

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No 4
Dezember/décembre 1997**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	253
Sommaire	254
Sommario	255
Abstracts	256
<hr/>	
Die Geldpolitik im Jahre 1998	257
La politique monétaire en 1998	259
La politica monetaria nel 1998	261
Monetary policy in 1998	263
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	265
Situation économique et monétaire	291
<hr/>	
Christian Vital: The Architecture of Real Time Gross Settlement Systems	319
<hr/>	
Andreas Fischer und Mathias Zurlinden: Notenbankunabhängigkeit und Kosten der Inflationsbekämpfung	325
<hr/>	
Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1996	339
L'évolution des investissements directs en 1996	355
<hr/>	
Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1996	371
La position extérieure nette de la Suisse en 1996	375
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	379
Chronique monétaire	381
<hr/>	
Inhaltsverzeichnis 1997	383
Table des matières 1997	383

Übersicht

Die Geldpolitik im Jahre 1998 (S. 257–258)

Das Direktorium der SNB nimmt im Einvernehmen mit dem Bundesrat im Jahre 1998 keine Straffung des geldpolitischen Kurses in Aussicht. Es behält sich vor, bei Störungen an den Finanzmärkten vom geldpolitischen Kurs abzuweichen.

Wirtschafts- und Währungs Lage (S. 265–289)

Im dritten Quartal 1997 festigte sich der Konjunkturaufschwung in den OECD-Ländern. In den USA und in Grossbritannien wuchs die Wirtschaft erneut kräftig, und auf dem europäischen Kontinent gewann die Erholung an Kraft und Breite. In Japan erlitt die Konjunkturerholung dagegen einen empfindlichen Rückschlag. Die britische Zentralbank straffte die Geldpolitik, um einer konjunkturellen Überhitzung vorzubeugen. Die Deutsche Bundesbank und fünf weitere europäische Zentralbanken hoben die Zinssätze ebenfalls leicht an. Dagegen behielt die japanische Zentralbank ihre expansive Geldpolitik bei.

In der Schweiz nahm das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal weiter zu. Die wichtigsten Impulse gingen von den Exporten aus, doch belebte sich auch die Binnennachfrage. Der verlangsamte Abbau der Beschäftigung und der Anstieg des Manpower-Stellenindex deuteten auf eine allmähliche Besserung der Arbeitsmarktlage hin. Die Teuerung blieb unverändert tief. Angesichts der sich festigenden Konjunkturerholung liess die SNB im Oktober einen gewissen Anstieg der Geldmarktsätze zu. Die Notenbankgeldmenge lag weiterhin deutlich über dem mittelfristigen Zielpfad, doch schwächte sich ihr Wachstum ab.

Die Architektur von Echtzeit-Bruttoüberweisungssystemen (S. 319–324)

Echtzeit-Bruttoüberweisungssysteme sind heute die Norm für die Transferierung von Interbankzahlungen. Dieser Beitrag analysiert verschiedene Ausgestaltungsmöglichkeiten, die international kontrovers beurteilt werden. Die Diskussion erfolgt anhand eines konkreten Beispiels, dem Swiss Interbank Clearing (SIC), das seit 1987 in Betrieb ist. Behandelt werden die Informations-

flüsse zwischen Banken und Notenbank, die Deckungsvorschriften für Zahlungsaufträge, die Ausgestaltung des Warteschlangenmechanismus und Fragen der Kontenstruktur.

Notenbankunabhängigkeit und Kosten der Inflationsbekämpfung (S. 325–337)

Verschiedene empirische Untersuchungen zeigen, dass Länder mit unabhängigen Notenbanken grössere «sacrifice ratios», d. h. grössere Produktionsverluste pro Prozentpunkt Reduktion der Inflation haben. Dieser Aufsatz gibt einen Überblick zur Literatur und beschreibt die Gründe, die zu einer solchen Korrelation führen können. Es wird gezeigt, dass Länder mit unabhängigen Notenbanken in Phasen rückläufiger Inflation keine grösseren Produktionsverluste, wohl aber einen geringeren Inflationsabbau aufweisen. Dies deutet darauf hin, dass die höhere «sacrifice ratio» mit dem in Ländern mit unabhängigen Notenbanken herrschenden niedrigeren Inflationsniveau zusammenhängt. Ferner wird gezeigt, dass die Korrelationsresultate stichprobenabhängig sind, d. h. insbesondere davon abhängen, ob Deutschland in die Untersuchung einbezogen wird oder nicht.

Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1996 (S. 339–354)

Die Kapitalexporte für Direktinvestitionen im Ausland stiegen 1996 um 6 Mrd. Franken, und der Kapitalbestand im Ausland erhöhte sich gegenüber dem Vorjahr um rund 20% auf 196 Mrd. Franken. Die Kapitalimporte für Direktinvestitionen in der Schweiz nahmen gegenüber dem Vorjahr um 0,8 Mrd. Franken auf 3,4 Mrd. Franken zu. Der ausländische Kapitalbestand wurde von 66 Mrd. Franken auf 72 Mrd. Franken aufgestockt.

Das Auslandsvermögen der Schweiz im Jahre 1996 (S. 371–373)

Die Auslandguthaben und die Auslandverpflichtungen der Schweiz nahmen 1996 massiv zu. Über die Hälfte der Zunahme ist auf die im Jahre 1996 getätigten Investitionen zurückzuführen. Das Nettoauslandsvermögen stieg um 18% auf 412 Mrd. Franken.

Sommaire

La politique monétaire en 1998 (p. 259–260)

La Direction générale de la BNS envisage, en accord avec le Conseil fédéral, de ne pas resserrer les rênes monétaires en 1998. Elle se réserve la possibilité de s'écarter de son cap monétaire en cas de perturbations sur les marchés financiers.

Situation économique et monétaire (p. 291–317)

Au troisième trimestre de 1997, la conjoncture économique s'est raffermie dans les pays de l'OCDE. La croissance est restée forte aux États-Unis et au Royaume-Uni, tandis que la reprise a gagné en vigueur sur le continent européen. Au Japon par contre, la conjoncture a marqué un sensible fléchissement. La Banque d'Angleterre a durci sa politique monétaire pour prévenir une surchauffe de la conjoncture. La Banque fédérale d'Allemagne et cinq autres banques centrales européennes ont elles aussi relevé légèrement leurs taux d'intérêt. Pour sa part, la Banque du Japon a maintenu sa politique expansionniste.

En Suisse, le produit intérieur brut réel a continué à augmenter au troisième trimestre. Les exportations ont joué un rôle moteur, mais des impulsions sont venues également de la demande intérieure. Le ralentissement observé dans la diminution de l'emploi annoncent une amélioration graduelle de la situation sur le marché du travail. Le renchérissement est resté à un bas niveau. En octobre, la BNS a laissé les taux d'intérêt à court terme augmenter légèrement, étant donné le raffermissement de la reprise économique. La monnaie centrale évoluait toujours nettement au-dessus de son sentier de croissance à moyen terme, mais son expansion a faibli.

L'architecture des systèmes à règlement brut en temps réel (p. 319–324)

En matière de paiements interbancaires, les systèmes à règlement brut en temps réel (RBTR) sont aujourd'hui considérés comme la norme, mais les diverses manières de les concevoir font l'objet de controverses sur le plan international. La présente contribution analyse ces conceptions à l'aide d'un exemple concret, le Swiss Interbank Clearing (SIC), un système en service depuis 1987.

Les thèmes ci-dessous sont traités: flux d'informations entre les banques commerciales et la banque centrale, règles de couverture des ordres de paiement, configuration d'un mécanisme de file d'attente et, enfin, structure des comptes.

L'indépendance des banques centrales et les coûts de la lutte contre l'inflation (p. 325–337)

Selon diverses études empiriques, les pays dont la banque centrale est indépendante ont un taux de sacrifice plus élevé. Ils subissent donc, par point de pourcentage de réduction de l'inflation, un recul comparativement plus important de la production. Après un survol de la littérature, cet article décrit les raisons qui pourraient expliquer ce phénomène. Il montre ensuite que, dans les phases de déflation, les pays ayant une banque centrale indépendante enregistrent non pas une contraction plus marquée de l'activité, mais une diminution moindre du taux d'inflation. Ainsi, le taux de sacrifice élevé qui est observé semble en rapport direct avec le niveau plus faible de l'inflation dans ces pays. En outre, les calculs de corrélations sont sensibles aux variations des échantillons, particulièrement à l'introduction ou non de l'Allemagne dans les estimations.

Investissements directs en 1996 (p. 355–370)

En 1996, les exportations de capitaux en vue d'investissements directs à l'étranger ont progressé de 6 milliards, et les capitaux d'investissement direct à l'étranger se sont accrus d'environ 20% pour atteindre 195 milliards de francs. Les importations de capitaux pour des investissements directs en Suisse ont augmenté de 0,8 milliard, passant à 3,3 milliards de francs. Le volume des investissements directs étrangers en Suisse s'élevait à 71 milliards de francs à fin 1996, contre 66 milliards un an auparavant.

La position extérieure nette en 1996 (p. 375–377)

Tant les actifs suisses à l'étranger que les passifs suisses envers l'étranger se sont vigoureusement accrus en 1996. L'expansion s'explique, pour plus de la moitié, par les investissements opérés au cours de l'année. La position extérieure nette de la Suisse a progressé de 18% pour atteindre 412 milliards de francs.

Sommario

La politica monetaria nel 1998 (p. 261–262)

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, non prevede una stretta monetaria nel 1998. Si riserva di scostarsi dal corso di politica monetaria prescelto, qualora si manifestassero gravi perturbazioni sui mercati finanziari.

Situazione economica e monetaria (p. 265–317)

Nel terzo trimestre del 1997, la ripresa congiunturale nei paesi dell'OCSE si è affermata. Negli Stati Uniti e in Gran Bretagna, l'economia ha registrato nuovamente una forte crescita, mentre nell'Europa continentale la ripresa si è fatta più forte e più ampia. Nel Giappone la ripresa congiunturale ha invece subito una ricaduta sensibile. La banca centrale britannica ha fatto ricorso a una politica monetaria più restrittiva, allo scopo di prevenire un surriscaldamento congiunturale. La Deutsche Bundesbank e altre cinque banche centrali europee hanno aumentato anch'esse leggermente i tassi d'interesse. La banca centrale giapponese ha invece mantenuto la sua politica monetaria espansiva.

