 2,4%. Le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat s'est accru fortement, passant de 4,2% au deuxième trimestre à 4,7% le trimestre suivant. Le yen a grimpé à un niveau record face au dollar; pour la première fois, celui-ci est tombé à moins de 100

yens. La monnaie nipponne a également atteint un nouveau record en données pondérées par le commerce extérieur.

En comparaison annuelle, la masse monétaire M_2+CD a augmenté de 2% au troisième trimestre. La Banque du Japon a fixé entre 2 et 3% sa projection pour la croissance de cet agrégat au quatrième trimestre.

Allemagne

L'économie allemande se redresse visiblement. Dans les anciens Länder, le produit intérieur brut réel a augmenté, au deuxième trimestre, de 2,3% par rapport à la période correspondante de 1993 (1,6% au premier trimestre). D'un trimestre à l'autre, il a progressé de 1%. Les investissements en biens d'équipement et, surtout, les exportations qui se sont accrues de 4,7% ont été les principaux soutiens de la conjoncture. Après une forte hausse au premier trimestre, les investissements en constructions ont par contre diminué. La consommation – tant privée que publique – a elle aussi fléchi quelque peu. La consommation privée a été freinée par le relèvement, au début de l'année, de plusieurs impôts et taxes; quant au recul de la consommation publique, il traduit les efforts d'économie déployés par les pouvoirs publics.

Au troisième trimestre, la croissance économique est restée vigoureuse. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a progressé, dans les anciens Länder, de 1,5% par rapport au trimestre précédent. La production de l'industrie manufacturière s'est accrue un peu moins fortement qu'au deuxième trimestre. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 82,3% en juin à 83,7% en septembre. La production a enregistré une nouvelle hausse dans les biens d'équipement, mais stagné dans les biens de consommation. Les chiffres d'affaires du commerce de détail, qui avaient diminué au trimestre précédent, ne se sont guère redressés dans l'ensemble; les ventes d'automobiles ont toutefois légèrement augmenté. La production dans le secteur principal du bâtiment, en net recul au deuxième trimestre, s'est stabilisée.

Dans l'industrie, les commandes ont enregistré une croissance au troisième trimestre, tant du côté des biens d'équipement que de celui des biens de consommation. Les impulsions dont la demande a bénéficié sont venues principalement de la clientèle allemande. Les entrées de commandes ont été plutôt faibles dans le secteur principal du bâtiment. Selon des enquêtes effectuées récemment dans l'industrie, les entreprises des anciens Länder ont jugé favorablement les perspectives pour 1995. La production continuera à augmenter vigoureusement dans l'industrie des biens d'équipement; sa progression sera plus tardive et plus lente dans le domaine des biens de consommation. Les exportations resteront le principal moteur de la croissance.

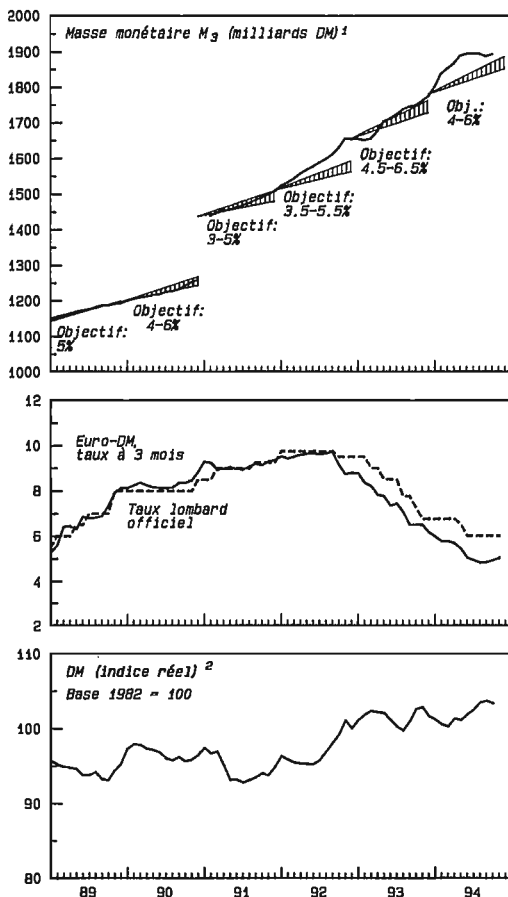
Sur le marché ouest-allemand du travail, l'emploi s'est stabilisé à un bas niveau au troisième trimestre. Le taux de chômage a reculé de 9,3% au deuxième trimestre à 9,2% le trimestre suivant. Le taux annuel de renchérissement est resté inchangé à 3%. La hausse des prix à la production s'est accélérée quelque peu par rapport au premier semestre.

En Allemagne orientale, le produit intérieur brut réel dépassait, au premier semestre de 1994, de près de 9% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Sa croissance a été ainsi nettement plus forte qu'au second semestre de 1993. Les investissements sous forme de constructions ont augmenté de 22%, et les biens d'équipement, de 9%. Quant à la consommation, elle n'a progressé que de 4% (ménages) et de 2% (Etat).

Le redressement économique s'est poursuivi au troisième trimestre. Les entrées de commandes sont restées fortes dans l'industrie, alors qu'elles ont faibli dans la construction. D'un trimestre à l'autre, le taux de chômage a fléchi de 16,4% à 15,4%, mais le chômage masqué (programmes de formation, mesures pour promouvoir l'emploi, retraites anticipées) n'a guère diminué. En outre, le taux annuel de renchérissement est demeuré inchangé à 3,3%.

Au troisième trimestre, les exportations de l'ensemble de l'Allemagne ont fléchi par rapport au trimestre précédent, tandis que les importations

Graphique 5: Allemagne



¹ 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)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

ont enregistré une légère hausse. L'excédent de la balance commerciale a par conséquent diminué considérablement du deuxième au troisième trimestre. Le déficit de la balance des services s'étant fortement creusé, le solde passif de la balance courante a augmenté sensiblement.

Le gouvernement a présenté, au début de décembre, le budget de l'Etat fédéral pour 1995. Celui-ci prévoit un accroissement des dépenses d'à peine 1% en termes nominaux. Les recettes augmenteront beaucoup plus vigoureusement, étant donné que les rentrées fiscales devraient

profiter de la bonne conjoncture et qu'un impôt de solidarité de 7,5% sera introduit au 1^{er} janvier 1995. Le déficit de l'Etat fédéral devrait ainsi diminuer à 59 milliards de marks (1994: 69 milliards), soit à 1,8% (2,2%) du produit intérieur brut.

Après avoir, en plusieurs étapes, réduit de moitié environ ses taux directeurs entre septembre 1992 et mai 1994, la Banque fédérale d'Allemagne n'a pas assoupli davantage sa politique au troisième trimestre. Elle a maintenu son taux de l'escompte à 4,5%, et son taux lombard, à 6%. Depuis fin juillet, le taux appliqué aux prises en pension de titres est resté à 4,85%. Entre juillet et octobre, le rendement des obligations à long terme a toutefois augmenté, passant de 6,8% à 7,5%.

La masse monétaire M_3 , dont l'expansion au cours des premiers mois de 1994 avait été particulièrement forte du fait de facteurs exceptionnels, a fléchi du deuxième au troisième trimestre. Par rapport au quatrième trimestre de 1993, l'agrégat M_3 a enregistré une croissance de 8,6% en taux annualisé. Au deuxième trimestre, sa progression avait été de 13,4%. Il s'est ainsi rapproché de son corridor de croissance de 4 à 6%. Les composantes de M_3 ont marqué des tendances divergentes: les dépôts à vue et à terme (inférieurs à 4 ans) ont fléchi, tandis que le numéraire en circulation et les fonds d'épargne ont augmenté.

Selon les prévisions des grands instituts allemands de recherches conjoncturelles, le produit intérieur brut réel devrait progresser, en 1995, de 2,5% dans les anciens Länder et de 8,5% dans les nouveaux. L'expansion devrait continuer à reposer, pour une large part, sur les exportations et les investissements en biens d'équipement ainsi que – dans les nouveaux Länder – sur les investissements en constructions.

France

Au deuxième trimestre, la conjoncture a continué à se rétablir en France. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1% par rapport au trimestre précédent et de 2% en comparaison annuelle. D'un trimestre à l'autre, toutes les composantes

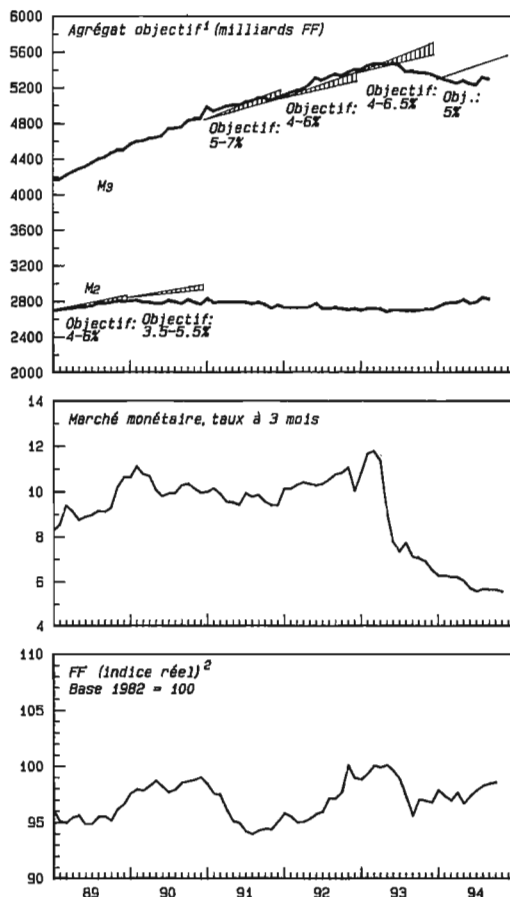
de la demande ont progressé. La croissance des exportations a été particulièrement sensible. Après avoir stagné au premier trimestre, la consommation privée a enregistré une hausse, grâce notamment à la demande de biens durables. Les investissements ont eux aussi marqué une expansion; pour la première fois depuis le quatrième trimestre de 1990, ils ont cessé de reculer en comparaison annuelle. Le renversement de tendance a touché aussi bien les investissements en biens d'équipement que la construction. La demande intérieure étant plus forte, les importations se sont accrues une nouvelle fois.

Au troisième trimestre, la production de l'industrie manufacturière a augmenté de 1,5% par rapport au trimestre précédent; elle dépassait ainsi son niveau de 1990. Cette amélioration s'explique principalement par l'évolution favorable observée dans l'industrie automobile ainsi que chez ses sous-traitants. Le taux d'utilisation des capacités de production a progressé surtout dans l'industrie automobile, dans celle des produits semi-finis et dans les transports. La production de biens de consommation également a repris de la vigueur. Celle de biens d'équipement est toutefois restée faible.

Lors des dernières enquêtes, les entreprises ont jugé leurs stocks de produits finis satisfaisants, mais ceux de produits semi-finis, trop bas. Les entrées de commandes ont continué leur progression et sont considérées comme suffisantes; l'accroissement des commandes de produits semi-finis est particulièrement réjouissant. Dans l'ensemble, les perspectives de production sont bonnes.

Sur le marché du travail, une légère amélioration a été enregistrée. Si l'on fait abstraction de l'agriculture, le nombre des personnes occupées a augmenté de près de 60 000; il dépassait ainsi de 1% le niveau observé un an auparavant. Des emplois ont été créés essentiellement dans le secteur des services, les effectifs ayant stagné dans l'industrie et continué à reculer dans la construction. Au troisième trimestre, le taux de chômage est resté inchangé à 12,6%. La durée moyenne du chômage a toutefois diminué, passant de 389 jours en juin à 378 jours en septembre. Quant au renchérissement, il s'est maintenu à 1,7%.

Graphique 6: France



¹ Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant; à partir de 1994, objectif à moyen terme (source: Banque de France)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

Au deuxième trimestre, les exportations se sont accrues de 5,1% par rapport au trimestre précédent, et les importations, de 3,5%. La balance commerciale a dégagé un excédent de 21,6 milliards de francs français, contre 16 milliards le trimestre précédent. Etant donné les déficits plus élevés de la balance des services et de celle des transferts unilatéraux, le solde actif de la balance courante s'est inscrit à 5,1 milliards de francs français, soit à un niveau très proche de celui des trois premiers mois de l'année.

En septembre, le gouvernement français a présenté le budget pour 1995. Il projette de réduire le déficit à 275 milliards de francs français (301 milliards en 1994), ce qui correspond à 3,5% du produit intérieur brut. Les recettes devraient augmenter de près de 5%, mais la progression des dépenses a été limitée à moins de 2%. En termes réels, les dépenses devraient donc rester à leur niveau de 1994. Il est également prévu de consacrer 55 milliards de francs français, provenant des privatisations, au comblement du déficit.

Après avoir abaissé ses taux directeurs en juillet, la Banque de France a maintenu jusqu'en septembre à 5% le taux de ses appels d'offres et à 6,4% celui de ses prises en pension. Le taux interbancaire à trois mois également est resté lui aussi inchangé à 5,6%. Sur le marché des capitaux par contre, le rendement des emprunts à long terme de l'Etat s'est accru de 7,4% en juillet à 8,1% en septembre.

La masse monétaire M_3 a enregistré une légère augmentation du deuxième au troisième trimestre. Par rapport au quatrième trimestre de 1993, cet agrégat a diminué de 1,3%, soit à un rythme moins fort que dans la période précédente. Mais il a continué à évoluer nettement au-dessous de son objectif à moyen terme, fixé à 5%. Au deuxième trimestre, l'endettement intérieur total, que la Banque de France utilise aussi comme indicateur monétaire, dépassait de 3% le niveau observé un an auparavant; sa croissance s'est donc de nouveau ralentie. L'endettement intérieur total correspond à l'endettement brut que l'Etat, les ménages, les entreprises et d'autres débiteurs ont contracté envers le secteur financier ainsi qu'envers les marchés français et étrangers de l'argent et des capitaux.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, l'expansion économique s'est accélérée au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,2% d'un trimestre à l'autre et de 3,6% en comparaison annuelle. Les hausses les plus fortes ont été enregistrées par les exportations et la consommation publique; cette dernière avait accusé une baisse au premier trimestre. La consommation privée n'a

guère progressé, et les investissements ont diminué légèrement dans l'ensemble. Après une croissance sensible, les investissements en constructions ont fléchi au deuxième trimestre. En revanche, les investissements en biens d'équipement ont continué à s'accroître vigoureusement. L'affaiblissement de la consommation s'est répercuté sur les importations également; au deuxième trimestre, elles ont reculé pour la première fois en l'espace d'un an.

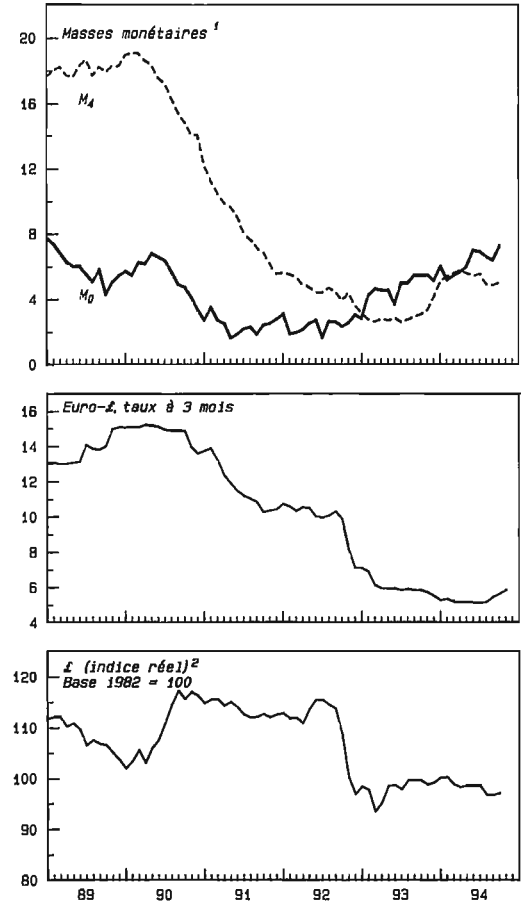
Au troisième trimestre, la situation économique est restée favorable. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,5% par rapport au trimestre précédent. D'après les indicateurs avancés, les impulsions sont, une fois de plus, venues principalement des exportations, des investissements en biens d'équipement, alors que la consommation n'a progressé que légèrement. Grâce à la croissance vigoureuse de l'industrie des biens d'équipement, la production de l'industrie manufacturière s'est accrue considérablement. Les chiffres d'affaires du commerce de détail, par contre, ont été à peine supérieurs à ceux du deuxième trimestre. Après avoir enregistré une hausse importante au cours des deux dernières années, les nouvelles immatriculations de voitures ont diminué de manière perceptible. Le crédit à la consommation a toutefois continué à évoluer à un rythme rapide. Dans les dernières enquêtes de la «Confederation of British Industry» (CBI), les entreprises ont porté un jugement positif sur les carnets de commandes ainsi que sur les entrées de commandes de la clientèle britannique et étrangère.

Le chômage a marqué un nouveau repli; au troisième trimestre, le taux de chômage s'inscrivait à 9,2%, contre 10,4% un an auparavant.

Le renchérissement a fléchi quelque peu au troisième trimestre. En l'espace d'un an, les prix à la consommation ont augmenté de 2,3%, contre 2,6% au deuxième trimestre. L'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, a reculé de 0,2 point pour s'établir à 2,2%.

La balance commerciale, dont la signification reste limitée après les adaptations statistiques qui ont été opérées au début de 1993, a accusé au deuxième trimestre un déficit de 2,4 milliards de

Graphique 7: Royaume-Uni



1 Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Banque d'Angleterre)
 2 Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

livres. Les exportations ayant progressé plus fortement que les importations, ce déficit était de nouveau légèrement inférieur à celui de la période précédente. Quant au solde passif de la balance courante, il a passé de 1,3 milliard de livres au premier trimestre à 0,7 milliard au deuxième trimestre.

A fin novembre, le chancelier de l'Echiquier a présenté le budget pour l'exercice allant d'avril 1995 à mars 1996. Compte tenu de la reprise économique et du frein à la croissance des dépenses, le déficit budgétaire devrait s'inscrire à 21,5 mil-

liards de livres, soit à 3% du produit intérieur brut, contre 34,5 milliards (5%) pour l'exercice 1994/95. Selon le plan financier à moyen terme, les comptes de l'Etat devraient être à peu près équilibrés pour l'exercice 1998/99.

Les autorités monétaires britanniques ont resserré les rênes monétaires à la mi-septembre. A la suite de cette mesure, le taux de base, que les banques appliquent aux débiteurs de premier ordre, a été relevé de 5,25% à 5,75%. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a augmenté de 5,4% en juillet à 5,9% en octobre. Après être descendu en janvier 1994 à 6,4%, son niveau le plus bas du cycle conjoncturel en cours, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a passé à 8,4% en juillet et à 8,6% en octobre.

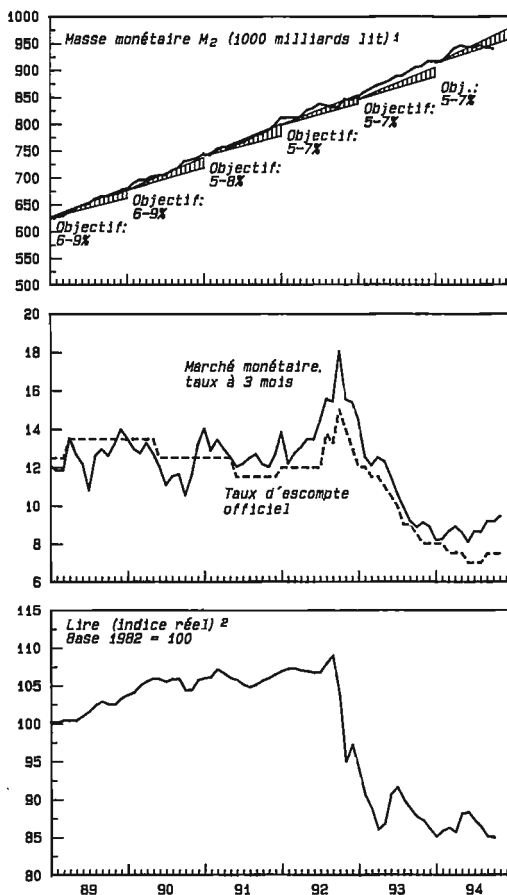
Dans le rapport qu'elle a publié en novembre sur l'inflation, la Banque d'Angleterre prévoit, pour l'année prochaine, un léger accroissement de l'inflation de base. Celle-ci devrait toutefois rester inférieure à 3% et fluctuer autour de 2,5% en 1996. Le renchérissement se trouverait ainsi au centre de la fourchette de 1 à 4% que le gouvernement a fixée comme objectif.

En taux annualisé, la masse monétaire M_0 s'est accrue de 6,7% au troisième trimestre, contre 6,6% au trimestre précédent. Elle dépassait ainsi de nouveau son corridor de croissance de 0 à 4%. En revanche, l'agrégat M_4 , qui répond à une définition plus large et englobe également les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, a continué à évoluer à la limite inférieure de son corridor de 3 à 9%; sa croissance s'est donc ralentie d'un trimestre à l'autre.

Italie

Au deuxième trimestre, la reprise conjoncturelle a gagné en vigueur en Italie. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 2,3% en comparaison annuelle. D'un trimestre à l'autre, il a progressé de 1,4% (1^{er} trimestre: 0,6%). La demande intérieure a pris le relais des exportations et a joué un rôle moteur. En effet, les exportations ont légèrement reculé, tandis que la demande intérieure s'est accrue de 2,3%, grâce surtout aux investissements en biens d'équipement et aux stocks. La consom-

Graphique 8: Italie



¹ Données cvs; objectifs: de décembre à décembre suivant; depuis 1992, du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque d'Italie)

² Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

mation privée a elle aussi progressé, mais elle était encore inférieure au niveau observé un an auparavant. La baisse des investissements en constructions a marqué un ralentissement, et la consommation publique a stagné. Le raffermissement de la demande intérieure a entraîné une hausse sensible des importations.

Le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté dans tous les secteurs. Les entrées de commandes – tant de la clientèle italienne qu'étrangère – ont enregistré une expansion

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1993 ^{a)}		1994 ^{a)}			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Etats-Unis	1,2	-0,7	2,6	3,0	2,9	2,8	3,1	3,7	4,0	4,4
Japon	4,8	4,1	1,4	-0,2	-0,7	0,4	-0,3	-0,3	0,5	1,0
Allemagne ^{b)}	5,9	5,1	1,4	-1,7	-2,4	-1,0	-0,6	1,6	2,3	2,4
France	2,2	0,7	1,2	-1,0	-1,1	-0,8	-0,6	1,3	2,0	2,8
Royaume-Uni	0,4	-2,0	-0,5	2,1	1,8	2,1	2,6	2,8	3,6	
Italie	2,2	1,3	0,7	-0,7	-1,0	-0,7	0,3	1,1	2,3	
Suisse	2,3	0,0	-0,3	-0,9	-1,4	-0,7	0,0	1,3	2,3	2,4

a) Chiffres provisoires b) Anciens Länder

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

	1990	1991	1992	1993	1994		1994			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	5,4	4,2	3,0	3,0	2,4	2,9	2,8	2,9	3,0	2,6
Japon	3,1	3,3	1,7	1,3	0,7	0,0	-0,2	0,0	0,2	0,7
Allemagne ^{a)}	2,7	3,5	4,0	4,1	3,0	3,0	2,9	3,0	3,0	2,8
France	3,4	3,1	2,4	2,1	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7
Royaume-Uni	9,5	5,9	3,7	1,6	2,6	2,3	2,3	2,4	2,2	2,4
Italie	6,1	6,5	5,3	4,2	4,0	3,7	3,6	3,7	3,9	3,8
Suisse	5,4	5,9	4,0	3,3	0,7	0,6	0,6	0,5	0,6	0,4

a) Anciens Länder

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

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}		1994 ^{a)}			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis ^{b)}	5,5	6,8	7,4	6,8	6,1	6,0	6,1	6,1	5,9	5,8
Japon	2,1	2,1	2,2	2,5	2,8	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1
Allemagne ^{c)}	7,1	6,3	6,7	8,3	9,3	9,2	9,2	9,3	9,2	9,2
France	9,0	9,5	10,4	11,7	12,6	12,6	12,6	12,6	12,7	12,6
Royaume-Uni ^{d)}	5,8	8,1	9,9	10,3	9,4	9,2	9,3	9,2	9,1	8,9
Italie ^{e)}	10,3	9,9	10,5	10,4	11,6	11,0	11,0	-	-	
Suisse ^{f)}	0,5	1,1	2,6	4,5	4,8	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6

a) Chiffres provisoires b) Depuis janvier 1994, nouvelle méthode d'enquête c) Anciens Länder, en % des salariés d) Sans les jeunes sortant de l'école e) Depuis le 4^e trim. de 1992, nouvelle méthode d'enquête; variations saisonnières non déduites

f) 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

(balance des revenus; solde en milliards de dollars, données cvs)

	1990	1991	1992	1993 ^{a) d)}	1993 ^{a) d)}		1994 ^{a) d)}			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Etats-Unis	-91,9	-8,3	-67,9	-103,9	-25,6	-27,9	-30,6	-32,3	-37,9	-41,7
Japon	35,8	72,3	117,8	132,1	31,6	32,4	32,0	34,4	33,8	29,4
Allemagne ^{b)}	46,8	-19,4	-22,0	-20,1	-3,2	-6,8	-9,0	-7,0	-4,5	
France	-10,0	-6,7	3,9	9,4	1,6	3,9	3,5	3,9	0,6	
Royaume-Uni ^{c)}	-34,0	-14,5	-17,4	-15,5	-4,8	-2,8	-3,2	-1,9	-1,0	
Italie ^{c)}	-16,6	-23,6	-27,9	11,2	2,2	3,8	6,4	1,3	3,5	1,7
Suisse ^{c)}	8,6	10,6	15,1	18,3	4,4	3,5	4,6	6,1	3,4	3,5

a) Chiffres provisoires b) Depuis 1990, y compris les transactions entre les nouveaux Länder et l'étranger

c) Variations saisonnières non déduites

d) 1993 et 1994: pour les pays de l'UE, les données sont disponibles avec un important retard à cause d'adaptations dans les statistiques

rapide à partir de mai. Au troisième trimestre, la production industrielle s'est accrue de 3,6% par rapport au trimestre précédent et de 8,8% en comparaison annuelle. La demande étant forte, de nombreuses entreprises ont raccourci leur pause estivale. Elles envisagent avec optimisme l'évolution économique future. Quant aux consommateurs, ils font preuve d'une confiance plus grande.

Au troisième trimestre, l'emploi a cessé de reculer; en comparaison annuelle, il a fléchi de 2,4%. Le taux de chômage est resté inchangé à 11%. En outre, le taux annuel de renchérissement a diminué légèrement pour s'inscrire à 3,7%. Quant aux salaires, ils ont enregistré une hausse de 2,2%.

Les importations ont bénéficié, au deuxième trimestre, des effets de la reprise économique, alors que les exportations ont progressé moins fortement qu'au trimestre précédent. Au premier semestre, les exportations dépassaient de 14,9% leur niveau de la période correspondante de 1993, et les importations, de 10,7%. L'excédent de la balance commerciale a augmenté à 15,2 billions de lires, et le solde actif de la balance courante, à 5,2 billions.

En septembre, le gouvernement italien a présenté son budget pour 1995. Il a l'intention de stabiliser, jusqu'en 1996, l'endettement de l'Etat à 123,5% du produit intérieur brut. Selon le budget, les recettes devraient s'accroître de 21 billions de lires, sans alourdissement de la charge fiscale. Quant aux dépenses, elles devraient fléchir de 27 billions de lires. Compte tenu des mesures prévues, l'excédent primaire du budget (soit le solde, sans les intérêts à payer sur la dette) atteindrait 37 billions de lires. Si l'on inclut les intérêts, le déficit inscrit au budget de 1995 s'élève à 139 billions de lires, soit à 8% du produit intérieur brut. Il est ainsi inférieur au déficit attendu pour 1994. Pour réduire l'endettement, le gouvernement prévoit d'utiliser également des recettes provenant de privatisations.

La Banque d'Italie estime que le projet de budget pour 1995 est trop optimiste. En effet, l'augmentation des taux d'intérêt sera probablement plus forte que ce que le gouvernement a prévu. Selon des estimations de la banque centrale, une

hausse des taux d'intérêt d'un point accroît de 6 billions de lires les intérêts à payer sur la dette.

En août, la Banque d'Italie a resserré sa politique. Elle a relevé de 7% à 7,5% le taux de l'escompte; quant au taux des prises en pension, il a été porté de 7,8% en mai à 8,2% en septembre. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a passé de 7,6% à 8,5%, tandis que les rémunérations à long terme ont augmenté de 8% à 10,4%. En taux annualisés, la masse monétaire M_2 s'est accrue de 4,9% au troisième trimestre. Elle évoluait donc légèrement au-dessous de la fourchette de 5 à 7% choisie comme objectif.

C. Situation économique et monétaire de la Suisse

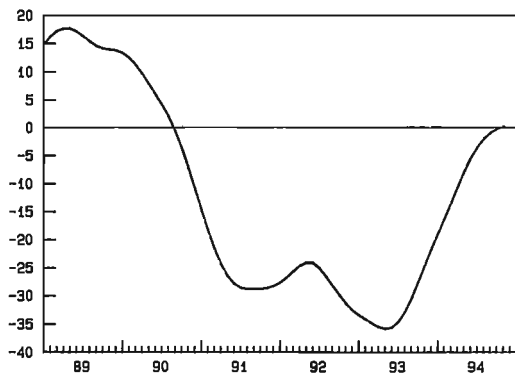
1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

En Suisse, la reprise de la conjoncture a perdu un peu de son dynamisme vers le milieu de 1994. Du deuxième au troisième trimestre, le rythme de croissance du produit intérieur brut réel a été nettement inférieur, en données corrigées des variations saisonnières, à ceux des deux trimestres précédents. Ce produit a toutefois encore augmenté de 2,4% par rapport au troisième trimestre de 1993 (deuxième trimestre: 2,3%). L'affaiblissement de la croissance est dû avant tout aux investissements en biens d'équipement et en constructions, lesquels ont stagné d'un trimestre à l'autre. En revanche, la consommation privée a augmenté plus fortement. Les exportations ont également progressé nettement, après avoir reculé au deuxième trimestre.

L'indice de la marche des affaires dans l'industrie ne s'est amélioré que faiblement au troisième trimestre. Cela s'explique surtout par l'activité des entreprises à vocation exportatrice, qui ont annoncé un ralentissement de la croissance des entrées de commandes et de la production. Cette branche n'a pas continué d'apprécier plus favorablement ses carnets de commandes. Les stocks de produits finis ont reculé toutefois. Le

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



¹ 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

nombre des entreprises à vocation exportatrice qui estiment que leurs stocks sont trop étoffés a également diminué. De leur côté, les industries axées sur le marché intérieur ont enregistré une nouvelle fois une nette hausse de leur production, mais l'expansion de leurs entrées de commandes s'est ralentie. Leurs stocks de produits finis ont progressé légèrement, et un nombre croissant d'entreprises ont considéré ceux-ci comme trop élevés. Dans l'ensemble de l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production s'est maintenu au niveau du deuxième trimestre, soit à 83,8%, en données corrigées des variations saisonnières. En revanche, la part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail a augmenté à 1,7%. Les entreprises industrielles ont annoncé en outre une amélioration de l'emploi par rapport au deuxième trimestre. Pour les mois à venir, elles escomptent une croissance des entrées de commandes. Si les entreprises axées sur le marché intérieur s'attendent à une accélération de l'expansion des commandes, celles qui ont une vocation exportatrice tablent sur un affaiblissement de la progression des entrées de commandes.

Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture – il est établi par le Centre de recherches

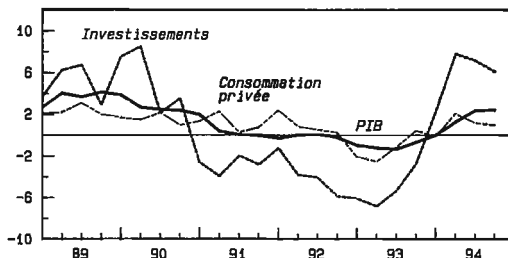
conjoncturelles de l'EPFZ –, qui n'avait pas varié au deuxième trimestre, a retrouvé sa tendance à l'amélioration au troisième trimestre. L'indicateur de la construction, les carnets de commandes de l'industrie des machines et les indicateurs de l'emploi ont été orientés à la hausse. Les indicateurs monétaires ont par contre fléchi un peu.

Consommation

La reprise de la consommation privée s'est accentuée un peu du deuxième au troisième trimestre. Après s'être établie à 1,2%, en termes réels, au deuxième trimestre, la croissance des dépenses de consommation a atteint 1% par rapport au troisième trimestre de 1993.

En l'espace d'une année, le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté de 1,4% en données corrigées des jours ouvrables et en termes réels; il avait fléchi au deuxième trimestre. Les groupes principaux ont toutefois connu une évolution inégale de leurs ventes. Alors que le chiffre d'affaires dans l'alimentation, les boissons et le tabac a progressé de 2,1%, en termes réels, par rapport au troisième trimestre de 1993, celui dans l'habillement et le textile a diminué de 3,1%. Observée au troisième trimestre, la tendance persistante au raffermissement du franc suisse a favorisé une vive expansion des importations. Celles de biens de consommation se sont toutefois accrues de près de 4% en l'espace d'une année, soit nettement moins qu'aux deux trimestres précédents; cette croissance a également été inférieure à celles des autres postes des importa-

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: Office fédéral des questions conjoncturelles

tions. Dans la branche touristique, les nuitées des hôtes suisses n'ont progressé que faiblement, malgré les bonnes conditions climatiques, du deuxième au troisième trimestre. Elles ont même reculé de 1,5% par rapport au troisième trimestre de 1993.

L'indice du climat de consommation, qui est établi par l'Office des questions conjoncturelles, s'est stabilisé au troisième trimestre, après avoir enregistré une amélioration continue depuis le mois de juillet 1993. La stagnation au niveau de juillet a résulté d'évolutions opposées apparaissant dans l'enquête. Si les personnes interrogées ont de nouveau porté une meilleure appréciation sur la conjoncture passée et future et ont donc fait preuve d'optimisme, elles s'attendent à un net relèvement des prix et à une dégradation de leur situation financière à la suite du passage à la taxe sur la valeur ajoutée. Des doutes sont toujours émis au sujet de la sécurité de l'emploi, mais ils sont empreints de nettement moins de pessimisme qu'au trimestre précédent.

Investissements

Au troisième trimestre, les investissements ont stagné au niveau du trimestre précédent en données corrigées des variations saisonnières.

En termes réels, ils s'inscrivaient toutefois 6,1% au-dessus du montant du troisième trimestre de 1993 (deuxième trimestre: 7,1%).

Les investissements en constructions n'ont pas varié du deuxième au troisième trimestre. En l'espace d'une année, ils se sont accrus de 3,4%, contre 3,7% au deuxième trimestre. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les entrées de commandes dans le secteur principal de la construction dépassaient, en termes réels, de 3,8% leur niveau du troisième trimestre de 1993. Le volume des carnets de commandes, qui a diminué légèrement dans l'ensemble, a encore évolué très inégalement suivant les secteurs. Dans la construction de logements, le domaine le plus important du bâtiment privé, les carnets de commandes ont progressé de 13,4% en volume, alors que dans la construction d'immeubles destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services, ils ont marqué une baisse de 24,9%. Les livraisons de ciment et les limites ouvertes dans le secteur privé de la construction ont fléchi légèrement par rapport au deuxième trimestre.