In Svizzera, il prodotto interno lordo reale è nuovamente cresciuto durante il terzo trimestre dell'anno. Le esportazioni hanno fornito gli impulsi più importanti, ma anche la domanda interna si è ravvivata. Il calo più lento dell'occupazione e l'ascesa dell'indice Manpower dei posti di lavoro lasciano intravedere un miglioramento graduale della situazione sul mercato del lavoro. Il rincaro è rimasto invariato a basso livello. Visto che la ripresa economica si stava consolidando, la Banca nazionale ha ammesso in ottobre un aumento dei tassi sul mercato monetario. La base monetaria è rimasta superiore all'obiettivo di crescita a medio termine, ma la sua crescita è decelerata.

Architettura dei sistemi di regolamento lordo in tempo reale (p. 319–324)

Benché i sistemi di regolamento lordo in tempo reale costituiscano oggi il modello di riferimento in materia di pagamenti interbancari, i diversi modi per realizzarli sono oggetto di controversie a livello internazionale. Il presente contributo analizza queste differenze, che sono di-

scusse partendo dall'esempio del Swiss Interbank Clearing (SIC) in funzione dal 1987. I temi trattati sono: il flusso d'informazioni tra banche e banca centrale, le prescrizioni di copertura degli ordini di pagamento, l'allestimento di un meccanismo di fila d'attesa e, infine, la struttura dei conti.

Indipendenza della banca centrale e costi economici della lotta contro l'inflazione (p. 325–337)

Secondo diversi studi empirici, i paesi con una banca centrale indipendente esibiscono *sacrifice ratios* più elevati, ossia per ogni punto percentuale di riduzione dell'inflazione subiscono una contrazione proporzionalmente maggiore della produzione. Oltre a passare in rassegna la letteratura, il presente articolo descrive i motivi che potrebbero spiegare questa correlazione. Dimostra inoltre che, durante le fasi di deflazione, paesi con banche centrali indipendenti non manifestano perdite produttive superiori, ma un minore calo dell'inflazione. Ciò indica che l'elevato *sacrifice ratio* dipende dal più basso livello dell'inflazione in questi paesi. Inoltre, i risultati delle correlazioni sono sensibili alle variazioni dei campioni analizzati, in particolare all'inclusione o meno della Germania nelle stime.

Investimenti diretti nel 1996 (p. 339–370)

Nel 1996, le esportazioni di capitali per investimenti diretti all'estero sono aumentate di 6 miliardi di franchi. Rispetto all'anno precedente, la consistenza in capitale degli investimenti all'estero è aumentata del 20% circa a 196 miliardi di franchi. Le importazioni di capitali per investimenti diretti in Svizzera sono aumentate di 0,8 miliardi di franchi rispetto al 1995, ammontando così a 3,4 miliardi. La consistenza del capitale estero in Svizzera è aumentata da 66 a 72 miliardi di franchi.

Averi all'estero nel 1996 (p. 371–377)

Gli averi svizzeri all'estero e gli impegni verso l'estero della Svizzera sono aumentati considerevolmente nel 1996. Oltre la metà di questo aumento si deve a investimenti operati nel corso del 1996. Il volume netto degli averi all'estero è aumentato del 18% a 415 miliardi di franchi.

Abstracts

Monetary policy in 1998 (pp. 263–264)

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, does not envisage a tightening of monetary policy in 1998. It retains the option of deviating from its monetary course in the event of disruptions in the financial markets.

Economic and monetary developments (pp. 265–317)

In the third quarter of 1997, the economic upswing in the OECD countries strengthened. In the United States and the United Kingdom the economy again expanded vigorously, and on the European continent the recovery gained momentum and became more widespread. In Japan, by contrast, the economic recovery suffered a severe setback. The Bank of England tightened the monetary reins in order to prevent overheating of the economy. The German Bundesbank and five other European central banks also lifted interest rates somewhat. The Bank of Japan, on the other hand, adhered to its expansionary monetary course.

In Switzerland, real gross domestic product continued to rise in the third quarter. The chief stimuli emanated from exports but domestic demand also picked up. A slowdown in the decline of employment levels and the rise in the «Manpower» job offer index were evidence of a gradual improvement in the labour market. Inflation remained at a constantly low level. As economic activity continued to improve, the SNB allowed money market rates to rise somewhat in October. The monetary base still clearly exceeded the medium-term target path, while expanding at a slower rate.

The Architecture of Real Time Gross Settlement Systems (pp. 319–324)

Real Time Gross Settlement Systems (RTGS) are now standard practice for the transfer of interbank payments. This contribution analyses various models on which international opinion is

divided. The discussion is based on a concrete example, Swiss Interbank Clearing (SIC), which has been in operation since 1987. The study deals with information flows between banks and the central bank, backing regulations for payment orders, queuing arrangements and issues of concerning the accounting structure.

Central bank independence and the cost of disinflation (pp. 325–337)

Empirical studies show that countries with independent central banks have higher sacrifice ratios, i.e. larger output losses for a percentage point reduction in inflation. This paper presents an overview of the literature and discusses the reasons for the empirical relationship. The paper shows that countries with independent central banks do not suffer larger output losses during a period of disinflation, but that instead inflation is reduced less markedly. This suggests that the high sacrifice ratio exhibited by countries with independent central banks stems from their lower inflation rates. It is also shown that the empirical relationship is sample dependent; in particular it depends on whether Germany is included or excluded.

Direct investment in 1996 (pp. 339–370)

Capital exports for direct investment abroad increased by Sfr 6 billion in 1996, while capital holdings rose from the previous year's level by approximately 20% to Sfr 196 billion. Capital imports for direct investment in Switzerland grew by Sfr 0.8 billion to Sfr 3.4 billion compared with a year earlier. Foreign capital holdings expanded from Sfr 66 billion to Sfr 72 billion.

Switzerland's investment position in 1996 (pp. 371–377)

Both Switzerland's foreign assets and foreign liabilities rose markedly in 1996. More than half of the increase is accounted for by investment activity in 1996. The net investment position expanded by 18% to Sfr 412 billion.

Die Geldpolitik im Jahre 1998

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank nimmt im Einvernehmen mit dem Bundesrat im Jahre 1998 keine Straffung des geldpolitischen Kurses in Aussicht. Es betrachtet die Inflationsrisiken in der Schweiz derzeit als gering. Die Geldversorgung der Wirtschaft soll in einem Ausmass erhöht werden, das eine Fortsetzung der Konjunkturerholung ohne Gefährdung der Preisstabilität erlaubt. Die Geldpolitik wird auch den Unsicherheiten, die von der europäischen Währungsintegration ausgehen, Rechnung tragen. Das Direktorium behält sich wie üblich vor, bei Störungen an den Finanzmärkten vom geldpolitischen Kurs abzuweichen.

Die Nationalbank hat den Auftrag, eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Dieser Auftrag bedarf der Konkretisierung. Mit einer im Verhältnis zur realen Wirtschaft angemessenen Geldversorgung vermag die Geldpolitik tendenziell und längerfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Preisstabilität ist kein Selbstzweck. Sie trägt dazu bei, günstige Rahmenbedingungen für eine ausgewogene Wirtschaftsentwicklung zu schaffen. Preisstabilität ist nicht zuletzt ein wichtiges soziales Anliegen, leiden doch die schwächeren Glieder der Gemeinschaft am stärksten unter der Teuerung.

Im Verlaufe des Jahres haben sich die Aussichten für eine schrittweise wirtschaftliche Erholung gebessert. Die lange Stagnation, die menschlich bedauerliche Opfer und sachliche Substanzverluste gefordert hat, dürfte damit hinter uns liegen. Bevor die geldpolitischen Absichten für das kommende Jahr erläutert werden, erfolgt ein Rückblick auf das vergangene Geschehen.

Die Nationalbank stellte vor Jahresfrist eine Fortführung der grosszügigen Geldpolitik in Aussicht. Damals musste sie der ungünstigen Wirtschaftslage ebenso Rechnung tragen wie den möglichen Auswirkungen der europäischen Währungsintegration. Wir erwarteten eine allmähliche wirtschaftliche Erholung bei zunächst geringer Teuerungsgefahr. Trotzdem machten wir auf das starke Wachstum der Notenbankgeldmenge aufmerksam und betonten die damit verbundenen Risiken

Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge



auf mittlere Frist. Wir sagten aber auch, eine Anpassung des geldpolitischen Kurses komme erst in Frage, wenn sich unsere Wirtschaft erkennbar in einem Aufschwung befinde.

Heute lässt sich feststellen, dass die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz weitgehend den Erwartungen entsprochen hat. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im zweiten und dritten Quartal 1997 deutlich zu. Sein Wachstum dürfte im Jahresdurchschnitt 0,5% betragen. Bei einer Teuerung in der gleichen Grössenordnung kann von Preisstabilität gesprochen werden.

Die Verfolgung des angemessenen geldpolitischen Kurses stiess indessen im Laufe des Jahres auf erhebliche Schwierigkeiten. Wir hatten schon Ende 1996 auf einen unerwartet starken Anstieg der Nachfrage nach Notenbankgeld hingewiesen, der die Aussagekraft unseres Zielaggregats beeinträchtigte. Im Jahre 1997 traten erneut Probleme auf. Vor allem die Nachfrage nach Tausendernoten nahm unerwartet stark zu. Damit bestand für uns kein Zweifel, dass die kräftige Ausweitung der Notenbankgeldmenge, die im 4. Quartal den Vorjahresstand um etwa 3% übertreffen dürfte, den Expansionsgrad der Geldpolitik überzeichnete (siehe Grafik).

Im Hinblick auf diese Unsicherheiten richteten wir unser Augenmerk vermehrt auf andere Geld-

mengenaggregate, insbesondere auf M_3 . Unsere Untersuchungen zeigen, dass zwischen der Entwicklung der Geldmenge M_3 und dem Preisniveau ein ziemlich enger Zusammenhang besteht. Ende 1995 beschleunigte sich das Wachstum von M_3 deutlich, was unsere grosszügige Geldpolitik widerspiegelte. Der vergleichsweise starke Anstieg von M_3 hielt in der ersten Hälfte 1997 tendenziell an. Wir waren daher der Meinung, eine deutliche Straffung der Geldpolitik dränge sich früher oder später auf.

Die Nationalbank war bis zum Spätsommer bestrebt, den Geldmarkt grosszügig mit Liquidität zu versorgen. Angesichts der klaren Zeichen einer wirtschaftlichen Belebung liess sie im Oktober einen beschränkten Anstieg der Geldmarktsätze im Einklang mit der Zinsentwicklung in anderen europäischen Ländern zu. Wir erachteten die leichte Straffung der Geldpolitik als notwendig, um das Geldmengenwachstum zu mässigen und damit die Preisstabilität auch längerfristig zu bewahren.

Eine erneute Lagebeurteilung führt allerdings zum Schluss, dass der Anfang 1997 noch bestehende Geldüberhang bereits weitgehend abgebaut sein dürfte. Das Wachstum der Geldmenge M_3 betrug Ende Oktober 1997 4%. Es befindet sich damit tendenziell in einem Bereich, der längerfristig mit der Preisstabilität in Einklang steht. Die Notenbankgeldmenge zeigt ein ähnliches Bild, wenn die erwähnten Nachfrageverschiebungen soweit als möglich ausgeklammert werden. Sie dürfte ohne die Verschiebungen nahe beim mittelfristigen Zielpfad liegen.

Wie erwähnt, beabsichtigt die Nationalbank, das Geldangebot im Jahre 1998 in einem Ausmass auszudehnen, das eine Fortsetzung der Konjunkturerholung ohne Gefährdung der Preisstabilität erlauben sollte. Dies bedeutet, dass wir das Geldangebot an die Zunahme der Nachfrage, die sich aus der für 1998 vorausgesagten Entwicklung der schweizerischen Wirtschaft ergibt, anpassen werden. Wir rechnen mit einer Zunahme des realen

Bruttoinlandprodukts von 2% und einem Anstieg der Konsumentenpreise von 1%. Unter diesen Voraussetzungen dürfte das Wachstum der Geldmenge M_3 1998 tendenziell auf dem gegenwärtigen Niveau bleiben. Allerdings lassen sich auch bei M_3 vorübergehende Abweichungen von seinem Wachstumstrend nicht ausschliessen. Die Entwicklung der Notenbankgeldmenge ist als Folge der erwähnten Verzerrungen und möglicher künftiger Nachfrageverschiebungen schwer voraussehbar. Sollten keine Verschiebungen mehr auftreten, dürfte die Notenbankgeldmenge vom gegenwärtigen Niveau aus parallel zum mittelfristigen Zielpfad steigen. Daraus ergibt sich, dass vorderhand keine Notwendigkeit für einen weiteren Anstieg der schweizerischen Zinssätze besteht.

Wir werden uns wie schon 1997 nicht nur an den Geldaggregaten orientieren, sondern auch die Konjunktur- und Wechselkurslage sowie die Zinsentwicklung berücksichtigen. Würde das Realwachstum wesentlich schwächer als erwartet ausfallen, dann dürfte auch das Geldmengenwachstum deutlich sinken. Unter diesen Umständen wäre ein Zinsrückgang erforderlich. Ein über Erwarten starker Konjunkturaufschwung dürfte dagegen einen Zinsanstieg nach sich ziehen. Der von uns angestrebte Kurs wird die Konjunkturerholung auf jeden Fall von der monetären Seite her unterstützen.

Im Frühjahr 1998 wird die Europäische Union über den Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion entscheiden. Die Märkte rechnen mit einem termingerechten Start Anfang 1999. Diese Erwartung kommt schon jetzt in der Entwicklung der Wechselkurse des Frankens gegenüber den europäischen Währungen zum Ausdruck. Es ist dennoch denkbar, dass der Übergang in die dritte Stufe ebenso unerwartete wie unerwünschte Schwankungen des Frankenkurses auslösen wird. Die Nationalbank hält einmal mehr fest, dass sie einer gesamtwirtschaftlich unerwünschten Wechselkursentwicklung mit ihren geldpolitischen Mitteln entgegentreten wird.

La politique monétaire en 1998

La Direction générale de la Banque nationale suisse envisage, en accord avec le Conseil fédéral, de ne pas resserrer les rênes monétaires en 1998. Elle estime que les risques d'inflation sont actuellement faibles en Suisse. L'approvisionnement de l'économie en monnaie doit être augmenté dans une proportion qui permette la poursuite de la reprise économique, sans mettre en danger la stabilité des prix. La politique monétaire tiendra compte également des incertitudes liées à l'intégration monétaire européenne. Comme précédemment, la Direction générale se réserve la possibilité de s'écarter de son cap monétaire en cas de perturbations sur les marchés des changes, de l'argent et des capitaux.

La Banque nationale a pour mission de conduire une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays. Ce mandat appelle des précisions concrètes. En maintenant l'approvisionnement en monnaie en harmonie avec l'économie réelle, la politique monétaire peut assurer à moyen terme la stabilité des prix. Celle-ci n'est pas un objectif en soi. Elle contribue à la mise en place de conditions cadres favorisant une évolution économique équilibrée. La stabilité des prix est importante aussi du point de vue social, dans la mesure où les économiquement faibles souffrent le plus du renchérissement.

Au cours de l'année 1997, la perspective de renouer avec une reprise économique graduelle s'est renforcée. La longue phase de stagnation, qui a fait de regrettables victimes sur le plan humain et conduit à des pertes de substance sur le plan matériel, devrait ainsi être surmontée. Avant de commenter plus en détail les intentions en matière de politique monétaire pour l'année prochaine, il convient de revenir sur l'année écoulée.

Il y a un an, la Banque nationale envisageait de maintenir sa politique monétaire ample. Nous devons tenir compte aussi bien de la situation économique défavorable que des possibles répercussions de l'intégration monétaire européenne. Nous tablions sur une reprise graduelle de la conjoncture avec, dans un premier temps, un faible

Monnaie centrale désaisonnalisée



danger d'inflation. Nous avons néanmoins attiré l'attention sur les risques découlant, à moyen terme, de la forte expansion de la monnaie centrale. Une adaptation de notre politique monétaire, avons-nous alors précisé, n'entrerait en ligne de compte que lorsque l'économie suisse aurait manifestement renoué avec la croissance.

Aujourd'hui, on peut constater que l'économie suisse a évolué dans les grandes lignes comme nous nous y attendions. Le produit intérieur brut réel a nettement augmenté aux deuxième et troisième trimestres. En moyenne de l'année, il progressera probablement de 0,5%. Le renchérissement étant lui aussi d'environ 0,5%, on peut affirmer que la stabilité des prix règne.

Au cours de l'année toutefois, tenir le cap de la politique monétaire nous a posé de sérieux problèmes. A fin 1996 déjà, nous avons signalé qu'une hausse forte et inattendue de la demande de monnaie centrale avait réduit la fiabilité de notre agrégat cible en tant qu'indicateur de la politique monétaire. En 1997, de nouvelles difficultés ont surgi. En particulier, la demande de billets de 1000 francs a augmenté dans des proportions inattendues. Ainsi, il ne fait pour nous aucun doute que la vive progression de la monnaie centrale – au quatrième trimestre, l'agrégat devrait dépasser de quelque 3% son niveau de la période correspondante de 1996 – amplifie le caractère

expansionniste de la politique monétaire (voir graphique).

Étant donné ces incertitudes, nous avons davantage prêté attention à d'autres agrégats monétaires, notamment à M_3 . Nos analyses montrent qu'un lien assez étroit existe entre l'évolution de M_3 et celle du niveau des prix. À partir du début de 1996, la croissance de M_3 s'est nettement accélérée, reflétant ainsi notre politique monétaire ample. La progression relativement forte de M_3 a globalement continué durant la première moitié de 1997. Aussi étions-nous de l'avis qu'un net resserrement des rênes monétaires s'imposerait tôt ou tard.

Jusque vers la fin de l'été, la Banque nationale a approvisionné généreusement le marché monétaire en liquidités. En octobre, compte tenu des signes clairs de reprise économique, elle a laissé les taux d'intérêt à court terme augmenter légèrement, à l'instar d'autres pays européens. Nous estimions qu'un léger resserrement de notre politique était nécessaire pour modérer l'expansion des agrégats monétaires et, partant, préserver la stabilité des prix à moyen terme.

Un nouvel examen de la situation nous a cependant incités à penser que le surcroît de liquidités, qui subsistait encore au début de 1997, avait probablement déjà été en majeure partie résorbé. La croissance de M_3 s'inscrivait à 4% à fin octobre. Cet agrégat évoluait ainsi approximativement à un rythme compatible avec la stabilité des prix à moyen terme. La monnaie centrale a suivi les mêmes tendances, si l'on exclut autant que possible les déplacements susmentionnés de la demande. Abstraction faite de ces déplacements, elle devrait être proche de son sentier de croissance à moyen terme.

La Banque nationale envisage d'augmenter l'offre de monnaie, en 1998, dans une mesure qui devrait permettre la poursuite de la reprise économique sans mettre en danger la stabilité des prix. En d'autres termes, nous adapterons l'offre de monnaie à l'accroissement que la demande enregistrera, en 1998, du fait de l'évolution attendue

de l'économie suisse. Nous tablons sur une croissance de 2% du produit intérieur brut réel et sur une hausse de 1% des prix à la consommation. Dans ces conditions, le rythme de progression de la masse monétaire M_3 devrait rester proche de son niveau actuel. Il n'est toutefois pas exclu qu'il s'écarte lui aussi temporairement de sa tendance à moyen terme. L'évolution de la monnaie centrale est difficilement prévisible à cause des distorsions susmentionnées et des déplacements que la demande pourrait encore subir. En l'absence de tout nouveau déplacement de la demande, la monnaie centrale devrait, depuis son niveau actuel, évoluer parallèlement à son sentier de croissance. Ainsi, il n'y a pour le moment aucune nécessité de relever les taux d'intérêt en Suisse.