La forte croissance des investissements en biens d'équipement, qui avait été observée au deuxième trimestre, s'est interrompue au troisième trimestre. Ces investissements étaient toutefois de nouveau supérieurs de 11,8%, en termes

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

	1990	1991	1992	1993	1993			1994		
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-11,2	-0,9	6,6	10,2	13,0	18,4
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes ¹	-9,1	7,6	19,7	-4,1	-16,1	2,0	-12,0	16,9	9,1	3,5
Logements construits dans 96 villes ¹	-3,1	1,3	-3,6	-4,1	11,6	-19,5	-8,1	37,7	-2,4	27,5
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	2,0	-4,0	-12,0	-4,0	-5,0	4,0	-3,4	1,0	1,0	-0,2
Secteur privé	-1,0	-10,0	-18,0	1,0	-2,0	13,0	5,2	5,0	7,0	1,0
Secteur public	7,0	4,0	-6,0	-9,0	-8,0	-4,0	-11,2	-4,0	-4,0	-1,6
Renchérissement dans la construction ²	5,8	6,7	4,9	3,8	3,3	3,6	3,5	1,6	1,4	1,3

¹ Depuis le 1^{er} trimestre de 1993, dans 110 villes

² Indice pondéré des coûts de production de la SSE

Sources: Office fédéral de la statistique, Direction générale des douanes fédérales et Société suisse des entrepreneurs (SSE)

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

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1993 ^{a)}			1994 ^{a)}		
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Exportations, volume	4,5	-1,4	4,3	0,6	-1,3	0,2	5,0	5,8	1,4	5,2
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	1,9	-1,2	2,8	-1,7	-4,6	0,2	2,6	9,8	8,4	8,5
biens d'équipement	5,1	-4,0	0,0	-2,2	-4,6	-1,7	4,5	6,5	2,3	5,4
biens de consommation	6,3	1,4	10,6	5,6	5,0	2,1	7,0	1,7	-5,0	2,3
Valeurs moyennes à l'exportation	1,0	2,8	0,7	0,0	0,8	0,7	-0,3	0,2	-0,7	-1,0
Importations, volume	2,7	-1,4	-4,3	-1,2	-3,0	0,0	5,1	9,4	9,6	9,6
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvrés	1,8	-5,2	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	2,9	10,5	8,1	11,3
biens d'équipement	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-11,1	-1,0	6,9	10,2	13,0	18,4
biens de consommation	2,7	2,7	-2,9	1,5	3,0	3,4	5,4	9,5	8,3	3,8
Valeurs moyennes à l'importation	-0,7	0,1	2,2	-2,2	-2,5	-1,2	-2,2	-6,5	-5,4	-4,8

¹ Toutes les données se réfèrent à l'indice IJ qui exclut les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités
^{a)} Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

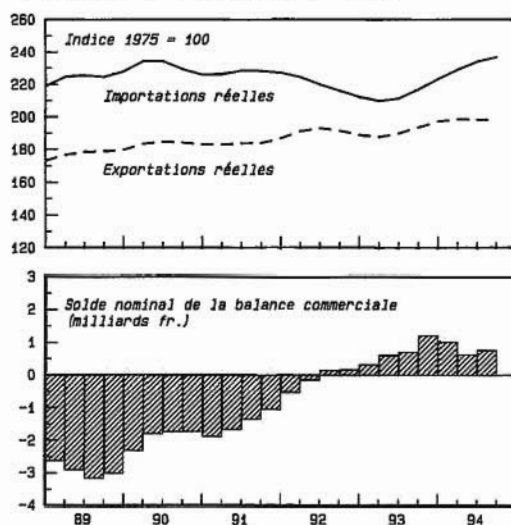
réels, au niveau du troisième trimestre de 1993 (deuxième trimestre: 14,1%). Les importations de biens d'équipement se sont accrues dans une mesure encore plus forte. Cela indique une nouvelle fois qu'une grande partie des biens d'équipement a été importée. Selon les membres de la Société suisse des constructeurs de machines, les entrées de commandes provenant de la clientèle suisse ont enregistré une forte hausse en valeur par rapport au troisième trimestre de 1993. La réserve de travail a augmenté légèrement à 4,8 mois.

Commerce extérieur et balance courante

Les exportations ont progressé nettement, en volume, du deuxième au troisième trimestre, après avoir diminué du premier au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, elles ont augmenté de 5,8%, soit un peu plus fortement qu'au premier trimestre. Cette évolution a découlé surtout de la forte croissance des livraisons à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis (8,5%) ainsi que de biens d'équipement (5,4%). Les ventes à l'étranger de biens de consommation se sont de nouveau accrues en l'espace d'une année; elles avaient reculé au deuxième trimestre. Par rapport aux deux autres groupes principaux, leur rythme d'expansion a toutefois perdu nettement en dynamisme.

Dans l'industrie des machines et la métallurgie, les taux annuels d'expansion des exportations se sont inscrits à 6,3% et à 9,6% au troisième trimestre. De leur côté, les livraisons à l'étranger de l'industrie chimique ne se sont accrues que de

Graphique 11: Commerce extérieur¹



¹ Données cvs et lissées
 Sources: Direction générale des douanes fédérales et Office fédéral des questions conjoncturelles

1,6% en l'espace d'une année. Les différents secteurs de cette industrie ont évolué inégalement. Alors que les ventes de matières premières et de produits de base ont augmenté de 13,2%, celles de produits agro-chimiques ont fléchi de 22,4%. Après avoir baissé de 15,1% au deuxième trimestre, les exportations de l'industrie horlogère ont progressé de 1,7%.

Grâce à l'amélioration de la conjoncture en Europe, les partenaires traditionnels de la Suisse ont repris leur rôle de locomotive. Au troisième trimestre, les exportations vers l'Allemagne et la France ont augmenté de 7% et de 9,9% en valeur et en l'espace d'une année. Les livraisons à l'Italie se sont repliées par contre. Dans l'ensemble, les ventes à l'UE se sont accrues de 4,2%, tandis que celles à l'AELE ont stagné du fait de la faible demande des pays scandinaves. Le rythme de croissance des exportations vers le Japon a dépassé le taux élevé du premier trimestre, puisqu'il s'est inscrit à 17,5%. Si, pour les pays en développement, les livraisons vers le Brésil et les pays du Sud-Est asiatique (à l'exception de Singapour et de la Chine) ont marqué une forte hausse, celles vers les pays de l'OPEP ont reculé. Quant aux

ventes aux pays de l'Europe de l'Est, elles ont augmenté de 16% en chiffres ronds; elles avaient reculé au trimestre précédent.

Du deuxième au troisième trimestre, les importations se sont accrues en volume et en données corrigées des variations saisonnières. En comparaison annuelle, elles ont de nouveau augmenté fortement (9,6%). Les importations de matières premières et de produits semi-finis ont enregistré une accélération de leur croissance (18,4% et 11,3%). Par contre, le rythme d'expansion des biens de consommation et des produits énergétiques s'est ralenti nettement pour s'établir à 3,8% et à 1,7%. Abstraction faite de la livraison d'avions de ligne, qui a été effectuée au troisième trimestre, les importations de biens d'équipement se sont élevées de 14%. Dans le domaine des biens de consommation, les importations de la branche de l'alimentation, des boissons et du tabac ainsi que celles de voitures particulières ont progressé respectivement de 6% et de 16%.

Les prix à l'exportation ont stagné au niveau du troisième trimestre de 1993 (-0,1%), alors que les prix à l'importation ont diminué de 4,8% à cause

Tableau 4: Balance des transactions courantes¹ (balance des revenus)

	1991	1992	1993 ^{a)}	1993 ^{a)}			1994 ^{b)}		
				2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Recettes, total	162,2	165,5	167,4	42,2	41,2	41,7	42,6	40,9	41,9
Exportations de marchandises	90,9	95,3	96,7	24,7	22,5	25,5	24,9	24,4	23,4
<i>Commerce spécial (indice 1)</i>	87,9	92,1	93,3	23,8	21,7	24,6	24,0	23,5	22,6
Autres exportations de marchandises ²	2,9	3,2	3,4	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8
Exportations de services	25,9	26,9	28,3	6,8	8,5	5,8	7,9	6,7	8,4
Revenus du travail et des capitaux	42,1	39,8	38,7	9,7	9,3	9,6	8,7	8,9	9,2
Transferts sans contrepartie	3,4	3,6	3,7	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8
Dépenses, total	147,0	144,3	140,4	35,8	36,1	35,0	33,4	36,0	37,3
Importations de marchandises	98,9	96,3	93,8	24,0	22,4	24,4	23,5	24,2	23,4
<i>Commerce spécial (indice 1)</i>	95,0	92,3	89,8	23,0	21,5	23,4	22,4	23,3	22,4
Autres importations de marchandises ²	3,8	3,9	4,0	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9
Importations de services	13,3	13,9	14,0	3,7	5,6	2,7	2,0	3,7	5,7
Revenus du travail et des capitaux	27,8	26,4	24,6	6,2	6,0	5,9	6,3	6,0	6,2
Transferts sans contrepartie	7,2	7,8	7,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Solde de la balance des transactions courantes	15,1	21,2	27,0	6,4	5,1	6,7	8,9	4,9	4,6

¹ En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis

² Y compris l'énergie électrique

^{a)} Chiffres provisoires

^{b)} Selon de premières estimations

du raffermissement du franc suisse. Les importations de produits énergétiques, qui sont facturés en dollars, ont enregistré le plus net recul, soit 11%.

L'excédent de la balance commerciale s'est maintenu à 0,2 milliard de francs au troisième trimestre. Au total, le solde de la balance des services et celui des revenus de facteurs n'ont également pas varié d'un trimestre à l'autre. L'excédent de la balance des transactions courantes s'est donc de nouveau inscrit à 4,6 milliards de francs. Pour les trois premiers trimestres, il a atteint 18,4 milliards de francs, s'établissant ainsi 2 milliards au-dessous du chiffre de la période correspondante de 1993.

Emploi et marché du travail

Après le net et inattendu repli de l'emploi au deuxième trimestre, le nombre des personnes occupées a augmenté légèrement au trimestre suivant en données corrigées des variations saisonnières. En comparaison annuelle, l'emploi a diminué de 1,6%, contre 3,1% au deuxième trimestre. D'un trimestre à l'autre, il a progressé aussi bien dans l'industrie que dans les services. Un recul de 3,7% et de 1,1% a donc été enregistré en l'espace d'une année dans ces deux secteurs. Celui-ci s'est chiffré à 8% dans l'industrie des machines

et véhicules. Au sein des services, une stagnation des places de travail a été observée dans les banques, tandis que des suppressions d'emplois ont été opérées dans le commerce, les transports et les communications. Dans la construction, l'emploi n'a pas varié d'un trimestre à l'autre, mais aussi en comparaison annuelle.

La hausse de l'indice Manpower de l'emploi, qui est enregistrée depuis le milieu de 1993, s'est atténuée au troisième trimestre. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a progressé légèrement, après avoir stagné au deuxième trimestre.

Le nombre des chômeurs a continué à reculer au troisième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, il a passé de 173 800 au deuxième trimestre à 169 300 au trimestre suivant. Par conséquent, le taux de chômage s'est inscrit à 4,7%. En octobre, 165 000 chômeurs étaient recensés, et le taux de chômage a diminué à 4,6%. Cette baisse s'explique en partie par le fait qu'un certain nombre de chômeurs n'apparaissent plus dans la statistique étant donné qu'ils n'ont plus droit aux allocations de chômage. Selon l'assurance chômage, 3900 chômeurs sont arrivés, en août, en fin de droits. De ce nombre, la moitié est restée recensée durant environ deux mois, alors qu'environ un cinquième a trouvé un nouvel emploi.

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

	1991	1992	1993	1993			1994			1994			
				2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-0,3	-2,6	-2,8	-2,9	-2,5	-1,7	-1,6	-3,1	-1,6				
Indice des personnes occupées à plein temps ¹			-3,4	-3,7	-2,8	-2,2	-2,0	-3,4	-2,1				
Taux de chômage ^{2, 3}	1,1	2,6	4,5	4,3	4,7	5,0	5,1	4,8	4,5	4,6	4,5	4,4	4,4
Chômeurs ³	39 222	92 308	163 135	157 681	168 789	179 403	185 895	172 914	163 629	165 793	164 187	160 908	159 043
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	20 269	34 020	42 046	48 520	28 110	37 456	42 101	26 678	10 302	10 020	9 793	11 094	12 210
Places vacantes annoncées ³	10 549	8 166	5 743	6 912	5 268	4 248	5 201	5 540	5 498	5 580	5 411	5 504	5 107

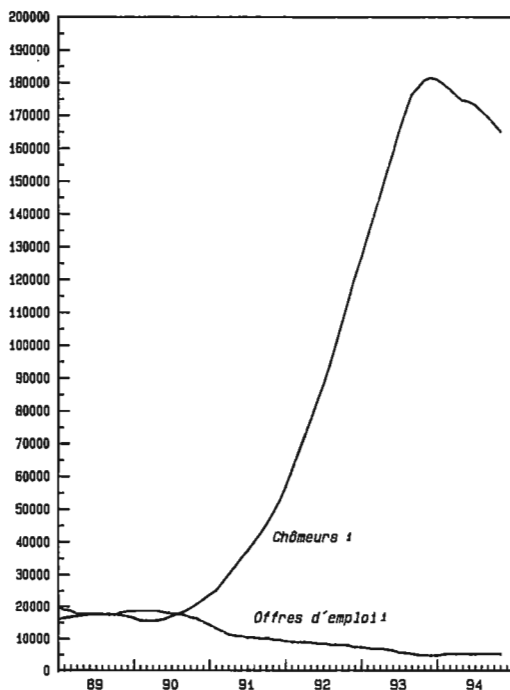
¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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: La Vie économique et OFIAMT

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et sans les valeurs extrêmes
Source: Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers et du travail

Le nombre de chômeurs partiels a fléchi nettement. Il s'est établi à 17 600 au troisième trimestre, contre 42 300 un an auparavant.

Prix

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a passé de 0,7% au deuxième trimestre à 0,6% au troisième. Les prix des biens sont restés presque stables par rapport au troisième trimestre de 1993. Une légère accélération de la hausse des prix a été enregistrée dans l'alimentation, alors que les biens durables sont devenus meilleur marché. Si le renchérissement des services privés s'est maintenu à un bas niveau, soit à 0,4%, celui des services publics a été de 2,1%.

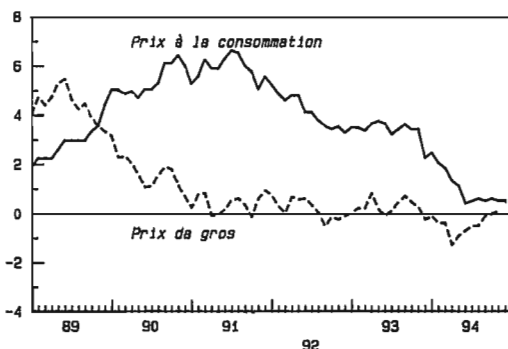
La hausse des prix des biens et des services d'origine suisse s'est repliée à 1%. De leur côté,

les prix des biens et services importés se sont inscrits 0,5% au-dessous du niveau du troisième trimestre. Outre le raffermissement du franc, la baisse des prix des produits énergétiques notamment a contribué à cette évolution.

Le renchérissement s'est inscrit à 0,4% en octobre et à 0,6% en novembre. Les prix des marchandises sont restés stables en novembre par rapport au même mois de 1993, et les prix des services ont augmenté de 1%. La hausse est due surtout aux loyers qui se sont accrus de 0,3% d'une enquête à l'autre. D'août à novembre 1993, les loyers avaient baissé de 0,7%. En décembre, le renchérissement devrait rester à un bas niveau. A la suite du passage à la taxe sur la valeur ajoutée au début de 1995, il faudra toutefois s'attendre, au premier trimestre, à un net accroissement de l'indice des prix.

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la production et à l'importation (indice des prix de l'offre totale) a été de 0,2% inférieur au niveau du trimestre correspondant de 1993. Un repli de 0,7% avait déjà été enregistré au deuxième trimestre. Tandis que l'indice des prix à la production a fléchi de 0,5% en l'espace d'une année, les produits importés ont renchéri du fait de la hausse de 0,6% des prix des matières premières. L'indice partiel des prix des matières premières importées dépassait de 23% son niveau du troisième trimestre de 1993.

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: Office fédéral de la statistique

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1,3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1,4}	Variation en % ²
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,1	2 832	-11,3	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1993 3 ^e trim.	26 514	1,5	2 668	7,3	29 182	0,989	29 517	1,7
4 ^e trim.	27 306	2,3	2 735	4,6	30 041	1,011	29 724	2,8
1994 1 ^{er} trim.	27 408	1,6	2 758	6,4	30 167	1,003 ^P	30 078 ^P	2,7 ^P
2 ^e trim.	27 254	2,1	2 756	5,2	30 009	0,993 ^P	30 231 ^P	2,6 ^P
3 ^e trim.	27 131	2,3	2 599	-2,6	29 730	0,986 ^P	30 142 ^P	2,1 ^P
1994 avril	27 213	1,3	2 729	4,0	29 942	0,995 ^P	30 092 ^P	1,6 ^P
mai	27 280	2,6	2 751	7,6	30 031	0,990 ^P	30 334 ^P	3,5 ^P
juin	27 268	2,4	2 787	4,3	30 055	0,993 ^P	30 267 ^P	2,8 ^P
juillet	27 314	2,3	2 619	2,2	29 933	0,992 ^P	30 174 ^P	2,6 ^P
août	27 065	2,5	2 559	-5,5	29 624	0,982 ^P	30 167 ^P	2,0 ^P
sept.	27 014	2,2	2 620	-4,1	29 634	0,985 ^P	30 085 ^P	1,8 ^P
oct.	26 970	1,5	2 510	-5,9	29 480	0,985 ^P	29 929 ^P	0,9 ^P
nov.	27 068	1,1	2 616	-5,6	29 684	0,991 ^P	29 954 ^P	0,4 ^P

¹ Moyenne des valeurs mensuelles; en regard des mois figurent des moyennes des valeurs journalières

² Par rapport à l'année précédente; en regard des années figurent les variations du quatrième trimestre au quatrième trimestre précédent

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

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

⁵ Pour 1989, l'objectif se réfère à la moyenne des douze taux de variation annualisés, calculés par rapport à la valeur moyenne de la monnaie centrale désaisonnalisée au quatrième trimestre de 1988, moyenne qui est centrée sur novembre; selon cette méthode de calcul, la variation est de -1,9%

^P Chiffres provisoires

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

La croissance de la monnaie centrale désaisonnalisée s'est encore ralentie au troisième trimestre. En moyenne, elle atteignait 30 142 millions de francs, dépassant ainsi de 1,4% le niveau du quatrième trimestre de 1993 (1,9% en taux annualisé). La Banque nationale avait prévu un montant de 30,3 milliards de francs. L'écart de 160 millions de francs s'explique principalement par la faiblesse inattendue de la demande d'avois en comptes de virements de la part des banques. S'inscrivant à 2,6 milliards de francs, les avois en comptes de virements ont été de 2,6% inférieurs au niveau du troisième trimestre de 1993. De même, les billets en circulation ont augmenté moins fortement que prévu, mais la différence est modeste. Au troisième trimestre, les billets en circulation se sont inscrits à 27,1 milliards de francs, soit 2,3% au-

dessus du niveau du trimestre correspondant de 1993.

Parallèlement à la monnaie centrale, l'expansion des agrégats monétaires au sens large s'est ralentie également. En données corrigées des variations saisonnières, les masses monétaires M_1 et M_3 se sont maintenues, au troisième trimestre, au niveau du début de 1994. En comparaison annuelle, les agrégats au sens large ont eu de nouvelle tendance à s'harmoniser après avoir enregistré des évolutions fortement divergentes de 1989 à 1993 du fait de transformations dues aux taux d'intérêt. Avec la stabilisation des taux d'intérêt au premier trimestre de 1994, ces transformations ont cessé peu à peu. La masse monétaire M_1 dépassait, au troisième trimestre, de 4,5% son niveau de la période correspondante de 1993 (deuxième trimestre: 6%). La masse monétaire M_2 s'est établie par contre 1,3% au-dessous du chiffre enregistré un an auparavant (deuxième tri-

mestre: -1,5%), les dépôts à terme ayant poursuivi leur repli. Quant à la masse monétaire M_3 , qui est formée de M_2 et des dépôts d'épargne, elle a augmenté de 4,9% (6,5%).

Graphique 14: Suisse

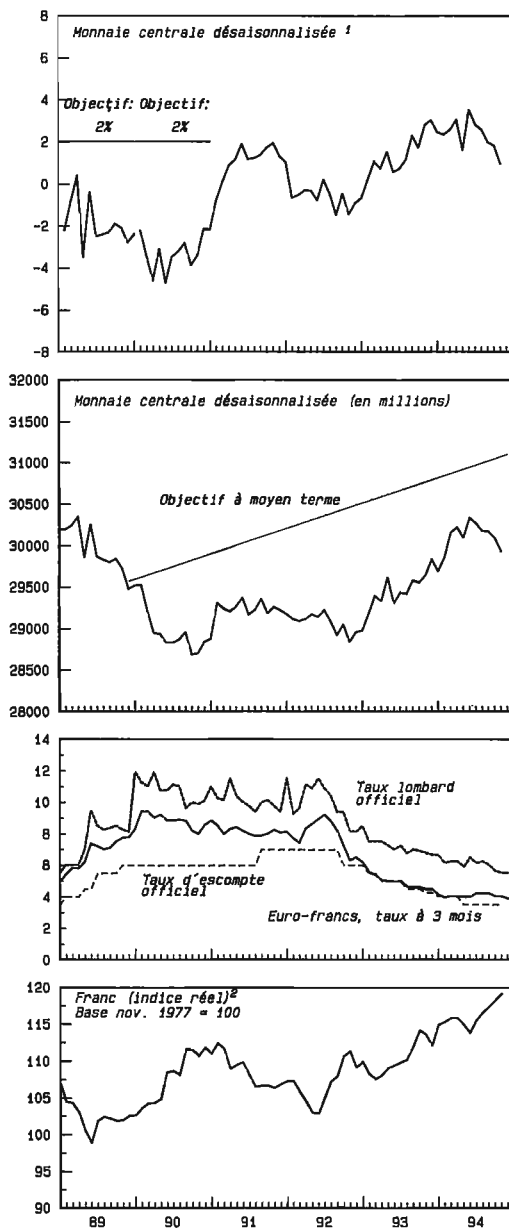


Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M_1	M_2	M_3
1989	-5,5	20,1	6,2
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	-0,1	0,5	2,8
1993	9,3	-7,9	4,8
1993 3 ^e trim.	11,4	-10,3	4,8
4 ^e trim.	9,8	-8,4	6,2
1994 1 ^{er} trim. ²	9,7	-4,1	7,3
2 ^e trim. ²	6,0	-1,5	6,5
3 ^e trim. ²	4,5	-1,3	4,9
1994 avr. ¹	6,0	-2,9	6,5
mai ²	6,5	-1,1	6,7
juin ²	5,6	-0,5	6,5
juillet ²	4,9	-1,6	5,3
août ²	3,9	-1,6	4,7
sept. ²	4,8	-0,8	4,8
oct. ²	0,9	-1,4	4,0

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

² Chiffres provisoires

M_1 = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M_2 = M_1 + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M_3 = M_2 + dépôts d'épargne

Marché monétaire

La plupart des rémunérations à court terme se sont inscrites, en moyenne du troisième trimestre, juste au-dessus de leur niveau du deuxième trimestre. Vers la fin du mois de septembre, elles ont toutefois diminué jusqu'à 0,5 point de pourcentage. Après être restées en grande partie inchangées en octobre, elles ont encore fléchi légèrement en novembre. Le taux de l'argent au jour le jour a reculé dans la plus forte mesure, s'établissant à 3,4%, contre 4% en juillet. Ce mouvement

¹ Pour 1989: les variations de la monnaie centrale désaisonnalisée sont calculées en taux annualisé, par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre. Depuis 1990: les variations de la monnaie centrale désaisonnalisée sont calculées par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Objectifs:

Pour 1989: voir remarque 5 du tableau 6

Pour 1990: variation du 4^e trimestre 1989 au 4^e trimestre suivant

Objectif à moyen terme: sentier de croissance de 1% par an en moyenne

² Cours pondéré par les exportations

reflète notamment la faible demande des banques en avoirs en comptes de virements. De juillet à novembre, les taux des fonds à trois mois ont baissé de 0,3 point, passant à 3,8% sur le marché des euro-francs, à 3,5% dans les grandes banques et à 3,9% pour les créances comptables à court terme sur la Confédération. Le taux officiel de l'escompte est resté inchangé à 3,5%.

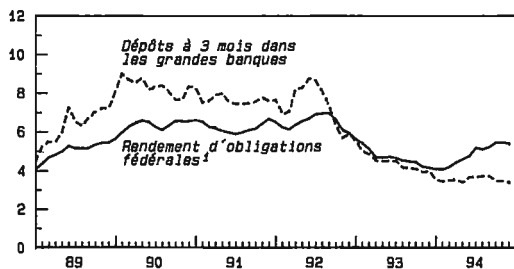
Comme les taux servis sur les placements en dollars et en marks ont augmenté, l'écart entre ces taux et les rémunérations suisses s'est creusé. Le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-marks dépassait, en novembre, de 1,2 point le taux suisse correspondant, contre 0,6 point en juillet. Par rapport au dollar, la différence d'intérêt a même passé de 0,5 à 1,9 point.

Marché des changes

Après un léger affaiblissement en juillet, le franc suisse s'est encore raffermi dans les trois mois suivants. La faiblesse persistante du dollar et l'évolution incertaine des monnaies en Europe ont contribué à cette revalorisation.

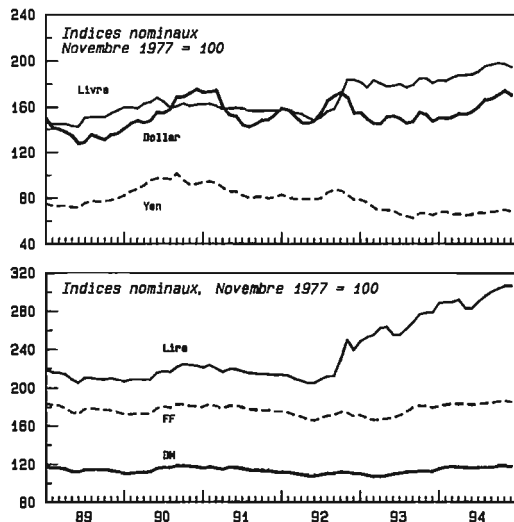
A fin septembre, le franc a atteint un record face au mark puisque le cours de la monnaie allemande s'est établi à fr. 82,72. Un léger repli a été enregistré jusqu'à fin novembre. A ce moment-là, le cours du mark s'élevait à fr. 84,70. Le franc a fluctué de la même manière vis-à-vis des autres monnaies participant au mécanisme de change du SME.

Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt



¹ 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.

Graphique 16: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

Il a également gagné du terrain par rapport aux monnaies ne participant pas au mécanisme de change du SME. De juillet à septembre, le franc s'est revalorisé de près de 4% face à la livre sterling, cette dernière s'établissant parfois au-dessous de 2 francs. La livre s'est raffermie par la suite et s'est inscrite, à fin novembre, à peu près au niveau du début du troisième trimestre. Face à la lire italienne, le franc a haussé de 3,5% durant le même laps de temps.

Vis-à-vis du dollar, le franc a continué à se revaloriser fortement. De début juillet à fin octobre, le franc a progressé de 8%. Le redressement du dollar, de fin juillet à début septembre, n'a revêtu qu'un caractère provisoire. En octobre, le dollar a de nouveau été soumis à des pressions à la baisse et s'est établi à son niveau le plus bas de l'année, soit à fr. 1,24. Après des interventions répétées des autorités monétaires américaines sur les marchés des changes et le relèvement en novembre des taux directeurs, le dollar s'est redressé pour atteindre fr. 1,32 à la fin de ce mois. Vis-à-vis du yen, le franc a également perdu du terrain en novembre; auparavant, il s'était apprécié fortement. A fin novembre, le cours du yen s'établissait à fr. 1,34 pour 100 unités, soit à peu près au même niveau qu'au début du mois de juillet.

Après la légère baisse au deuxième trimestre, le cours réel du franc, pondéré par les exportations, s'est redressé nettement au troisième trimestre. L'indice de ce cours dépassait de 4,6% le niveau de la période correspondante de 1993. En termes réels, le franc a haussé face à toutes les monnaies importantes en l'espace d'une année. La progression a été de 10,2% par rapport au dollar, de 8,1% vis-à-vis de la lire italienne, de 6,9% face à la livre sterling et de 5,6% par rapport au yen, mais de 2,2% seulement face au mark allemand et au franc français.

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

Si les rémunérations à court terme ont généralement diminué un peu au cours du troisième trimestre, les rendements ont progressé sur le marché des capitaux. Sur le marché secondaire, le rendement moyen des obligations fédérales s'est inscrit à 5,3% au troisième trimestre, dépassant ainsi de 0,8 point le niveau de la période précédente. Il a atteint 5,5% en octobre, mais s'est replié par la suite pour s'établir à 5,3% à fin novembre. Depuis le milieu de l'année, l'écart entre les rémunérations à long et à court terme s'est creusé nettement. Mesuré aux rendements des emprunts à long terme et des créances comptables à trois mois sur la Confédération, il a passé de 0,9 à 1,6 point.

Les taux d'intérêt des bons de caisse nouvellement émis, qui avaient augmenté de 0,8 point entre avril et juillet, se sont encore accrus de 0,3 point jusqu'en novembre. Dans les banques cantonales, ils se sont établis à 5,2% en moyenne de novembre, les rémunérations des bons de 7 à 8 ans étant de 0,5 point supérieures à celles des bons de 3 à 4 ans. En dépit des rendements plus élevés sur les obligations, les banques ont, depuis le mois de mai, maintenu à 5,5% les taux de leurs anciennes et nouvelles hypothèques en premier rang et à taux variable. De même, la rémunération que les banques cantonales offrent sur leurs dépôts d'épargne est restée à 3,3% depuis le milieu de l'année.

Sur le marché suisse des actions, les cours ont eu encore tendance à se replier un peu. A fin novembre, le Swiss Performance Index était de 2% in-

férieur au niveau du milieu de l'année mais aussi au chiffre observé un an auparavant.

Les émissions d'obligations et d'actions effectuées sur le marché suisse des capitaux ont totalisé 15,6 milliards de francs au troisième trimestre, diminuant d'environ un tiers en l'espace d'une année. Le prélèvement d'argent frais par des débiteurs suisses a reculé de 40% pour s'inscrire à 6 milliards de francs. Après les remboursements d'un montant de 3,4 milliards, le prélèvement d'argent frais que des débiteurs suisses ont opéré sur le marché des capitaux s'est établi à 2,6 milliards de francs, contre 6,4 milliards au troisième trimestre de 1993.

Exportations de capitaux

Au troisième trimestre, les autorisations délivrées en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 10,7 milliards de francs. Ainsi, elles ont diminué d'environ un quart en l'espace d'une année, après avoir déjà reculé au deuxième trimestre. Les emprunts et les crédits ont évolué de manière semblable, de sorte que la part des emprunts à l'ensemble des exportations de capitaux soumises à autorisation est restée inchangée à 88%.

Le volume des emprunts ordinaires («straights») a été nettement supérieur aux chiffres des deux trimestres précédents, mais s'est toutefois inscrit 12% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Les emprunts assortis de droits d'option ou de conversion ont fléchi de 48% dans le même temps pour s'établir à 2,6 milliards de francs. Les émissions de débiteurs japonais se sont repliées dans une mesure particulièrement forte. La part de ces emprunts au volume total des émissions a donc passé de 39% à 27%. Il s'agit là du taux le plus bas depuis le quatrième trimestre de 1992. Quant à la part des placements privés, à savoir 49%, elle a été un peu inférieure au niveau observé un an auparavant.

La part des débiteurs d'Europe occidentale au total des exportations de capitaux soumises à autorisation a passé de 55% à 50% en l'espace d'une année. Celle de l'Amérique du Nord a augmenté de 12% à 17%, alors que les parts du Japon et des Caraïbes ont fléchi. Les organisations internationales de développement ont recouru, pour la pre-

Tableau 8: Exportations de capitaux autorisées (en millions de francs)

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1992	27 697,0	8 820,7	975,3	37 493,0
1993	45 962,6	7 488,8	826,7	54 278,1
1993 1 ^{er} trim.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2 ^e trim.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8
3 ^e trim.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6
4 ^e trim.	13 729,3	1 323,5	101,5	15 154,3
1994 1 ^{er} trim.	11 050,4	1 662,5	50,0	12 762,9
2 ^e trim.	6 023,3	1 547,2	165,0	7 735,5
3 ^e trim.	9 450,8	1 104,5	191,8	10 747,1

¹ Y compris les emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies ainsi que les «notes»

mière fois depuis le quatrième trimestre de 1993, au marché suisse des capitaux. Leur part était de 2%, contre 8% un an auparavant.

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignaient 1181,2 milliards de francs à fin septembre 1994. Elle a progressé de 3,8% en l'espace d'une année. Abstraction faite des fluctuations du dollar, une croissance de 5,5% aurait été enregistrée.

A la fin du troisième trimestre, les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) totalisaient 134,2 milliards de francs. Ils dépassaient de 7,5% le montant observé un an auparavant. Le taux annuel de croissance des placements financiers nets s'est replié nettement au cours du troisième trimestre. Les titres, qui représentent le poste le plus important des placements financiers nets, ont enregistré un ralentissement particulièrement marqué de leur expansion. A fin septembre, ils s'inscrivaient 8% au-dessus du niveau observé un an auparavant; au deuxième trimestre, leur hausse avait encore été de 23,5%. Une croissance sensiblement moins rapide que précédemment a également caractérisé les autres composantes. Les disponibilités ont fléchi de 2,2% entre fin septembre 1993 et fin septembre 1994; à fin juin, leur rythme annuel d'expansion était encore de 4,5%. Pour la période d'application allant du 20 août au 19 septembre, le degré de liquidité I des banques (dispo-

nibilités en pour-cent des fonds exigés) s'est inscrit à 122%. Les effets de change et papiers monétaires ont augmenté de 17,2% en l'espace d'une année, contre 21,6% à la fin du deuxième trimestre. De fin septembre 1993 à fin septembre 1994, les banques ont de nouveau emprunté davantage de fonds à des établissements sis à l'étranger qu'elles n'en ont placé auprès de ceux-ci. Aussi le solde négatif des opérations interbancaires (avoirs en banque moins engagements en banque) a-t-il continué à se creuser. A fin septembre, il se chiffrait à 26,6 milliards de francs, contre 20,4 milliards à fin juin et 22,1 milliards à fin septembre 1993.

Les crédits ont progressé de 0,9% en l'espace d'une année pour s'inscrire à 712 milliards de francs à fin septembre. La légère croissance est due à la baisse du dollar et à la toujours faible demande de crédits en Suisse. A fin septembre, les crédits à la clientèle suisse dépassaient de 2% leur niveau observé un an auparavant. Ainsi, cette croissance s'est inscrite nettement au-dessous du rythme moyen d'expansion enregistré depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale (4%). Toutefois, une tendance à l'accélération s'est dessinée depuis fin 1993, puisque l'accroissement était de 0,9% en décembre 1993, de 1,3% en mars, de 1,4% en juin et de 2% en septembre. Alors que les placements hypothécaires se sont accrus de 3,2%, le poste groupant les comptes courants débiteurs ainsi que les avances et prêts à terme fixe a diminué de 1,2%. En l'espace d'une année, les crédits de construction ouverts ont fléchi de 1,3%, et les crédits de construction

Tableau 9: Bilans bancaires

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

	1990	1991	1992	1993		1994			Etat (mrds fr.)
				3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	
Somme des bilans	4,5	3,2	3,1	3,9	5,8	5,6	3,6	3,8	1181,2
Placements financiers nets¹	-9,5	-0,1	16,4	18,1	13,1	11,2	19,0	7,5	134,2
Disponibilités	-3,2	-2,0	-2,6	-8,9	0,7	11,2	6,2	-2,2	9,6
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)</i>	<i>-10,4</i>	<i>-15,4</i>	<i>-8,2</i>	<i>-22,8</i>	<i>-26,7</i>	<i>-32,4</i>	<i>-20,3</i>	<i>-26,6</i>	<i>-26,6</i>
Effets de change et papiers monétaires	28,9	-13,1	16,5	4,5	2,1	15,8	21,6	17,2	38,1
Titres	-5,0	13,8	5,8	44,9	43,1	33,8	23,5	8,0	113,1
Crédits	7,8	5,8	1,8	1,3	1,6	1,0	-0,4	0,9	712,0
Crédits à des résidents	8,7	4,4	1,7	0,9	0,9	1,3	1,4	2,0	555,9
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	8,8	2,5	0,2	-0,9	-2,8	-2,3	-2,3	-1,2	241,0
Hypothèques	8,2	5,1	3,5	2,0	1,8	2,5	2,9	3,2	292,6
Crédits à des non-résidents	4,5	15,1	2,3	2,9	3,8	-0,1	-6,2	-2,9	156,2
Crédits de construction									
Limites	-0,7	-5,6	-5,8	-11,6	-12,4	-6,5	-2,3	-1,3	31,4
Montants utilisés	18,6	4,6	-0,8	-12,2	-13,5	-12,2	-9,9	-9,0	17,1
Fonds de la clientèle	4,9	4,7	3,5	2,8	2,8	2,6	3,5	3,8	765,5
Créanciers à vue	-8,4	-1,9	5,1	18,0	19,5	12,5	3,9	1,2	94,0
Créanciers à terme	13,2	5,8	2,3	-8,3	-8,4	-2,8	3,5	6,8	285,1
Fonds d'épargne	-4,8	5,5	7,4	23,1	21,5	15,8	12,5	9,6	219,8
Obligations de caisse, emprunts obligataires et lettres de gage	9,7	5,3	1,1	-4,5	-4,8	-7,9	-6,9	-6,0	166,6
Opérations fiduciaires	5,5	-0,3	0,6	-5,5	-11,0	-13,6	-11,6	-6,1	267,5

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

effectivement utilisés – l'utilisation du crédit vient quelque temps après l'octroi de la limite –, de 9%. Le recul de 2,9% des crédits à la clientèle étrangère s'explique avant tout par l'affaiblissement du dollar. Abstraction faite des fluctuations du dollar, ces crédits se seraient accrus de 2%.

A la fin du troisième trimestre, les fonds de la clientèle atteignaient 765,5 milliards de francs. Ils ont augmenté de 3,8% en l'espace d'une année. Les différentes catégories de fonds de la clientèle ont évolué inégalement. Les fonds d'épargne ont marqué une nouvelle fois la plus forte hausse (9,6%). La croissance des créanciers à terme a également été vigoureuse (6,8%). Il convient de relever à ce propos que la circulaire de la Commission fédérale des banques concernant la couverture en fonds propres des prêts de titres et des opérations de mise et de prise en pension est entrée en vigueur le 31 décembre 1993. La comptabilisation, à partir de cette date, de titres empruntés à terme par les banques a encore relevé le taux

annuel de croissance des créanciers à terme. Abstraction faite des positions non monétaires (les métaux précieux et, depuis décembre 1993, les engagements découlant de prêts de titres), les créanciers à terme se sont élevés de 3% de fin septembre 1993 à fin septembre 1994. Dans le même laps de temps, les créanciers à vue ont augmenté de 1,2%. La diminution de 6%, enregistrée par le poste «Obligations de caisse, emprunts obligataires et lettres de gage», a résulté de la forte baisse des obligations de caisse. L'attrait de ces dernières a été atténué par le très faible écart de rendement entre ces bons et les fonds d'épargne et par la charge fiscale accrue à laquelle les obligations de caisse de longues durées sont soumises depuis la révision de la loi sur les droits de timbre.

A fin septembre, les fonds placés à titre fiduciaire par les banques étaient inférieurs de 6,1% au niveau enregistré un an auparavant. Les fonds fiduciaires provenant de résidents ont reculé de 4,6%, et ceux de la clientèle étrangère, de 6,6%.

A Guide to Nominal Feedback Rules and their Use for Monetary Policy

Michael J. Dueker and Andreas M. Fischer*

1. Introduction

Economic theory suggests that monetary policy tends to have an inflationary bias when a discretionary monetary policy is pursued (Barro and Gordon, 1983). This bias can be eliminated if the monetary authority is able and willing to pre-commit itself to a policy rule that would ensure price stability in the long run. In practice, monetary authorities are unwilling to renounce the discretionary powers and adhere strictly to a rule, but they could still benefit by using the rule as a guide for policy discussion. Under such an approach, the policy rule provides information that would help make short-run policy decisions consistent with the long-run goal of price stability.

Nominal feedback rules (NFR), first suggested by McCallum (1987), are one form of policy rules that have recently received considerable attention.¹ The primary motive for NFRs is to overcome the shortcomings of Friedman's constant money growth rule, which does not take into account changes in the velocity of money. The NFRs are designed to be model free such that the monetary authority does not need to rely on a specific model of the economy in order to implement them. The novel feature of the NFR is its feedback mechanism which specifies precise adjustments in the policy instrument when the nominal target variable deviates from its desired path.

The purpose of this paper is to provide a nontechnical description of NFRs and their use for monetary policy. The recent spate of studies with NFRs has primarily assessed a rule that defines the monetary base as the instrument and nominal GDP as the nominal target, however the scope of NFRs

permits other specifications. NFRs can be used to simulate fluctuations in nominal variables of interest, or to indicate the current stance of actual monetary policy and provide the monetary authorities a reference for setting monetary policy. This survey discusses both uses for NFRs, however greater attention is given to the indicator model with an empirical illustration for Switzerland.

The indicator model aims to inform policymakers on a timely basis of the likely effect of current changes in the policy instrument on the baseline inflation rate. The baseline rate of inflation is defined as a policy-implied, short-term trend rate of inflation. Thus, if the baseline rate of inflation is considered to be too high, policymakers would like to know if their current actions are geared towards reducing it gradually so as not to destabilize the real economy and financial markets.

The structure of the paper is as follows. The next section presents a framework for NFRs. Section three reviews the normative studies using NFRs which attempt to show how well NFRs could stabilize the growth of the nominal target variable around its desired path. Section four highlights the use of NFRs as indicator models. These positive exercises demonstrate how the indicator models with nominal feedback can be used as a reference guide for monetary policy. Evidence regarding the potential effectiveness of the indicator model as a policy indicator for the Swiss monetary base is discussed in the fifth section.

2. A Framework for Nominal Feedback Rules

To illustrate the principal features of the NFR, a framework is presented that links the instrument variable with the nominal target. The system or model is atheoretic and is based completely on lagged information. The first feature of an NFR is that it defines a long-run target path for the nominal target variable. Another key feature is the incorporation of forecasts of the relationship be-

* Federal Reserve Bank of St. Louis and Swiss National Bank, respectively. This article was written while Dueker was a Visiting Scholar in the Economic Studies Section of the Swiss National Bank.

¹ Alternative names for the NFRs are adaptive or McCallum rules, however throughout the text we will use the name NFR.

tween the policy instrument and the nominal target variable. The third key feature is the specification of the speed with which policy will adjust in response to a gap between actual and desired levels of the nominal target variable. A generic feedback rule, with all variables in logs, takes the form:

$$\Delta y_t = \lambda_0 - \Delta(x-y)_{t|t-1} + \lambda_1 (x^* - x)_{t-1} \quad (1)$$

$$\Delta x^*_t = \lambda_0 \text{ for all } t \quad (2)$$

Equation (1) represents the NFR and consists of four elements: the policy instrument that the monetary authorities can control, y_t ; the nominal target variable, x_t ; the baseline growth rate for the nominal target variable, λ_0 ; a forecast of the relationship between the nominal target and the instrument, $\Delta(x-y)_{t|t-1}$; and a feedback parameter, λ_1 . Equation (2) defines the baseline level, x^*_t , to be a function of the baseline growth rate, λ_0 , and the previous baseline, x^*_{t-1} . The key aspects of equations (1) and (2) are discussed below in greater detail.

Controllable Instruments

The NFR assumes that the dependent variable in equation (1) is a controllable instrument of the monetary authorities. This narrows the choice of instruments to be either the monetary base, the exchange rate or a short-term interest rate. Empirical studies have focused on either the monetary base or the interest rate as the instrument variable. In the empirical illustration of an indicator model for Switzerland we use the monetary base as the central bank's control variable to conform with the base targeting policy of the Swiss National Bank. In many other countries, the central bank uses a short-term interest rate as its policy instrument. The influence of lagged changes in the instrument is not modelled directly in equation (1), but they may have an indirect influence in the forecasts. Changes in the instrument are dictated by the right-hand-side components of the NFR model. Therefore, changes in the instrument, y_t , are not necessarily associated with changes in the objectives of policy; instead, they may be due to a narrowing or widening of the gap in $(x^* - x)_{t-1}$, or to the forecasted effect of policy actions on the growth of the nominal target variable.

The Role of Forecasts in Feedback Rules

NFR models include forecasts of the ratio between the nominal target variable, x_t , and the instrument, y_t , to identify the change in the instrument believed to be consistent with the monetary authority's pre-committed nominal target. The forecast provides information regarding both the current instrument setting and the current period's desired rate of growth in the nominal target variable $\Delta x_{t|t-1}$. This period's desired rate of growth in x can differ from λ_0 , because of the need to correct a gap between the actual and baseline levels of x . The current period value can be obtained by subtracting Δy_t ($= \Delta y_{t|t-1}$) from both sides of equation (1) and bringing $\Delta x_{t|t-1}$ to the other side, yielding the expression:

$$\Delta x_{t|t-1} = \lambda_0 + \lambda_1 (x^* - x)_{t-1}$$

One way to make the forecasts is to take a moving average of $\Delta(x-y)$. McCallum (1987) uses this strategy to produce four-year moving average (MA) forecasts of base velocity growth. The attractive feature of the MA forecasts is that they are simple to produce and can be easily verified by the public. Dueker (1993a) and Thornton (1993), however, show that simulation exercises with equation (1) are sensitive to the choice of the forecast specification. Dueker (1993a,b) uses an alternative forecasting technique: a time-varying coefficient model with heteroscedastic errors. The primary advantage of forecasts from a time-varying coefficient model, relative to MA forecasts, is that the forecasting information set includes not only past values of the dependent variable, but also a host of explanatory variables. Moreover, the forecasts can adapt to structural breaks in the relationships between the dependent and explanatory variables. The same forecasting method is used in the indicator model of Dueker and Fischer (1994a), which is discussed in section 5.

Feedback Mechanisms

The feedback mechanism is defined generally in terms of the long-run nominal target variable. The gap, $x^* - x$, acts as an error correction mechanism, in that the model allows for corrective feedback when values of x_{t-1} deviate from the baseline value

x^*_{t-1} . As in error correction models, NFR models are confronted with a tradeoff between gradualism and immediate restoration of the target. Small values of the feedback parameter, λ_1 , provide little in the way of corrective adjustments. Setting λ_1 equal to zero results in period-by-period targeting of growth in x_t at the rate λ_0 . Values of λ_1 that are too large, on the other hand, can result in over-correction in the form of explosive oscillations that are dynamically unstable. Valid NFRs should not exhibit instrument instability, which is the tendency for the instrument to oscillate explosively. Instrument instability is an important criterion for selecting a feedback parameter, λ_1 , especially when the NFR model is used for policy simulation. We emphasize, however, that instrument instability presents a problem primarily when an NFR model is simulated as an inviolable rule, rather than used as an indicator model.²

A NFR model can achieve a greater degree of realism if it acknowledges that policy makers have multiple objectives to which they do not attach constant weights. If a central bank has more than one objective, say price stability and minimizing uncertainty in financial markets, it is possible to introduce a second feedback mechanism and equation (1) becomes:

$$\Delta y_t = \lambda_0 - \Delta(x-y)_{t-1} + \lambda_1 (x^* - x)_{t-1} + \lambda_2 (z^* - z)_{t-1} \quad (1')$$

Dueker and Fischer (1994a,b) consider the case where a central bank pursues the dual objectives of price and exchange rate stability. In this case, λ_1 and λ_2 represent the feedback parameters in the price and the exchange rate feedback mechanisms. To add further realism by allowing the importance attached to each objective to change over time, Dueker and Fischer (1994a,b) permit the values of the two feedback parameters to vary over time. More detailed discussion of this model is deferred to section 4.

In general, one can think of z_t as a variable that receives the attention of the monetary authority over

relatively short-run horizons, after which attention returns to the long-run nominal target x . The case where x_t is the price level and z_t is some measure of financial market volatility or imbalance is a good example. The specification of equation (1') itself suggests this ranking of policy objectives: In the long run all gaps between actual and desired levels will be zero, so the long-run policy goal is to have the nominal target variable x_t grow at a rate equal to λ_0 .

Revised Baseline Paths

The model described above may be overly influenced by the assumption that the monetary authority will relentlessly pursue a levels target for x_t without making allowances for past surprises, as in equation (2). One obvious alternative would be to aim for growth in x_t at the rate λ_0 period-by-period, rather than try to correct unexpectedly strong or weak past growth. McCallum (1994) has proposed bridging these two polar cases by making this period's baseline level for x_t a weighted average of last period's actual and baseline levels:

$$x_t^* = \lambda_0 + \delta x^*_{t-1} + (1 - \delta) x_{t-1} \quad (2')$$

If $\delta = 1$, past surprises are always corrected and never accommodated. On the other hand if $\delta = 0$, they are never corrected and immediately accommodated. Gradual accommodation takes place if δ is between zero and one. The accommodation of past surprises is called rebasing.

It may seem preferable to treat all past shocks immediately as bygones, which could be accomplished by setting $\delta = 0$. This sort of rebasing has been favored by McCallum (1993, 1994) and Feldstein and Stock (1993) for the following reason: Instrument instability would be reduced for any given value of the feedback parameter λ_1 and it should be possible to use larger feedback values, implying stronger feedback to the most recent developments, without inducing instrument instability. McCallum (1993) finds in his simulation exercise for Japan that some degree of rebasing $\delta = 0.2$ can reduce the variance of the nominal target variable around the defined target path. One shortcoming of equation (2') is that δ is defined to be constant over time.

² The stability conditions for the instruments are not analytically specified in the simulation exercises.

3. Policy Simulations with Nominal Feedback Rules

The most widely analysed NFR for policy simulation is McCallum's rule, where x_t and b_t denote nominal GNP and the monetary base for the United States:

$$\Delta b_t = 0.00739 - (\%)(x_{t-1} - b_{t-1} - x_{t-17} + b_{t-17}) + .25(x^* - x)_{t-1} \quad (3)$$

The target value of x_t is allowed to increase each quarter by 0.00739, so the target level of nominal GNP increases by 3 percent per year, a rate close to the rate of long-term annual growth in real GNP, in which case average inflation would be approximately zero. The second term acts as a velocity forecast, which subtracts a magnitude equal to the average growth rate of base velocity over the previous four years. McCallum (1994) argues that such an average provides a correction for long-lasting changes in velocity stemming from regulatory and technological change. Cyclical influences are accounted for by the last term. A stimulative increase in base growth is called for when the previous quarter's level of nominal GNP is below its target value. To show that McCallum's rule would be able to keep nominal GNP close to a steady target growth path and that the fluctuations around the mean growth rate would be relatively small, simulations are conducted that include shocks in a system consisting of the rule (3) and an equation depicting the response of x_t to the rule-generated values of b_t :

$$\Delta x_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta x_{t-1} + \alpha_2 \Delta b_t + error_t \quad (4)$$

In McCallum's simulation exercises, the monetary base enters directly in the equation for nominal output. Since in the macroeconomics profession there is no agreed upon model that tracks short-run dynamic behavior of aggregate supply in response to monetary actions, McCallum's strategy is to simulate his rule (3) with a variety of different models for nominal output (4). In his study of the U.S. economy he uses two atheoretic single-equation specifications, several vector autoregressive systems, and three structural models inspired by the real business cycle theory of Kydland and Prescott, the "monetary misperceptions" theory of Lucas and Barro, and the Keynesian theory based on the Phillips curve.

The simulated root-mean-squared-error between nominal GNP and its target level is used to illustrate how application of the rule could stabilize nominal GNP growth. With his simulations for various structural models, McCallum suggests that if the Federal Reserve had followed his rule, the United States would have had smaller fluctuations in nominal GNP and would have experienced zero inflation on average.³

International evidence for McCallum's rule is somewhat mixed. Hall (1990) applied McCallum's rule with a feedback value of 0.25 to the USA, Canada, Japan and Germany. He found that if the United States and Canada had followed McCallum's rule, significant reductions in inflation could have been achieved. In contrast, simulations of the rule for West Germany and Japan indicated that the rule would have increased nominal GNP variability around the trend. Hall's results show that modification of the rule's specification is often needed. One reason for Hall's disappointing results rests on the choice of the feedback value. McCallum (1993) finds that a higher feedback value than 0.25 is needed for Japan.

Judd and Motley (1992, 1993) and McCallum (1990a, 1993, 1994) have explored an alternative feedback rule in which the central bank changes the short-term interest rate in response to divergence between actual and targeted nominal GDP growth rates. These authors specified a short-term interest rate as the instrument, because it is controllable in the short-run and because various central banks, notably the Federal Reserve, have shown a preference over the years for operating through such an instrument rather than a reserves aggregate. The rule examined is specified as follows:

$$\Delta R_t = \lambda (\Delta x - \Delta x^*)_{t-1} \quad \text{where } \lambda > 0 \quad (5)$$

In this equation, ΔR_t is the quarterly change of a short-term interest rate and Δx_{t-1} is the growth rate in nominal GNP in the preceding quarter. No forecasts are provided as in the base models.

³ Using the same rule as equation (3), McCallum (1990b) produces counterfactual historical simulations for the United States, covering the 1923-1941 period. The simulation results suggest that a monetary base rule could have prevented the Great Depression if the rule had been in effect.

Judd and Motley (1993) simulate the above equation for the United States over the sample 1960-1989, a period where inflation averaged 5½ percent. They find that when $\lambda = 0.2$ inflation could have been held between about zero and 2.5 percent if the interest rate rule had been followed. McCallum (1990a, 1993), on the other hand, finds that the performance of policy rule (5) is poor. Generally, when the feedback values, λ , are too low the feedback mechanism provides insufficient corrective stimulus and fails to keep nominal GNP close to the target path. Otherwise if $\lambda = 0.3$, then explosive oscillations occur. Moreover McCallum finds that policy rule (5) is sensitive across the different models of output. This is a disturbing result since there is no generally accepted model of how nominal variables are generated.

A repeated remark against the simulations performed with NFRs is that they suffer from the Lucas critique. The critique states that the parameters used to simulate the data-generating process for nominal variables are calibrated in a world devoid of an NFR, and they would change if an NFR were in effect. This point pertains to the class of normative studies which attempt to make policy statements based on counterfactual simulations. A second type of critique concerns the robustness of the fixed coefficient models such as equation (4). It is well known that monetary policy must cope with variable lags and that the channels of the transmission mechanism have been altered by innovations in financial services.

4. Indicator Models with Nominal Feedback

Dueker and Fischer (1994a) suggest that in countries with low average rates of inflation, monetary policy might be well-described by an NFR. The claim is that an implicit NFR, especially one with time-varying parameters, can be a good model of past policy and past data. Countries with a high inflation bias, in contrast, are not likely to have conducted monetary policy in a way that is well-described by a monetary rule. Such indicator models do not suggest that the monetary authorities have followed an NFR exactly; instead, the NFR indicator model provides information regarding the implicit objectives embedded in past and present policy actions. Thus, the goal of the indicator model

is to provide a guide for monetary policy discussion by illustrating whether current policy actions are geared towards increasing, decreasing, or maintaining the baseline rate of inflation identified by the NFR indicator model.

In the indicator models, the parameters from the NFR are estimated in order to investigate the properties of the NFR that best describes past policy. In simulation exercises, in contrast, the parameters are arbitrarily fixed. A further distinguishing feature of the NFR-indicator models is that the coefficients can be time-varying and therefore the model is able to adapt to shifts in the weights given to alternative objectives. For example in small open economies, it is likely that the rate of domestic price inflation cannot always be the overriding policy objective. At times, the exchange rate can become the focus of monetary policy when shocks push it out of line with fundamentals. Thus, it is important that the indicator model be able to reflect shifts in the weights attached to alternative policy objectives by permitting shifts in the feedback parameters.

Dueker and Fischer (1994a,b) have constructed NFR indicator models that allow the parameters to vary over time via markov switching. Their nominal-feedback model takes the form

$$\Delta b_t = \lambda_{0t} + \Delta(b-p)_{t|t-1} + \lambda_{1t}(p^* - p)_{t-1} + \lambda_{2t}(e^* - e)_{t-1} + \varepsilon_t \quad (6)$$

Baseline Price Path:

$$p^*_t = \lambda_{0t} + \delta_{1t}p^*_{t-1} + (1 - \delta_{1t})p_{t-1} \quad (7)$$

Baseline Exchange Rate Path:

$$e^*_t = e_{0t} + \delta_{2t}e^*_{t-1} + (1 - \delta_{2t})e_{t-1} \quad (8)$$

All of the coefficients are subject to change according to a markov switching process.⁴ For appli-

⁴ The markov process is assumed to be influenced by an unobserved random variable s^*_t , which will be called the state or regime that the process was in at date t . If $s^*_t = 0$, then the process is in regime 1 with mean $s_{1|1}$, while $s^*_t = 1$ means that the process is in regime 2 with mean $s_{2|2}$. Note s^*_t takes on only discrete values defined by the markov chain. For a first order markov chain with transition probabilities $\{p_{ij}\}$, the probability that s_t equals some particular value j depends only on the most recent value:

$$\begin{aligned} p\{S_t = j | S_{t-1} = i, S_{t-2} = k, \dots\} \\ = p\{S_t = j | S_{t-1} = i\} = p_{ij} \end{aligned}$$

The basic filtering and smoothing algorithms for a markov-switching model are discussed in Hamilton (1988, 1989).

cation to Switzerland, the monetary base is the policy instrument variable. Equation (6) implies that expected inflation in any period equals the baseline rate, λ_0 , plus possible adjustments due to the gap between the baseline and actual price levels, $(p^*-p)_{t-1}$, and to the gap between the baseline and actual exchange rates, $(e^*-e)_{t-1}$. The baseline rate of inflation, λ_0 , shifts when policy actions imply a change in the short-term trend rate of inflation.

Equations (7) and (8) define the baseline paths for prices and the exchange rate to be a weighted average of last period's baseline and actual values plus trend growth. Such revisions of the baseline occur for values of $\delta < 1$. Consequently, shifts in the baseline path are gradually accommodated. As δ decreases from one, the rate of accommodation increases.

5. An Indicator Model for the Swiss Monetary Base: An Empirical Illustration

This section illustrates an application of the indicator model of Dueker and Fischer (1994a), which is outlined in the previous section. The purpose of this exercise is to explain variation in the rate of monetary base growth for Switzerland by estimating changes in the baseline rate of inflation and the baseline exchange rate. The model's results will help us answer such questions as whether a shift in base growth appeared to stem primarily from inflation factors, exchange rate considerations, or a shift in base velocity. The model, which uses the monthly growth in the Swiss monetary base as the instrument variable, is estimated for the period 1972:1 through 1987:12. The primary policy objective is assumed to be domestic price inflation, as measured by the consumer price index. The exchange rate, as measured by the Swiss franc-Deutsche mark rate, is treated as the second policy objective. As a test of model robustness, we use the parameters estimated from the 1972:1-1987:12 period to examine the out-of-sample behavior of model-implied money growth for the period 1989:7-1994:4. An eighteen-month gap (1988:1-1989:6) between the in-sample and the out-of-sample observations remains, because the monetary base experienced a permanent shock affecting reserves demand beginning in January 1988. The shock to reserve demand stemmed from

two sources: a reduction in reserve requirements and the introduction of the Swiss Interbanking Clearing (SIC) system. During this transition period, reserves fell from a peak of ten to three billion Swiss francs. If the model parameters from the 1970s and 1980s remain useful for analyzing Swiss money growth following this shock, then the indicator model is relatively insensitive to regulatory changes and financial innovations in the payments system.

Estimates of the baseline inflation path for Switzerland reveal an average rate of 2.4 percent per year from 1972 to 1987. Because the feedback parameter for prices, λ_1 , is small, monetary base growth between 1973 and 1987 appeared to respond primarily to expected changes in base velocity, variation in the baseline inflation rate, and occasionally to the gap between actual and baseline exchange rates. Figure 1 plots a one-year moving-average of inflation in Switzerland, a one-year moving-average of the model-implied baseline inflation rate, and the yield on long-term government bonds in Switzerland. It shows that the model-implied baseline inflation rate corresponds better than actual inflation to changes in the government bond rate. The relatively close match between movements in the baseline inflation rate and the government bond rate suggests that the baseline inflation rate provides a useful estimate of the underlying trend rate of inflation, which is the most important factor in determining the yield on long-term nominal bonds.

It is also interesting to examine periods when relatively large gaps developed between actual and baseline inflation in Figure 1. The first oil shock in 1973-74 sent inflation to a level well above the baseline rate as one might expect from a supply shock. A second oil shock in 1979 led to a similar but smaller positive gap between actual and baseline inflation. Throughout the 1970s, Switzerland's main trading partners tended to experience even greater inflationary pressures, so that the Swiss franc tended to appreciate, which led monetary policymakers to be concerned with the exchange rate on several occasions. A positive supply shock pushed actual inflation below the baseline rate in 1986 when oil prices fell substantially. As the baseline trend would predict, however, actual inflation returned to the baseline rate within a relatively short period.

Figure 1: One-year moving averages of inflation and the model-implied target plotted with long bond rate

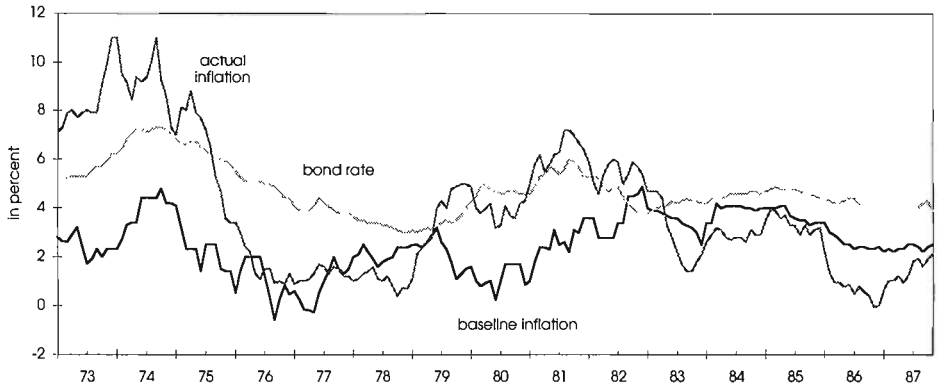


Figure 2: Probability-weighted feedback parameter on the exchange-rate gap

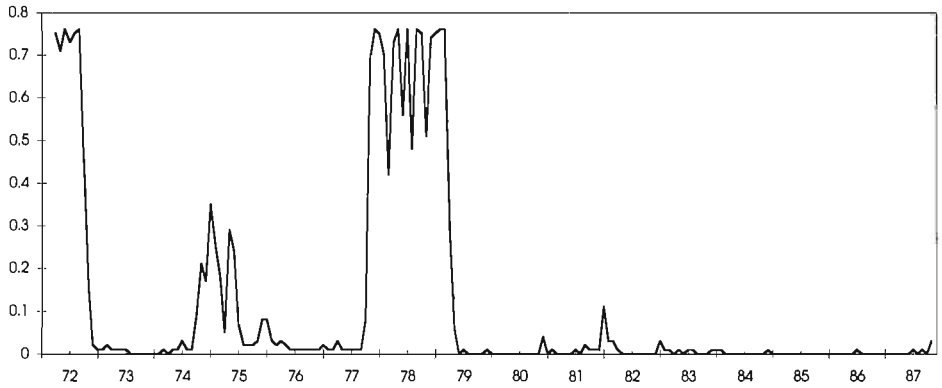


Figure 3: One-year moving averages of inflation and the model-implied target plotted with long bond rate

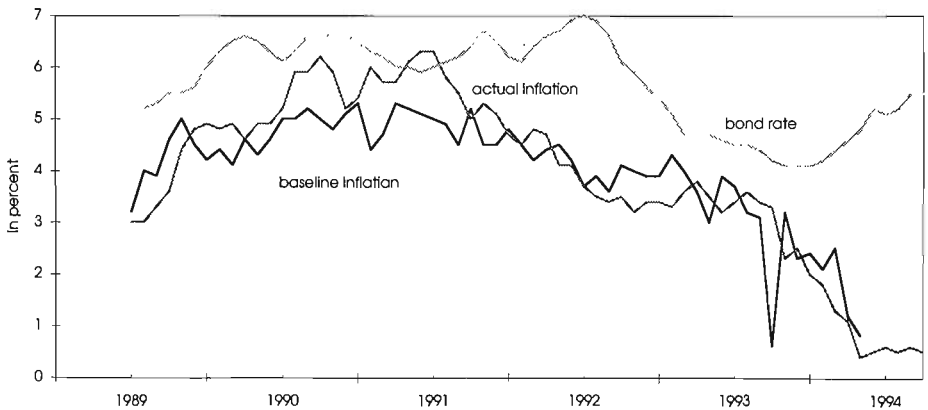


Figure 2 plots the model-implied feedback parameter for the exchange-rate gap, λ_2 . The model identifies three periods when monetary policy appeared to respond to the exchange rate in the 1970s. The first period in 1972 corresponds with the tail end of the Bretton Woods system of generally fixed exchange rates. The second period saw relatively minor exchange-rate feedback in 1974-75 and came on the heels of the first oil shock. The third period, which saw the greatest amount of exchange-rate feedback to base growth, was 1978-79. By 1978 the Swiss franc had appreciated significantly against the Deutsche mark and policymakers became concerned about possible harm to the real economy brought by the high real exchange rate. Thus, throughout 1978 base growth was increased in response to the desire to dampen the appreciation of the Swiss franc. As the risk of inflation increased, and the Swiss franc began to depreciate, monetary policy renewed its focus on price stability in early 1979. The model does not detect any significant exchange-rate feedback to base growth since 1979.

To see if the indicator model provides useful information in an out-of-sample context, which is where real-world policy decisions must be made, we use the model estimated with data from 1972-87 to analyze data from the 1989:7-1994:4 period. Figure 3 updates Figure 1 with plots of a one-year moving average of actual inflation, the model-implied baseline inflation rate, and the government bond rate. The chart shows that actual inflation and the model-implied baseline rate move more closely together in the 1990s than in the 1970s and 1980s. It appears that external supply shocks have not played a large role in creating wedges between the baseline rate and actual inflation in the 1990s. Interestingly, the model-implied baseline inflation rate accelerated from a little more than three percent to almost five percent between July and November 1989. Thus, the indicator model signalled a clear build-up in inflationary pressures at a time of considerable uncertainty regarding base demand. With respect to the disinflation that began in 1991, the indicator model closely matches the gradualist movements of actual inflation. By mid-1994 the model-implied baseline inflation rate had descended to slightly less than one percent, which is for all practical purposes price stability, given the well-known slight upward bias in the consumer

price index. The government bond rate, in contrast, has followed the global trend by increasing on average since late 1993, despite the fact that inflationary pressures have remained subdued in almost all major economies.

6. Conclusions

Nominal feedback rules were developed in response to the apparent shortcomings in constant money growth rules and to the inflationary bias in purely discretionary monetary policy. McCallum has argued that monetary policy based on his rule is more likely than a constant money growth rate rule to achieve the fundamental economic goal of price stability, because the feedback mechanism is able to produce stronger counter-cyclical effects on aggregate demand and is able to guard itself against the consequences of financial and regulatory changes. However, because it appears that monetary authorities are as unlikely to relinquish their discretionary powers to a NFR as they were to constant money growth rules, a more promising avenue for NFRs is their use as indicators for monetary policy. Rather than stating that policy should follow a specific, inviolable rule, indicator models with nominal feedback can be used as a reference guide. As highlighted in the previous section, the indicator model allows the monetary authorities to consult the recommendations of an NFR-indicator model when analyzing current monetary conditions.

To illustrate the use of an NFR-indicator model as a useful policy tool, we sketch the results from Dueker and Fischer (1994a) concerning Swiss monetary policy. The NFR-indicator model provides a useful estimate of the baseline inflation path embedded in recent decisions concerning base growth. We show that the baseline inflation path matches fairly well with shifts in the Swiss government bond rate, which is generally recognized as an important inflation bellweather. Hence, by referring to an NFR-indicator model, policymakers have a tool which is independent of market expectations to help them understand the signal they are sending financial markets regarding the inflation outlook.

References

- Barro, Robert J. and David B. Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *Journal of Political Economy*, 589-610.
- Dueker, Michael J. (1993a), "Can Nominal GDP Targeting Rules Stabilize the Economy?" *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, 3, 31-40.
- Dueker, Michael J. (1993b), "Indicators of Monetary Policy: The View from Implicit Feedback Rules," *Federal Reserve Bank of St. Louis, Review*, 5, 23-40.
- Dueker, Michael J. and Andreas M. Fischer (1994a), "Inflation Targeting in a Small Open Economy: Empirical Results for Switzerland," SNB mimeo.
- Dueker, Michael J. and Andreas M. Fischer (1994b), "Do Inflation Targets Matter? Results from an Indicator Model with Nominal Feedback," presented at the CEPR Conference on Inflation Targets, Milan, November 24-25, 1994.
- Feldstein, Martin and James H. Stock (1993), "The Use of a Monetary Aggregate to Target Nominal GDP," in N. Gregory Mankiw (ed.): *Monetary Policy* (Chicago: University of Chicago Press), forthcoming.
- Hall, Thomas E. (1990), "McCallum's Base Growth Rule: Results for the United States, West Germany, Japan and Canada," *Weltwirtschaftliches Archiv*, 630-642.
- Hamilton, James (1988), "Rational Expectations Economic Analysis of Changes in Regimes: An Investigation of the Term Structure of Interest Rates," *Journal of Economic Dynamics and Control*, 385-432.
- Hamilton, James (1989), "A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle," *Econometrica*, 357-384.
- Judd, John P. and Brian Motley (1992), "Controlling Inflation with an Interest Rate Instrument," *Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Review*, 3, 3-22.
- Judd, John P. and Brian Motley (1993), "Using a Nominal GDP Rule to Guide Discretionary Monetary Policy," *Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Review*, 3, 3-11.
- McCallum, Bennett T. (1987), "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example," *Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Review*, September/October, 10-18.
- McCallum, Bennett T. (1990a), "Targets, Indicators, and Instruments of Monetary Policy," in W. Haraf and W. Cagan (eds.): *Monetary Policy for Changing Financial Environment* (Washington, D.C.: The AEI Press).
- McCallum, Bennett T. (1990b), "Could a Monetary Base Rule Have Prevented the Great Depression," *Journal of Monetary Economics*, 3-26.
- McCallum, Bennett T. (1993), "Specification and Analysis of a Monetary Policy Rule for Japan," *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, November, 1-45.
- McCallum, Bennett T. (1994), "Monetary Policy Rules and Financial Stability," NBER Working Paper No. 4692.
- Thornton, Saranna R. (1993), "Can Forecast-Based Monetary Policy be More Successful than a Rule?" *Journal of Economics and Business*, 231-245.