Comme nous l'avons déjà fait en 1997, nous n'axerons pas notre stratégie uniquement sur les agrégats monétaires, mais tiendrons compte également des évolutions de la conjoncture, des cours de change et des taux d'intérêt. Si la croissance économique en termes réels devait rester bien inférieure à ce qui est attendu, la progression des agrégats monétaires pourrait elle aussi faiblir nettement. Une baisse des taux d'intérêt s'imposerait alors. En revanche, une reprise de la conjoncture plus forte que prévu pourrait entraîner une hausse des taux d'intérêt. Quoi qu'il en soit, le cours que nous entendons donner à notre politique soutiendra, sous l'angle monétaire, la reprise de la conjoncture.

Au printemps de 1998, l'Union européenne décidera du passage à la troisième phase de l'Union économique et monétaire. Les marchés s'attendent à ce que cette phase commence début 1999, conformément au calendrier. Cette attente se reflète déjà dans l'évolution des cours du franc face aux monnaies européennes. Il est cependant possible que le passage à la troisième phase déclenche des fluctuations aussi inattendues qu'indésirables des cours du franc. La Banque nationale tient à rappeler une fois encore qu'elle mettra en œuvre les moyens dont elle dispose dans le domaine de la politique monétaire pour contrer une évolution indésirable, sur le plan macroéconomique, des cours de change.

La politica monetaria nel 1998

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, non prevede una stretta monetaria nel 1998. Ritiene che i rischi inflazionistici in Svizzera siano attualmente deboli. L'approvvigionamento monetario dell'economia dovrà essere accresciuto in misura da consentire il proseguimento della ripresa economica senza pregiudizio per la stabilità dei prezzi. La politica monetaria terrà pure conto delle incertezze relative all'integrazione monetaria europea. Come di consueto, la Direzione generale si riserva di scostarsi dal corso di politica monetaria prescelto, qualora si manifestassero gravi perturbazioni sui mercati finanziari.

La Banca nazionale ha per compito di svolgere una politica monetaria utile agli interessi generali del paese. Questo mandato abbisogna tuttavia di essere concretato. Mantenendo un approvvigionamento monetario commisurato ai bisogni dell'economia, la politica monetaria tende ad assicurare a lungo termine prezzi stabili. La stabilità dei prezzi non è fine a se stessa. Contribuisce a creare condizioni quadro favorevoli a uno sviluppo economico equilibrato. È inoltre socialmente importante poiché sono soprattutto i meno abbienti a patire maggiormente del rincaro.

Nel corso del 1997 sono migliorate le prospettive di una graduale ripresa economica. La lunga fase di ristagno, che ha purtroppo provocato vittime sul piano umano e perdite di sostanza sul piano materiale, dovrebbe così essere conclusa. Prima di commentare in modo più dettagliato i propositi di politica monetaria per il prossimo anno, è utile tornare sull'anno appena trascorso.

Un anno fa, la Banca nazionale prevedeva di mantenere un'orientamento espansivo della politica monetaria. Doveva tener conto sia della sfavorevole situazione economica che delle possibili ripercussioni dell'integrazione monetaria europea. Contava su una ripresa graduale della congiuntura con, inizialmente, un debole pericolo inflazionistico. Aveva tuttavia sottolineato i rischi derivanti, a medio termine, dalla forte espansione della base monetaria. Un mutamento del corso della politica monetaria, aveva precisato, sarebbe

Base monetaria destagionalizzata



stato considerato solo qualora l'economia svizzera si trovasse manifestamente in una fase di ripresa.

Oggi si può constatare che l'evoluzione dell'economia svizzera ha corrisposto nelle grandi linee alle attese. Il prodotto interno lordo si è nettamente accresciuto in termini reali al secondo e al terzo trimestre. In media annuale aumenterà verosimilmente dello 0,5%. Dato che il rincaro dovrebbe pure situarsi attorno allo 0,5%, si può affermare che prevale una situazione di stabilità dei prezzi.

Durante l'anno, il mantenimento del corso appropriato di politica monetaria si è tuttavia scontrato a serie difficoltà. Alla fine del 1996 la Banca nazionale aveva già sottolineato che un forte e inatteso aumento della domanda di moneta della banca centrale aveva ridotto l'affidabilità dell'aggregato-obiettivo quale indicatore dell'indirizzo della politica monetaria. Nel 1997 sono sorti nuovi problemi. La domanda di banconote di 1000 franchi, in particolare, si è inaspettatamente gonfiata. Pertanto, la forte espansione della base monetaria, che nel quarto trimestre dovrebbe superare di circa il 3% il livello di un anno prima, amplifica indubbiamente il grado d'espansione della politica monetaria (vedi grafico).

In considerazione di queste incertezze, è stata rivolta maggiore attenzione ad altri aggregati mo-

netari, segnatamente a M_3 . Le analisi effettuate indicano che esiste un nesso abbastanza stretto tra l'evoluzione di M_3 e il livello dei prezzi. Verso la fine del 1995 la crescita di M_3 si è notevolmente accelerata, riflettendo l'orientamento espansivo della politica monetaria. Il ritmo di progressione di M_3 si è sostanzialmente mantenuto durante la prima metà del 1997. Ciò ci induceva a credere che, presto o tardi, si sarebbe imposta una decisa stretta monetaria.

Fin verso la fine dell'estate, la Banca nazionale ha immesso sul mercato monetario abbondante liquidità. In ottobre, tenuto conto dei chiari indizi di ripresa economica, ha lasciato aumentare lievemente i tassi del mercato monetario, come in altri paesi europei. Riteneva che una politica monetaria leggermente più restrittiva fosse necessaria per moderare l'espansione degli aggregati monetari e, dunque, garantire la stabilità dei prezzi anche a medio termine.

Un nuovo esame della situazione ha tuttavia portato alla conclusione che l'eccesso di liquidità, ancora sussistente all'inizio del 1997, era probabilmente già stato in gran parte riassorbito. A fine ottobre, la crescita di M_3 era del 4%, ossia un tasso di aumento compatibile con la stabilità dei prezzi a medio termine. La base monetaria ha seguito le stesse tendenze, nella misura in cui si possono eliminare gli effetti degli spostamenti della domanda menzionati in precedenza. Fatta astrazione di questi ultimi, la base monetaria dovrebbe essere vicina al sentiero di crescita a medio termine.

Come evocato sopra, nel 1998 la Banca nazionale si prefigge di accrescere l'offerta di moneta in misura tale da permettere il proseguimento della ripresa economica senza pregiudizio per la stabilità dei prezzi. Ciò significa che l'offerta di moneta sarà adattata alla crescita della domanda risultante dall'evoluzione prevista dell'economia sviz-

zera nel 1998. La Banca prevede un incremento del prodotto interno lordo reale del 2% e un aumento dell'1% dei prezzi ai consumi. A queste condizioni, il ritmo d'espansione della massa monetaria M_3 dovrebbe mantenersi sugli attuali livelli. Non si può tuttavia escludere che anche M_3 si scosti temporaneamente dal suo cammino di crescita tendenziale. L'evoluzione della base monetaria è difficilmente prevedibile in ragione delle menzionate distorsioni e di possibili nuovi spostamenti della domanda. Se non si verificassero ulteriori slittamenti della domanda, la base monetaria, partendo dal suo attuale livello, dovrebbe evolvere parallelamente al suo sentiero di crescita. Per il momento non vi è dunque alcuna necessità di aumentare i tassi d'interesse.

Come già nel 1997, la Banca nazionale non farà affidamento unicamente sugli aggregati monetari, ma terrà conto anche dell'evoluzione della congiuntura, dei tassi di cambio e dei tassi d'interesse. Se la crescita economica si rivelasse inferiore alle previsioni, l'espansione degli aggregati dovrebbe pure ridursi nettamente. Si imporrebbe quindi un calo dei tassi d'interesse. Al contrario, una ripresa congiunturale più robusta del previsto potrebbe indurre un aumento dei tassi d'interesse. In ogni caso, il corso prescelto sosterrà, dal lato monetario, la ripresa congiunturale.

Nella primavera 1998, l'Unione europea deciderà sul passaggio alla terza fase dell'Unione economica e monetaria. I mercati confidano in un inizio puntuale di questa fase, all'inizio del 1999. Questa attesa già si riflette nell'evoluzione del franco rispetto alle altre monete europee. È tuttavia possibile che il passaggio alla terza fase provochi fluttuazioni inattese e inopportune del corso del franco. La Banca nazionale sottolinea nuovamente che si opporrà con gli strumenti monetari a sua disposizione a un'evoluzione indesiderata, sul piano macroeconomico, del tasso di cambio.

Monetary policy in 1998

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, does not plan to tighten monetary policy in 1998. It currently considers the inflation risks in Switzerland to be low. The supply of money will be expanded as required to permit continued economic recovery without threatening price stability. Monetary policy will also duly take the uncertainties emanating from European monetary integration into account. As usual, the Governing Board will retain the option of deviating from its monetary course in the event of disruptions in the financial markets.

The Swiss National Bank's task is to pursue a monetary policy serving the interests of the country as a whole. This task needs to be described in more detail. A monetary policy that ensures an adequate supply of money in relation to the needs of the real economy tends to guarantee price stability in the long term. Price stability is not an end in itself. It helps to create a favourable framework for balanced economic development. More particularly, price stability is an important social concern since the weakest members of society suffer most from inflation.

As the year went by, the prospects for a gradual economic recovery began to improve. The long stagnation, which has taken its sad toll in terms of human suffering and material loss of substance, may well be behind us. Prior to a discussion of the National Bank's monetary policy intentions for the coming year, past developments will be reviewed.

A year ago, the National Bank planned to continue implementing a generous monetary policy. At that time, it had to take into account the unfavourable economic situation as well as the possible implications of European monetary integration. We expected a gradual economic recovery and at first only a minor danger of inflation. Nevertheless, we drew attention to the strong expansion of the monetary base and emphasised the associated medium-term risks. However, we also pointed out that a change in monetary policy would only enter into consideration once the economy was clearly on an uptrend.

Seasonally-adjusted monetary base



Today it may be said that economic developments in Switzerland have largely come up to expectations. Real gross domestic product rose markedly in the second and third quarters of 1997. Its growth rate is expected to be 0.5% on an annual average. With an inflation rate on a similar level, it is possible to speak of price stability.