Finanzderivate – volkswirtschaftliche Bedeutung und Auswirkungen auf das Finanzsystem

Urs W. Birchler, Werner Hermann, Bertrand Rime*

Die Märkte für Terminkontrakte, Optionen, Swaps und andere Finanzderivate ermöglichen eine günstigere Verteilung von Risiken und erhöhen damit die Wohlfahrt. Sie sind in den vergangenen 20 Jahren weltweit stark gewachsen; die Zahl der angebotenen Instrumente hat rasch zugenommen, und die Umsätze haben sich vervielfacht. Manche Beobachter haben angesichts rasch wachsender Märkte jedoch auch vor den Risiken der für den Laien schwer verständlichen Derivate gewarnt. Sie befürchten, eine schwere Krise eines Derivatmarktes könnte auch andere Märkte destabilisieren und sogar auf das Finanzsystem insgesamt übergreifen. In der Folge wurden Forderungen nach einer stärkeren Aufsicht über die Derivatmärkte erhoben. In den letzten Monaten sind mehrere Fälle bekanntgeworden, in denen sorgloser Umgang und mangelnde Erfahrung mit Derivaten zu schweren Verlusten führten.

Der erste Teil dieses Aufsatzes beschreibt die Derivatmärkte und stellt die Gründe ihres Erfolgs dar. Der zweite Teil enthält eine Diskussion der mit dem massiven Wachstum der Derivatmärkte verbundenen Risiken und externen Effekte. Der dritte Teil behandelt die Folgen für Rechnungslegung, Bankenaufsicht und Geldpolitik.

1. Der Erfolg der Finanzderivate

Gründe für die Entwicklung

Unter einem Derivatkontrakt einigen sich zwei Parteien darauf, ein bestimmtes Geschäft an einem künftigen Datum (oder während einer Zeitspanne) zu einem im voraus vereinbarten Preis (dem Terminkurs bzw. dem Ausübungspreis) abzuwickeln. Es gibt heute eine grosse Zahl verschiedener Finanzderivate, und der Entwicklung neuer Instrumente sind kaum Grenzen gesetzt. Alle Derivate lassen sich jedoch auf zwei Formen zurückführen, nämlich Terminkontrakte und Optionen. Termingeschäfte beinhalten für beide Par-

teien eine Verpflichtung. Mit einer Option erwirbt eine Partei das Recht, aber nicht die Pflicht, ein künftiges Geschäft zu festgelegten Konditionen abzuwickeln.

Der Vormarsch der Finanzderivate ist Teil einer tiefgreifenden Umwälzung in der Art und Weise, wie Unternehmen ihre finanziellen Risiken steuern. Diese Entwicklung wurde durch die Schwankungen der Wechselkurse und Zinssätze nach dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods im Jahre 1973 gefördert. Günstige Voraussetzungen schufen auch Fortschritte in der Finanzmarkttheorie und der Datenverarbeitung. Die Finanzmarkttheorie liefert das Instrumentarium zur Bewertung der verschiedensten Finanzinstrumente und zur Analyse ihrer Risiken.¹ Die modernen Mittel der Datenverarbeitung und -übertragung erleichtern den Einsatz dieser Instrumente, indem sie die aufwendige Berechnung der Risikoeigenschaften komplizierter Derivate oder die Gesamtbeurteilung der Positionen weltweit tätiger Unternehmungen ermöglichen.

Der Anleger hat die Wahl zwischen Finanzderivaten, die an Börsen gehandelt werden, und solchen, die von Banken oder Wertpapierhändlern *over the counter* (OTC) verkauft werden. Häufig sind die an Börsen gehandelten Derivate standardisiert, was die Transaktionskosten senkt, während die OTC-Derivate die Möglichkeit zu massgeschneiderten Lösungen bieten. Die Grenze zwischen diesen Kategorien ist allerdings unscharf. Einerseits werden auch ausserbörslich emittierte, d.h. OTC-Derivate an Börsen kotiert und gehandelt. Andererseits betrachtet die Eidgenössische Bankkommission (EBK) an der Zürcher Börse gehandelte Optionen als OTC-Instrumente, da die Börse – anders als die spezialisierten Derivatbörsen – nicht als Vertragspartei auftritt, die das Erfüllungsrisiko übernimmt.

* Ressort Bankwirtschaft der Schweizerischen Nationalbank

¹ Siehe z.B. Hull (1989).

Viele Derivate können auch synthetisch hergestellt werden. Ein Kauf auf Termin ist nichts anderes als ein Kauf des dem Geschäft zugrunde liegenden Titels – des sogenannten Grundkontrakts oder Basiswerts – auf Kredit. Auch Optionen lassen sich durch kreditfinanzierte Engagements im Grundkontrakt nachbilden. Allerdings genügt dazu eine einmalige Transaktion nicht; vielmehr sind der Umfang des Kredits sowie das Engagement im Grundkontrakt bei jeder Änderung des Grundkontraktpreises anzupassen. Die Äquivalenz von Derivat und kreditfinanzierter Anlage im Grundkontrakt ist wichtig für das Verständnis der Derivate. Zum einen zeigt sie, dass weder die Einsatzmöglichkeiten noch die Risiken der Derivate grundsätzlich von denen ihrer Grundkontrakte verschieden sind. Zum andern macht sie jedoch auch deutlich, dass Derivate einen geringen Kapitaleinsatz erfordern und dass der eingesetzte Betrag den möglichen Verlust nicht begrenzt.

Derivate sind einer Nachbildung aus Grundkontrakt und Kredit insofern überlegen, als sie wesentlich tiefere Transaktionskosten aufweisen. Derivate erlauben, ein Risiko zu einem Bruchteil der Kosten einzugehen (oder abzusichern), die bei einem entsprechenden Engagement im Grundkontrakt anfallen würden. Der Unterschied variiert je nach Instrument und ist um so grösser, je schwerer der Grundkontrakt handelbar ist. Die tiefen Transaktionskosten der Derivate erschliessen sonst nicht vorhandene Möglichkeiten, sich gegen das Eintreffen von Ereignissen abzusichern oder darauf zu spekulieren, und nähern die Volkswirtschaft damit dem Ideal eines vollständigen Marktsystems an.²

Da in jedem einzelnen Derivatgeschäft der Gewinn des einen Partners jeweils durch den Verlust eines andern gerade aufgewogen wird, könnte man glauben, der Derivathandel sei ein sinnloses Nullsummenspiel. Dies wäre jedoch ein Trugschluss, denn Derivate spielen die gleiche wirtschaftliche Rolle wie Versicherungen: ihr Sinn liegt im Handel mit Unsicherheit (Risiko). Die nachträgliche (ex post) Betrachtung solcher Geschäfte unter Vernachlässigung der durch den Vertrag erzielten Umverteilung des Risikos führt in die Irre. Auch wenn nach Ablauf des Vertrags bloss Zahlungen geleistet werden, stiften Derivatgeschäfte angesichts der zuvor (ex ante) beste-

henden Unsicherheit Nutzen. Wer sein Risiko verringern (hedgen) will, kann Sicherheit kaufen; wer spekulieren will, kann Sicherheit verkaufen. Die Möglichkeit zu tauschen führt im allgemeinen zu einem höheren Nutzen beider Beteiligten. Dieses Motiv ist die eigentliche Triebkraft des Wachstums der Derivatmärkte.

Der gesamtwirtschaftliche Nutzen der Derivate

Die Vorteile der Derivatmärkte für den einzelnen Marktteilnehmer summieren sich zum volkswirtschaftlichen Nutzen.³ Konkret hat die Reduktion der Transaktionskosten des Risikohandels drei wohlfahrtserhöhende Wirkungen: Das Risiko kann besser diversifiziert und damit verringert werden (Diversifikation), und das verbleibende, nichtdiversifizierbare Risiko kann den am besten geeigneten Marktteilnehmern übertragen werden (Risikoallokation). Ferner spielen Derivatmärkte eine Rolle für die Produktion und die Verbreitung von Information (Informationseffizienz).

Die Verringerung des Risikos der Gesamtwirtschaft kommt durch einen Ausgleich zwischen Marktteilnehmern mit komplementären Interessen zustande: Wer zum Beispiel vom Anstieg eines Rohwarenpreises profitieren würde, kann mit jemandem, der darunter litte, einen Terminkontrakt abschliessen. Beide Parteien können so mit einem festen Preis kalkulieren und das Preisrisiko eliminieren. Dieses Phänomen ist in der Finanzmarkttheorie unter dem Begriff «Risikodiversifikation» bekannt.

Die Finanzmarkttheorie kennt neben dem diversifizierbaren das systematische Risiko. Dieses lässt sich durch Diversifikation nicht verringern. So unterliegt auch ein breit diversifiziertes Portfolio noch Kursschwankungen. Da die Wirtschaftssubjekte dem systematischen Risiko unterschiedlich stark ausgesetzt sind und sich in ihrer Abneigung gegenüber dem Risiko unterscheiden, kann es immerhin durch Handel jenen Inve-

² Für eine Einführung vgl. Flood (1991).

³ Mögliche schädliche Auswirkungen auf Unbeteiligte (negative externe Effekte) werden in Abschnitt 2 behandelt.

Tabelle 1: Ausstehende Derivatkontrakte

	Grundbetrag ¹ (Mrd. US-Dollar)			jährliche Wachstumsrate	
	1990	1992	1993	1990-92	1990-93
Ausserbörsliche Instrumente	7 888	12 860	n.v.	28	n.v.
<i>Forwards</i> ²	4 437	7 515	n.v.	30	n.v.
<i>Optionen</i>	561	634	1 398	6	36
<i>Swaps</i>	2 890	4 711	7 076	28	35
Börsengehandelte Instrumente	2 284	4 783	7 839	45	51
<i>Futures</i> ³	1 540	3 154	5 110	43	49
<i>Optionen</i>	744	1 629	2 729	48	54
Total	10 172	17 643	n.v.	32	n.v.

¹ Summe aus den mit ihren nominellen Grundbeträgen multiplizierten Anzahl Kontrakte.

² Forwards sind nicht standardisierte Terminkontrakte, die ausserbörslich gehandelt werden.

³ Futures sind standardisierte Terminkontrakte, die an organisierten Märkten gehandelt werden.

Quellen: General accounting office, Financial derivatives, Report to Congressional Requesters, Mai 1994; Jahresbericht 1993-94 der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

storen übertragen werden, die es am besten übernehmen können. Derivate verbessern deshalb die Risikoallokation und stärken auch die Widerstandskraft des Finanzsystems gegen Schocks.

An den Derivatmärkten werden nicht nur Risiken, sondern auch Informationen gehandelt. Erstens haben die Marktteilnehmer unterschiedliche Erwartungen. Zweitens kann oft jemand sein Risiko verringern, indem er sein Wissen vermehrt. Wer über viel Wissen verfügt oder dieses vergleichsweise leicht beschaffen kann, kann andere mit Derivatkontrakten gegen unerwünschte Ereignisse versichern. Derivatmärkte sind daher auch für die Produktion und die Verbreitung von Information wichtig⁴, und von der Konkurrenz unter Informierten können Aussenstehende profitieren. Je mehr Information zusammengetragen wird und je besser die Preise die vorhandenen Informationen widerspiegeln, um so stärker kann sich der einzelne Marktteilnehmer auf die Signale des Marktes verlassen. Empirische Untersuchungen (für eine Übersicht vgl. z.B. Malkiel, 1992) zeigen, dass die Finanzmärkte in der Regel informations-effizient sind, d.h., dass die Preise alle jeweils öffentlich zugänglichen Information enthalten.

Diese Wirkungen der Derivate führen dazu, dass Geschäfte (insbesondere Realinvestitionen) getätigt werden, die sonst als zu riskant erscheinen würden, und bringen einen Wohlfahrtsgewinn mit sich. Die Bedeutung der Finanzderivate geht also

über den Finanzplatz hinaus: Derivate schaffen Arbeitsplätze, verhelfen dem Staat zu Steuereinnahmen⁵ und werfen nicht zuletzt namhafte Gewinne ab.

Die dadurch entstehende Wohlfahrtszunahme ist schwer zu beziffern, da unbekannt ist, wie die heute im Derivatgeschäft eingesetzten Ressourcen sonst verwendet würden. Immerhin besteht in der Wertschöpfung ein sinnvolles Mass für die volkswirtschaftliche Bedeutung eines Wirtschaftssektors. Die Wertschöpfung misst den Beitrag eines Sektors zum Bruttosozialprodukt und berechnet sich aus dem Umsatz abzüglich der Vorleistungen anderer Sektoren oder aus den im Derivatgeschäft erzielten Gewinnen und den zur Produktion dieser Dienstleistungen bezahlten Löhnen. Aufgrund von Angaben einiger wichtiger Marktteilnehmer schätzen wir, dass im Jahre 1993 die durch Derivatgeschäfte erwirtschaftete Wertschöpfung der Schweizer Banken zwischen zwei und drei Milliarden Franken betrug. Dies entspricht knapp einem Prozent des Bruttosozialprodukts.

⁴ Z. B. enthalten die Optionspreise anderweitig nicht verfügbare Informationen über das Ausmass der erwarteten Schwankungen der Grundkontraktpreise.

⁵ Allerdings werden Derivate auch angeboten, um dem Anleger Steuervorteile zu verschaffen.

Die Entwicklung der Derivatmärkte

Derivate sind keine neue Erfindung. Termingeschäfte in Landwirtschaftsprodukten sind seit frühester Zeit üblich. Optionen wurden in Amsterdam, London und Paris spätestens im 17. Jahrhundert regelmässig eingesetzt. An den Schweizer Börsen wurde das Optionsgeschäft lange vor der Gründung der Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX) unter der Bezeichnung Prämiengeschäft betrieben. Neu sind jedoch die Vielfalt der verfügbaren Kontrakte und das rasch wachsende Volumen des Derivathandels.

Das Volumen der weltweit ausstehenden Derivatkontrakte (gemessen an den Grundbeträgen) betrug Ende 1992 gemäss Statistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und des amerikanischen General Accounting Office 17 600 Mrd. US-Dollar (siehe Tabelle 1). Die ausstehenden Beträge dürften in Wirklichkeit noch höher liegen, da nicht alle Geschäfte erfasst sind. Ein Drittel des Totals entfiel auf börsengehandelte Instrumente, die anderen zwei Drittel auf OTC-Derivate. Nach Instrumenten dominieren die Forwards und Futures (mit mehr als der Hälfte des gesamten Grundbetrags), gefolgt von den Swaps und schliesslich den Optionen. Bei den Basiswerten stellen Zinsinstrumente den grössten Anteil, vor allem im börsengehandelten Bereich. Im übrigen wird geschätzt, dass von den börsengängigen Kontrakten rund die Hälfte in den USA und ein Drittel in Europa gehandelt werden. Auf Japan entfallen nur 7%.

Der Finanzplatz Schweiz und die Schweizer Banken spielen im Derivatgeschäft eine wichtige Rolle. Der Schweizer Franken gehört sowohl bei den Devisenoptionen und -futures als auch bei den Zinssatz- und den Devisenswaps zu den drei bis fünf wichtigsten Währungen.⁶ Der Löwenanteil entfällt bei all diesen Kontrakttypen auf den amerikanischen Dollar. Die drei Schweizer Grossbanken gehören sowohl im Swapmarkt als auch im Devisentermingeschäft und im Optionsgeschäft zum Kreis der international führenden Banken. Sie wiesen Ende 1993 ausstehende Kontrakte mit einem aggregierten Grundbetrag von 6200 Mrd. Franken aus, worin zum Teil allerdings Doppelzählungen enthalten sind (siehe Tabelle 2). Der

Wiederbeschaffungswert⁷ der ausstehenden Kontrakte, der ein zuverlässigeres Bild vermittelt, entsprach mit 138 Mrd. Franken rund einem Fünftel der Bilanzsumme.

Die SOFFEX steht in der Weltrangliste der Derivatbörsen nach Anzahl der gehandelten Kontrakte auf Platz vier bei den Aktienoptionen und auf Platz acht bei den Indexkontrakten. Noch relativ unbedeutend ist sie im Bereich Zinskontrakte. Diese Instrumente (von Bundesanleihen abgeleitete Derivate) wurden erst in jüngster Zeit eingeführt.⁸

2. Risiken und mögliche negative externe Effekte der Derivate

Risiken für die am Geschäft beteiligten Parteien

Gemäss einer Schätzung der Zeitschrift *Euro-money* (Aug. 1994, S. 29) erlitten allein in den vorangegangenen zwölf Monaten 22 bedeutende Unternehmen grössere Verluste im Derivatgeschäft. Der Gesamtbetrag von 6,2 Mrd. US-Dollar liegt über der Summe der in den zehn Jahren zuvor bei grösseren Unternehmen aufgelaufenen Verluste auf Derivaten (2,1 Mrd. US-Dollar). Deshalb ist in der öffentlichen Diskussion oft von den «Risiken der Derivate» die Rede. Dabei wird mitunter übersehen, dass Risiken die Ursache und nicht die Folge der Verwendung von Derivaten sind. Das Wirtschaftsleben ist von Risiken geprägt, weil die Welt voller Unsicherheiten ist. Diese Unsicherheiten lassen sich in vielen Fällen am besten in Form von Derivaten handeln, aber nicht völlig beseitigen.

Die mit Hilfe von Derivaten eingegangenen Risiken treten konkret meist als Preisrisiken oder als Kreditrisiken auf. Preisrisiken (oder Marktrisiken)

⁶ Für genauere Angaben siehe BIZ (1994a), basierend auf den Statistiken der International Swap Dealers' Association (ISDA).

⁷ Der Wiederbeschaffungswert ist die Summe der (positiven) Marktwerte. Einzelne Banken rechnen zusätzlich eine Vorsichtsmarge für einen künftigen Anstieg der dem Kreditrisiko ausgesetzten Beträge ein.

⁸ Für genauere Angaben siehe Futures & Options World, Directory & Review 1994, basierend auf Geschäftsberichten der Derivatbörsen.

Tabelle 2: Die Derivatgeschäfte der drei Grossbanken (1993, Mrd. Franken)

	SBG	SBV	CS	Total
Grundbetrag (Zuwachs 1992/1993)	2316 (+40%)	2194 (+42%)	1681 (+59%)	6191
Forwards, Futures, Swaps	1877	1273	1318	4468
Optionen	438	922	362	1722
Wiederbeschaffungswert	64	32	42	138
Bilanzsumme	311	207	232	750

Quelle: Geschäftsberichte der Banken

äussern sich in Form schwankender Marktpreise (Wechselkurse, Aktienpreise, Zinssätze, Rohwarenpreise). Das Übernehmen oder das Absichern von Preisrisiken ist meist der Grund, weshalb ein Marktteilnehmer ein Derivatgeschäft abschliesst. Allerdings gelingt es oft nicht, Preisrisiken vollständig abzusichern, besonders in Zeiten hoher Unsicherheit, bei ausserordentlichen Kurschwankungen oder in einem ausgetrockneten Markt (Marktliquiditätsrisiko).

Kreditrisiken bestehen darin, dass ein Schuldner eine Forderung nicht erfüllen kann. Die Kreditrisiken des Derivatgeschäfts sind im Vergleich zu jenen des klassischen Bankgeschäfts eher gering.

Erstens werden viele Derivate (praktisch alle Futures und ein grosser Teil der Optionen) an Börsen gehandelt, welche als Vertragspartei auftreten. Diese verfügen in der Regel über weitgehende Garantien und stellen ein sehr geringes Kreditrisiko dar. Nur OTC-Derivate unterliegen einem nennenswerten Kreditrisiko.

Zweitens unterliegt bei den meisten Derivatgeschäften nicht der volle Nominalbetrag, sondern nur der Wiederbeschaffungswert dem Kreditrisiko. Ein Anleger, der in drei Monaten eine Rechnung in Dollars zu begleichen hat und dazu Dollars gegen Franken auf Termin kauft, läuft ein Kreditrisiko nur in dem Ausmass, in dem der Wert der ausstehenden Dollars während der Laufzeit des Geschäfts über den Wert des geschuldeten Frankenbetrages steigt. Falls die Gegenpartei nicht liefert, muss er die teureren Dollars am Markt kaufen. Würde der Anleger den entsprechenden Dollarbetrag sofort kaufen und für drei Monate anlegen, unterläge der ganze Betrag einem Kreditrisiko. Ein Risiko auf dem vollen Betrag, z.B. eines Termingeschäftes, besteht nur während der Abwick-

lung. Es kann vorkommen, dass eine Partei ihre Zahlung bereits geleistet hat, wenn sich die Gegenpartei als zahlungsunfähig erweist. Dieses Abwicklungsrisiko ist allerdings nicht derivatspezifisch. Ferner kann es durch zweckmässige Ausgestaltung von Zahlungsverkehrssystemen vermindert werden.

Drittens versucht der Markt selbst, die Kreditrisiken der OTC-Derivate zu begrenzen. Der Zugang zum Swapmarkt, dem wichtigsten OTC-Markt, blieb bisher guten Adressen vorbehalten. Zudem haben verschiedene Banken untereinander Verrechnungsabkommen (*netting arrangements*) eingesetzt, welche die gegenseitigen Guthaben und Verpflichtungen im Swapmarkt auf die Nettowerte beschränken. Bei grenzüberschreitenden Netting-Vereinbarungen stellen sich im Konkursfall allerdings komplexe rechtliche Fragen, die sich im voraus nicht zweifelsfrei beantworten lassen. Eine Rechtspraxis fehlt noch fast vollständig. In der Schweiz wird mit der vorgesehenen Revision von Art. 211 des Bundesgesetzes über Schuldbetreibung und Konkurs (SchKG) eine insolvenzrechtliche Grundlage für die Behandlung von Derivaten geschaffen. Besonders unsicher ist das Ergebnis der Liquidation einer international tätigen Bank, wie der Fall der 1991 von mehreren Aufsichtsbehörden geschlossenen BCCI (Bank for Credit and Commerce International) gezeigt hat. Filialen werden im Konkurs von den einen Ländern als Teile der Unternehmung, von anderen als teilweise selbständige Einheiten betrachtet.

Externe Kosten der Derivatmärkte?

Sind die privaten Kosten der Derivate gleich ihren sozialen Kosten, oder schaffen die Derivatmärkte negative externe Effekte für nicht direkt am Ge-

schäft Beteiligte? Verschiedene Beobachter vermuten, dass die Derivatmärkte Kosten ans Finanzsystem insgesamt abgeben und dieses deshalb gefährden. Die drei Hauptbefürchtungen lauten: 1. Der Einsatz von Derivaten verstärkt die Preisschwankungen auf den Finanzmärkten, 2. Derivate erhöhen die Gefahr eines Domino-Effekts im Bankensystem und 3. Derivate können den Zahlungsverkehr lahmlegen.

Verstärkte Preisschwankungen?

Auf den Finanzmärkten kommt es immer wieder zu Preisschwankungen, die sich nicht befriedigend durch Änderungen wirtschaftlicher Fundamentalgrössen erklären lassen. Ferner laufen die Schwankungen der Derivatkurse denen der Grundkontraktpreise häufig leicht voraus. Die Derivate stehen deshalb im Verdacht, ungerechtfertigte Preisbewegungen zu verstärken.

Zum Teil beruht dieser Verdacht auf einer Sinnes-täuschung: Derivatmärkte und Grundkontraktmärkte sind durch Arbitrage untereinander verbunden. Dank der tieferen Transaktionskosten reagieren die Derivatpreise in der Regel jedoch rascher als die Preise der Grundkontrakte. Die Derivatmärkte scheinen deshalb oft die Auslöser der Kursänderungen zu sein. Die zeitliche Abfolge bedeutet jedoch keine Kausalität, vielmehr sind Preisänderungen sowohl im Grundkontrakt als auch im Derivatmarkt Folgen einer gemeinsamen Ursache, nämlich veränderter Erwartungen. Empirische Untersuchungen deuten sogar darauf hin, dass Derivatmärkte die Schwankungen der Grundkontraktpreise eher verringern als verstärken (vgl. Damodaran und Subrahmanyam, 1992, Stoll und Whaley, 1988, sowie Stucki und Wasserfallen, 1994).

Ungünstig können sich Derivate dann auswirken, wenn Finanzmarktpreise nicht nur die Erwartungen bezüglich der ökonomischen Fundamentalvariablen widerspiegeln, sondern eine zusätzliche Eigendynamik aufweisen. So können auf den Finanzmärkten spekulative Blasen auftreten.⁹ Empirisch lassen sich spekulative Blasen allerdings kaum nachweisen.¹⁰

Preisschwankungen können auch verstärkt werden durch Anlagestrategien, die darauf abzielen, nichtdiversifizierbare Risiken zu begrenzen. Darunter fallen *stop-loss orders* (Anweisungen an die Bank, bei sinkenden Kursen zu verkaufen) und *portfolio insurance* (vgl. Zimmermann, 1988). Beide führen dazu, dass sowohl die Angebots- als auch die Nachfragekurve steiler werden. Dadurch verstärken sich Kursschwankungen. Solche Strategien können auch mittels gekaufter Optionen umgesetzt werden. Immerhin äussert sich dann die geringe Risikobereitschaft in hohen Prämien, was andere Anleger zum Schreiben (Ausstellen) von Optionen (d.h. zur Risikoübernahme) anregt.

Behörden oder Gesetzgeber sollten unseres Erachtens keine Massnahmen gegen spekulative Blasen und destabilisierendes Verhalten auf den Kapitalmärkten ergreifen. Es besteht grosse Gefahr, dass die Folgen eines Eingriffs schlimmer sind als das allenfalls zu kurierende Übel. Die Wirtschaftspolitik kann jedoch, indem sie ein stabiles Umfeld schafft, den Finanzmarktteilnehmern die Orientierung an wirtschaftlichen Fundamentalvariablen erleichtern.

Gefahren für die Banken?

Der Zusammenbruch einer Bank ist mit erheblichen sozialen Kosten verbunden. Einerseits erleiden andere Banken einen Vertrauensverlust, andererseits wird die Gesamtwirtschaft beeinträchtigt durch vorübergehende Störungen in der Kreditversorgung und im Zahlungsverkehr. Der gelegentlich erhobene Vorwurf, die Derivatmärkte gefährdeten das Bankensystem, wiegt deshalb schwer.

Die grösseren und international tätigen Banken sind stark im Derivatgeschäft engagiert; daneben sind einige ihrer wichtigen Geschäftspartner – Banken und Nichtbanken – selbst im Derivatbereich tätig. Ein Preissturz, der Zusammenbruch

⁹ unter bestimmten Voraussetzungen sogar bei rationalem Verhalten der Marktteilnehmer

¹⁰ Vgl. Flood und Hodrick (1990).

der Liquidität oder der Ausfall einer wichtigen Gegenpartei auf einem Derivatmarkt könnten sich deshalb auch auf die Banken auswirken.

Weder die direkten noch die indirekten Engagements der Banken im Derivatgeschäft beinhalten Risiken, die im Vergleich zu den herkömmlichen Kredit- und Preisrisiken der Banken neu sind. Die Kreditrisiken eines Derivatgeschäfts sind sogar, wie oben erwähnt, meist geringer als bei einem entsprechenden Engagement im Grundkontrakt. Die grossen Volumina des Derivatgeschäfts machen allerdings diesen risikomindernden Effekt teilweise wieder zunichte. Die Bankleitung hat wie bei andern Bankgeschäften sicherzustellen, dass die Engagements sorgfältig überwacht werden, nicht übermässig auf einzelne Schuldner konzentriert sind und hinreichend mit eigenen Mitteln unterlegt werden. Die wirtschaftliche Lage einer Gegenpartei, die stark im Derivatbereich tätig ist, kann sich, wie jüngere Beispiele belegen, allerdings schnell ändern. Dies stellt erhöhte Anforderungen an die Überwachung der Kreditrisiken einer Bank.

Das Derivatportfeuille einer Bank erlaubt eine effiziente Steuerung der Preisrisiken, erfordert aber gleichzeitig ein ausgefeiltes Kontrollsystem. Auch das nach heutigem Wissensstand bestmögliche System kommt nicht aus ohne gewisse Annahmen über die zeitliche Entwicklung der Finanzmarktpreise und über deren Korrelation und ist deshalb der Gefahr der Fehlspezifikation ausgesetzt.

Weder die Kreditrisiken noch die Preis- und Marktliquiditätsrisiken können den Banken abgenommen werden. Beide Risikoarten existieren auch ausserhalb der Welt der Derivate und gehören zum Bankgeschäft. Doch erfordern Derivatgeschäfte von Banken eine erhöhte Vorsicht. Die Gefahr eines grösseren Verlustes lässt sich gerade im Derivatgeschäft nie restlos beseitigen. Eine wirksame Bankenaufsicht, die darüber wacht, dass die notwendigen Vorsichtsmassnahmen bei den einzelnen Banken auch tatsächlich getroffen werden, kann jedoch Gefahren der Derivatmärkte für das Bankensystem stark verringern. Die von den Derivaten ausgehenden Herausforderungen für die Bankenaufsicht diskutieren wir weiter unten.

Gefahren für den Zahlungsverkehr?

Die Probleme, die sich bei der Abrechnung von Derivatgeschäften stellen, sind mit den Abrechnungsproblemen in anderen Finanzmärkten vergleichbar. Ob sie sich störend auf das gesamte Zahlungsverkehrssystem auswirken können, hängt von der Bedeutung des entsprechenden Zahlungsstroms relativ zum Zahlungsstrom des gesamten Finanzsektors, von der Ausgestaltung des Abrechnungssystems des jeweiligen Marktes, sowie von der Architektur des Zahlungsverkehrssystems als ganzem ab.

Heute unterscheidet man im wesentlichen zwischen Netto- und Bruttoabrechnungssystemen. In Nettoabrechnungssystemen werden die Gläubiger- bzw. Schuldnerpositionen periodisch bilateral oder multilateral ermittelt und ausgeglichen. In multilateralen Nettoabrechnungssystemen besteht die Gefahr, dass die Zahlungsunfähigkeit eines Teilnehmers in einer Kettenreaktion die Zahlungsunfähigkeit anderer Teilnehmer beeinträchtigt. Handelt es sich dabei um Systeme mit einem betragsmässig bedeutenden Volumen, so kann dadurch das Zahlungsverkehrssystem als ganzes gestört werden. Die BIZ (1990) hat daher Richtlinien erarbeitet, welche die Robustheit von Nettoabrechnungssystemen gegenüber solchen Störungen weitgehend gewährleisten sollen.

In Bruttoabrechnungssystemen ist jede einzelne Transaktion mit einer unwiderruflichen Geldübertragung (meist über Girokonten bei der Zentralbank) gekoppelt. Da es sich dabei in der Regel um elektronische Systeme handelt, bezeichnet man sie oft als *real-time gross settlement systems* (RTGS). Ein Beispiel hierfür ist etwa das Swiss Interbank Clearing (SIC). Grundsätzlich vermeiden Systeme dieser Art die erwähnten Abwicklungsrisiken. Voraussetzung dazu ist allerdings, dass auch die der Zahlung zugrunde liegenden Transaktionen auf Bruttobasis und mit der Geldübertragung gekoppelt (Lieferung gegen Zahlung) abgewickelt werden. Dies ist dann schwierig, wenn Transaktionen mehrere Währungen umfassen (z.B. *cross-currency swaps*). Die Koppelung von Lieferung und Zahlung ist in diesen Fällen unter den heutigen Bedingungen kaum möglich. Jede zeitliche Diskrepanz zwischen diesen beiden Ereignissen hat aber Risiken zur Folge. Eine

Arbeitsgruppe bei der BIZ beschäftigt sich gegenwärtig mit der Frage, mit welchen Massnahmen diese Risiken reduziert oder eliminiert werden könnten.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass Derivatmärkte keine besonderen Abrechnungsprobleme stellen und dass die Derivat-Abrechnungssysteme so ausgestaltet werden können, dass das Zahlungssystem als Ganzes von Störungen in den Derivatmärkten weitgehend abgeschirmt wird.

3. Der Handlungsbedarf für Behörden und Gesetzgeber

Folgen für das Rechnungswesen

Das Derivatgeschäft und die ihm zugrunde liegende Finanzmarkttheorie fordern die Rechnungslegung der Unternehmen heraus. Einerseits ist offenkundig, dass gerade im Derivatbereich herkömmliche buchhalterische Konzepte nicht mehr ausreichen. Andererseits liefert die Finanzmarkttheorie¹¹ gleichzeitig die Bausteine einer wirtschaftlich sinnvolleren Rechnungslegung. Es sind dies: das Gegenwarts- oder Barwertprinzip, die Optionspreistheorie und der Diversifikationsgedanke.

Das Barwertprinzip ist ein Eckpfeiler einer ökonomisch richtigen Bewertung. Die heutige Lehre unterscheidet Forderungen deshalb nach Fälligkeit. Damit zukünftige Forderungen mit heutigen verglichen werden können, muss ihr Barwert in die Rechnung eingesetzt werden.

Die Optionstheorie ist ein zweiter Pfeiler eines zeitgemässen Risikomanagements. Sie ist notwendig zur Bewertung und Risikoanalyse von Options- und anderen Derivatportefeuilles. Die Optionstheorie erlaubt aber über ihren wörtlichen Anwendungsbereich hinaus auch eine zuverlässige Analyse von Finanzinstrumenten, die bis anhin nur intuitiv behandelt werden konnten. Gerade im Banken- und im weiteren Finanzbereich ist eine Vielzahl von Verträgen oder Vertragsbestimmungen üblich, die Optionsstrukturen beinhalten (Rückzugsrechte, Garantien, Versicherungen, beschränkte Haftung). Diese können nur bei Berück-

sichtigung ihres Optionscharakters wirtschaftlich korrekt bewertet werden.¹²

Der dritte Pfeiler einer konsistenten Risikosteuerung ist der Gedanke der Diversifikation. Für das Management ist weniger das Risiko eines einzelnen Instruments wichtig als vielmehr dessen Beitrag zum Gesamtrisiko des Unternehmens. Es kommt also darauf an, ob ein bestimmtes Instrument die Risiken anderer Geschäfte diversifizieren hilft. Es macht deshalb z.B. wenig Sinn, die Derivatrisiken einer Bank isoliert vom Rest der Geschäftstätigkeit anzusehen.

Die Rechnungslegungsvorschriften des Schweizerischen Obligationenrechts (OR) und die darauf beruhende Praxis genügen diesen Anforderungen an die Rechnungslegung teilweise nicht.

Erstens orientiert sich die Rechnungslegung zu stark an historischen Werten. Gemäss OR ist der Sinn der Buchhaltung, «die Vermögenslage des Geschäfts und die mit dem Geschäftsbetrieb zusammenhängenden Schul- und Forderungsverhältnisse sowie die Betriebsergebnisse der einzelnen Geschäftsjahre festzustellen» (OR 957). Diese «Schul- und Forderungsverhältnisse» sind aus ökonomischer Sicht notwendigerweise vorwärtsschauend zu ermitteln, da sich der Wert einer Anlage aus ihren zukünftigen Erträgen ableitet.

Zweitens ist die Bewertung zeitlich auseinanderliegender Fälligkeiten nicht konsistent. Die Buchhaltung unterscheidet zwar zwischen fälligen und noch nicht fälligen Forderungen, indem nach Fristigkeit gegliedert wird. Trotzdem werden oft Werte direkt miteinander verglichen, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten realisiert werden. Diskontopapiere werden zum Barwert bilanziert, Kredite dagegen in der Regel zum Nominalwert und Aktien zum Kurswert oder zum Einstandspreis (nach Tiefstwertprinzip). Eine wirtschaftliche Betrachtung lässt die Vermischung gegenwärtiger und zukünftiger Werte jedoch nicht zu, sondern verlangt, zukünftige Zahlungen zu diskontieren.

¹¹ Siehe z.B. Brealey und Myers (1991).

¹² Ein leicht verständliches Beispiel geben Kulatilaka und Marcus (1992), eine umfassende Darstellung Dixit und Pindyck (1994).

Drittens erfolgt in der heutigen Praxis die Zuordnung eines Geschäfts aufgrund der Absicht hinter dem Abschluss, was sich auch auf die Bewertung auswirkt. Die Zuordnung zu Anlagebestand, Handelsbestand oder Absicherungsgeschäft ist aber arbiträr. Es werden einheitliche, objektive und zeitlich konsistente Bewertungskriterien benötigt.

Viertens verfolgt die Bewertung widersprüchliche Ziele. In OR 959 ist die Forderung nach Bilanzwahrheit und -klarheit verankert, in OR 960 das Vorsichtsprinzip. Zwischen der Forderung nach Bilanzwahrheit und dem Vorsichtsprinzip besteht jedoch ein Konflikt: Es ist nicht möglich, in einer einzigen Zahl, eine sowohl vorsichtige als auch möglichst wahre Bewertung vorzunehmen. Besonders das am Vorsichtsprinzip inspirierte Imparitätsprinzip, wonach Verluste, sobald sie erkannt sind, Gewinne jedoch erst, wenn sie realisiert sind, bilanziert werden dürfen, liefert im Derivatgeschäft irreführende Ergebnisse. Im weiteren verzichtet der Gesetzgeber auf detaillierte Vorschriften zum Vorsichtsprinzip. Er verweist auf allgemein anerkannte kaufmännische Grundsätze (OR 959). Dies hilft allerdings im Derivatgeschäft nicht weiter, weil noch keine gefestigten Grundsätze bestehen. Auch im Ausland haben sich noch keine richtungweisenden Buchführungsgrundsätze herausgebildet.

Fünftens sind Bewertung und Bilanzierung unvollständig. Manche Geschäfte werden, obwohl sie rechtlich Schulden oder Forderungen darstellen, in der Bilanz nicht erfasst, so dass diese an Aussagekraft einbüsst. Es ist verständlich, dass die Geschäftsleitung höhere Anforderungen an die Aktualität der Daten stellt als die Aktionäre und die Öffentlichkeit (soweit man ihr ein Einsichtsrecht einräumt). Dass jedoch die Bilanz über wesentliche Geschäfte nicht informiert, verstösst gegen den Grundsatz der Bilanzwahrheit und -klarheit (OR 959). Was im Produktions- oder Handelsunternehmen ein Schönheitsfehler des Konzepts ist, aber nicht zu wesentlichen Verzerrungen führt, wird im Umgang mit Derivaten unhaltbar. Die Mängel bestehen allerdings im herkömmlichen Bereich ebenfalls – besonders dort, wo implizite Optionen eine Rolle spielen. Solche gibt es im Geschäftsalltag viele: Eine verbindliche Offerte ist zum Beispiel eine vom Offertsteller geschriebene

Option. Die herkömmliche Buchhaltung bildet deshalb nicht einmal die Risiken in den traditionellen Geschäftsbereichen zutreffend ab.

Führende Derivathändler haben zur Bewirtschaftung ihrer Portfeuillees umfangreiche Informationssysteme aufgebaut, die unabhängig von der Buchhaltung geführt werden und auf anderen Grundsätzen beruhen.

Wenn die Rechnungslegung nicht immer unübersichtlicher werden und zunehmend ihren ursprünglichen Sinn verlieren soll, ist eine gründliche Modernisierung nötig. Das Obligationenrecht stellt zwei Weichen falsch, indem es die Bewertung der Aktiven von der Intention des Erwerbs abhängig macht und das Vorsichtsprinzip so stark in den Vordergrund rückt, dass eine angemessene Bewertung erschwert wird. Ein Wandel in Richtung einer aussagekräftigeren Rechnungslegung hat bereits eingesetzt und ist in Umrissen erkennbar.

Die Leitlinien einer zeitgemässen, den Anforderungen des Derivatgeschäfts genügenden Rechnungslegung wären u.E. die folgenden:

Vollständigkeit: Das Postulat der Vollständigkeit verlangt, dass alle Rechte und Verpflichtungen im rechtlichen Eigentum einer Unternehmung in die Bilanz aufgenommen werden, und zwar bereits zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses (Abschlussprinzip), nicht erst, wenn sie fällig werden. Der Begriff der Bilanz ist inhaltlich zu erweitern: Auch Guthaben und Forderungen aus dem Ausserbilanzgeschäft sind in die Bilanz zu integrieren.

Wirtschaftliche Bewertung: Grundsätzlich sollten alle Aktiven zum Barwert oder zum Marktwert eingesetzt werden. Die Verbindlichkeiten sind zum Barwert einzusetzen, auch wenn der Markt sie tiefer bewertet. Dem Optionscharakter vieler Geschäfte sollte Rechnung getragen werden. Die Gliederung der Bilanz und die Absicht beim Abschluss eines Geschäfts sollten sich dagegen nicht auf die Bewertung auswirken.

Risikobuchhaltung: Das Vorsichtsprinzip sollte weiterhin gelten, aber sinnvoller interpretiert werden. Dem Vorsichtsprinzip sollte durch Reserven für mögliche (nicht bereits eingetretene oder ab-

sehbare) Wertebussen von Aktiven und Wertsteigerungen von Passiven sowie für Liquidierungskosten Rechnung getragen werden. Dabei ist auf den Einfluss des Risikos auf die Unternehmung insgesamt (nicht bloss auf einzelne Bilanzpositionen) abzustellen. In einer solchermassen aufgebauten Bilanz kommt das Postulat der Bilanzwahrheit in den Aktiven und im Fremdkapital zum Ausdruck und das Vorsichtsprinzip in der Höhe und Gliederung des Eigenkapitals.

Folgen für die Bankenaufsicht

Die Banken sind die weitaus wichtigsten Teilnehmer im Derivatgeschäft. Es ist deshalb wichtig, dass die staatliche Aufsicht über die Banken auch deren Derivatgeschäft einschliesst. Bankenkrisen können verhindert werden, wenn 1. die Banken über ein ausreichendes Risikomanagement verfügen, 2. die eingegangenen Risiken aus der Buchführung ersichtlich sind und 3. die vorhandenen Risiken durch genügend hohe Eigenmittel abgedeckt sind. Ebenfalls anzustreben ist 4. eine angemessene Risikoverteilung.

Die Qualität der Risikosteuerung bei einer Bank ist eine entscheidende Voraussetzung für den Erfolg im Derivatgeschäft.¹³ Die Marktrisiken einer Bank (einschliesslich der Risiken aus Derivaten) lassen sich ohne Einsatz elektronischer Hilfsmittel und anspruchsvoller finanztheoretischer Konzepte kaum mehr steuern. Eine Bank benötigt deshalb ein entsprechend ausgefeiltes System. Die Mitarbeiter müssen über genügend Kenntnisse verfügen, um mit diesen Systemen umgehen und auch deren Grenzen sehen zu können. Ferner ist es wichtig, dass die oberste Geschäftsleitung ihre Verantwortung durch eine aktive und klar definierte Rolle im Prozess der Risikosteuerung wahrnimmt und dass das Derivatgeschäft in die internen und externen Kontrollmechanismen integriert ist. Schliesslich sind Anreizsysteme (z.B. Gewinnbeteiligung) darauf zu prüfen, ob sie den Beteiligten nicht einen Anreiz geben, höhere Risiken einzugehen. Die EBK als verantwortliche Behörde verfügt mit den Bewilligungsvoraussetzungen (Vorschriften bezüglich Verwaltungsorganisation

und Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit), die laufend eingehalten werden müssen, über die Instrumente, mit denen sie eine Bank zu einer genügenden Risikosteuerung anhalten kann.

Die von einer Bank eingegangenen Risiken sollten aus ihrer Rechnungslegung ersichtlich sein. Neben den Vorschriften des Obligationenrechts, auf deren Mängel oben hingewiesen wurde, haben die Banken detaillierte und dem Derivatgeschäft angepasste Regeln einzuhalten. Die Vorschriften der Bankenverordnung zur Gliederung der Bilanz (Artikel 23–28) sind revidiert worden. Die neuen Bestimmungen treten auf 1. Februar 1995 in Kraft (entsprechende Regeln für Wertpapierhändler sind im Rahmen des geplanten Börsengesetzes in Vorbereitung). Im Bereich der Derivate werden die Banken verpflichtet, die Behandlung des Zinsänderungsrisikos und den Einsatz derivativer Finanzinstrumente (im Anhang zur Bilanz) zu erläutern sowie die Kontraktvolumina und die Wiederbeschaffungswerte der offenen Derivatkontrakte – gegliedert nach Zinsinstrumenten, Devisen, Edelmetallen, Beteiligungspapieren und Indizes sowie übrigen Kontrakten – auszuweisen.

Die vorgesehenen Bestimmungen werden die Darstellung des Derivatgeschäfts der Banken zweifellos transparenter machen. Ein umfassender, konsistenter Rahmen zur Darstellung der Risiken der Bank ist damit allerdings noch nicht geschaffen. Auch international ist die Rechnungslegung der Banken unter dem Einfluss der Derivate und der Marktrisiken stark im Fluss.

Umstritten ist, inwiefern die Banken zur Offenlegung ihres Derivatgeschäfts gegenüber der Öffentlichkeit gezwungen werden sollten. Einerseits betrachten die Banken ihre Abhängigkeit von einzelnen Risiken als Geschäftsgeheimnis. Andererseits ist nicht klar, welche Angaben die Marktteilnehmer überhaupt wünschen. Aus diesen Gründen dürfte der Wettbewerb längerfristig am besten geeignet sein, die Banken zur optimalen Offenlegung zu zwingen. Die BIZ (1994c) hat den Banken empfohlen, ihre Preis- und Kreditrisiken freiwillig offener darzustellen. Die Banken sollen periodisch berichten über das Ausmass der eingegangenen Risiken sowie über ihre Fähigkeit, diese Risiken im Griff zu behalten.

¹³ Siehe: Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1994).

Das schweizerische Bankengesetz greift wenig in die Geschäftstätigkeit der Banken ein. Es hindert die Banken nicht daran, Risiken einzugehen. Die Risiken müssen aber in einem angemessenen Verhältnis zu den eigenen Mitteln stehen. Die Eigenmittel erfüllen eine dreifache Aufgabe: Erstens schützen sie die bei einer Bank getätigten Einlagen gegen Schwankungen im Wert des Vermögens der Bank. Zweitens sollten sie den bei einer allfälligen Liquidation einer Bank zu erwartenden Verlust (die Wertebusse bei Veräusserung der Anlagen) abdecken. Gleichzeitig zu diesen beiden Funktionen erfüllen die Eigenmittel die Aufgabe eines «Selbstbehalts» des beschränkt haftenden Aktionärs. Eine schwach kapitalisierte Bank ist nämlich versucht, Risiken auf Kosten der Einleger einzugehen. Diese Gefahr des sogenannten *moral hazard* besteht vor allem dann, wenn die Einleger die von der Bank getragenen Risiken nicht erkennen können oder wenn ihnen diese durch eine Einlagenversicherung oder eine staatliche Garantie abgenommen werden.

Eine Erhöhung der Eigenmittelanforderungen ist zu prüfen. Die Gelegenheit dazu wird sich bei der nächsten Revision des vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht erarbeiteten Eigenmittelstandards ergeben. Heute decken die schweizerischen Eigenmittelvorschriften im Derivatbereich die Kreditrisiken sowie einen Teil der Preisrisiken (auf offenen Devisen- und Edelmetallpositionen) ab. Neue, stärker an die Empfehlungen des Basler Ausschusses angepasste Vorschriften im Bereich Kreditrisiken werden auf 1. Februar 1995 in Kraft treten. Im Bereich Preisrisiken weisen die schweizerischen Vorschriften noch Lücken auf: Zinsänderungsrisiken und Preisrisiken auf Aktien und Rohwaren sind noch kaum abgedeckt. Die entsprechenden Arbeiten des Basler Ausschusses sind allerdings noch im Gange.

Die Diversifikation ist ein wichtiges Instrument der Risikoverminderung im Bankenbereich. Die EBK wendet die geltenden Vorschriften zur Risikoverteilung so an, dass alle Forderungen einer Bank gegenüber einer Gegenpartei gesamthaft betrachtet werden, und zwar unabhängig von der Art dieser Forderungen (Basiswert, Derivat). Allerdings erfassen die geltenden Vorschriften nur die Kreditrisiken, obwohl auch im Bereich Preisrisiken Risikokonzentrationen vermieden werden

sollten. Dieses Anliegen ist im Rahmen der laufenden Revision der Bankenverordnung und der Ausarbeitung der Verordnung zum Börsengesetz aufgenommen worden.

Im Derivatgeschäft sind neben den Banken auch nicht beaufsichtigte Marktteilnehmer tätig. Verschiedene Beobachter fordern deshalb nach dem Grundsatz «gleiches Geschäft, gleiche Risiken, gleiche Regeln», auch Nicht-Banken im Derivatgeschäft einer Aufsicht zu unterstellen. Wir neigen hier zu Zurückhaltung. Die Banken werden beaufsichtigt, weil sie Sichteinlagen sowie andere kurzfristige Gelder entgegennehmen und langfristig anlegen. Der Bankgläubiger ist auch typisch ein Kleingläubiger, der kaum den Anreiz und die Fähigkeiten hat, die Solvenz einer Bank zu beurteilen. Marktteilnehmer, die keine Publikumsgelder annehmen, sind deshalb nicht automatisch nach denselben Regeln zu behandeln wie Banken. Eine Aufsicht über Wertpapierhändler, wie sie das Börsengesetz vorsieht, ist vertretbar. Eine Unterstellung weiterer am Derivatgeschäft Beteiligter (z.B. Pensionskassen, Industriegesellschaften) würde der Gleichbehandlung eher widersprechen.

Folgen für die Geldpolitik

Die Zentralbanken beeinflussen mit ihrer Geldpolitik das Preisniveau; die Bekämpfung der Teuerung wird heute sogar als die wichtigste Aufgabe der Zentralbanken angesehen. Finanzinnovationen können die Dosierung der Geldpolitik erschweren, wenn sie zu unerwarteten Änderungen der Geldnachfrage führen und damit den Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Preisniveau stören. Eine Arbeitsgruppe bei der BIZ hat die Einflüsse der Derivatmärkte auf die Geldpolitik untersucht (BIZ 1994b). Sie kommt zum Schluss, dass die Wirksamkeit der Geldpolitik durch die Derivatmärkte nach heutigem Wissensstand nicht stark beeinflusst wird. Die Derivate fördern mindestens in normalen Zeiten die Effizienz und die Widerstandskraft der Finanzmärkte. Die Notenbanken können deshalb eine stabilitätsorientierte Geldpolitik mit grösserer Entschiedenheit durchsetzen, als wenn keine Derivate existierten. In Krisenzeiten ist es allerdings möglich, dass die Derivate

die Volatilität der Finanzmärkte verstärken. Dies könnte – via eine grössere Verletzlichkeit der Banken oder indirekt über eine Verschlechterung der Konjunkturerwartungen – die Geldpolitik vorübergehend erschweren.

Das Wachstum der Derivatmärkte berührt die Transmission geldpolitischer Impulse nicht messbar; der Einfluss ist so schwach und langsam, dass er in den Einflüssen anderer Neuerungen untergeht. Notenbanken, die nicht marktkonforme geldpolitische Instrumente einsetzen, sind von der Entwicklung der Derivatmärkte allerdings stärker betroffen. Dies liegt daran, dass die Finanzmärkte unter dem Einfluss der Derivate besser funktionieren. Insbesondere werden dann geldpolitische Impulse zunehmend über eine Anpassung von Zinssätzen und Wechselkursen übertragen und immer weniger über eine Rationierung der Kredite, die auf staatliche Regulierung oder Kartellabsprachen unter den Banken zurückzuführen ist.

Eine Beeinträchtigung der Aussagekraft geldpolitischer Indikatoren als Folge der Entwicklung der Derivatmärkte ist ebenfalls nicht zu befürchten. Allfällige Einflüsse auf das Verhalten der weiteren Geldaggregate werden von den Wirkungen anderer Finanzinnovationen bei weitem übertroffen. Die Derivatmärkte liefern sogar ihrerseits Informationen über die von den Marktteilnehmern er-

wartete Entwicklung von Preisen und Volatilitäten.

Die Regelung des Geldumlaufs beinhaltet, dass die Nationalbank eine aussergewöhnliche Nachfrage nach Zahlungsmitteln, wie sie vor allem im Gefolge einer Bankenkrise auftreten kann, durch eine Ausweitung ihres Geldangebots befriedigt. Wichtig ist jedoch, dass sie sich nur in Ausnahmefällen und ausschliesslich bei blossen Liquiditätsengpässen als «letzte Liquiditätsquelle» zur Verfügung stellt, da häufige Liquiditätsspritzen die Geldwertstabilität gefährden und die Vorsicht der Banken untergraben können. Sie ist deshalb daran interessiert, dass die Banken vorsichtig mit Derivaten umgehen und wirksam beaufsichtigt werden, so dass Derivatgeschäfte keine Bankkrisen auslösen.

Die Verantwortung der Nationalbank für die Liquidität im Sinne eines ausreichenden Angebots an Zahlungsmitteln bedeutet nicht eine Verantwortung für die «Liquidität» oder Funktionsfähigkeit einzelner Märkte. Sollte beispielsweise ein wichtiger Derivatmarkt wegen Rückzugs oder Ausfalls führender Teilnehmer austrocknen, so ist die Nationalbank nicht angesprochen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Entwicklung der Derivatmärkte die Wirksamkeit der Geldpolitik nicht wesentlich beeinflusst.

Literaturverzeichnis

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1990). *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*, Basel.
- (1994a). *International Banking and Financial Market Developments*, Basel.
 - (1994b). *Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets*, Basel.
 - (1994c). *Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries*, Basel.
- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1994). *Risk Management Guidelines for Derivatives*, Basel.
- Brealey Richard A. und Stewart C. Myers (1991). *Principles of Corporate Finance*, 4. Aufl., McGraw-Hill, New York, N.Y., 924 S.
- Damodaran Aswath und Marti G. Subrahmanyam (1992). The Effects of Derivative Securities on the Markets for the Underlying Assets in the United States: A Survey, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 1, S. 1–21.
- Dixit Avinash K. und Robert S. Pindyck (1994). *Investment under Uncertainty*. Princeton University Press, Princeton, N.J., 468 S.
- Flood Mark D. (1991). An Introduction to Complete Markets. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 73, März/April, S. 32–57.
- Flood Robert P. und Robert J. Hodrick (1990). On Testing for Speculative Bubbles, *Journal of Economic Perspectives*, 4, S. 85–101.
- Futures and Options World (Hrsg.). *Directory & Review 1994*, Worcester Park, England, 98 S.
- Hull John (1989). *Options, Futures, and other Derivative Securities*, Prentice-Hall International Editions, A Division of Simon & Schuster, Englewood Cliffs, N. J., 341 S.
- Kulatilaka Nalin und Alan J. Marcus (1992). Project Valuation Under Uncertainty: When Does DCF Fail? *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, S. 92–100.
- Malkiel Burton G. (1992). Efficient Market Hypothesis, in: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London, S. 739–744.
- Stoll Hans R. und Robert E. Whaley (1988). Futures and Options on Stock Indexes: Economic Purpose, Arbitrage and Market Structure, *Review of Futures Markets*, 7, S. 225–248.
- Stucki Thomas und Walter Wasserfallen (1994). Stock and Option Markets: The Swiss Evidence, *Journal of Banking and Finance*, 18, S. 881–893.
- Zimmermann Heinz (1988). *Preisbildung und Risikoanalyse von Aktienoptionen*, Schweiz. Institut für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Regionalforschung an der Hochschule St. Gallen, Verlag Rüegger, Grösch, 382 S.

Les produits dérivés: rôle économique et impact sur le système financier

Urs W. Birchler, Werner Hermann, Bertrand Rime*

Les marchés de contrats à terme, d'options, de *swaps* et d'autres produits dérivés permettent de répartir les risques à moindre coût et augmentent ainsi le bien-être économique. Ils ont connu un essor considérable sur le plan mondial au cours des vingt dernières années; la gamme des instruments disponibles s'est rapidement élargie et le volume des opérations a fortement augmenté. Face à cette expansion, de nombreux observateurs ont mis en garde contre les risques que les produits dérivés, en raison de leur complexité, représentent pour un utilisateur non averti. Ils ont exprimé la crainte qu'une grave crise survenant sur un marché de produits dérivés pourrait déstabiliser d'autres marchés et même se propager à l'ensemble du système financier. Cela a débouché sur des appels à un renforcement de la surveillance des marchés de produits dérivés. Ces derniers mois, on a constaté plusieurs cas où une utilisation inconsidérée des produits dérivés a conduit à des pertes importantes.

La première partie de cette étude décrit les marchés de produits dérivés et évoque les raisons de leur essor. La deuxième partie analyse les risques et les effets externes liés à la forte expansion de ces marchés. La troisième partie traite des implications en matière de comptabilité, de surveillance des banques et de politique monétaire.

1. L'essor des produits dérivés

Facteurs explicatifs du développement

Dans le cadre d'un contrat sur produit dérivé, deux parties conviennent d'effectuer une certaine opération à une date ultérieure (ou durant un certain laps de temps) et à un prix déterminé à l'avance (le prix à terme ou le prix d'exercice). Il existe aujourd'hui une grande variété de produits dérivés et les possibilités de développement de nouveaux instruments sont pratiquement illimitées. L'ensemble des produits dérivés peut

être ramené à deux types de contrats: les opérations à terme et les options. Une opération à terme implique un engagement pour les deux parties. L'option donne à son acquéreur le droit, mais pas l'obligation, d'effectuer une transaction future à un prix déterminé à l'avance.

L'expansion des marchés de produits dérivés fait partie intégrante d'un bouleversement dans la manière dont les entreprises gèrent leurs risques financiers. Cette évolution a été favorisée par les fluctuations des taux de change et des taux d'intérêts qui ont suivi l'effondrement du système monétaire de Bretton-Woods en 1973. Les progrès dans la théorie des marchés financiers et dans le traitement des données ont également créé des conditions favorables. La théorie des marchés financiers permet d'évaluer les instruments financiers les plus divers et d'analyser leurs propriétés en matière de risque.¹ Les méthodes modernes de traitement et de transmission des données facilitent l'usage de ces instruments car ils permettent le calcul du risque lié aux produits dérivés les plus complexes et l'appréciation globale des positions détenues par des entreprises actives dans le monde entier.

L'investisseur a le choix entre les produits dérivés négociés en bourse et ceux qui sont commercialisés par les banques ou les maisons de titres sur le marché *over the counter* (OTC). Les instruments dérivés cotés en bourse sont souvent standardisés, ce qui permet de réduire les coûts de transaction, alors que les produits dérivés OTC offrent des solutions «sur mesure». La frontière entre ces deux catégories est cependant peu claire. D'une part, certains produits dérivés émis hors bourse (donc OTC) sont ensuite cotés et négociés à la bourse. D'autre part, la Commission fédérale des banques (CFB) considère les options négociées à la bourse de Zurich comme des instruments OTC

* Service des études bancaires de la Banque nationale suisse

¹ Voir par exemple Hull (1989).

car cette bourse – contrairement aux marchés de produits dérivés spécialisés – n’agit pas en tant que contrepartie et n’assume pas le risque de non-exécution du contrat.

De nombreux produits dérivés peuvent aussi être reproduits synthétiquement. Une opération à terme ne représente rien d’autre que l’achat à crédit du titre servant de base au contrat – dénommé actif sous-jacent. Il est également possible de créer synthétiquement une option en prenant une position, financée par un crédit, dans l’actif sous-jacent. Une transaction unique n’est cependant pas suffisante. En effet, le montant du crédit et la position dans l’actif sous-jacent doivent être modifiés à chaque variation du prix de l’actif sous-jacent. L’équivalence entre le produit dérivé et un investissement, financé par un crédit, dans l’actif sous-jacent est importante pour la compréhension des produits dérivés. Premièrement, elle montre que les possibilités d’utilisation et les risques des produits dérivés ne sont pas fondamentalement différents de ceux de l’actif sous-jacent. Deuxièmement, elle permet de mettre en évidence le fait que les produits dérivés nécessitent une mise de fonds plus faible et que les pertes potentielles ne se limitent pas au montant investi.

Les produits dérivés sont préférés à leur réplique synthétique (position dans l’actif sous-jacent financée par un crédit) parce qu’ils permettent une économie de coûts de transaction. Ils permettent de prendre (ou de couvrir) un risque avec seulement une fraction des coûts que comporterait un engagement dans l’actif sous-jacent. L’écart varie selon l’instrument et est d’autant plus grand que la négociabilité de l’actif sous-jacent est faible. Grâce à leur bas niveau de coûts de transaction, les produits dérivés offrent la possibilité, là où elle n’existait pas, de se couvrir contre certains événements ou de spéculer sur ces derniers. Ils permettent ainsi à l’économie de s’approcher de l’idéal d’un système de marché complet.²

Dans une transaction sur produit dérivé, le gain d’une partie correspond à la perte de la contrepartie. Les produits dérivés ne sont cependant pas un jeu à somme zéro car ils jouent le même rôle économique que les assurances: leur raison

d’être réside dans l’échange des incertitudes (risques). L’examen après coup (ex post) de ces transactions donne lieu à des conclusions erronées car il néglige leurs apports en matière de répartition des risques. Même si les produits dérivés ne donnent lieu qu’à des flux de paiement à leur échéance, ils ont une utilité eu égard aux incertitudes qui existaient au moment de la conclusion du contrat (ex ante). Celui qui veut couvrir un risque (hedging) peut acheter de l’assurance; celui qui veut spéculer peut vendre de l’assurance. La possibilité d’échanger des risques permet ainsi d’augmenter l’utilité des deux participants. Ce motif constitue le véritable moteur de l’expansion des marchés de produits dérivés.

Utilité des produits dérivés pour l’ensemble de l’économie

Les avantages économiques individuels des produits dérivés s’additionnent pour former une utilité globale.³ Plus concrètement, la réduction des coûts de transaction permet d’augmenter le bien-être économique par trois canaux: le risque global peut être mieux diversifié et donc diminué (diversification des risques) et le risque résiduel ou non diversifiable est attribué aux participants les mieux à même de le supporter (allocation des risques). Les marchés de produits dérivés jouent en outre un rôle dans la production et la diffusion de l’information (efficience au niveau de l’information).

La diminution du risque au niveau de l’ensemble de l’économie est obtenue grâce à une compensation entre des porteurs de risques ayant des intérêts complémentaires: ainsi, un agent qui tirerait profit d’une augmentation du cours des matières premières, peut conclure un contrat à terme avec un participant qui pâtirait d’une telle évolution. Les deux parties peuvent calculer un prix ferme et éliminer le risque de cours. Ce phénomène est connu en théorie sous le nom de «diversification des risques».

² Pour une introduction, voir Flood (1991).

³ Les éventuelles nuisances infligées aux non-participants (effets externes négatifs) sont abordées dans le chapitre 2.

La théorie des marchés financiers considère, en plus du risque diversifiable, le risque non diversifiable ou systématique. Ce dernier ne se laisse pas réduire par la diversification des risques. En effet, même un portefeuille largement diversifié subit des fluctuations de cours. Comme les agents économiques diffèrent dans leur exposition au risque systématique et dans leur aversion au risque, l'échange du risque permet de transférer ce dernier aux investisseurs les mieux à même de le supporter. Les produits dérivés améliorent donc l'allocation du risque et renforcent également la capacité de résistance du système financier face aux chocs.

Sur les marchés de produits dérivés, on échange non seulement des risques mais aussi de l'information. Premièrement, les participants ont des anticipations différentes. Deuxièmement, un participant peut réduire son risque en améliorant son niveau de connaissance. Celui qui dispose de beaucoup d'informations, ou qui à la possibilité de se les procurer relativement facilement, peut, grâce aux produits dérivés, assurer les autres participants contre des événements non souhaités. Les marchés de produits dérivés servent donc également à la production et à la diffusion de l'information⁴, et les investisseurs disposant de moins d'informations peuvent profiter de la concurrence entre les participants les mieux informés. Si le nombre d'informations accumulées est grand, les prix reflètent d'autant mieux les informations disponibles et les participants peuvent davantage se fier aux signaux du marché. Les études empiriques (pour une vision d'ensemble, voir par exemple Malkiel, 1992) montrent que les marchés financiers sont en règle générale efficients en termes d'information, ce qui signifie que les prix contiennent toutes les informations accessibles au public.

Par ces effets, les produits dérivés permettent de conclure des affaires (en particulier des investissements réels) qui, sans eux, paraîtraient trop risquées; ils apportent ainsi un gain en termes de bien-être. L'importance des produits dérivés dépasse donc la sphère de la place financière: ils créent des emplois, permettent à l'Etat d'encaisser des recettes fiscales⁵ et, ce qui n'est pas négligeable, génèrent de substantiels bénéfices.

Il est difficile de chiffrer l'augmentation de bien-être ainsi créée, car on ignore de quelle façon les ressources engagées dans les opérations sur produits dérivés auraient été investies en l'absence de ces derniers. La valeur ajoutée représente néanmoins une mesure pertinente du rôle économique d'un secteur d'activité. Elle mesure la contribution d'un secteur au produit national brut et se calcule en prenant le chiffre d'affaires du secteur auquel on soustrait les prestations préalables des autres secteurs. La valeur ajoutée correspond également à la somme des bénéfices et des salaires liés aux opérations sur produits dérivés. Sur la base des données fournies par quelques-uns des principaux participants au marché, nous estimons que la valeur ajoutée générée par les banques suisses dans les produits dérivés représentait deux à trois milliards de francs en 1993, soit presque un pour-cent du produit national brut.

Le développement des marchés des produits dérivés

Le concept de produit dérivé n'est pas nouveau. Les contrats à terme sur les produits agricoles ont cours depuis longtemps. Certaines options étaient traitées régulièrement à Amsterdam, à Londres et à Paris au 17^e siècle déjà. En Suisse, des options étaient échangées en bourse, sous le nom d'opérations à prime, bien avant la création du Swiss options and financial futures exchange (SOFFEX). En revanche, l'élargissement de la gamme des instruments disponibles et l'accroissement du volume des opérations sur produits dérivés constituent des éléments nouveaux.

A l'échelon mondial, l'encours des contrats sur produits dérivés représentait 17 600 milliards de dollars à la fin 1992 (mesurés en termes du principal notionnel) d'après les estimations de la Banque des règlements internationaux (BRI) et du General Accounting Office (voir tableau 1). L'encours pourrait en fait être plus élevé car tous les

⁴ Les prix des options contiennent notamment des informations, non disponibles ailleurs, sur l'ampleur de la volatilité attendue du prix de l'actif sous-jacent.

⁵ Les produits dérivés offrent aussi certains avantages fiscaux.

Tableau 1: Encours du principal notionnel des produits dérivés

	Principal notionnel ¹ (milliards de dollars)			Taux de croissance annuel	
	1990	1992	1993	1990-92	1990-93
Instruments traités sur les marchés de gré à gré	7 888	12 860	n.d.	28	n.d.
<i>Forwards</i> ²	4 437	7 515	n.d.	30	n.d.
<i>Options</i>	561	634	1 398	6	36
<i>Swaps</i>	2 890	4 711	7 076	28	35
Instruments traités sur les marchés organisés	2 284	4 783	7 839	45	51
<i>Futures</i> ³	1 540	3 154	5 110	43	49
<i>Options</i>	744	1 629	2 729	48	54
Total	10 172	17 643	n.d.	32	n.d.

¹ La somme représente le nombre de contrats multiplié par le montant nominal sur lequel porte chaque contrat.

² Les *forwards* sont des contrats à terme non standardisés négociés sur le marché de gré à gré.

³ Les *futures* sont des contrats à terme standardisés négociés sur des marchés organisés.

Sources: General Accounting Office, Financial Derivatives, Report to Congressional Requesters, mai 1994; Rapport annuel 1993-94 de la Banque des règlements internationaux.

Tableau 2: Les opérations sur produits dérivés des trois grandes banques (1993, milliards de francs)

	UBS	SBS	CS	Total
Principal notionnel (évolution 93/92)	2316 (+40%)	2194 (+42%)	1681 (+59%)	6191
<i>Forwards, futures, swaps</i>	1877	1273	1318	4468
<i>Options</i>	438	922	362	1722
Valeur de remplacement	64	32	42	138
Somme du bilan	311	207	232	750

Source: Rapports de gestion des banques

contrats ne sont pas recensés. Les instruments cotés en bourse représentent un tiers du montant total, les deux autres tiers provenant des instruments négociés sur le marché de gré à gré (OTC). Dans le classement par instrument, les *forwards* et *futures* dominent (avec plus de la moitié du principal notionnel), suivis par les *swaps* et par les options. Au niveau du sous-jacent, les instruments sur taux d'intérêt représentent la part du lion, particulièrement pour les produits dérivés cotés en bourse. On estime en outre que la moitié des contrats cotés en bourse est traitée aux USA, contre un tiers en Europe et 7% au Japon.

La place financière suisse et les banques suisses jouent un rôle important sur les marchés des produits dérivés. Le franc suisse fait partie des trois à cinq principales monnaies utilisées dans les *futures* et options sur devises combinant le dollar à une autre monnaie, dans les *swaps* de taux d'inté-

rêt et dans les *swaps* de devises⁶. Le dollar se taille la part du lion dans ces quatre types d'instruments.

Les trois grandes banques suisses occupent une position de premier plan, au niveau international, dans les *swaps*, les opérations à terme sur devises et les options. A la fin 1993, l'encours du principal notionnel des contrats de produits dérivés des trois grandes banques atteignait 6200 milliards de francs (voir tableau 2). Ce montant englobe cependant des doubles comptabilisations. La valeur de remplacement de ces contrats⁷, qui représente un indicateur plus pertinent,

⁶ Pour plus de précisions, voir BRI (1994a), basé sur les statistiques de l'International Swap Dealers Association (ISDA).

⁷ La valeur de remplacement représente la somme des valeurs de marché positives. Certaines banques y ajoutent une marge de sécurité pour l'augmentation future du risque de crédit.

s'élevait à 138 milliards, soit un cinquième de la somme de leurs bilans.

La SOFFEX occupe, au classement mondial des bourses de produits dérivés, la quatrième position pour les options sur actions et le huitième rang dans le domaine des *futures* et des options sur indices boursiers. Elle ne joue en revanche qu'un rôle secondaire dans le domaine des produits basés sur les taux d'intérêt. Les instruments correspondants (produits dérivés basés sur les emprunts de la Confédération) n'ont en effet été introduits que récemment.⁸

2. Risques et éventuels effets externes négatifs des produits dérivés

Risques pour les participants aux opérations sur produits dérivés

Selon une estimation de la revue *Euromoney* (août 1994, p. 29), 22 entreprises importantes ont essuyé des pertes substantielles dans les opérations sur produits dérivés durant les douze mois précédents. Ces pertes, estimées à 6,2 milliards de dollars, dépassent celles enregistrées par les grandes entreprises dans les produits dérivés au cours des dix années précédentes (2,1 milliards de dollars). Ces pertes expliquent que dans les débats, on parle fréquemment des «risques des produits dérivés». Ce faisant, on oublie que les risques sont la cause et non la conséquence de l'utilisation des produits dérivés. Le risque est inhérent à toute activité économique parce que le monde est fait d'incertitudes. Les produits dérivés permettent d'échanger ou de négocier au mieux ces incertitudes mais pas de les écarter totalement.