In the implementation of an adequate monetary course, however, considerable difficulties were encountered in the course of the year. We had already pointed out at the end of 1996 that the demand for base money had exceeded expectations and that this falsified the indicator value of our target aggregate. In 1997 new problems arose. Notably, the demand for one-thousand-franc banknotes increased excessively. It therefore seemed to us beyond doubt that the vigorous expansion of the monetary base, which is likely to surpass the previous year's level by approximately 3% in the fourth quarter, overstated the degree of monetary expansion (cf. graph).

In view of these imponderables, we set our sights increasingly on other money supply aggregates, notably on M_3 . Our investigations show that there is a fairly close correlation between the development of the money supply M_3 and the price level. At the end of 1995, the growth of M_3 accelerated markedly, reflecting our generous monetary policy. The comparatively strong expansion of M_3 by

and large continued in the first half of 1997. We were therefore of the opinion that monetary policy would have to be considerably tightened sooner or later.

Until late summer it was the National Bank's aim to supply the money market with abundant liquidity. Given the clear signs of economic revival, it permitted money market rates to rise moderately in October, in line with interest rate developments in other European countries. We found it necessary to tighten monetary policy somewhat in order to contain money supply growth and thus maintain price stability in the long term.

A renewed review of the situation, however, leads to the conclusion that the excess money supply which existed at the beginning of 1997 already seems to have been reduced substantially. The growth in the money supply M_3 amounted to 4% at the end of October. It therefore tends to lie in a range consistent with price stability in the long term. The monetary base shows a similar development if the said shifts in demand are disregarded as far as possible. Without these shifts the monetary base is likely to come close to its medium-term target path.

As stated earlier on, the National Bank intends to expand the money supply in 1998 so as to permit the economic recovery to continue without threatening price stability. This implies that we will adjust the supply of money to the increase in demand resulting from the development of the Swiss economy forecast for 1998. We are expecting an increase in the real gross domestic product of 2% and a rise in consumer prices of 1%. Under these circumstances, the growth trend of the money supply M_3 is likely to remain at the present level in

1998. Temporary deviations from the growth trend cannot, however, be ruled out even for M_3 . Due to the said distortions and possible future shifts in demand it is difficult to predict how the monetary base will develop. Should no further shifts occur, the monetary base is likely to rise from its present level on a line parallel to the medium-term target path. From this follows that for the time being there is no need for another increase in Swiss interest rates.

As in 1997, we shall not orient our monetary policy solely to the monetary aggregates but will also take the economic and exchange rate situation as well as interest rate developments into account. If real growth should fall considerably short of expectations, then the expansion of the money supply is also likely to decrease markedly. Under these circumstances, interest rates would have to fall. An unexpectedly pronounced economic upswing, on the other hand, would probably put upward pressure on interest rates. The course we are aiming at will in any case support the economic revival from the monetary side.

In spring 1998, the European Union will decide on the beginning of the third stage of the Economic and Monetary Union. The markets are expecting a timely start at the beginning of 1999. This expectation is already reflected in the development of the exchange rates of the Swiss franc vis-à-vis the European currencies. It is nevertheless conceivable that the transition to the third stage will trigger fluctuations of the Swiss franc exchange rate that are both unexpected and undesirable. The National Bank emphasises once more that it will use the monetary means at its disposal to counter an exchange rate development that is undesirable from the point of view of the economy as a whole.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage
für die Sitzung des Bankrats vom 11. Dezember 1997*

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

1. Ausland

Konjunktur

Im dritten Quartal 1997 festigte sich der Konjunkturaufschwung in den OECD-Ländern. In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien wuchs die Wirtschaft erneut kräftig. Auf dem europäischen Kontinent stützte sich die Erholung weiterhin hauptsächlich auf die Exporte, doch belebte sich auch der private Konsum. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen fasste erst in Deutschland spürbar Tritt, während die Bauinvestitionen flau blieben. In Japan erlitt die Konjunkturerholung einen empfindlichen Rückschlag. Dämpfend wirkte sich insbesondere die restriktivere Finanzpolitik aus.

Gemäss den von der EU erhobenen vorlaufenden Indikatoren dürfte die wirtschaftliche Erholung in Europa in den nächsten Monaten an Dynamik gewinnen. Die Produktionserwartungen der Indu-

strie und die Konsumentenstimmung besserten sich im dritten Quartal weiter. In der Bauwirtschaft ist dagegen noch keine Wende in Sicht.

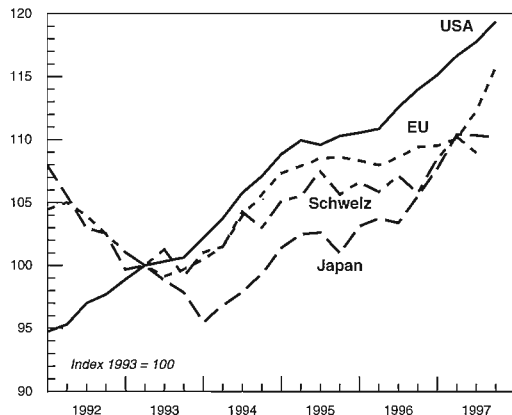
Die Arbeitslosigkeit ging im dritten Quartal in Grossbritannien erneut deutlich zurück, während sie in Frankreich und Italien auf hohem Stand verharrte. In Deutschland stieg sie weiter. Im Durchschnitt der EU-Länder betrug die Arbeitslosenquote 10,6% und war damit leicht tiefer als im zweiten Quartal. In den Vereinigten Staaten und in Japan lag sie unverändert bei 4,9% bzw. 3,4%.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung der OECD-Länder (ohne Türkei) belief sich im September auf 2,7%. Sie fiel damit gleich hoch aus wie im Juni. In Deutschland und besonders in Grossbritannien zog die Teuerung leicht an, während sie in Italien weiter rückläufig war und in den anderen grossen Industrieländern tief blieb.

In verschiedenen Ländern Südostasiens brach im dritten Quartal eine Finanzkrise aus. Sie führte zu massiven Kursverlusten verschiedener lokaler Währungen gegenüber dem Dollar und erschütterte auch die Aktienmärkte in den Industrieländern. Infolge der Krise wurden die kurz- und mittelfristigen Wachstumsaussichten Südostasiens deutlich nach unten korrigiert. Internationale Wirtschaftsorganisationen, besonders der Internationale Währungsfonds, leisteten verschiedenen Staaten Finanzhilfe.

In ihrer Herbstprognose rechnet die OECD damit, dass sich das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien im Jahre

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quellen: OECD, Main Economic Indicators; BFS

* Der Bericht wurde am 20. November verabschiedet. Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich ebenfalls berücksichtigt. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

1998 leicht abschwächt. In den anderen grossen Industrieländern dürfte die Konjunktur dagegen weiter anziehen. Auf dem europäischen Kontinent wird sich gemäss der OECD besonders die Investitionstätigkeit verstärken. Die erwartete Wachstumsabschwächung in Südostasien wird sich auf die OECD-Länder nur geringfügig auswirken.

Wirtschaftspolitik

Die Geldpolitik der Industrieländer blieb weiterhin auf die Bewahrung der Preisstabilität ausgerichtet. Die amerikanische Zentralbank liess im dritten Quartal ihre Leitzinssätze unverändert, da sich nach wie vor keine Inflationsgefahr abzeichnete. Die britische Zentralbank erhöhte Anfang November ihren Leitzins ein weiteres Mal, nachdem sie im Mai begonnen hatte, ihren geldpolitischen Kurs schrittweise zu straffen. Die Deutsche Bundesbank hob Mitte Oktober den Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte leicht an. Sie wollte mit dieser Massnahme dem Aufbau eines Inflationspotentials entgegenwirken. Fünf weitere europäische Zentralbanken folgten diesem Schritt. Die italienische Zentralbank liess ihre Geldpolitik unverändert, nachdem sie die Leitzinsen Ende Juni zurückgenommen hatte. Die japanische Zentralbank behielt ihre expansive Geldpolitik bei.

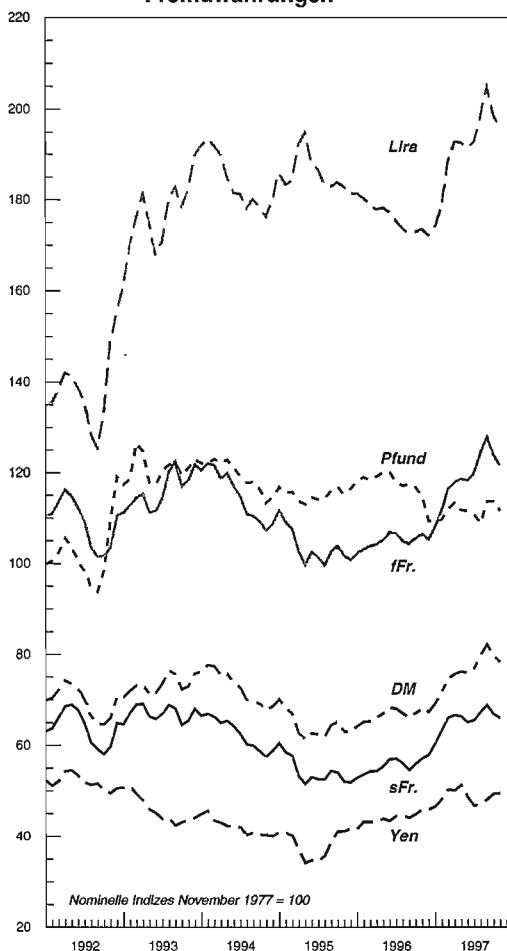
Die langfristigen Zinssätze bildeten sich im dritten Quartal in allen grossen Industrieländern weiter zurück. Dies deutet auf weiterhin geringe Inflationserwartungen hin. Besonders stark sanken die Zinsen in Italien. Der Abstand des langfristigen Zinsniveaus zu Deutschland und Frankreich verringerte sich auf 1 Prozentpunkt, nachdem er vor einem Jahr noch 3 Prozentpunkte betragen hatte.

Das amerikanische Staatsdefizit bildete sich im Finanzjahr 1996/97 dank der guten Konjunkturlage auf 0,3% des Bruttoinlandprodukts zurück. Im Vorjahr hatte das Defizit 1,4% betragen. Für das Finanzjahr 1997/98 wird wieder mit einem leicht höheren Defizit gerechnet. Die von der französischen und der italienischen Regierung vorgelegten Budgets für das Jahr 1998 widerspiegeln die weiterhin restriktive Finanzpolitik, mit der die Staatshaushalte konsolidiert werden sollen.

Devisenmarkt

Nach starken Kursgewinnen begann sich der Dollar Mitte August abzuschwächen. Besonders in der zweiten Hälfte Oktober verlor er gegenüber den meisten wichtigen Währungen deutlich an Wert. Anfang November wurde er gegenüber den Währungen des Europäischen Währungssystems (EWS) um bis zu 2% und gegenüber dem Franken um fast 4% tiefer als Anfang Juli bewertet. Einzig gegenüber dem Yen erhöhte sich sein Wert. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs des Dollars lag im dritten Quartal um 5,9% über seinem Vorjahreswert.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Durch den anhaltenden Höhenflug des irischen Pfunds weitete sich sein Abstand zur schwächsten Währung, dem Franc, im Wechselkursmechanismus des EWS von Juli bis September zeitweise auf über 12% aus. Nachdem die europäischen Wirtschafts- und Finanzminister im September beschlossen hatten, die bilateralen Wechselkurse der an der dritten Stufe der Währungsunion teilnehmenden Länder bereits im Mai 1998 festzulegen, kam das irische Pfund unter Druck. Sein Abstand zum Franc verkleinerte sich in der Folge auf knapp 6%. Im Oktober erstarkte der Franc und erreichte erstmals seit September 1992 seinen Paritätskurs gegenüber der D-Mark. Der Schilling löste den Franc als schwächste Währung im Währungskorb ab.

Die D-Mark, die infolge der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Einführung des Euro bis Mitte August stark an Wert verloren hatte, erholte sich im Vorfeld der deutschen Leitzinserhöhung wieder. Anfang November notierte sie mit 1,73 D-Mark pro Dollar um 1% höher als Anfang Juli. Gegenüber der Lira und dem britischen Pfund stieg sie ebenfalls um knapp 1%; dagegen schwächte sie sich gegenüber dem Franc ab. Die realen handelsgewichteten Wechselkurse der D-Mark und des Franc lagen im dritten Quartal um 6,5% bzw. 5,6% unter ihrem Vorjahreswert. Das britische Pfund legte dagegen um 20,8% zu. Der reale Aussenwert der Lira lag auf gleichem Niveau wie im Vorjahr.

Der Yen verlor vor dem Hintergrund der stockenden Konjunktorentwicklung an Wert. Die Finanzkrise im südostasiatischen Raum setzte ihn zusätzlich unter Druck. Mit 120 Yen pro Dollar wurde er Anfang November um 5% tiefer als im Juli gehandelt. Real und handelsgewichtet lag der Wechselkurs des Yen im dritten Quartal um 1,5% unter seinem Vorjahresniveau.

Europäische Integration

Die EU wird im Mai 1998 bekanntgeben, welche Staaten von Beginn weg an der dritten Stufe der Währungsunion teilnehmen werden. Sie beabsichtigt, gleichzeitig auch die bilateralen Umrechnungskurse zwischen den teilnehmenden Staaten festzulegen, um die Erwartungen auf den Devisen- und Finanzmärkten zu stabilisieren.

Die Umrechnungskurse der teilnehmenden Währungen in den Euro können erst zu Beginn der dritten Stufe der Währungsunion, d.h. Ende 1998, festgelegt werden. Mit diesem zweistufigen Vorgehen trägt die EU dem Maastrichter Vertrag Rechnung, wonach erstens eine ECU einem Euro entsprechen muss und zweitens durch die Einführung des Euro der Aussenwert der ECU nicht verändert werden darf. Da die ECU als Währungskorb auch Währungen von Staaten enthält, die voraussichtlich nicht von Beginn weg an der Währungsunion teilnehmen werden, muss mit der Umrechnung der teilnehmenden Währungen in den Euro bis zum Beginn der Währungsunion gewartet werden. Ansonsten bestünde die Möglichkeit, durch die Einführung des Euro den Aussenwert der ECU zu verändern.

Internationale Währungszusammenarbeit

An der Jahresversammlung des Internationalen Währungsfonds (IWF) im September beschloss der Gouverneursrat, das Grundkapital des IWF, die Quoten der Mitgliedländer, um 45% zu erhöhen. Dies entspricht einer Erhöhung des Grundkapitals von 145 Mrd. SZR (Sonderziehungsrechten) auf 212 Mrd. SZR. Die Quote der Schweiz geht von 1,69% auf 1,63% zurück, jene der Schweizer Stimmrechtsgruppe sinkt von 2,7% auf 2,6%.

An der Jahresversammlung wurde zudem einer einmaligen, selektiven Zuteilung von SZR in Höhe von 21,4 Mrd. SZR zugestimmt. Damit verdoppelt sich der gegenwärtige Bestand an SZR. Mit der einmaligen Zuteilung soll erreicht werden, dass der Anteil von zugeteilten SZR zur Quote für alle Mitgliedländer einheitlich 29,32% beträgt. Die Schweiz erhält erstmals SZR, und zwar in Höhe von rund 0,7 Mrd. SZR. Um die Rechtsgrundlage für eine selektive Zuteilung zu schaffen, muss das IWF-Übereinkommen angepasst werden.

Am 5. November 1997 schloss der IWF mit Indonesien ein dreijähriges Beistandsabkommen über 7,3 Mrd. SZR ab, nachdem die indonesische Währung als Folge der Wirtschaftskrise seit Juli mehr als 30% an Wert verloren hatte. Das Abkommen ist Teil eines umfangreichen internationalen Hilfspaketes. Zusätzlich werden von der

Weltbank und von der Asiatischen Entwicklungsbank Kredite im Umfang von 4,5 Mrd. Dollar (3,3 Mrd. SZR) bzw. 3,5 Mrd. Dollar (2,6 Mrd. SZR) gewährt. Im weiteren erklärten sich mehrere Länder bereit, weitere finanzielle Unterstützung zur Verfügung zu stellen, falls sich dies als notwendig erweisen sollte.

Am 4. Dezember 1997 schloss der IWF mit Südkorea ein Beistandsabkommen im Umfang von 15,5 Mrd. SZR ab, nachdem auch dieses Land in den Strudel der Krise in Asien gezogen wurde. Zusätzlich wird die Weltbank dem Land 10 Mrd. Dollar (7,4 Mrd. SZR) und die Asiatische Entwicklungsbank 4 Mrd. Dollar (3 Mrd. SZR) zur Verfügung stellen. Wie bei Indonesien erklärten sich mehrere Länder dazu bereit, im Notfall weitere finanzielle Unterstützung zu leisten. Insgesamt erwartet der IWF, dass dadurch weitere 20 Mrd. Dollar (14,8 Mrd. SZR) oder mehr zur Verfügung stehen.

2. Schweiz

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung im dritten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber der Vorperiode erneut und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 0,8% (2. Quartal: 0,2%). Die wichtigsten Impulse gingen nach wie vor von den Exporten aus. Allmählich belebten sich aber auch der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen. In der Bauwirtschaft hielten die rezessiven Tendenzen dagegen an.

Gemäss dem monatlichen Konjunkturtest der KOF/ETH verbesserte sich der Geschäftsgang in der Industrie weiter. Am deutlichsten war die Erholung in der stark exportorientierten Industrie, doch hellte sich die Lage auch in den Branchen auf, die vorwiegend für den Binnenmarkt produzieren. In beiden Bereichen nahm der Bestellungseingang zu, und die mittelfristigen Aussichten wurden erneut optimistischer beurteilt. Die Kapazitätsauslastung der Industrie erhöhte sich im dritten Quartal weiter.

Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal saisonbereinigt nur noch geringfügig ab. Die Zahl der Arbeitslosen bildete sich weiter zurück. Im

Oktober betrug die Arbeitslosenquote saisonbereinigt 5%, gegenüber 5,2% im Juli. Der Rückgang ist jedoch zu einem grossen Teil auf die im Rahmen der kantonalen Beschäftigungsprogramme geschaffenen Stellen zurückzuführen. Ein Lichtblick bildete der Anstieg des Manpower-Stellenindex, der die Fläche der Stelleninserate misst und von diesen Verzerrungen nicht beeinflusst wird.

In der Schweiz herrschte weiterhin Preisstabilität. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im dritten Quartal um 0,5%, im Oktober und November nur noch um 0,3% bzw. 0,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Warenpreise stiegen im dritten Quartal infolge der teurer gewordenen Importgüter etwas stärker, die Preise der Dienstleistungen dagegen deutlich schwächer als in der Vorperiode. Ins Gewicht fiel vor allem die weiter nachlassende Teuerung bei den Wohnungsmieten.

Die Nationalbank hielt im dritten Quartal an ihrer grosszügigen Geldpolitik fest. Angesichts der sich festigenden Konjunkturerholung liess sie jedoch im Oktober den leichten Anstieg der Geldmarktsätze zu, der auf die Erhöhung des deutschen Pensionssatzes folgte. Im November erhöhte die Nationalbank das Angebot an Liquidität, um der Höherbewertung des Frankens entgegenzuwirken. Der Tagesgeldsatz bildete sich in der Folge wieder zurück. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im dritten Quartal mit 32,8 Mrd. Franken weiterhin deutlich über dem mittelfristigen Zielpfad, doch schwächte sich ihr Wachstum ab. Für das vierte Quartal rechnet die Nationalbank mit einem leichten Rückgang der Notenbankgeldmenge auf durchschnittlich 32,6 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Zuwachs von 2,6% gegenüber dem vierten Quartal 1996.

Der Dreimonatssatz des Frankens am Euromarkt lag von Juli bis September bei durchschnittlich 1,4%. Im Oktober zog er parallel zu den kurzfristigen Zinssätzen in Deutschland an und erreichte vorübergehend 2%. Bis Ende November sank er wieder auf 1,6%. Die an der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen gemessenen langfristigen Zinssätze stiegen von Juli bis Oktober leicht auf 3,5%. Im November fielen sie um knapp 0,2 Prozentpunkte.

Der reale exportgewichtete Wechselkurs des Frankens bildete sich zunächst weiter leicht zurück. Im September stieg er jedoch wieder, da der Franken insbesondere gegenüber dem Dollar, dem Yen und dem britischen Pfund deutlich an Wert gewann. Er lag damit real und exportgewichtet noch um 6,8% tiefer als vor Jahresfrist.

B. Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten zog das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal nach einer vorübergehenden Verlangsamung wieder an. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Besonders stark wuchsen der private Konsum und die Investitionen. Bremsend wirkten der Lagerabbau und das schwächere Exportwachstum. Der kräftige Anstieg der Binnennachfrage war mit einer starken Erhöhung der Importe verbunden.

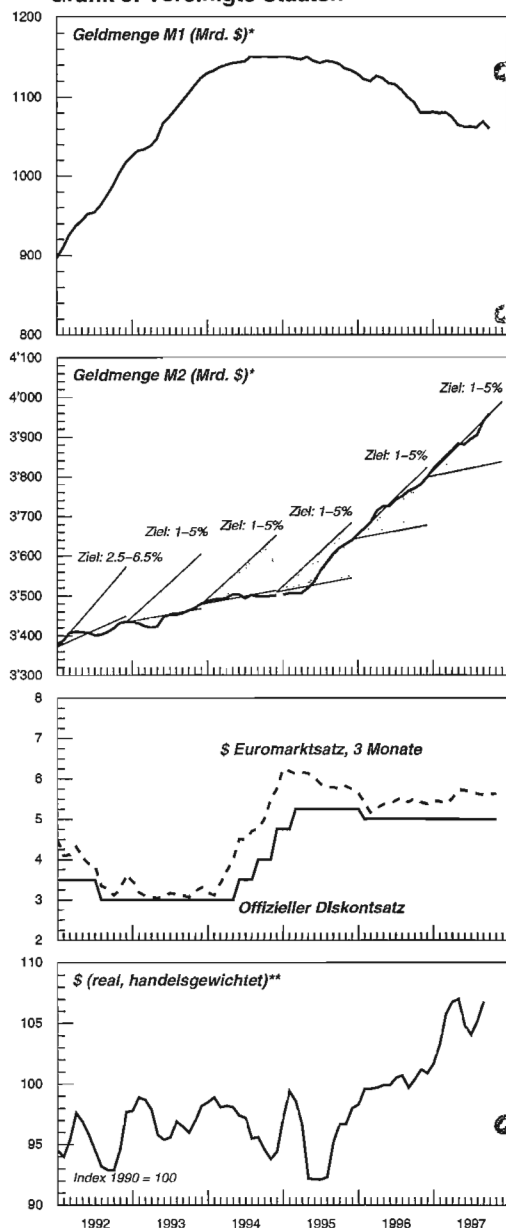
Die raschere Gangart der amerikanischen Wirtschaft widerspiegelte sich auch in der Industrieproduktion. Im dritten Quartal lag sie um 5% über dem Vorjahreswert, verglichen mit 4,1% im Vorquartal. Gleichzeitig nahm die Kapazitätsauslastung auf 84,1% zu, der höchste Stand seit zwei Jahren. Das Konjunkturbarometer stieg im dritten Quartal weiter. Dies weist auf eine anhaltend dynamische Konjunkturentwicklung hin.

Die Beschäftigung (ohne Landwirtschaft) nahm im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,5% zu. Die neuen Arbeitsplätze wurden, wie schon seit längerer Zeit, fast ausschliesslich im Dienstleistungssektor geschaffen. Die Arbeitslosenquote verharrte bei 4,9%. Trotz der angespannten Arbeitsmarktlage erhöhten sich die Löhne weiterhin nur moderat.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung bildete sich im dritten Quartal geringfügig auf 2,3% zurück. Auf Produktionsstufe war die Teuerung mit 0,4% leicht tiefer als in der Vorperiode.

Infolge des kräftigen Wirtschaftswachstums schrumpfte das Haushaltsdefizit im Fiskaljahr

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

** Quelle: OECD

1996/97 wesentlich stärker als budgetiert. Der Fehlbetrag belief sich auf 22,6 Mrd. Dollar bzw.

0,3% des Bruttoinlandprodukts. Im Budget waren noch 125,6 Mrd. Dollar vorgesehen gewesen. Für das Fiskaljahr 1997/98 wird ein Defizit von 57 Mrd. Dollar prognostiziert.

Die amerikanische Zentralbank liess ihre Geldpolitik im dritten Quartal unverändert. Der angestrebte Satz für Tagesgeld (Federal Funds Rate) betrug 5,5%, der Diskontsatz 5%. Der Tagesgeldsatz war im März 1997, der Diskontsatz im Januar 1996 letztmals erhöht worden. Der Dreimonatssatz am Eurodollarmarkt lag mit 5,6% nur geringfügig tiefer als im zweiten Quartal. Die langfristigen Renditen sanken dagegen um 0,3 Prozentpunkte auf 6,2% und lagen damit wieder gleich hoch wie vor Jahresfrist.

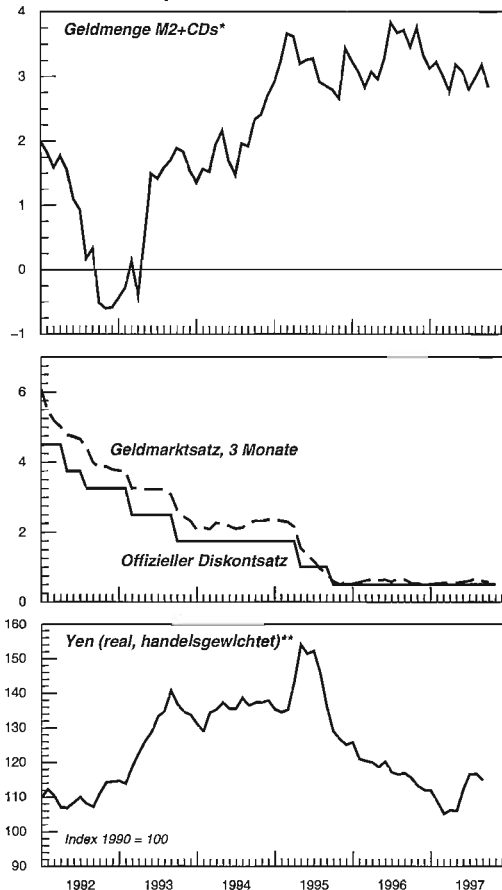
Das Wachstum der breiten Geldaggregate M_2 und M_3 beschleunigte sich im dritten Quartal auf 5,7% bzw. 9,1%. Damit überschritten beide Aggregate ihren Zielkorridor von 1–5% bzw. 2–6%. Im Gegensatz zu den breiten Aggregaten bildete sich die Geldmenge M_1 weiter zurück.

Japan

In Japan erlitt die Konjunkturerholung im zweiten Quartal einen empfindlichen Rückschlag. Das reale Bruttoinlandprodukt sank gegenüber der Vorperiode um fast 3%, nachdem es im ersten Quartal noch kräftig gestiegen war. Im Vorjahresvergleich ging es um 0,2% zurück, verglichen mit einem Zuwachs von 2,8% im ersten Quartal. Während die Exporte stark anzogen, bildete sich die Binnennachfrage gegenüber der Vorperiode zurück. Dies war hauptsächlich auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer von Anfang April zurückzuführen, welche besonders die Nachfrage nach Konsumgütern empfindlich dämpfte. Auch der öffentliche Konsum und die Wohnbautätigkeit schwächten sich beträchtlich ab. Die Ausrüstungsinvestitionen gingen dagegen nur wenig zurück und übertrafen den Vorjahresstand weiterhin. Aufgrund des Rückgangs der Inlandnachfrage schrumpften auch die Importe.

Im dritten Quartal blieb die Wirtschaftslage flau; die Erhöhung der Mehrwertsteuer dämpfte die Konjunktur stärker als erwartet. Die Produktion der verarbeitenden Industrie nahm gegenüber

Grafik 4: Japan



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

** Quelle: OECD

der Vorperiode leicht ab, und die Unternehmen schätzten die Produktionsaussichten pessimistischer ein. Auch in der Bauwirtschaft und im Detailhandel verdüsterte sich gemäss den verfügbaren Indikatoren die Lage. Dagegen hielt die kräftige Exporttätigkeit vorerst an. Die Exportaussichten werden jedoch durch die erwartete Verschlechterung der Wirtschaftslage in Südostasien getrübt. Die südostasiatischen Staaten wurden in den neunziger Jahren zu bedeutenden Handelspartnern Japans. Ihr Anteil an den japanischen Ausfuhren stieg von 33% im Jahre 1992 auf 42% im Jahre 1996.

Die Teuerung auf Konsumstufe, die als Folge der Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes im zweiten Quartal auf 2% angezogen hatte, blieb im dritten Quartal auf diesem Wert. Die Beschäftigung bildete sich weiter zurück. Die Arbeitslosenquote betrug unverändert 3,4%, und das Verhältnis zwischen angebotenen Stellen und Stellensuchenden verharrte auf dem Stand der Vorperiode.

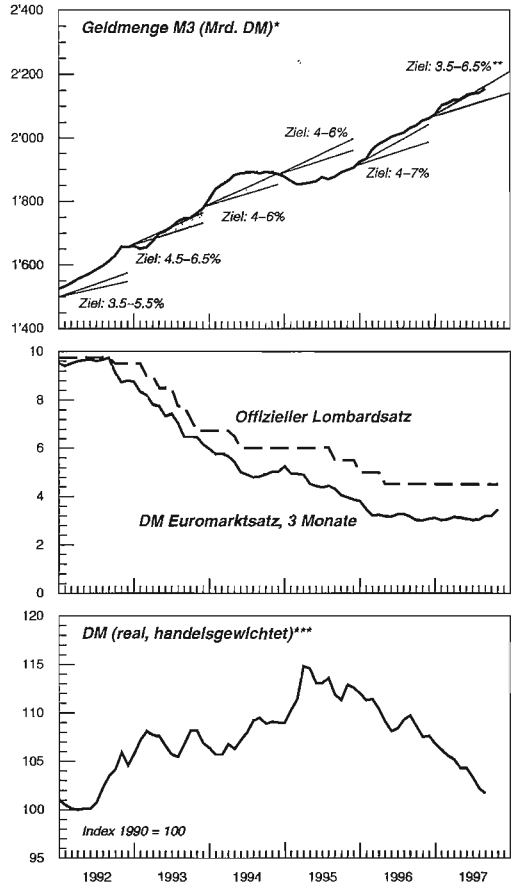
Aufgrund der Verschlechterung der Binnenkonjunktur behielt die japanische Zentralbank im dritten Quartal ihre expansive Geldpolitik bei. Das Wachstum der Geldmenge M_2+CD war mit 3% gleich hoch wie in der Vorperiode. Der Dreimonatssatz des Yen am Euromarkt blieb mit 0,5% tief, während die Rendite für langfristige Staatsanleihen leicht auf 2,4% sank.