Le risque de marché et le risque de crédit représentent les principaux risques que l'on peut prendre à l'aide des produits dérivés. Le risque de marché se rapporte aux fluctuations des prix du marché (taux de change, taux d'intérêt, prix des matières premières). La prise ou la couverture d'un risque de marché constitue, dans la plupart

des cas, le motif pour lequel un participant au marché conclut une opération sur produits dérivés. Une couverture parfaite du risque de marché est parfois impossible, en particulier en cas de forte incertitude, d'importantes fluctuations de cours ou d'assèchement du marché (risque d'illiquidité).

Le risque de crédit est le risque qu'un débiteur soit dans l'impossibilité d'honorer ses engagements. Le risque de crédit lié aux produits dérivés est plutôt faible comparé à celui qui découle des opérations bancaires classiques.

Premièrement, de nombreux produits dérivés (presque tous les *futures* et une grande partie des options) sont négociés sur des marchés boursiers spécialisés qui assument le rôle de contrepartie. Ces derniers disposent généralement d'importantes garanties et représentent donc un risque de crédit bien plus modeste. Seuls les instruments OTC représentent un notable risque de crédit.

Deuxièmement, dans la plupart des opérations sur produits dérivés, seule la valeur de remplacement est exposée au risque de crédit. Imaginons qu'un investisseur doit régler à trois mois une facture libellée en dollars et qu'à cet effet, il achète à terme des dollars contre des francs. Dans ce cas, son risque de crédit se limitera à l'augmentation de la valeur des dollars achetés par rapport au montant dû en francs: si la contrepartie ne livre pas les dollars, il devra se procurer ces derniers à un prix plus élevé. Si l'investisseur achetait dès aujourd'hui le montant correspondant en dollars et le plaçait à trois mois, le montant total serait exposé au risque de crédit. Le risque lié à une opération à terme ne portera sur le montant total qu'au cours du règlement: il se peut qu'une partie ait déjà effectué ses paiements lorsque la contrepartie se révèle en incapacité de paiement. Ce risque de règlement n'est cependant pas spécifique aux produits dérivés. De plus, il peut être réduit grâce à une conception appropriée des systèmes de paiements.

Troisièmement, le marché tente par lui-même de limiter le risque de crédit lié aux produits dérivés OTC. Jusqu'ici, l'accès au marché des *swaps* – qui représente le marché OTC le plus important –

⁸ Pour plus de précisions, voir *Futures & Options World*, Directory & Review 1994, basé sur les rapports de gestion des marchés de produits dérivés.

est resté réservé aux meilleures contreparties. Sur ce marché, les banques recourent de plus en plus à des accords de compensation (*netting arrangements*) qui limitent les avoirs et engagements respectifs à leur valeur nette. Cependant, les accords de compensation transfrontaliers soulèvent en cas de faillite des questions juridiques complexes auxquelles il est difficile d'apporter à l'avance une réponse indiscutable. Dans ce domaine, la jurisprudence est pratiquement inexistante. En Suisse, la révision prévue de l'art. 211 de la loi fédérale sur les poursuites pour dettes et la faillite (LP) doit créer une base juridique en ce qui concerne le traitement des produits dérivés en cas d'insolvabilité. Le résultat de la liquidation d'une banque active au niveau international est particulièrement incertain, comme l'a montré la fermeture de la BCCI (Bank for Credit and Commerce International) par plusieurs autorités nationales. En cas de faillite, les succursales sont considérées dans certains pays comme partie intégrante d'une entreprise, dans d'autres comme une entité partiellement indépendante.

Coûts externes des marchés de produits dérivés?

Les coûts privés des produits dérivés correspondent-ils exactement à leurs coûts sociaux ou les marchés de produits dérivés génèrent-ils des effets externes pour les agents ne participant pas directement aux opérations? Certains observateurs considèrent que les marchés de produits dérivés transmettent des coûts au système financier et mettent ainsi ce dernier en danger. Les trois principales craintes sont les suivantes: (1) l'utilisation des produits dérivés renforce les fluctuations de prix sur les marchés financiers, (2) les produits dérivés augmentent le risque d'effet de domino dans le système bancaire et (3) les produits dérivés peuvent paralyser le trafic des paiements.

Renforcement des fluctuations de prix?

Les marchés financiers connaissent souvent des fluctuations de prix qu'on ne peut pas expliquer de façon satisfaisante par l'évolution des variables économiques fondamentales. De plus,

les fluctuations des cours des produits dérivés précèdent souvent celles de l'actif sous-jacent. C'est pourquoi les produits dérivés sont suspectés de contribuer au renforcement des fluctuations de prix.

Ce soupçon repose partiellement sur une illusion. Les marchés des produits dérivés et des actifs sous-jacents sont reliés entre eux par les opérations d'arbitrage. Pourtant, en raison des coûts de transaction plus bas, les prix des produits dérivés réagissent en général avant les cours des actifs sous-jacents. C'est pourquoi les marchés de produits dérivés donnent souvent l'impression d'être à l'origine des variations de cours. Le fait qu'un événement en précède un autre n'implique cependant pas qu'il l'ait provoqué. Les variations de cours des produits dérivés et des actifs sous-jacents reflètent avant tout une modification des anticipations. Les études empiriques montrent cependant que les marchés des produits dérivés ne renforcent pas les fluctuations de prix, mais plutôt qu'ils les atténuent (voir Damodaran et Subrahmanyam, 1992, Stoll et Whaley, 1988, ainsi que Stucki et Wasserfallen, 1994).

Les produits dérivés peuvent avoir des effets défavorables lorsque les prix observés sur les marchés financiers ne reflètent pas seulement les anticipations concernant les variables économiques fondamentales mais présentent en plus une dynamique propre. Des bulles spéculatives temporaires peuvent alors survenir sur les marchés financiers.⁹ Il est cependant pratiquement impossible de démontrer empiriquement l'existence des bulles spéculatives.¹⁰

Les fluctuations de cours peuvent également être amplifiées par certaines stratégies d'investissement visant à limiter le risque non diversifiable. Parmi elles, on peut citer les ordres *stop-loss* (ordre donné à la banque de vendre en cas de baisse des cours) et la *portfolio insurance* (voir Zimmermann, 1988). Ces deux stratégies conduisent à des courbes d'offre et de demande moins élastiques, ce qui contribue à augmenter les fluc-

⁹ Ces bulles spéculatives peuvent, dans certaines conditions, également survenir lorsque les participants se comportent de façon rationnelle.

¹⁰ Voir Flood et Hodrick (1990).

tuations de cours. Ces deux stratégies peuvent également être mises en œuvre grâce à l'achat d'options. La faible disposition à prendre des risques se reflète alors dans un haut niveau des primes de risques, ce qui incite les autres investisseurs à émettre des options (donc à prendre en charge des risques).

D'après nous, les autorités ou le législateur ne doivent pas prendre de mesure contre les bulles spéculatives et les comportements déstabilisants pouvant affecter les marchés financiers. Toute intervention risquerait d'avoir des effets encore plus néfastes que le mal qu'elle cherche à combattre. La politique économique peut cependant, en créant un environnement stable, permettre aux opérateurs de mieux s'orienter par rapport aux variables économiques fondamentales.

Dangers pour les banques?

La faillite d'une banque implique d'importants coûts sociaux. Les autres banques ont à faire face à une perte de confiance des investisseurs et l'ensemble de l'économie subit les effets d'une perturbation temporaire au niveau de l'octroi des crédits et du trafic des paiements. Il est donc nécessaire d'examiner attentivement les dangers que les marchés des produits dérivés pourraient représenter pour les banques.

Les banques importantes ou actives au niveau international sont fortement engagées dans les opérations sur produits dérivés. De plus, certains de leurs partenaires – banques et non banques – sont également actifs sur ce marché. Une chute des cours, une crise de liquidité ou la défaillance d'une importante contrepartie sur le marché des produits dérivés pourrait donc aussi se répercuter sur les banques.

Les positions des banques ayant un lien direct ou indirect avec les produits dérivés ne comportent pas de risque nouveau par rapport aux risques de crédit et de marché traditionnels. Les opérations sur produits dérivés impliquent même un risque de crédit inférieur à celui inhérent à une position correspondante dans l'actif sous-jacent (voir ci-dessus). Cet effet modérateur sur le risque est cependant réduit à néant lorsqu'on considère l'im-

portant volume des opérations sur produits dérivés. La direction de la banque doit s'assurer, comme pour les autres activités bancaires, que les positions contractées ne se concentrent pas trop sur les mêmes débiteurs et que leur couverture en fonds propres est suffisante. La situation économique d'une contrepartie active dans les produits dérivés peut cependant se modifier rapidement, comme le montrent des exemples récents. Cela implique des exigences élevées en matière de surveillance du risque de crédit d'une banque.

Un portefeuille de produits dérivés permet à une banque de gérer ses risques de façon efficace mais requiert aussi un système de contrôle sophistiqué. Même le modèle exploitant le mieux les connaissances actuelles repose sur certaines hypothèses quant à l'évolution et à la corrélation des prix des actifs financiers. Il subsiste donc toujours un risque de mauvaise spécification du modèle.

On ne peut pas isoler totalement les banques des risques de contrepartie, de marché ou d'illiquidité du marché. Ces deux types de risques ne sont pas spécifiques aux produits dérivés et sont inhérents à l'activité bancaire. Cependant, les opérations sur produits dérivés nécessitent une prudence accrue de la part des banques. En particulier sur le marché des produits dérivés, le danger de pertes importantes ne peut jamais être totalement écarté. Une surveillance des banques efficace, qui veille notamment à ce que les mesures de prudence nécessaires soient effectivement prises par les différents établissements bancaires, peut cependant contribuer à réduire le risque que représentent les produits dérivés pour le système bancaire. Les implications du développement des produits dérivés en matière de surveillance bancaire seront analysées ci-dessous.

Dangers pour le trafic des paiements?

Les problèmes qui se posent lors du règlement des contrats sur produits dérivés sont comparables à ceux qu'on rencontre dans les autres opérations financières. Les perturbations que ces problèmes peuvent engendrer pour le trafic des paiements dépendent de l'importance des flux de

paiements liés aux produits dérivés par rapport aux flux de paiements totaux, de la conception du système de règlement des marchés concernés et de l'architecture de l'ensemble du système de paiements.

Les systèmes de règlement peuvent fonctionner sur une base nette ou brute. Dans un système de règlement sur base nette, les positions créditrices ou débitrices nettes sont établies bilatéralement ou multilatéralement, puis compensées. Ce système comporte le risque que l'incapacité de paiement d'un participant compromette, par une réaction en chaîne, la capacité de paiement d'autres participants. Si le système de règlement en cause traite des volumes importants, l'ensemble du trafic des paiements peut être perturbé. C'est pourquoi la BRI a élaboré en 1990 des directives qui devraient permettre de garantir largement la résistance des systèmes de règlement sur base nette face à ce genre de perturbations.

Dans un système de règlement sur base brute, chaque transaction correspond à un virement irrévocable (normalement sur un compte de virement auprès d'une banque centrale). Comme il s'agit la plupart du temps de systèmes électroniques, on parle de système de règlement en temps réel sur base brute (*real-time gross settlement systems ou RTGS*). Le Swiss Interbank Clearing (SIC) en représente un exemple. En principe, ce genre de système permet d'éviter les risques de règlement décrits ci-dessus. Cela nécessite cependant que la transaction (livraison) sur laquelle porte le paiement soit également réglée sur une base brute et en étroite relation avec le paiement (livraison contre paiement). Cette condition est particulièrement difficile à remplir lorsque les transactions portent sur plusieurs monnaies (notamment dans le cadre de *cross-currency swaps*). Il est pour l'instant pratiquement impossible de garantir une correspondance étroite entre la livraison et le paiement. Tout décalage temporel entre ces deux événements comporte cependant des risques. Un groupe de travail, sous les auspices de la BRI, étudie actuellement les moyens qui devraient permettre de réduire ou d'éliminer ce type de risque.

En résumé, on peut dire que les marchés de produits dérivés ne comportent pas de problème de

règlement particulier et que les systèmes de règlement de ces opérations peuvent être conçus de façon à ce que le système de paiements dans son ensemble soit largement protégé des perturbations pouvant survenir sur les marchés de produits dérivés.

3. Domaines dans lesquels les autorités ou le législateur devraient agir

Implications en matière de comptabilité

Les opérations sur produits dérivés et la théorie des marchés financiers sur laquelle elles se basent constituent un défi pour la comptabilité des entreprises. D'une part, il est notoire que les concepts comptables traditionnels ne sont plus suffisants, en particulier dans le domaine des produits dérivés. D'autre part, la théorie des marchés financiers¹¹ livre les éléments de base d'une comptabilité plus cohérente du point de vue économique. Ces éléments sont le principe de la valeur actuelle, la théorie des options et le concept de diversification.

Le principe de la valeur actuelle est le premier pilier d'une évaluation basée sur des principes économiques. Dans le cadre de cette dernière, on distingue les créances selon l'échéance. Afin de pouvoir comparer des créances futures avec des créances exigibles dès maintenant, leur valeur actuelle doit être prise en compte.

La théorie des options est le deuxième pilier d'une gestion des risques moderne. Elle est indispensable à l'évaluation du prix et à l'analyse des risques d'un portefeuille d'options ou d'autres produits dérivés. De plus, la théorie des options permet, au-delà de son domaine d'application stricto sensu, une analyse appropriée d'instruments qui jusqu'ici ne pouvaient être appréhendés que de manière intuitive. Ainsi, dans les domaines bancaire et financier, on emploie couramment de nombreux contrats ou dispositions qui s'apparentent à une option (droit de dénonciation, garanties, assurances, responsabilité limitée). Le profil de risque de ces contrats ne peut être analysé correctement du point de vue économique

¹¹ Voir par exemple Brealey et Myers (1991).

que si l'on prend en compte leur caractère optionnel.¹²

Le concept de diversification représente le troisième pilier d'une gestion cohérente des risques. En matière de gestion des risques, le risque lié à un instrument pris individuellement est beaucoup moins significatif que sa contribution au risque global de l'entreprise. La question est donc de savoir si un instrument permet ou non de diversifier les risques des autres opérations. C'est pourquoi il est inadéquat de considérer les risques encourus par une banque dans les produits dérivés indépendamment des risques liés à ses autres activités.

Les prescriptions du code des obligations (CO) régissant les comptes et la pratique qui en découle ne remplissent qu'en partie ces exigences.

Premièrement, la comptabilité se base principalement sur des valeurs historiques. D'après le CO, la comptabilité a pour objectif de révéler «la situation financière de l'entreprise, l'état de ses dettes et créances se rattachant à l'exploitation, de même que le résultat des exercices annuels» (art. 957 CO). L'état des dettes et des créances doit, d'un point de vue économique, nécessairement être établi en tenant compte des perspectives d'avenir. Une appréciation prospective est nécessaire dans la mesure où la valeur d'un investissement dépend des bénéfices futurs qu'il générera.

Deuxièmement, l'évaluation de montants exigibles à des échéances différentes n'est pas consistante dans le temps. La comptabilité opère certes une distinction entre les créances exigibles et non exigibles en procédant à un regroupement des créances selon l'échéance. Malgré cela, on compare souvent directement des valeurs qui seront réalisées à des périodes différentes. Ainsi, les effets de change escomptables sont fréquemment comptabilisés à leur valeur actuelle, alors que les crédits figurent à leur valeur nominale et les actions à leur valeur de marché ou au prix d'acquisition (d'après le principe de la va-

leur minimale). Une approche économique n'autorise pourtant pas le mélange de valeurs actuelles et futures, mais requiert qu'on actualise les flux de paiements futurs.

Troisièmement, la pratique actuelle distingue les opérations effectuées par l'entreprise selon leur but, ce qui influence leur évaluation. La répartition entre position de placement, position de *trading* et position-titres de couverture est cependant arbitraire. Il serait nécessaire de disposer de critères uniformes, objectifs et consistants dans le temps.

Quatrièmement, l'évaluation poursuit des buts contradictoires. L'exigence de sincérité et de clarté du bilan est ancrée dans l'art. 959 CO, le principe de prudence figurant à l'art. 960 CO. Il y a cependant un conflit entre le principe de sincérité du bilan et le principe de prudence: avec un chiffre unique, il n'est pas possible de procéder à une évaluation à la fois prudente et aussi sincère que possible. Le principe de prudence, en particulier le principe de l'imparité d'après lequel les pertes doivent figurer au bilan dès qu'elles sont connues, mais les bénéfiques seulement lorsqu'ils sont réalisés, conduit à des résultats trompeurs en ce qui concerne les produits dérivés. De plus, le législateur a renoncé à formuler des prescriptions détaillées en ce qui concerne le principe de prudence et se réfère simplement aux principes généralement admis dans le commerce (art. 959 CO). Cette situation n'est pas satisfaisante en ce qui concerne les opérations sur produits dérivés, car il n'existe pas de principe reconnu dans ce domaine. A l'étranger, il ne se dessine pas non plus de principe comptable indiquant une direction claire.

Cinquièmement, l'évaluation des rubriques et leur comptabilisation au bilan sont incomplètes. Certaines opérations, bien qu'elles impliquent des créances ou des dettes ayant une base juridique, ne figurent pas au bilan, ce qui réduit la capacité de ce dernier à refléter la situation financière de l'entreprise. Il est compréhensible que les instances dirigeantes des entreprises aient des exigences plus élevées en matière d'actualité des informations que les actionnaires et le public (à condition qu'on lui accorde un droit de regard). Il n'en reste pas moins que le bilan, en ne donnant pas d'information sur des opérations importan-

¹² Kulatilaka et Marcus (1992) donnent à ce sujet des exemples facilement compréhensibles. Pour une étude plus approfondie, voir Dixit et Pindyck (1994).

tes, est en contradiction avec les principes de sincérité et de clarté énoncés dans l'art. 959 CO. L'approche comptable traditionnelle, qui ne conduit pas à d'importantes distorsions du côté des entreprises commerciales ou industrielles, est intolérable dans le domaine des produits dérivés. Des carences existent d'ailleurs aussi dans les opérations traditionnelles, particulièrement là où les options implicites jouent un rôle. Ces dernières sont très courantes dans les activités quotidiennes des entreprises: une offre ferme représente par exemple une option émise par l'auteur de l'offre. Dans son état actuel, la comptabilité n'est donc pas non plus en mesure de refléter les risques liés aux activités traditionnelles.

Pour la gestion de leur portefeuille, les négociants de produits dérivés les plus importants ont développé des systèmes d'information globaux qui sont exploités indépendamment de la comptabilité et reposent sur des principes différents de celle-ci.

La comptabilité doit être modernisée en profondeur si l'on veut éviter qu'elle devienne toujours plus confuse et s'écarte de plus en plus de son objectif premier. Le code des obligations nous oriente deux fois dans la mauvaise direction lorsqu'il rend l'évaluation des actifs dépendante de l'objectif attribué à ces derniers lors de leur acquisition et qu'il accorde au principe de prudence un poids tel qu'une évaluation correcte en est entravée. Un mouvement vers une comptabilité reflétant mieux la situation économique des entreprises a cependant été amorcé et on peut déjà en reconnaître l'esquisse.

Une comptabilité moderne et adaptée aux exigences des produits dérivés devrait respecter, d'après nous, les lignes directrices suivantes:

Exhaustivité: Le postulat de l'exhaustivité requiert que tous les droits et engagements ayant un lien juridique avec l'entreprise figurent au bilan, dès la conclusion du contrat et pas seulement lorsqu'ils viennent à échéance. Le concept de bilan doit être élargi. Les avoirs et engagements hors bilan doivent être intégrés au bilan.

Evaluation basée sur des principes économiques: En principe, tous les actifs doivent figurer au bilan

à leur valeur actuelle ou à leur valeur de marché. Les engagements doivent figurer à leur valeur actuelle, même si le marché leur attribue une valeur plus basse. Il faudrait aussi tenir compte du caractère optionnel de certaines opérations. Enfin, la répartition en rubriques du bilan et l'objectif attribué à une transaction ne devraient pas influencer l'évaluation.

Comptabilisation du risque: Le principe de prudence reste valable, mais doit être interprété de manière plus appropriée. Conformément à ce principe, il faudrait, par la création de provisions, tenir compte d'éventuelles (non encore réalisées ou non prévisibles) pertes de valeur des actifs ou d'éventuelles augmentations de valeur des passifs, ainsi que des coûts de liquidation. Dans ce domaine, il faut considérer l'influence du risque sur l'entreprise dans son ensemble (et pas les postes du bilan pris individuellement). Dans un bilan établi de cette manière, le postulat de sincérité du bilan serait appliqué en ce qui concerne les actifs et les fonds étrangers. Le principe de prudence serait respecté grâce à la création de plusieurs catégories et niveaux de fonds propres.

Conséquences en matière de surveillance bancaire

Les banques représentent les principaux participants aux marchés de produits dérivés. Il est donc important que la surveillance étatique des banques englobe également leurs opérations sur produits dérivés. Les crises bancaires peuvent être évitées si (1) les banques disposent d'un management compétent, (2) les risques encourus sont visibles dans les états financiers de l'entreprise et (3) la couverture des risques par les fonds propres est suffisante. Il faudrait aussi (4) tendre vers une diversification adéquate des risques.

La qualité de la gestion des risques est une condition déterminante pour le succès d'une banque dans les opérations sur produits dérivés.¹³ La gestion du risque de marché d'une banque (y compris les risques liés aux produits dérivés) nécessite désormais le recours à des moyens in-

¹³ Voir: Comité de Bâle pour le contrôle bancaire (1994).

formatiques et à des concepts relativement complexes de la théorie des marchés financiers. La banque doit donc mettre en place un système sophistiqué. Les collaborateurs doivent disposer de connaissances suffisantes afin de pouvoir maîtriser ces systèmes et surtout connaître les limites de ces derniers. Il est également important que la direction générale prenne ses responsabilités en définissant clairement son rôle dans le processus de gestion des risques et que les activités sur produits dérivés soient intégrées dans les systèmes de contrôle internes et externes. Enfin, il faut s'assurer que les systèmes d'incitation (notamment la participation aux bénéfices) ne conduisent pas à une prise exagérée de risque par les collaborateurs. La CFB, en tant qu'autorité compétente, peut inciter les banques à respecter un niveau suffisant de gestion des risques. Pour ce faire, elle dispose de l'instrument des conditions préalables requises pour l'autorisation (prescriptions relatives à l'organisation administrative et à la garantie d'une activité irréprochable) qui doivent être respectées en permanence.

Les risques encourus par une banque doivent être visibles dans ses états financiers. En plus des dispositions du CO, dont les insuffisances ont été indiquées ci-dessus, les banques ont à respecter des règles détaillées et adaptées aux opérations sur produits dérivés. Les prescriptions de l'ordonnance sur les banques régissant l'établissement des comptes (art. 23–28) ont été révisées. Les nouvelles dispositions entreront en vigueur en 1995 (des dispositions semblables concernant les négociants en valeurs mobilières sont en préparation dans le cadre de la future loi sur les bourses). En ce qui concerne les produits dérivés, les banques devraient fournir des commentaires relatifs au traitement du risque de taux d'intérêt et à l'utilisation des instruments financiers dérivés (en annexe au bilan) et présenter les instruments financiers dérivés ouverts à la fin de l'exercice, avec indication de la valeur de remplacement et du montant du sous-jacent – répartis entre instruments de taux d'intérêt, devises, métaux précieux, titres de participation, indices et autres.

Les dispositions prévues vont sans aucun doute améliorer la transparence des activités des banques dans les produits dérivés. Elles ne suffi-

sent cependant pas à créer un cadre global et cohérent concernant la présentation des risques encourus par les banques. Les produits dérivés et les risques de marché rendent la comptabilité des banques également dépendante des développements internationaux en matière comptable.

La mesure dans laquelle il faudrait contraindre les banques à publier des informations sur leurs opérations sur produits dérivés reste sujet à discussion. D'une part, les banques considèrent leur dépendance face aux différents risques comme un secret commercial. D'autre part, on ne sait pas exactement de quelles informations les participants au marché souhaiteraient disposer. Pour ces deux raisons, le marché devait être le mieux à même, sur le long terme, de mener les banques vers une publication de données optimale. La BRI (1994c) a recommandé aux banques de donner plus d'informations sur leur exposition aux risques de marché et de crédit. Les banques devaient publier périodiquement des données sur l'ampleur des risques encourus et sur leur capacité à maîtriser ces derniers.

En Suisse, la loi sur les banques n'empiète que peu sur les activités des banques. Les banques peuvent prendre des risques du moment que ces derniers sont couverts par des fonds propres suffisants. Les fonds propres remplissent trois objectifs. En premier lieu, ils protègent les dépôts bancaires contre les fluctuations de la valeur du patrimoine de la banque. Deuxièmement, ils doivent permettre, en cas de liquidation de la banque, de couvrir les éventuelles pertes (diminution de la valeur des actifs lors de leur vente). Parallèlement à ces deux fonctions, les fonds propres contraignent les actionnaires, dont la responsabilité est limitée, à participer aux pertes de l'entreprise. Une banque faiblement capitalisée peut en effet être tentée de prendre des risques aux dépens des déposants. Ce danger, appelé *moral hazard*, est particulièrement présent lorsque les investisseurs ne sont pas à même de percevoir une augmentation des risques ou qu'ils sont protégés de ces derniers par un système d'assurance des dépôts ou par une garantie étatique.

Un relèvement des prescriptions suisses applicables aux fonds propres mérite d'être examiné.

L'occasion se présentera lors de la révision des normes de fonds propres établies par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Les prescriptions actuelles couvrent les risques de crédit et une partie des risques de marché (sur les positions ouvertes sur devises et métaux précieux). En ce qui concerne le risque de crédit, de nouvelles prescriptions, plus adaptées aux recommandations du Comité de Bâle, entreront en vigueur le premier février 1995. Les prescriptions suisses présentent encore des lacunes en ce qui concerne le risque de marché: le risque de taux d'intérêt et – en partie – le risque de marché pour les actions et les matières premières ne sont pratiquement pas couverts. Dans ce domaine, les travaux du Comité de Bâle sont encore en cours.

La diversification est un instrument important permettant une réduction des risques encourus par les banques. La CFB applique les dispositions régissant la répartition des risques de façon à ce que toutes les créances vis-à-vis d'une seule contrepartie soient considérées comme un ensemble, indépendamment de la nature de ces créances (actif sous-jacent, produit dérivé). Les dispositions ne concernent que le risque de crédit. Les concentrations de risques devraient cependant aussi être évitées au niveau du risque de marché. Cette préoccupation a été prise en compte dans le cadre de la révision en cours de l'ordonnance sur les banques et de la rédaction de l'ordonnance relative à la loi sur les bourses.

Le marché des produits dérivés compte, en plus des banques, des participants qui ne sont pas soumis à une surveillance. Certains observateurs souhaiteraient donc également soumettre à une surveillance les non-banques opérant sur les marchés de produits dérivés d'après le principe «même activité, même risque, même règles». Nous invitons ici à une certaine retenue. La surveillance des banques se justifie parce que ces dernières collectent des dépôts à vue et d'autres fonds à court terme mais investissent à longue échéance. Le déposant typique est également un petit créancier qui n'a ni l'incitation ni les capacités de juger la solvabilité de la banque. Les participants au marché qui ne font pas appel aux fonds du public ne doivent donc pas automatiquement être soumis aux mêmes règles que les banques. La surveillance des négociants en valeurs mobi-

lières, telle qu'elle est prévue par le projet de loi sur les bourses, peut par exemple se justifier. Par contre, l'extension de la surveillance aux autres participants (notamment les caisses de pensions ou l'industrie) serait plutôt en contradiction avec le principe de l'égalité de traitement.

Implications en matière de politique monétaire

Les banques centrales influencent le niveau des prix par la politique monétaire. La lutte contre le renchérissement est même considérée aujourd'hui comme leur tâche principale. Les innovations financières peuvent rendre plus difficile le dosage de la politique monétaire lorsqu'ils conduisent à des variations inattendues de la demande de monnaie et perturbent ainsi le lien entre la politique monétaire et le niveau des prix. Un groupe de travail de la BRI a étudié l'influence des produits dérivés sur la politique monétaire (BRI 1994b). Il arrive à la conclusion que les marchés de produits dérivés n'influencent pas sensiblement sur l'efficacité de la politique monétaire. Les produits dérivés favorisent, du moins en temps normal, l'efficacité et la capacité de résistance des marchés financiers. Les banques centrales peuvent donc mener une politique monétaire axée sur la stabilité de façon plus déterminante que si les produits dérivés n'existaient pas. Il est néanmoins possible qu'en période de crises, les produits dérivés augmentent la volatilité des marchés financiers. Cela pourrait – par le biais d'une plus grande vulnérabilité des banques ou, indirectement, par une dégradation des perspectives conjoncturelles – rendre temporairement plus difficile la conduite de la politique monétaire.

La transmission des impulsions de la politique monétaire n'est pas influencée de façon notable par l'expansion des marchés des produits dérivés. Leur influence est tellement modeste et lente qu'elle est largement dépassée par les effets d'autres innovations financières. Les banques centrales qui recourent à des instruments conformes au marché pour mettre en œuvre leur politique ne sont guère gênées par l'essor des marchés de produits dérivés. Cela tient au fait que les marchés financiers fonctionnent mieux, notamment grâce aux produits dérivés. En particulier,

les impulsions de la politique monétaire exercent leurs effets davantage par le biais d'une adaptation des taux d'intérêts et des taux de change et moins par un rationnement de crédit imputable à des réglementations étatiques ou à des accords cartellaires entre les banques.

Le développement des produits dérivés ne doit pas non plus faire craindre une diminution de la fiabilité des indicateurs de la politique monétaire. L'influence que les produits dérivés peuvent exercer sur le comportement des agrégats monétaires est relativement faible face aux répercussions d'autres innovations financières. Les marchés de produits dérivés fournissent même des informations utiles sur les anticipations des participants au marché quant aux prix et à la volatilité.

Servir de régulateur du marché de l'argent implique que la Banque nationale, en cas de crise bancaire, satisfasse une demande exceptionnelle de moyens de paiement par une augmentation de l'offre de monnaie. Il est cependant important que la banque centrale n'intervienne pas fréquem-

ment comme «ultime source de liquidités» car de telles injections de liquidités pourraient mettre en danger la stabilité de la valeur de la monnaie et diminuer la prudence des banques. Aussi, l'institut d'émission a-t-il intérêt à ce que les produits dérivés n'engendrent aucune crise bancaire, en d'autres termes à ce que les banques fassent preuve de prudence dans leurs opérations sur produits dérivés et soient soumises à une surveillance efficace.

La responsabilité de la Banque nationale en matière de liquidité au sens d'une offre suffisante de moyens de paiement ne doit pas être comprise comme englobant la liquidité ou le bon fonctionnement de marchés particuliers. La Banque nationale ne serait pas concernée au cas où un important marché de produits dérivés devait s'assécher en raison du retrait ou de la défaillance des principaux participants.

On peut dire, en résumé, que le développement des marchés de produits dérivés n'influence pas notablement l'impact de la politique monétaire.

Bibliographie

- Banque des règlements internationaux* (1990). *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*, Bâle.
- (1994a). *International Banking and Financial Market Developments*, Bâle.
 - (1994b). *Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by the Growth of Derivatives Markets*, Bâle.
 - (1994c). *Public Disclosure of Market and Credit Risks by Financial Intermediaries*, Bâle.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (1994). *Risk Management Guidelines for Derivatives*, Bâle.
- Brealey Richard A. et Stewart C. Myers (1991). *Principles of Corporate Finance*, 4^e édition, McGraw-Hill, New York, N.Y., 924 p.
- Damodaran Aswath et Marti G. Subrahmanyam (1992). The Effects of Derivative Securities on the Markets for the Underlying Assets in the United States: A Survey, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 1, pp. 1–21.
- Dixit Avinash K. et Robert S. Pindyck (1994). *Investment under Uncertainty*. Princeton University Press, Princeton, N.J., 468 p.
- Flood Mark D. (1991). An Introduction to Complete Markets. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 73, mars/avril, pp. 32–57.
- Flood Robert P. et Robert J. Hodrick (1990). On Testing for Speculative Bubbles, *Journal of Economic Perspectives*, 4, pp. 85–101.
- Futures and Options World (Editeur). *Directory & Review 1994*, Worcester Park, England, 98 p.
- Hull John (1989). *Options, Futures, and other Derivative Securities*, Prentice-Hall International Editions, A Division of Simon & Schuster, Englewood Cliffs, N.J., 341 p.
- Kulatilaka Nalin et Alan J. Marcus (1992). Project Valuation Under Uncertainty: When Does DCF Fail? *Journal of Applied Corporate Finance*, 5, pp. 92–100.
- Malkiel Burton G. (1992). Efficient Market Hypothesis, in: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, London, pp. 739–744.
- Stoll Hans R. et Robert E. Whaley (1988). Futures and Options on Stock Indexes: *Economic Purpose, Arbitrage and Market Structure*, Review of Futures Markets, 7, pp. 225–248.
- Stucki Thomas et Walter Wasserfallen (1994). Stock and Option Markets: The Swiss Evidence, *Journal of Banking and Finance*, 18, pp. 881–893.
- Zimmermann Heinz (1988). *Preisbildung und Risikoanalyse von Aktienoptionen*, Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Regionalforschung an der Hochschule St. Gallen, Verlag Rüegger, Grösch, 382 p.

Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1993

Catherine Marrel*

Der folgende Bericht zeigt die Entwicklung der schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland und der ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz. Erstmals werden auch Daten über einzelne Länder und Branchen bzw. Branchengruppen veröffentlicht.

Im Jahre 1993 wurde der Kreis der befragten Unternehmen stark erweitert. Deshalb sind die Daten für das Jahr 1993 mit jenen der Vorjahre nicht direkt vergleichbar. Im Text und in den Tabellen wird auf die Auswirkung des erweiterten Erhebungskreises hingewiesen.

1. Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland

Kapitalexporte

Die inländischen Unternehmen steigerten im Jahre 1993 die Kapitalexporte für Direktinvestitionen im Ausland um 3,9 Mrd. auf 11,9 Mrd. Franken. Von diesem Zuwachs ist knapp die Hälfte auf die Erweiterung des Erhebungskreises zurückzuführen.

Fast die Hälfte der Kapitalexporte floss in die Vereinigten Staaten (5,3 Mrd.). Im Vorjahr hatten die Kapitalexporte in die USA 1,5 Mrd. Franken betragen. Dagegen bildeten sich die Kapitalexporte in die EU, die in den letzten Jahren noch stark in der Gunst der schweizerischen Investoren gestanden hatte, deutlich zurück. Sie erreichten noch 1,9 Mrd. Franken, nach 4,1 Mrd. Franken im Vorjahr. Diese Mittel wurden grösstenteils in Frankreich und Grossbritannien investiert. Dagegen zogen die schweizerischen Unternehmen aus den Niederlanden, Italien, Spanien und Deutschland

Kapital ab. Bereits im Vorjahr hatte ein Kapitalrückfluss aus Deutschland stattgefunden.

Die Kapitalexporte in die EFTA-Länder verdoppelten sich infolge höherer Investitionen in Finnland und Österreich auf 0,6 Mrd. Franken. Die Kapitalexporte in die Tschechische Republik sowie nach Polen, Ungarn und nach Slowenien nahmen leicht zu, blieben jedoch im Verhältnis zu den gesamten Kapitalexporten auch im Jahre 1993 bescheiden. Besonders ausgeprägt war der Rückgang der Kapitalflüsse nach Japan, während die Kapitalexporte in die Schwellenländer deutlich stiegen. Die Industrieunternehmen investierten vor allem in den lateinamerikanischen, die Dienstleistungsunternehmen in den asiatischen Schwellenländern.

Die Dienstleistungsunternehmen erhöhten ihre Kapitalexporte um 4,8 Mrd. auf den Rekordbetrag von 5,6 Mrd. Franken. Sie investierten vorwiegend in den Vereinigten Staaten. Die Versicherungsgesellschaften verdoppelten ihre Kapitalexporte gegenüber dem Vorjahr auf 2,2 Mrd. Franken. Hingegen hielten sich die Banken im Jahre 1993 zurück. Die Mittel, die ihren Tochtergesellschaften zuflossen, erreichten noch die Hälfte des Betrages des Vorjahres.

Die Kapitalexporte der Industrieunternehmen gingen von 7,1 auf 6,3 Mrd. Franken zurück. Davon stammte der grösste Teil aus den Branchengruppen «Chemie» (2,8 Mrd.) und «Nahrungsmittel» (2,7 Mrd.). Die Branchengruppe «Textilien und Bekleidung» verzeichnete einen geringfügigen Kapitalrückfluss.

Kapitalbestand

Der schweizerische Kapitalbestand im Ausland nahm im Jahre 1993 um 24,3 Mrd. auf 131,8 Mrd. Franken zu. Ohne die neu in die Erhebung einbezogenen Unternehmen hätte die Zunahme 10,3 Mrd. Franken betragen.

* Ressort Statistik der Schweizerischen Nationalbank

Tabelle 1

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland 1993

	Kapitalbestand am Jahresende (in Mio. Fr.)	Kapitalexport ¹ (in Mio. Fr.)	Personalbestand am Jahresende		Kapitalbestand am Jahresende (in Mio. Fr.)	Kapitalexport ¹ (in Mio. Fr.)	Personalbestand am Jahresende
1. INDUSTRIELÄNDER	102 269	8 625	1 081 673	Asiatische Schwellenländer	3 578	711	55 860
EU	58 661	1 875	635 095	Hongkong	1 480	303	9 926
Belgien	2 231	150	27 145	Korea (Süd-)	171	12	3 460
Deutschland	12 091	-136	222 876	Malaysia	341	104	8 271
Dänemark	470	-3	7 340	Philippinen	212	74	7 206
Frankreich	12 375	1 476	125 906	Singapur	588	125	7 757
Griechenland	313	25	5 859	Taiwan	381	70	3 075
Irland	1 352	177	2 635	Thailand	404	23	16 165
Italien	5 351	-282	66 397				
Luxemburg	2 896	164	1 023	3. ÜBRIGE ENTWICKLUNGS- LÄNDER	19 437	1 994	88 934
Niederlande	7 390	-715	27 620	Lateinamerika (inkl. Karibik)	17 138	1 830	31 346
Portugal	485	-23	8 602	<i>davon</i>			
Spanien	2 742	-135	49 132	Costa Rica	96	-3	2 031
Vereinigtes Königreich	10 966	1 178	90 560	Ecuador	189	15	2 571
EFTA	5 743	564	101 785	Guatemala	58	19	579
<i>davon</i>				Kolumbien	414	19	7 643
Norwegen	630	67	13 087	Panama	664	17	2 922
Österreich	2 282	217	40 862	Peru	72	2	1 607
Schweden	2 158	69	37 340	Uruguay	126	40	659
Mittel- und Osteuropa	690	158	34 223	Venezuela	316	46	9 452
<i>davon</i>				Afrika	1 138	25	25 440
Kroatien	39	6	2 441	<i>davon</i>			
Polen	128	38	5 798	Ägypten	114	12	8 103
Russische Föderation	10	-8	1 368	Elfenbeinküste	96	-10	1 233
Tschechische Republik	230	54	14 459	Marokko	197	6	2 956
Ungarn	132	31	4 525	Nigeria	40	6	5 399
Übriges Europa	371	29	5 581	Asien, Ozeanien	1 161	139	32 148
<i>davon</i>				<i>davon</i>			
Türkei	291	37	5 406	China	80	32	4 007
Nordamerika	29 907	5 706	239 546	Indien	168	56	12 192
Kanada	3 284	405	25 728	Indonesien	201	21	4 712
Vereinigte Staaten	26 623	5 301	213 818	Libanon	79	-27	1 229
Übrige Industrieländer	6 898	293	65 443	Pakistan	111	3	3 109
Japan	4 001	89	21 033	Saudi-Arabien	218	2	2 539
Südafrika	844	35	20 384	Vereinigte Arabische Emirate	54	7	958
Australien	1 891	174	20 689				
Neuseeland	163	-4	3 337				
2. SCHWELLENLÄNDER	10 086	1 294	140 676	Total	131 791	11 913	1 311 283
Lateinamerikanische Schwellenländer	6 508	583	84 816				
Argentinien	437	46	8 617				
Brasilien	3 793	307	47 423				
Chile	413	106	9 351				
Mexiko	1 867	124	19 425				

¹ Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz (Desinvestition).

Tabelle 2: Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland 1993 – Gliederung nach Branchen

Kapitalbestand am Jahresende (in Mio. Franken)	Total	schweizerisch beherrschte Unternehmen	ausländisch beherrschte Unternehmen²
Industrie	62 998	62 037	961
Textilien, Bekleidung, Lederwaren, Schuhe	723	596	127
Chemie, Kunststoffe, Kautschukwaren	25 196	25 006	190
Metallbearbeitung, Maschinen, Fahrzeugbau	7 428	7 340	88
Elektrotechnik, Optik, Uhren, Energieversorgung	11 810	11 587	223
Nahrungsmittel und übrige Industrien (inkl. Baugewerbe)	17 840	17 508	333
Dienste	68 794	40 866	27 928
Handel, Handelsvermittlung und Reparaturen	11 178	2 772	8 406
Verkehr und Nachrichtenübermittlung	1 433	1 433	0
Finanzgesellschaften, Holdinggesellschaften	24 256	5 494	18 762
Banken	11 886	11 316	570
Versicherungen	17 697	17 697	0
Beratung, Planung, kommerzielle Dienste, Informatik	1 956	1 890	66
Übrige Dienstleistungen	387	263	124
Total	131 791	102 903	28 888

Kapitalexporte (in Mio. Franken)¹	Total	schweizerisch beherrschte Unternehmen	ausländisch beherrschte Unternehmen²
Industrie	6 340	6 436	-96
Textilien, Bekleidung, Lederwaren, Schuhe	-4	23	-26
Chemie, Kunststoffe, Kautschukwaren	2 759	2 829	-71
Metallbearbeitung, Maschinen, Fahrzeugbau	365	345	21
Elektrotechnik, Optik, Uhren, Energieversorgung	518	540	-23
Nahrungsmittel und übrige Industrien (inkl. Baugewerbe)	2 702	2 699	3
Dienste	5 573	4 063	1 510
Handel, Handelsvermittlung und Reparaturen	2 038	379	1 659
Verkehr und Nachrichtenübermittlung	6	0	6
Finanzgesellschaften, Holdinggesellschaften	730	376	354
Banken	542	710	-168
Versicherungen	2 194	2 194	0
Beratung, Planung, kommerzielle Dienste, Informatik	-30	0	-30
Übrige Dienstleistungen	93	404	-311
Total	11 913	10 499	1 414

Personalbestand am Jahresende	Total	schweizerisch beherrschte Unternehmen	ausländisch beherrschte Unternehmen²
Industrie	802 414	785 247	17 167
Textilien, Bekleidung, Lederwaren, Schuhe	20 297	13 234	7 063
Chemie, Kunststoffe, Kautschukwaren	169 452	167 670	1 782
Metallbearbeitung, Maschinen, Fahrzeugbau	111 678	110 410	1 268
Elektrotechnik, Optik, Uhren, Energieversorgung	238 756	235 751	3 005
Nahrungsmittel und übrige Industrien (inkl. Baugewerbe)	262 231	258 182	4 049
Dienste	508 869	273 325	235 544
Handel, Handelsvermittlung und Reparaturen	176 268	43 672	132 596
Verkehr und Nachrichtenübermittlung	41 371	41 371	0
Finanzgesellschaften, Holdinggesellschaften	142 332	47 753	94 579
Banken	24 679	23 417	1 262
Versicherungen	72 238	72 238	0
Beratung, Planung, kommerzielle Dienste, Informatik	41 401	41 401	0
Übrige Dienstleistungen	10 580	3 473	7 107
Total	1 311 283	1 058 572	252 711

¹ Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz (Desinvestition).

² Als ausländisch beherrscht gelten Unternehmen, deren Kapital mehrheitlich in ausländischer Hand ist.

Tabelle 3

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalbestand am Jahresende (in Mio. Franken)**

Industrieunternehmen	1990	1991	1992	1993 ¹
EFTA	4 075	4 966	4 444	3 802
EU	23 185	25 503	28 514	27 094
Mittel- und Osteuropa	59	360	418	522
Übriges Europa	212	249	236	246
Nordamerika	9 981	11 279	11 349	10 935
Lateinamerika	8 037	10 600	10 450	13 178
Mittlerer Osten	137	198	217	283
Afrika	1 007	1 256	1 151	1 120
Australien, Neuseeland	875	1 125	977	987
Asien, Ozeanien	2 722	3 592	4 231	4 830
Total	50 288	59 126	61 987	62 997

Dienstleistungs- unternehmen	1990	1991	1992	1993 ¹
EFTA	557	1 039	900	1 941
EU	17 692	20 662	22 887	31 566
Mittel- und Osteuropa	-4	3	3	168
Übriges Europa	106	68	87	125
Nordamerika	9 317	12 255	11 814	18 972
Lateinamerika	4 782	5 423	5 749	10 468
Mittlerer Osten	218	237	247	299
Afrika	114	581	621	746
Australien, Neuseeland	475	625	784	1 067
Asien, Ozeanien	1 610	2 096	2 398	3 443
Total	34 866	42 990	45 490	68 794

Total	1990	1991	1992	1993 ¹
EFTA	4 631	6 005	5 344	5 743
EU	40 877	46 165	51 401	58 661
Mittel- und Osteuropa	55	363	421	690
Übriges Europa	317	317	323	371
Nordamerika	19 298	23 534	23 163	29 907
Lateinamerika	12 819	16 023	16 199	23 646
Mittlerer Osten	355	435	464	582
Afrika	1 121	1 837	1 772	1 866
Australien, Neuseeland	1 349	1 750	1 761	2 053
Asien, Ozeanien	4 332	5 688	6 629	8 273
Total	85 154	102 116	107 477	131 791

¹ Im Jahre 1993 wurde der Erhebungskreis erweitert. Ausserdem wurden einige Unternehmen, die bisher als Industrieunternehmen klassiert waren, zum Dienstleistungssektor umgeteilt. Die Werte für 1993 sind deshalb mit dem Vorjahr nicht vergleichbar. Ohne die statistischen Änderungen beträgt der Kapitalbestand der Industrieunternehmen 60 553 Mio., jener der Dienstleistungsunternehmen 56 252 Mio. und für alle Unternehmen zusammen 116 805 Mio. Franken.

Tabelle 4

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalexporte (in Mio. Franken)¹**

Industrieunternehmen	1990	1991	1992	1993 ²
EFTA	-352	747	352	234
EU	2 388	1 978	2 784	2 258
Mittel- und Osteuropa	17	64	146	95
Übriges Europa	36	-52	52	15
Nordamerika	-53	92	1 289	1 446
Lateinamerika	2 578	1 420	1 434	2 017
Mittlerer Osten	-117	44	16	52
Afrika	105	156	75	-19
Australien, Neuseeland	221	75	142	49
Asien, Ozeanien	273	195	849	194
Total	5 096	4 719	7 139	6 340

Dienstleistungs- unternehmen	1990	1991	1992	1993 ²
EFTA	80	105	-88	330
EU	2 134	2 624	1 348	-383
Mittel- und Osteuropa	2	2	2	63
Übriges Europa	2	-17	-26	14
Nordamerika	199	1 264	-48	4 260
Lateinamerika	924	368	-560	396
Mittlerer Osten	19	0	2	-25
Afrika	-19	37	8	65
Australien, Neuseeland	77	143	108	121
Asien, Ozeanien	336	137	89	732
Total	3 753	4 662	835	5 573

Total	1990	1991	1992	1993 ²
EFTA	-273	852	264	564
EU	4 521	4 601	4 132	1 875
Mittel- und Osteuropa	19	66	148	158
Übriges Europa	37	-69	26	29
Nordamerika	146	1 355	1 241	5 706
Lateinamerika	3 502	1 788	874	2 413
Mittlerer Osten	-98	44	18	28
Afrika	86	193	83	45
Australien, Neuseeland	298	218	250	169
Asien, Ozeanien	609	332	938	926
Total	8 848	9 381	7 974	11 913

¹ Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz (Desinvestition).

² Im Jahre 1993 wurde der Erhebungskreis erweitert. Ausserdem wurden einige Unternehmen, die bisher als Industrieunternehmen klassiert waren, zum Dienstleistungssektor umgeteilt. Die Werte für 1993 sind deshalb mit dem Vorjahr nicht vergleichbar. Ohne die statistischen Änderungen beträgt der Kapitalexport der Industrieunternehmen 5 992 Mio., jener der Dienstleistungsunternehmen 4 031 Mio. und für alle Unternehmen zusammen 10 023 Mio. Franken.

Tabelle 5

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Personalbestand am Jahresende**

Industrieunternehmen	1990	1991	1992	1993 ¹
EFTA	97 239	87 674	83 998	67 541
EU	342 779	349 410	360 315	343 421
Mittel- und Osteuropa	5 779	11 673	16 201	25 054
Übriges Europa	3 615	3 534	3 880	2 778
Nordamerika	145 307	165 244	170 812	156 658
Lateinamerika	79 789	79 321	83 641	91 665
Mittlerer Osten	4 945	5 335	7 261	8 898
Afrika	26 357	26 687	26 939	25 786
Australien, Neuseeland	18 767	16 411	15 063	15 570
Asien, Ozeanien	54 480	60 411	69 145	65 043
Total	779 057	805 700	837 255	802 414

Dienstleistungs- unternehmen	1990	1991	1992	1993 ¹
EFTA	8 336	11 934	11 178	34 244
EU	104 793	132 334	139 514	291 674
Mittel- und Osteuropa	216	658	1 044	9 169
Übriges Europa	1 576	952	892	2 803
Nordamerika	38 329	44 797	38 577	82 888
Lateinamerika	10 257	15 499	13 581	24 497
Mittlerer Osten	2 342	4 275	4 306	4 936
Afrika	4 714	4 520	6 150	11 907
Australien, Neuseeland	7 014	8 980	7 528	8 456
Asien, Ozeanien	14 552	18 465	18 565	38 295
Total	192 129	242 414	241 335	508 869

Total	1990	1991	1992	1993 ¹
EFTA	105 575	99 608	95 176	101 785
EU	447 572	481 744	499 829	635 095
Mittel- und Osteuropa	5 995	12 331	17 245	34 223
Übriges Europa	5 191	4 486	4 772	5 581
Nordamerika	183 636	210 041	209 389	239 546
Lateinamerika	90 046	94 820	97 222	116 162
Mittlerer Osten	7 287	9 610	11 567	13 834
Afrika	31 071	31 207	33 089	37 693
Australien, Neuseeland	25 781	25 391	22 591	24 026
Asien, Ozeanien	69 032	78 876	87 710	103 338
Total	971 186	1 048 114	1 078 590	1 311 283

¹ Im Jahre 1993 wurde der Erhebungskreis erweitert. Ausserdem wurden einige Unternehmen, die bisher als Industrieunternehmen klassiert waren, zum Dienstleistungssektor umgeteilt. Die Werte für 1993 sind deshalb mit dem Vorjahr nicht vergleichbar. Ohne die statistischen Änderungen beträgt der Personalbestand der Industrieunternehmen 810 245, jener der Dienstleistungsunternehmen 298 762 und für alle Unternehmen zusammen 1 109 007 Beschäftigte.

Tabelle 6

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalexporte 1993 (in Mio. Franken)¹**

Industrieunternehmen	Kredite	Beteili- gungs- kapital	reinve- stierte Erträge	Total
EFTA	-60	120	174	234
EU	187	1 887	185	2 259
Mittel- und Osteuropa	13	77	4	95
Übriges Europa	10	20	-15	15
Nordamerika	-294	842	898	1 446
Lateinamerika	-13	680	1 350	2 017
Mittlerer Osten	53	-8	7	52
Afrika	-7	45	-57	-19
Australien, Neuseeland	-67	15	100	49
Asien, Ozeanien	-120	180	134	194
Total	-297	3 858	2 780	6 341

Dienstleistungs- unternehmen	Kredite	Beteili- gungs- kapital	reinve- stierte Erträge	Total
EFTA	46	72	212	330
EU	-1 221	134	705	-383
Mittel- und Osteuropa	29	30	4	63
Übriges Europa	-2	6	10	14
Nordamerika	2 594	1 155	511	4 260
Lateinamerika	-632	530	497	396
Mittlerer Osten	-34	2	7	-25
Afrika	10	29	25	65
Australien, Neuseeland	-2	58	64	121
Asien, Ozeanien	-32	706	58	731
Total	-124	2 722	2 093	5 573

Total	Kredite	Beteili- gungs- kapital	reinve- stierte Erträge	Total
EFTA	-14	192	386	564
EU	-1 034	2 021	889	1 876
Mittel- und Osteuropa	42	107	9	158
Übriges Europa	8	26	-5	29
Nordamerika	2 301	1 997	1 409	5 706
Lateinamerika	-645	1 210	1 848	2 413
Mittlerer Osten	19	-6	15	28
Afrika	3	75	-32	45
Australien, Neuseeland	-69	73	165	169
Asien, Ozeanien	-152	886	192	926
Total	-421	6 580	4 873	11 914

¹ Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz (Desinvestition).

Die Vereinigten Staaten waren mit 26,6 Mrd. Franken auch im Jahre 1993 der wichtigste Standort für schweizerische Direktinvestitionen. Es folgten Frankreich (12,4 Mrd.) und Deutschland (12,1 Mrd.). Auf die EU insgesamt entfielen 45% des schweizerischen Kapitalbestandes. In Mittel- und Osteuropa konzentrierten sich die Bestände auf die Tschechische Republik, Ungarn und Polen. Erstmals wurden in sehr bescheidenem Umfang auch Direktinvestitionen in Slowenien, Kroatien und Lettland gemeldet. Unter den Schwellenländern wiesen Hongkong und Brasilien einen besonders starken Anstieg der Kapitalbestände aus.

Der Kapitalbestand der Dienstleistungsunternehmen nahm um 23,3 Mrd. auf 68,8 Mrd. Franken zu. Der grösste Teil des Dienstleistungskapitals stammte von Holdinggesellschaften, Versicherungen, Banken und Handelsgesellschaften.

Der Kapitalbestand der Industrieunternehmen stieg um 1 Mrd. auf 63,0 Mrd. Franken. Der Bestand konzentriert sich auf die Branchengruppen «Chemie», «Nahrungsmittel», «Elektrotechnik» sowie «Metalle und Maschinen».

Personalbestand

Die inländischen Unternehmen beschäftigten Ende 1993 1 311 000 Personen im Ausland. Rund 60% davon entfielen auf den Industriesektor. Der Zuwachs von 234 000 Personen gegenüber dem Vorjahr ist fast ausschliesslich auf die Erweiterung des Erhebungskreises zurückzuführen. Gemäss dem alten Erhebungskreis stand einem Rückgang im Industriesektor eine etwas höhere Zunahme des Personalbestandes im Dienstleistungssektor gegenüber.

Nach Ländern gegliedert war der Personalbestand in Deutschland (223 000) und in den USA (214 000) am grössten. Danach folgen mit deutlichem Abstand Frankreich, Grossbritannien, Italien, Spanien, Brasilien, Österreich, Schweden und die Niederlande. Auf diese zehn Länder entfielen Ende 1993 rund 70% aller im Ausland beschäftigten Personen.

2. Direktinvestitionen im Ausland von ausländisch beherrschten Unternehmen

Die schweizerische Statistik erfasst auch Direktinvestitionen von Unternehmen, deren Kapital mehrheitlich in ausländischen Händen liegt. Der Anteil dieser Unternehmen betrug im Jahre 1993 rund ein Fünftel des gesamten Kapitalbestandes.

Direktinvestitionen von ausländisch beherrschten Unternehmen sind im Dienstleistungssektor bedeutsam. Dabei stechen vor allem die Holdinggesellschaften als Investoren hervor. Hinter diesen Gesellschaften stehen allerdings oft Industrieunternehmen. Aufgrund ihrer Haupttätigkeit in der Schweiz werden sie jedoch dem Dienstleistungssektor zugeordnet.

Die ausländisch beherrschten Holdinggesellschaften wirken als Drehscheiben zwischen der Mutter- und den Tochtergesellschaften im Ausland. Sie nehmen Kapital und Erträge von Konzerngesellschaften im Ausland entgegen und investieren diese Mittel wiederum bei Tochtergesellschaften in der Schweiz und im Ausland. In den Jahren 1992 und 1993 verminderten die ausländisch beherrschten Holdinggesellschaften ihre Direktinvestitionsbestände in der EU, indem sie vor allem Kapital aus ihren Tochtergesellschaften in der EU zurückzogen.

3. Die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz

Kapitalimporte

Die Kapitalimporte für Direktinvestitionen in der Schweiz gingen im Jahre 1993 weiter zurück. Die ausländischen Unternehmen zogen erstmals seit Bestehen der Statistik (1984) in geringem Umfang Kapital aus der Schweiz ab. Im Jahre 1990 hatten die Kapitalzuflüsse noch 6,2 Mrd. Franken betragen.

Besonders stark war der Kapitalrückfluss in die EU und in die Vereinigten Staaten. Geringe Kapitalimporte waren dagegen aus Japan, Kanada, den EFTA-Ländern, aus dem Mittleren Osten und aus der Karibik zu verzeichnen. Diese Zuflüsse

konnten die Kapitalrückflüsse jedoch nur teilweise kompensieren.

In den Jahren 1992 und 1993 zahlten vor allem Holding- und Handelsgesellschaften Kapital an das Ausland zurück. Für diesen Kapitalabbau dürften hauptsächlich steuerliche Gründe massgebend gewesen sein. Unternehmen mit internationalen Beteiligungen und im besonderen Holdinggesellschaften mit Tochtergesellschaften innerhalb der EU geniessen in der EU aufgrund der Anfang 1992 in Kraft gesetzten Mutter-Tochter-Richtlinie und der Fusions-Richtlinie steuerliche Vorteile gegenüber solchen Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz. Dank der Mutter-Tochter-Richtlinie erhalten Investoren in der EU den vollen Betrag der Dividende, die von ihren Tochtergesellschaften in anderen EU-Ländern ausgeschüttet wird. Bei Ausschüttungen an Investoren in der Schweiz wird dagegen weiterhin die in den Doppelbesteuerungsabkommen vorgesehene Quellensteuer abgezogen. Die Fusions-Richtlinie erleichtert grenzüberschreitende Zusammenschlüsse und Umstrukturierungen, indem sie innerhalb der EU steuerneutral durchgeführt werden können.

Kapitalbestand

Ende 1993 betrug der ausländische Direktinvestitionsbestand in der Schweiz 54,0 Mrd. Franken. Ohne die Erweiterung des Erhebungskreises wäre der Kapitalbestand wie schon im Jahre 1992 zurückgegangen.

Über 90% der ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz stammten Ende 1993 aus acht Ländern. Die Vereinigten Staaten verfügten über den grössten Kapitalbestand, gefolgt von Frankreich, Deutschland, den Niederlanden, Italien und Japan.

Vom gesamten Kapitalbestand waren Ende 1993 11,4% im Industriesektor investiert. Davon entfiel rund die Hälfte auf die Branchengruppe «Elektrotechnik». Im Dienstleistungssektor konzentrierten sich die Bestände auf Holdinggesellschaften, Banken und den Handel.

Tabelle 7

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz 1993

	Kapitalbestand am Jahresende (in Mio. Fr.)	Kapitalimporte ¹ (in Mio. Fr.)
EU	30 197	-598
<i>davon</i>		
Belgien	570	59
Deutschland	6 486	-157
Dänemark	185	-19
Frankreich	8 846	89
Italien	5 717	-401
Luxemburg	365	-104
Niederlande	5 963	-84
Spanien	240	1
Vereinigtes Königreich	1 798	14
EFTA	3 344	117
<i>davon</i>		
Österreich	211	95
Schweden	2 783	45
Übriges Europa	111	10
<i>davon</i>		
Türkei	68	8
Nordamerika	15 898	-337
Kanada	446	122
Vereinigte Staaten	15 453	-459
Asien/Australien	4 162	348
<i>davon</i>		
Israel	363	34
Japan	3 336	168
Lateinamerika (inkl. Karibik)	269	115
Afrika	59	2
Total	54 040	-344

¹ Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss ins Ausland (Desinvestition).

Tabelle 8: Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz 1993 – Gliederung nach Branchen

Kapitalbestand am Jahresende (in Mio. Franken)	Total	EU	EFTA	Nord-amerika	Rest der Welt
Industrie	6 157	2 256	2 480	1 383	39
Chemie, Kunststoffe, Kautschukwaren	1 112	277	43	753	39
Metallbearbeitung, Maschinen und Fahrzeugbau	480	461	20	0	-0
Elektrotechnik, Optik, Uhren, Energieversorgung	3 494	684	2 393	418	-0
Übrige Industrien (inkl. Baugewerbe)	1 071	835	24	212	0
Dienste	47 883	27 941	864	14 515	4 563
Handel, Handelsvermittlung, Reparaturgewerbe	11 302	6 797	77	4 031	397
Finanz- und Holdinggesellschaften	21 130	12 783	35	7 984	328
Banken	13 842	7 837	714	1 450	3 841
Versicherungen	429	256	39	128	6
Übrige Dienste	1 181	269	-0	922	-10
Total	54 040	30 197	3 344	15 898	4 601

Kapitalimporte (in Mio. Franken) ¹	Total	EU	EFTA	Nord-amerika	Rest der Welt
Industrie	12	-118	41	118	-29
Chemie, Kunststoffe, Kautschukwaren	58	-1	3	84	-29
Metallbearbeitung, Maschinen und Fahrzeugbau	-95	-96	1	0	0
Elektrotechnik, Optik, Uhren, Energieversorgung	54	-10	32	32	0
Übrige Industrien (inkl. Baugewerbe)	-5	-12	5	2	-0
Dienste	-355	-480	76	-455	503
Handel, Handelsvermittlung, Reparaturgewerbe	-239	1	-1	-231	-9
Finanz- und Holdinggesellschaften	-763	-385	4	-478	96
Banken	484	-89	70	82	421
Versicherungen	35	29	4	2	-0
Übrige Dienste	127	-36	-1	170	-5
Total	-344	-598	117	-337	474

¹ Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss ins Ausland (Desinvestition).

Tabelle 9
Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalbestand am Jahresende (in Mio. Franken)

Alle Unternehmen	1990	1991	1992	1993 ²
EFTA	2 451	2 577	2 634	3 344
EU	26 167	30 226	29 318	30 197
Mittel- und Osteuropa	143	87	131	43
Übriges Europa	630	21	21	68
Nordamerika	10 598	11 211	11 384	15 898
Lateinamerika	150	120	118	269
Mittlerer Osten	650	508	432	663
Afrika	61	54	57	59
Australien, Neuseeland	0	0	0	0
Asien, Ozeanien	2 799	2 837	3 303	3 499
Total	43 649	47 642	47 398	54 040

Kapitalimporte (in Mio. Franken)¹

Alle Unternehmen	1990	1991	1992	1993 ²
EFTA	72	143	101	117
EU	1 525	2 120	-457	-598
Mittel- und Osteuropa	42	1	44	1
Übriges Europa	254	4	0	8
Nordamerika	3 865	1 330	720	-337
Lateinamerika	-31	20	9	115
Mittlerer Osten	11	43	-26	140
Afrika	2	2	3	2
Australien, Neuseeland	0	0	0	0
Asien, Ozeanien	451	86	183	208
Total	6 192	3 747	577	-344

¹ Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss ins Ausland (Desinvestition).

² Im Jahre 1993 wurde der Erhebungskreis erweitert; die Werte sind deshalb mit dem Vorjahr nicht vergleichbar. Ohne die statistischen Änderungen hätten der Kapitalbestand 47 548 Mio. und die Desinvestition -181 Mio. Franken betragen.

4. Erläuterungen

Begriff

Mit Direktinvestitionen beabsichtigen die Investoren, einen dauerhaften und direkten Einfluss auf die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens im Ausland auszuüben. Eine Direktinvestition liegt normalerweise dann vor, wenn ein Investor

- sich mit mindestens 10% am stimmberechtigten Kapital einer Unternehmung im Ausland beteiligt oder
- im Ausland eine Tochtergesellschaft oder eine Filiale gründet.

Zum Ausland zählen alle Unternehmen ausserhalb des Gebietes der Schweiz und des Fürstentums Liechtenstein.

Erhebung

Die schweizerische Nationalbank erhebt alljährlich statistische Angaben über die grenzüberschreitenden Beteiligungen, d.h. die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland und die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz. Erhebungszeitpunkt ist jeweils Ende Jahr.

Rechtsgrundlage

Rechtsgrundlage für die Erhebungen der Direktinvestitionen ist Artikel 2 des Bundesstatistikgesetzes vom 9. Oktober 1992 sowie die Verordnung über die Durchführung von statistischen Erhebungen des Bundes vom 30. Juni 1993, wo die Nationalbank als Erhebungsstelle bezeichnet wird. Am 1. August 1993 ist diese Rechtsgrundlage in Kraft getreten. Seither ist die Teilnahme an der Erhebung obligatorisch für alle Unternehmen, deren Direktinvestitionskapital 10 Mio. Franken übersteigt.

Erhebungsgegenstand

Die Unternehmungen geben Auskunft über die Kapitalbestände (Konzernkredite und Beteiligungskapital), über die Finanzbewegungen auf Konzernkrediten, auf dem Beteiligungskapital (Gründung, Erwerb, Verkauf, Kapitalerhöhungen etc.) und über die reinvestierten Erträge. Die re-

investierten Erträge sind jener Teil des Geschäftsergebnisses, der nicht ausgeschüttet wird. Sie ermöglichen den Aufbau der Direktinvestitionsposition, ohne dass ein eigentlicher Kapitalexport stattfindet. Im übrigen geben die Firmen Auskunft über die Zahl der im Inland und in den ausländischen Tochtergesellschaften oder Filialen beschäftigten Personen.

Bewertung des Bestandes

Bei den Bestandeszahlen handelt es sich um Buch- und nicht um Marktwerte. Die Buchwerte liegen in der Regel tiefer als Marktwerte, denen eine Börsenbewertung zugrunde liegt.

Beziehung zwischen der Veränderung des Kapitalbestandes und der Kapitalbewegung

Obwohl Kapitalbestände und Kapitalbewegungen voneinander abhängen, kann von der Veränderung der Kapitalbestände nicht auf die Kapitalflüsse geschlossen werden oder umgekehrt. Einerseits unterliegt die Veränderung des Kapitalbestandes verschiedenen Einflüssen, welche nicht in den Kapitalbewegungen erscheinen. So werden die Kapitalbestände auch durch Einflüsse verändert wie Wechselkursveränderungen, neue Bewertungsgrundsätze in der Buchhaltung (z.B. Anpassung an die International Accounting Standards). Andererseits führt bei Neuinvestitionen der Goodwill (Unterschied zwischen Kaufpreis und Buchwert des Unternehmens) meistens zu Kapitalbewegungen, die grösser sind als die Zunahme des Bestandes.

Ländergliederung

Bei den schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland wird so weit wie möglich das Land des letztlich Begünstigten (last beneficial owner) ausgewiesen. Aus praktischen Gründen kann dieses Prinzip nicht in jedem Fall angewendet werden. Bei den ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz wird immer das Land des unmittelbaren Investors gezeigt.

Branchengliederung

Die Branchengliederung richtet sich nach der Haupttätigkeit des Unternehmens in der Schweiz.

L'évolution des investissements directs en 1993

Catherine Marrel*

Le présent rapport décrit l'évolution des investissements directs suisses à l'étranger, mais également des investissements directs étrangers en Suisse. Pour la première fois, les données publiées sont réparties par pays ainsi que par branches ou familles de branches.

En 1993, le cercle des entreprises appelées à participer à l'enquête a été fortement étendu. Aussi les données pour 1993 ne sont-elles pas directement comparables à celles des années précédentes. Les répercussions de l'extension du nombre des participants à l'enquête sont signalées dans le texte et les tableaux.

1. Les investissements directs étrangers en Suisse

Exportations de capitaux

En vue d'investissements directs à l'étranger, les entreprises suisses ont exporté des capitaux pour une somme de 11,9 milliards de francs en 1993, contre 8 milliards l'année précédente. Près de la moitié de l'accroissement s'explique par l'extension du cercle des participants à l'enquête.

Le flux de capitaux vers les Etats-Unis a augmenté de 3,8 milliards pour atteindre 5,3 milliards de francs, soit près de la moitié du total des exportations de capitaux. Après avoir fortement attiré les investisseurs suisses au cours des années précédentes, les pays de l'UE ont reçu moins de capitaux. En effet, le flux vers cette zone a été de 1,9 milliard de francs, contre 4,1 milliards en 1992. Ces fonds ont été investis essentiellement en France et au Royaume-Uni. Par contre, les entreprises suisses ont rapatrié des capitaux placés aux Pays-Bas, en Italie, en Espagne et en Allemagne. En 1992 déjà, elles avaient réduit le volume de leurs fonds investis en Allemagne.

S'inscrivant à 0,6 milliard de francs, les exportations de capitaux vers les pays de l'AELE ont doublé, grâce aux investissements opérés en Finlande et en Autriche. Les flux vers la République tchèque, la Pologne, la Hongrie et la Slovaquie ont légèrement augmenté, mais sont restés modestes, en 1993 également. D'une année à l'autre, les entreprises suisses ont investi nettement moins au Japon, mais sensiblement plus dans les pays nouvellement industrialisés. Pour ce qui a trait à cette dernière catégorie de pays, les entreprises industrielles ont renforcé leurs implantations principalement en Amérique latine, et celles du secteur des services, dans la zone asiatique.

Les exportations de capitaux des entreprises du tertiaire ont augmenté de 4,8 milliards pour atteindre le montant record de 5,6 milliards de francs. Ces entreprises ont investi surtout aux Etats-Unis. Les compagnies d'assurances ont exporté des capitaux pour 2,2 milliards de francs, soit pour un montant atteignant le double de celui de 1992. Par contre, les banques ont relativement peu renforcé leurs implantations à l'étranger en 1993. Celles-ci ont bénéficié d'un flux représentant la moitié du montant observé en 1992.

Du côté des entreprises industrielles, les exportations de capitaux ont diminué, passant de 7,1 milliards en 1992 à 6,3 milliards de francs en 1993. Elles ont découlé en majeure partie des branches des familles «chimie» (2,8 milliards de francs) et «produits alimentaires» (2,7 milliards). Par contre, des capitaux ont été rapatriés par les branches de la famille «textile et habillement».

Volume des capitaux d'investissement direct

En 1993, le volume des investissements directs suisses à l'étranger a augmenté de 24,3 milliards pour atteindre 131,8 milliards de francs. Sa progression aurait été de 10,3 milliards de francs si l'enquête n'avait pas été étendue à de nouvelles entreprises.

* Direction de la statistique de la Banque nationale suisse.