Deutschland

In Deutschland setzte sich die Konjunkturerholung im zweiten Quartal fort. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode um 1% und lag um 2,1% über dem Stand des Vorjahres. Neben dem anhaltend kräftigen Wachstum der Exporte zog auch der private Konsum spürbar an. Der staatliche Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen erhöhten sich dagegen weniger stark als in der Vorperiode. Die Bauinvestitionen, die im Winterhalbjahr erheblich geschrumpft waren, nahmen leicht zu; sie lagen aber weiterhin unter dem Stand des Vorjahres.

Im dritten Quartal hellte sich die Wirtschaftslage weiter auf, doch blieb die Nachfrage aus dem Inland fragil. Die Produktion der verarbeitenden Industrie wuchs wiederum kräftig, und die Kapazitätsauslastung lag mit 86% um fast einen Prozentpunkt höher als in der Vorperiode. Der Bestellungseingang aus dem Ausland verstärkte sich. Besonders stark stieg die Nachfrage nach Investitionsgütern. Dazu trug die Abschwächung der D-Mark, aber auch die anhaltende Besserung der Konjunktur in Europa bei. Der Bestellungseingang aus dem Inland erhöhte sich dagegen nur wenig; die Nachfrage nach Konsumgütern bildete sich sogar leicht zurück. In der Bauindustrie blieb die Lage düster. Der Auftragseingang und die Zahl der Baugenehmigungen nahmen auch in den Sommermonaten weiter ab. Im Detailhandel kam

Grafik 5: Deutschland



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

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

***Quelle: OECD

das Umsatzwachstum, das zu Jahresbeginn eingesetzt hatte, zum Stillstand.

Trotz der insgesamt günstigeren Konjunktur verschlechterte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt. Die Beschäftigung ging weiter zurück. Die Arbeitslosenquote stieg von 11,5% im Juli auf 11,8% im Oktober.

Die Teuerung auf der Konsumstufe bildete sich im September und Oktober wieder leicht zurück,

nachdem sie von April bis August von 1,4% auf 2,1% gestiegen war. Der Anstieg war auf die Erhöhung verschiedener administrierter Preise sowie auf die wechselkursbedingte Verteuerung der Importgüter zurückzuführen. Auf Produzentenstufe stiegen die Preise von 1,1% im zweiten auf 1,5% im dritten Quartal.

Mitte Oktober erhöhte die Deutsche Bundesbank den Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte von 3% auf 3,3%. Der Pensionssatz war im August 1996 gesenkt und seither nicht mehr geändert worden. Diskont- und Lombardsatz blieben unverändert bei 2,5% bzw. 4,5%. Die Bundesbank begründete die Zinserhöhung damit, im Vorfeld der Europäischen Währungsunion dem Aufbau eines Inflationspotentials entgegenzuwirken. Der dreimonatige Euromarktsatz für die D-Mark stieg von 3% im Juni auf 3,5% im Oktober, während die Rendite langfristiger Staatsanleihen bei 5,6% stagnierte.

Das Wachstum der Geldmenge M_3 bildete sich im dritten Quartal weiter zurück. Auf Jahresbasis hochgerechnet, wuchs das Aggregat um durchschnittlich 5,6% und lag damit erstmals in diesem Jahr innerhalb des Zielkorridors von 3,5–6,5%.

Frankreich

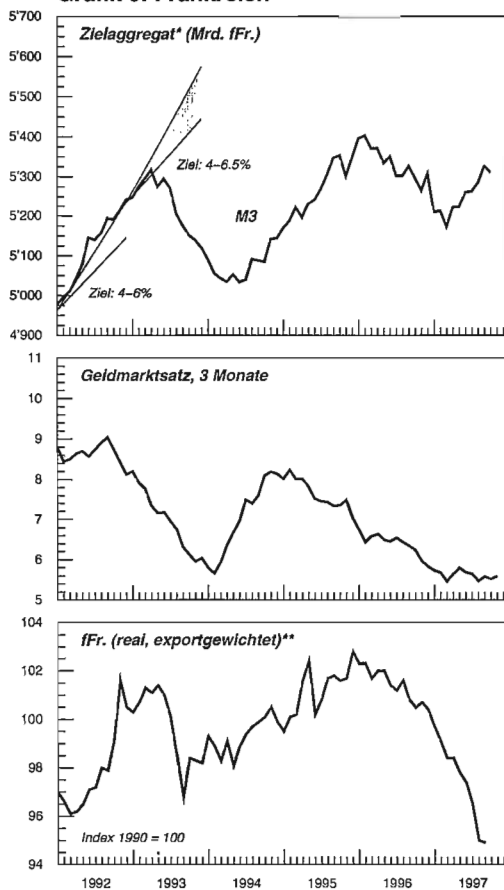
In Frankreich gewann die Konjunktur im zweiten Quartal an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich gegenüber der Vorperiode um 1% und gegenüber dem Vorjahr um 2,4%. Das Wachstum stützte sich hauptsächlich auf die Exporte, die gegenüber dem Vorjahr kräftig zunahmen. Der private Konsum und die Investitionstätigkeit lagen dagegen nur geringfügig höher als vor Jahresfrist. Trotz der insgesamt immer noch flauen Binnennachfrage zogen die Importe deutlich an.

Im dritten Quartal setzte sich die Konjunkturerholung fort. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gemäss ersten Schätzungen gegenüber dem Vorjahr um 2,7%. Die wichtigste Antriebsfeder blieben die Ausfuhren. Die Produktion der verarbeitenden Industrie belebte sich deutlich und lag um 3,7% über dem Vorjahreswert. Gemäss den jüngsten Umfragen dürfte die Indu-

strieproduktion in den nächsten Monaten dank der lebhaften Nachfrage aus dem Ausland erneut kräftig zulegen. Die Konsumentenstimmung verbesserte sich im September weiter; dies deutet auf eine allmähliche Erholung des privaten Konsums hin.

Die Beschäftigung nahm gegenüber dem zweiten Quartal geringfügig zu und übertraf damit das Vorjahresniveau um 0,7%. Die Arbeitslosenquote verharrte bei 12,5%. Infolge höherer Energiepreise stieg die Teuerung vorübergehend an; im Oktober lag sie wieder bei 1%.

Grafik 6: Frankreich



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

** Quelle: OECD

Im September legte die französische Regierung das Budget für den Staatshaushalt 1998 vor. Das gesamte Defizit, das auch die Fehlbeträge der Gebietskörperschaften sowie der Sozialversicherungen einschliesst, soll auf 258 Mrd. Francs bzw. 3% des Bruttoinlandprodukts gesenkt werden. Für 1997 wurde der Fehlbetrag auf 271 Mrd. Francs bzw. 3,1% geschätzt. Die Einnahmen sollen im Jahre 1998 um 4,1% gesteigert werden. Zu diesem Zweck werden sowohl die Einkommens- als auch die Unternehmenssteuern erhöht. Die Ausgaben sollen nominell nur um 1,7% zunehmen und damit real stagnieren. Massiven Kürzungen im Verteidigungsbudget stehen stark steigende Ausgaben zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit gegenüber. Dazu gehört ein Beschäftigungsprogramm, mit dem in den nächsten Jahren im öffentlichen Sektor 350 000 Stellen für junge Leute geschaffen werden sollen.

Im Oktober setzte die französische Zentralbank im Zuge der Zinserhöhung in Deutschland den Interventionsatz um 0,2 Prozentpunkte auf 3,3% herauf. Der Pensionssatz wurde bei 4,6% belassen. Der Dreimonatssatz am Euromarkt erhöhte sich im Oktober auf 3,5%. Dagegen bildete sich die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen gegenüber dem Vorquartal um 0,2 Prozentpunkte auf 5,5% zurück.

Die Geldmenge M_3 wuchs im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um 1,1%. Im Vorjahresvergleich blieb sie stabil. Die gesamte inländische Verschuldung, welche der Zentralbank als zusätzlicher geldpolitischer Indikator dient, wuchs stärker als in der Vorperiode.

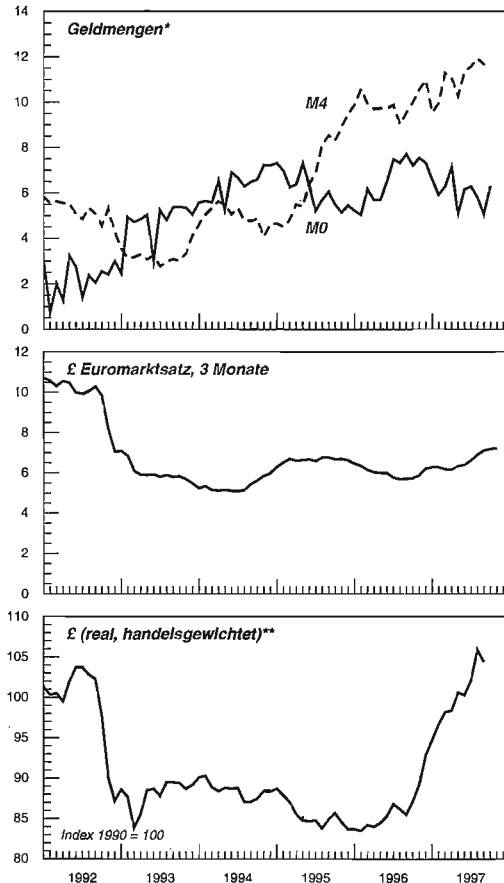
Grossbritannien

In Grossbritannien hielt der Konjunkturaufschwung im zweiten Quartal an. Das reale Bruttoinlandprodukt lag um 3,6% über dem Vorjahreswert, nach einem Zuwachs von 3,2% im Vorquartal. Die wichtigsten Auftriebskräfte gingen weiterhin vom privaten