Tableau 1

Investissements directs suisses à l'étranger en 1993

	Etat à la fin de l'année (en mio. de fr.)	Exportations de capitaux ¹ (en mio. de fr.)	Effectif du per- sonnel à la fin de l'année		Etat à la fin de l'année (en mio. de fr.)	Exportations de capitaux ¹ (en mio. de fr.)	Effectif du per- sonnel à la fin de l'année
1. PAYS INDUSTRIALISÉS	102 269	8 625	1081 673				
UE	58 661	1 875	635 095	Asie	3 578	711	55 860
Belgique	2 231	150	27 145	Hong Kong	1 480	303	9 926
Allemagne	12 091	-136	222 876	Corée (Sud)	171	12	3 460
Danemark	470	-3	7 340	Malaisie	341	104	8 271
France	12 375	1 476	125 906	Philippines	212	74	7 206
Grèce	313	25	5 859	Singapour	588	125	7 757
Irlande	1 352	177	2 635	Taiwan	381	70	3 075
Italie	5 351	-282	66 397	Thaïlande	404	23	16 165
Luxembourg	2 896	164	1 023				
Pays-Bas	7 390	-715	27 620	3. AUTRES			
Portugal	485	-23	8 602	PAYS EN			
Espagne	2 742	-135	49 132	DÉVELOPPEMENT	19 437	1 994	88 934
Royaume-Uni	10 966	1 178	90 560	Amérique latine			
				(y compris			
AELE	5 743	564	101 785	les Caraïbes)	17 138	1 830	31 346
<i>dont</i>				<i>dont</i>			
Norvège	630	67	13 087	Costa Rica	96	-3	2 031
Autriche	2 282	217	40 862	Equateur	189	15	2 571
Suède	2 158	69	37 340	Guatemala	58	19	579
Europe centrale et orientale	690	158	34 223	Colombie	414	19	7 643
<i>dont</i>				Panama	664	17	2 922
Croatie	39	6	2 441	Pérou	72	2	1 607
Pologne	128	38	5 798	Uruguay	126	40	659
Fédération de Russie	10	-8	1 368	Venezuela	316	46	9 452
République tchèque	230	54	14 459	Afrique	1 138	25	25 440
Hongrie	132	31	4 525	<i>dont</i>			
Reste de l'Europe	371	29	5 581	Egypte	114	12	8 103
<i>dont</i>				Côte d'Ivoire	96	-10	1 233
Turquie	291	37	5 406	Maroc	197	6	2 956
Amérique du Nord	29 907	5 706	239 546	Nigéria	40	6	5 399
Canada	3 284	405	25 728	Asie, Océanie	1 161	139	32 148
Etats-Unis	26 623	5 301	213 818	<i>dont</i>			
Autres pays industrialisés	6 898	293	65 443	Chine	80	32	4 007
Japon	4 001	89	21 033	Inde	168	56	12 192
Afrique du Sud	844	35	20 384	Indonésie	201	21	4 712
Australie	1 891	174	20 689	Liban	79	-27	1 229
Nouvelle-Zélande	163	-4	3 337	Pakistan	111	3	3 109
				Arabie saoudite	218	2	2 539
				Emirats arabes unis	54	7	958
2. PAYS NOUVELLEMENT				Total	131 791	11 913	1 311 283
INDUSTRIALISÉS	10 086	1 294	140 676				
Amérique latine	6 508	583	84 816				
Argentine	437	46	8 617				
Brasil	3 793	307	47 423				
Chili	413	106	9 351				
Mexique	1 867	124	19 425				

¹ Le signe moins (-) indique un rapatriement de capitaux vers la Suisse (désinvestissement).

Tableau 2: Investissements directs suisses à l'étranger en 1993 – Répartition par branches

Etat, en millions de francs, à la fin de l'année	Total	Entreprises en mains suisses	Entreprises en mains étrangères ²
Industrie	62 998	62 037	961
Textile, habillement, cuir, chaussures	723	596	127
Chimie, plastique, caoutchouc	25 196	25 006	190
Métallurgie, machines, véhicules	7 428	7 340	88
Constr. électrique, optique, horlogerie, énergie	11 810	11 587	223
Produits alimentaires et autres industries (y compris bâtiment)	17 840	17 508	333
Services	68 794	40 866	27 928
Commerce, intermédiaires du commerce et réparations	11 178	2 772	8 406
Transports et communications	1 433	1 433	0
Sociétés financières, holdings	24 256	5 494	18 762
Banques	11 886	11 316	570
Assurances	17 697	17 697	0
Agences-conseils, services commerciaux et informatiques	1 956	1 890	66
Autres services	387	263	124
Total	131 791	102 903	28 888

Exportations de capitaux, en millions de francs, en 1993 ¹	Total	Entreprises en mains suisses	Entreprises en mains étrangères ²
Industrie	6 340	6 436	-96
Textile, habillement, cuir, chaussures	-4	23	-26
Chimie, plastique, caoutchouc	2 759	2 829	-71
Métallurgie, machines, véhicules	365	345	21
Constr. électrique, optique, horlogerie, énergie	518	540	-23
Produits alimentaires et autres industries (y compris bâtiment)	2 702	2 699	3
Services	5 573	4 063	1 510
Commerce, intermédiaires du commerce et réparations	2 038	379	1 659
Transports et communications	6	0	6
Sociétés financières, holdings	730	376	354
Banques	542	710	-168
Assurances	2 194	2 194	0
Agences-conseils, services commerciaux et informatiques	-30	0	-30
Autres services	93	404	-311
Total	11 913	10 499	1 414

Effectif du personnel, à la fin de l'année	Total	Entreprises en mains suisses	Entreprises en mains étrangères ²
Industrie	802 414	785 247	17 167
Textile, habillement, cuir, chaussures	20 297	13 234	7 063
Chimie, plastique, caoutchouc	169 452	167 670	1 782
Métallurgie, machines, véhicules	111 678	110 410	1 268
Constr. électrique, optique, horlogerie, énergie	238 756	235 751	3 005
Produits alimentaires et autres industries (y compris bâtiment)	262 231	258 182	4 049
Services	508 869	273 325	235 544
Commerce, intermédiaires du commerce et réparations	176 268	43 672	132 596
Transports et communications	41 371	41 371	0
Sociétés financières, holdings	142 332	47 753	94 579
Banques	24 679	23 417	1 262
Assurances	72 238	72 238	0
Agences-conseils, services commerciaux et informatiques	41 401	41 401	0
Autres services	10 580	3 473	7 107
Total	1 311 283	1 058 572	252 711

¹ Le signe moins (-) indique un rapatriement de capitaux vers la Suisse (désinvestissement).

² Sont réputées en mains étrangères les entreprises dont le capital est en majorité en mains étrangères.

Tableau 3

**Investissements directs suisses à l'étranger
Etat, en millions de francs, à la fin de l'année**

Industrie	1990	1991	1992	1993 ¹
AELE	4 075	4 966	4 444	3 802
UE	23 185	25 503	28 514	27 094
Europe centrale et orientale	59	360	418	522
Reste de l'Europe	212	249	236	246
Amérique du Nord	9 981	11 279	11 349	10 935
Amérique latine	8 037	10 600	10 450	13 178
Moyen-Orient	137	198	217	283
Afrique	1 007	1 256	1 151	1 120
Australie, Nouvelle-Zélande	875	1 125	977	987
Asie, Océanie	2 722	3 592	4 231	4 830
Total	50 288	59 126	61 987	62 997
Services	1990	1991	1992	1993 ¹
AELE	557	1 039	900	1 941
UE	17 692	20 662	22 887	31 566
Europe centrale et orientale	-4	3	3	168
Reste de l'Europe	106	68	87	125
Amérique du Nord	9 317	12 255	11 814	18 972
Amérique latine	4 782	5 423	5 749	10 468
Moyen-Orient	218	237	247	299
Afrique	114	581	621	746
Australie, Nouvelle-Zélande	475	625	784	1 067
Asie, Océanie	1 610	2 096	2 398	3 443
Total	34 866	42 990	45 490	68 794
Total	1990	1991	1992	1993 ¹
AELE	4 631	6 005	5 344	5 743
UE	40 877	46 165	51 401	58 661
Europe centrale et orientale	55	363	421	690
Reste de l'Europe	317	317	323	371
Amérique du Nord	19 298	23 534	23 163	29 907
Amérique latine	12 819	16 023	16 199	23 646
Moyen-Orient	355	435	464	582
Afrique	1 121	1 837	1 772	1 866
Australie, Nouvelle-Zélande	1 349	1 750	1 761	2 053
Asie, Océanie	4 332	5 688	6 629	8 273
Total	85 154	102 116	107 477	131 791

¹ En 1993, l'enquête a porté sur un nombre accru d'entreprises. En outre, quelques entreprises ont été transférées du secteur secondaire au secteur tertiaire. Les chiffres pour 1993 ne sont par conséquent pas comparables à ceux de l'année précédente. Sans ces modifications, les capitaux d'investissement direct se seraient inscrits à 116 805 millions de francs, dont 60 553 millions pour les entreprises du secondaire et 56 252 millions pour celles du tertiaire.

Tableau 4

**Investissements directs suisses à l'étranger
Exportations de capitaux en millions de francs¹**

Industrie	1990	1991	1992	1993 ²
AELE	-352	747	352	234
UE	2 388	1 978	2 784	2 258
Europe centrale et orientale	17	64	146	95
Reste de l'Europe	36	-52	52	15
Amérique du Nord	-53	92	1 289	1 446
Amérique latine	2 578	1 420	1 434	2 017
Moyen-Orient	-117	44	16	52
Afrique	105	156	75	-19
Australie, Nouvelle-Zélande	221	75	142	49
Asie, Océanie	273	195	849	194
Total	5 096	4 719	7 139	6 340
Services	1990	1991	1992	1993 ²
AELE	80	105	-88	330
UE	2 134	2 624	1 348	-383
Europe centrale et orientale	2	2	2	63
Reste de l'Europe	2	-17	-26	14
Amérique du Nord	199	1 264	-48	4 260
Amérique latine	924	368	-560	396
Moyen-Orient	19	0	2	-25
Afrique	-19	37	8	65
Australie, Nouvelle-Zélande	77	143	108	121
Asie, Océanie	336	137	89	732
Total	3 753	4 662	835	5 573
Total	1990	1991	1992	1993 ²
AELE	-273	852	264	564
UE	4 521	4 601	4 132	1 875
Europe centrale et orientale	19	66	148	158
Reste de l'Europe	37	-69	26	29
Amérique du Nord	146	1 355	1 241	5 706
Amérique latine	3 502	1 788	874	2 413
Moyen-Orient	-98	44	18	28
Afrique	86	193	83	45
Australie, Nouvelle-Zélande	298	218	250	169
Asie, Océanie	609	332	938	926
Total	8 848	9 381	7 974	11 913

¹ Le signe moins (-) indique un rapatriement de capitaux vers la Suisse (désinvestissement).

² En 1993, l'enquête a porté sur un nombre accru d'entreprises. En outre, quelques entreprises ont été transférées du secteur secondaire au secteur tertiaire. Les chiffres pour 1993 ne sont par conséquent pas comparables à ceux de l'année précédente. Sans ces modifications, les exportations de capitaux se seraient inscrites à 10 023 millions de francs, dont 5 992 millions pour les entreprises du secondaire et 4 031 millions pour celles du tertiaire.

Tableau 5

**Investissements directs suisses à l'étranger
Effectif du personnel à la fin de l'année¹**

Industrie	1990	1991	1992	1993 ¹
AELE	97 239	87 674	83 998	67 541
UE	342 779	349 410	360 315	343 421
Europe centrale et orientale	5 779	11 673	16 201	25 054
Reste de l'Europe	3 615	3 534	3 880	2 778
Amérique du Nord	145 307	165 244	170 812	156 658
Amérique latine	79 789	79 321	83 641	91 665
Moyen-Orient	4 945	5 335	7 261	8 898
Afrique	26 357	26 687	26 939	25 786
Australie, Nouvelle-Zélande	18 767	16 411	15 063	15 570
Asie, Océanie	54 480	60 411	69 145	65 043
Total	779 057	805 700	837 255	802 414

Services	1990	1991	1992	1993 ¹
AELE	8 336	11 934	11 178	34 244
UE	104 793	132 334	139 514	291 674
Europe centrale et orientale	216	658	1 044	9 169
Reste de l'Europe	1 576	952	892	2 803
Amérique du Nord	38 329	44 797	38 577	82 888
Amérique latine	10 257	15 499	13 581	24 497
Moyen-Orient	2 342	4 275	4 306	4 936
Afrique	4 714	4 520	6 150	11 907
Australie, Nouvelle-Zélande	7 014	8 980	7 528	8 456
Asie, Océanie	14 552	18 465	18 565	38 295
Total	192 129	242 414	241 335	508 869

Total	1990	1991	1992	1993 ¹
AELE	105 575	99 608	95 176	101 785
UE	447 572	481 744	499 829	635 095
Europe centrale et orientale	5 995	12 331	17 245	34 223
Reste de l'Europe	5 191	4 486	4 772	5 581
Amérique du Nord	183 636	210 041	209 389	239 546
Amérique latine	90 046	94 820	97 222	116 162
Moyen-Orient	7 287	9 610	11 567	13 834
Afrique	31 071	31 207	33 089	37 693
Australie, Nouvelle-Zélande	25 781	25 391	22 591	24 026
Asie, Océanie	69 032	78 876	87 710	103 338
Total	971 186	1 048 114	1 078 590	1 311 283

¹ En 1993, l'enquête a porté sur un nombre accru d'entreprises. En outre, quelques entreprises ont été transférées du secteur secondaire au secteur tertiaire. Les chiffres pour 1993 ne sont par conséquent pas comparables à ceux de l'année précédente. Sans ces modifications, l'effectif du personnel aurait été de 1 109 007, dont 810 245 dans les entreprises du secondaire et 298 762 dans celles du tertiaire.

Tableau 6

**Investissements directs suisses à l'étranger
Exportations de capitaux en 1993, en millions de francs¹**

Industrie	Participations aux fonds			Bénéfices réinvestis	Total
	Crédits	propres			
AELE	-60	120	174	234	
UE	187	1 887	185	2 259	
Europe centrale et orientale	13	77	4	95	
Reste de l'Europe	10	20	-15	15	
Amérique du Nord	-294	842	898	1 446	
Amérique latine	-13	680	1 350	2 017	
Moyen-Orient	53	-8	7	52	
Afrique	-7	45	-57	-19	
Australie, Nouvelle-Zélande	-67	15	100	49	
Asie, Océanie	-120	180	134	194	
Total	-297	3 858	2 780	6 341	

Services	Participations aux fonds			Bénéfices réinvestis	Total
	Crédits	propres			
AELE	46	72	212	330	
UE	-1 221	134	705	-383	
Europe centrale et orientale	29	30	4	63	
Reste de l'Europe	-2	6	10	14	
Amérique du Nord	2 594	1 155	511	4 260	
Amérique latine	-632	530	497	396	
Moyen-Orient	-34	2	7	-25	
Afrique	10	29	25	65	
Australie, Nouvelle-Zélande	-2	58	64	121	
Asie, Océanie	-32	706	58	731	
Total	-124	2 722	2 093	5 573	

Total	Participations aux fonds			Bénéfices réinvestis	Total
	Crédits	propres			
AELE	-14	192	386	564	
UE	-1 034	2 021	889	1 876	
Europe centrale et orientale	42	107	9	158	
Reste de l'Europe	8	26	-5	29	
Amérique du Nord	2 301	1 997	1 409	5 706	
Amérique latine	-645	1 210	1 848	2 413	
Moyen-Orient	19	-6	15	28	
Afrique	3	75	-32	45	
Australie, Nouvelle-Zélande	-69	73	165	169	
Asie, Océanie	-152	886	192	926	
Total	-421	6 580	4 873	11 914	

¹ Le signe moins (-) indique un rapatriement de capitaux vers la Suisse (désinvestissement).

A fin 1993, les Etats-Unis étaient une fois encore le principal lieu d'implantation des investissements directs suisses. Les entreprises suisses y détenaient des capitaux d'investissement direct pour 26,6 milliards de francs. La France et l'Allemagne occupaient les deuxième et troisième rangs, avec respectivement 12,4 milliards et 12,1 milliards de francs. Du total des capitaux d'investissement direct, une part de 45% était investie dans l'UE. Les investissements en Europe centrale et orientale étaient situés surtout en République tchèque, en Hongrie et en Pologne. Pour la première fois, la Slovaquie, la Croatie et la Lettonie apparaissaient dans la statistique, à fin 1993, pour des montants peu élevés. Dans les pays nouvellement industrialisés, de forts accroissements ont été observés à Hong Kong et au Brésil.

Les capitaux d'investissement direct des entreprises du tertiaire atteignaient 68,8 milliards de francs, contre 45,5 milliards un an auparavant. Ils provenaient essentiellement des holdings, des compagnies d'assurances, des banques et des entreprises opérant dans le négoce.

Du côté des entreprises industrielles, les capitaux d'investissement direct ont augmenté d'un milliard pour s'établir à 63 milliards de francs. Ils étaient détenus avant tout par les branches des familles «chimie», «produits alimentaires», «construction électrique» ainsi que «métaux et machines».

Effectif du personnel

A fin 1993, les entreprises suisses occupaient 1311000 personnes dans leurs implantations à l'étranger. La part des entreprises du secondaire s'élevait à environ 60%. L'accroissement observé en 1993, qui est de 234000, s'explique presque exclusivement par l'extension du nombre des entreprises entrant dans la statistique. Sans cette extension, une faible augmentation aurait été enregistrée dans le secteur tertiaire et un recul l'aurait en partie compensée dans le secteur secondaire.

La répartition de l'effectif par pays montre que l'Allemagne (avec 223000 personnes) et les

Etats-Unis (214000) venaient en tête à fin 1993. Dans l'ordre décroissant suivaient, à une grande distance toutefois, la France, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne, le Brésil, l'Autriche, la Suède et les Pays-Bas. Une part d'environ 70% de l'effectif total revenait à ces dix pays.

2. Les investissements directs effectués à l'étranger par des entreprises en mains étrangères

La statistique suisse englobe aussi des investissements directs qui sont opérés par des entreprises dont le capital est en majorité en mains étrangères. A fin 1993, ces entreprises détenaient un cinquième environ du total des capitaux d'investissement direct.

Les investissements directs des entreprises en mains étrangères sont substantiels dans le secteur tertiaire. Il s'agit alors surtout de holdings qui sont en grande partie en mains d'entreprises industrielles. Du fait de leur activité principale en Suisse, ces holdings sont toutefois attribués au tertiaire.

Les holdings en mains étrangères jouent le rôle de plaque tournante entre les sociétés mères et les filiales à l'étranger. Elles drainent des fonds provenant des sociétés que leur groupe détient à l'étranger et les investissent dans des filiales en Suisse et à l'étranger. Tout en 1992 qu'en 1993, les holdings en mains étrangères ont réduit leurs capitaux d'investissement direct dans l'UE; elles ont rapatrié en effet des capitaux investis dans leurs filiales sises dans l'UE.

3. Les investissements directs étrangers en Suisse

Importations de capitaux

Les importations de capitaux en vue d'investissements directs en Suisse ont continué à marquer une tendance au repli. Pour la première fois depuis que la statistique est dressée (1984), les investisseurs étrangers ont, au total, rapatrié des capitaux en 1993. Les importations de capitaux

atteignaient encore 6,2 milliards de francs en 1990.

Les principaux désinvestissements ont été opérés par des entreprises de l'UE et des Etats-Unis. En revanche, des entreprises japonaises, canadiennes, des pays de l'AELE et du Moyen-Orient ainsi que de la zone des Caraïbes ont investi en Suisse. Ces afflux de capitaux, qui ont porté sur des montants peu élevés, n'ont compensé qu'en partie les rapatriements.

Tant en 1992 qu'en 1993, des capitaux ont été remboursés à l'étranger avant tout par les holdings et les entreprises opérant dans le négoce. Ces reflux s'expliquent sans doute principalement par des raisons fiscales. Depuis l'entrée en vigueur dans l'UE, au début de 1992, de deux directives concernant le régime fiscal, les entreprises détenant des participations internationales – en particulier les holdings ayant des filiales dans les pays de l'UE – bénéficient d'avantages si elles sont établies dans l'UE plutôt qu'en Suisse. En vertu de la directive concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales, les investisseurs établis dans l'UE reçoivent le montant total des dividendes versés par leurs filiales dans les autres pays de l'Union. Si les dividendes sont par contre versés à des investisseurs établis en Suisse, l'impôt à la source est déduit et seule une part sera remboursée conformément aux accords de double imposition. En outre, la directive sur le régime fiscal commun applicable aux fusions transnationales facilite les concentrations et restructurations dans la mesure où ces opérations peuvent être accomplies au sein de l'UE avec un régime fiscal neutre.

Volume des capitaux d'investissement direct

A fin 1993, le volume des investissements directs étrangers en Suisse s'élevait à 54 milliards de francs. Si le nombre des participants à l'enquête n'avait pas augmenté, il aurait diminué au cours de l'année examinée. Un repli avait déjà été observé en 1992.

Plus de 90% des investissements directs étrangers en Suisse étaient détenus, à fin 1993, par des

entreprises établies dans huit pays. Les Etats-Unis venaient en tête, puis suivaient la France, l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Italie et le Japon.

Du total des capitaux ainsi recensés à fin 1993, 11,4% étaient investis dans le secteur secondaire. Environ la moitié de cette part revenait aux branches de la famille «construction électrique». Dans le secteur tertiaire, les capitaux étrangers étaient investis avant tout dans les holdings, les banques et les sociétés actives dans le négoce.

Tableau 7

Investissements directs étrangers en Suisse

	Etat à la fin de l'année (en mio. de fr.)	Importations de capitaux ¹ (en mio. de fr.)
UE	30 197	-598
<i>dont</i>		
Belgique	570	59
Allemagne	6 486	-157
Danemark	185	-19
France	8 846	89
Italie	5 717	-401
Luxembourg	365	-104
Pays-Bas	5 963	-84
Espagne	240	1
Royaume-Uni	1 798	14
AELE	3 344	117
<i>dont</i>		
Autriche	211	95
Suède	2 783	45
Reste de l'Europe	111	10
<i>dont</i>		
Turquie	68	8
Amérique du Nord	15 898	-337
Canada	446	122
Etats-Unis	15 453	-459
Asie/Australie	4 162	348
<i>dont</i>		
Israël	363	34
Japon	3 336	168
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	269	115
Afrique	59	2
Total	54 040	-344

¹ Le signe moins (-) indique des sorties de capitaux (désinvestissement).

Tableau 8: Investissements directs étrangers en Suisse – Répartition par branches

Etat à la fin de 1993	Total	UE	AELE	Amérique du Nord	Reste du monde
Industrie	6 157	2 256	2 480	1 383	39
Chimie, plastique, caoutchouc	1 112	277	43	753	39
Métallurgie, machines et véhicules	480	461	20	0	-0
Construc. électrique, optique, horlogerie, énergie	3 494	684	2 393	418	-0
Autres industries (y compris bâtiment)	1 071	835	24	212	0
Services	47 883	27 941	864	14 515	4 563
Commerce, intermédiaires du commerce et réparations	11 302	6 797	77	4 031	397
Sociétés financières et holdings	21 130	12 783	35	7 984	328
Banques	13 842	7 837	714	1 450	3 841
Assurances	429	256	39	128	6
Autres services	1 181	269	-0	922	-10
Total	54 040	30 197	3 344	15 898	4 601

Importations de capitaux en 1993 ¹	Total	UE	AELE	Amérique du Nord	Reste du monde
Industrie	12	-118	41	118	-29
Chimie, plastique, caoutchouc	58	-1	3	84	-29
Métallurgie, machines et véhicules	-95	-96	1	0	0
Construc. électrique, optique, horlogerie, énergie	54	-10	32	32	0
Autres industries (y compris bâtiment)	-5	-12	5	2	-0
Services	-355	-480	76	-455	503
Commerce, intermédiaires du commerce et réparations	-239	1	-1	-231	-9
Sociétés financières et holdings	-763	-385	4	-478	96
Banques	484	-89	70	82	421
Assurances	35	29	4	2	-0
Autres services	127	-36	-1	170	-5
Total	-344	-598	117	-337	474

¹ Le signe moins (-) indique des sorties de capitaux (désinvestissement).

Tableau 9: Investissements directs étrangers en Suisse

Etat, en millions de francs, à la fin de l'année					Importations de capitaux en millions de francs ¹				
Ensemble des entreprises	1990	1991	1992	1993 ²	Ensemble des entreprises	1990	1991	1992	1993 ²
AELE	2 451	2 577	2 634	3 344	AELE	72	143	101	117
UE	26 167	30 226	29 318	30 197	UE	1 525	2 120	-457	-598
Europe centrale et orientale	143	87	131	43	Europe centrale et orientale	42	1	44	1
Reste de l'Europe	630	21	21	68	Reste de l'Europe	254	4	0	8
Amérique du Nord	10 598	11 211	11 384	15 898	Amérique du Nord	3 865	1 330	720	-337
Amérique latine	150	120	118	269	Amérique latine	-31	20	9	115
Moyen-Orient	650	508	432	663	Moyen-Orient	11	43	-26	140
Afrique	61	54	57	59	Afrique	2	2	3	2
Australie, Nouvelle-Zélande	0	0	0	0	Australie, Nouvelle-Zélande	0	0	0	0
Asie, Océanie	2 799	2 837	3 303	3 499	Asie, Océanie	451	86	183	208
Total	43 649	47 642	47 398	54 040	Total	6 192	3 747	577	-344

¹ Le signe moins (-) indique des sorties de capitaux (désinvestissement).

² En 1993, l'enquête a porté sur un nombre accru d'entreprises. Les chiffres pour 1993 ne sont par conséquent pas comparables à ceux de l'année précédente. Sans ces modifications, les capitaux d'investissement direct se seraient inscrits à 47 548 millions de francs à fin 1993, et les désinvestissements opérés en 1993 auraient porté sur 181 millions.

4. Précisions sur l'enquête

Définition

L'investisseur qui effectue un investissement direct dans une entreprise à l'étranger cherche à influencer directement et durablement sur l'activité de cette entreprise. Habituellement, il y a investissement direct quand un investisseur

- participe pour au moins 10% au capital (avec droit de vote) d'une entreprise sise à l'étranger ou
 - fonde une filiale ou une succursale à l'étranger.
- Sont à l'étranger toutes les entreprises sises hors du territoire de la Suisse et de la Principauté de Liechtenstein.

Enquête

Chaque année, la Banque nationale suisse recueille des données sur les participations transfrontalières, en d'autres termes sur les investissements directs suisses à l'étranger et sur les investissements directs étrangers en Suisse. L'enquête porte sur la situation en fin d'année.

Fondement juridique

L'enquête sur les investissements directs repose sur l'article 2 de la loi du 9 octobre 1992 sur la statistique fédérale ainsi que sur l'ordonnance du 30 juin 1993 concernant l'exécution des relevés statistiques fédéraux. Cette ordonnance charge la Banque nationale de l'enquête. Depuis le 1^{er} août 1993, date de l'entrée en vigueur de la loi et de l'ordonnance susmentionnées, la participation à l'enquête est obligatoire pour toutes les entreprises ayant des capitaux d'investissement direct de plus de 10 millions de francs.

Objet de l'enquête

Les entreprises fournissent des données sur le volume de leurs capitaux d'investissement direct (crédits au sein du groupe et participations aux fonds propres), sur les flux financiers dans le domaine des crédits au sein du groupe et celui des participations aux fonds propres (fondations, acquisitions, ventes, augmentations de capital, etc.) ainsi que sur les bénéfices réinvestis. Ceux-ci représentent la part du résultat d'exploitation qui

n'est pas distribuée. Ils permettent à l'investisseur direct de renforcer sa position sans avoir à exporter, au sens strict, des capitaux. En outre, les entreprises transmettent des données sur l'effectif de leur personnel en Suisse ainsi que dans leurs filiales ou succursales à l'étranger.

Evaluation des capitaux d'investissement direct en fin d'année

Les montants en fin d'année reposent sur les valeurs comptables. Ces valeurs sont en général inférieures aux valeurs marchandes, notamment aux valeurs boursières.

Rapport entre la variation du volume des capitaux d'investissement direct et les flux de capitaux

Bien qu'il y ait une interdépendance entre le volume des investissements directs et les flux de capitaux, on ne peut, à partir d'une variation du volume, tirer des conclusions sur les flux de capitaux et inversement. Les variations du volume proviennent aussi de facteurs qui n'apparaissent pas dans les flux de capitaux. Ainsi, le volume peut varier à cause de facteurs tels que l'évolution des cours de change ou une modification dans la méthode comptable (adaptation aux «International Accounting Standards»). D'un autre côté, le «goodwill» ou survalueur (différence entre le prix d'achat et la valeur comptable de l'entreprise conduit, lors d'une acquisition, à des flux de capitaux qui sont généralement supérieurs à l'augmentation du volume des investissements.

Répartition par pays

Dans les investissements directs suisses à l'étranger, on tient compte autant que possible du pays du bénéficiaire final («last beneficial owner»). Pour des raisons pratiques, ce principe ne peut être appliqué dans chaque cas. Dans les investissements directs étrangers en Suisse, la répartition est toujours faite en fonction du pays de l'investisseur immédiat.

Répartition par branches

La répartition par branches est faite selon l'activité principale de l'entreprise en Suisse.

Geld- und währungspolitische Chronik

Beteiligung der Schweiz an der verlängerten Erweiterten Strukturanpassungsfazilität des Internationalen Währungsfonds (ESAF II)

Mit Botschaft vom 29. Juni 1994 (BBI 1994 III 1397 ff.) hat der Bundesrat dem Parlament die Zustimmung zum Bundesbeschluss über die Beteiligung der Schweiz an der ESAF II sowie zum Bundesbeschluss über die Finanzierung der schweizerischen Beteiligung beantragt. Die Schweiz hatte sich bereits an der ursprünglichen ESAF mit einem zinslosen Darlehen von 200 Mio. SZR beteiligt. Die Mittel der ESAF ermöglichen dem IWF, den ärmeren Entwicklungsländern Zahlungsbilanzhilfe zu stark vergünstigten Bedingungen zu gewähren. Auf Grundlage der zwei Bundesbeschlüsse wird sich die Schweiz mit einem maximalen Beitrag von 166,7 Mio. SZR am Darlehenskonto und von 50 Mio. SZR am Zinsverbilligungskonto beteiligen. Die Nationalbank leistet den Beitrag an das Darlehenskonto, wobei der Bund für die fristgerechte Rückzahlung garantiert. Der Beitrag an das Zinsverbilligungskonto wird vom Bund finanziert.

Als Erstrat stimmte der Ständerat am 6. Dezember 1994 der vom Bundesrat beantragten Beteiligung der Schweiz an ESAF II zu.

Verlängerung des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen

Mit Botschaft vom 3. Oktober 1994 (BBI 1994 V 599) hat der Bundesrat dem Parlament die unveränderte Verlängerung des bis zum 15. Juli 1995 befristeten Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen um zehn Jahre beantragt. Auf der Grundlage des Bundesbeschlusses beteiligte sich die Nationalbank in den vergangenen Jahren an zahlreichen Überbrückungskrediten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zugunsten lateinamerikanischer sowie mittel- und osteuropäischer Staaten. Weiter finanzierte sie mittelfristige Zahlungsbilanzkredite der OECD-Staaten an verschiedene Länder Mittel- und Osteuropas. Die Kredite und Garantiezusagen, für welche ein Plafond von 1 Milliarde Franken zur Verfügung steht, werden im Auftrag des Bundesrates und mit Bundesgarantie zur Verfügung gestellt.

Als Erstrat hat der Nationalrat am 15. Dezember 1994 der vom Bundesrat beantragten Verlängerung zugestimmt.

Chronique monétaire

Participation de la Suisse à la facilité d'ajustement structurel renforcée et prolongée du FMI (FASR II)

Dans son message du 29 juin 1994 (FF 1994 III 1381), le Conseil fédéral a demandé aux Chambres d'approuver l'arrêté fédéral sur la participation de la Suisse à la FASR II et l'arrêté fédéral sur le financement de cette participation. La Suisse avait déjà contribué à la première FASR par un prêt sans intérêt de 200 millions de DTS. Les capitaux de la FASR permettent au Fonds monétaire international (FMI) d'octroyer des aides à la balance des paiements aux pays en développement les plus pauvres, à des conditions particulièrement avantageuses. En vertu des deux arrêtés fédéraux susmentionnés, la Suisse participera au compte de prêts de la FASR II pour un montant maximal de 166,7 millions de DTS et au compte de péréquation des intérêts pour une somme de 50 millions de DTS. La Banque nationale fournira la contribution destinée au compte de prêts, et la Confédération en garantira le remboursement dans les délais fixés. Quant à la contribution au compte de péréquation des intérêts, elle sera financée par la Confédération.

Le Conseil des Etats, première des deux Chambres à se prononcer sur ce projet, a approuvé, le 6 décembre 1994, la participation de la Suisse à la FASR II.

Prorogation de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales

Le Conseil fédéral a demandé aux Chambres, dans un message du 3 octobre 1994 (FF 1994 V 586), de proroger pour une nouvelle décennie, et sans y apporter de modification, l'arrêté fédéral sur la participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales, arrêté qui expirera le 15 juillet 1995. Se fondant sur cet arrêté fédéral, la Banque nationale a participé ces dernières années à de nombreux crédits relais que la Banque des Règlements Internationaux a mis sur pied en faveur de pays d'Amérique latine ainsi que d'Europe centrale et orientale. Elle a en outre financé des crédits à moyen terme d'aide à la balance des paiements que les Etats membres de l'OCDE ont accordés à divers pays d'Europe centrale et orientale. Les crédits et garanties, pour lesquels un plafond d'un milliard de francs est disponible en vertu de l'arrêté, sont octroyés à la demande du Conseil fédéral et assortis d'une garantie de la Confédération.

Première des deux Chambres à se prononcer sur le message du Conseil fédéral, le Conseil national a approuvé, le 15 décembre 1994, la prorogation de l'arrêté fédéral.

Inhaltsverzeichnis 12. Jahrgang, 1994

Table des matières, 12^e année, 1994

Konjunkturberichte/Rapports conjoncturels	Heft bulletin	Seite page
Wirtschafts- und Währungslage	1	9
	2	87
	3	185
	4	275
Situation économique et monétaire	1	35
	2	111
	3	209
	4	301
Artikel und Referate		
Birchler, Urs W., Hermann, Werner und Rime, Bertrand:		
Finanzderivate – volkswirtschaftliche Bedeutung und Auswirkungen auf das Finanzsystem/Les produits dérivés: rôle économique et impact sur le système financier	4	336
Die Geldpolitik im Jahre 1995/La politique monétaire en 1995/ La politica monetaria nel 1995/ Monetary policy in 1995		
.	4	263
Dueker, Michael J. und Fischer, Andreas M.:		
A Guide to Nominal Feedback Rules and their Use for Monetary Policy	4	327
Fischer, Andreas M. und Peytrignet, Michel: Geldmengenaggregate: Was bringt die Ausklammerung der Termingelder?		
.	3	243
Fischer, Andreas M. und Zurlinden, Mathias: Geldpolitik mit formellen Inflationszielen: eine Übersicht		
.	1	65
Klauser, Peter: Ein schweizerisches Börsengesetz – Selbstregulierung versus staatliche Regulierung		
.	1	61
Lusser, Markus: Die Schweiz im Internationalen Währungsfonds – Überlegungen zum 50jährigen Bestehen der Bretton Woods-Institutionen		
.	3	235
Lusser, Markus: Generalversammlungsreferat vom 29. April 1994/ Exposé à l'Assemblée générale du 29 avril 1994		
.	2	141
Marrel, Catherine: Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1993/ L'évolution des investissements directs en 1993		
.	4	363
Rime, Bertrand: Quelques réflexions sur le rendement des instruments financiers en Ecus		
.	2	161
Schönenberger, Jakob: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 29. April 1994/Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 29 avril 1994		
.	2	137
Totalrevision des Kartellgesetzes/Une analyse du projet de révision totale de la loi sur les cartels		
.	2	151
Geld- und währungspolitische Chronik/Chronique monétaire		
	1	77
	2	176
	3	253
	4	381

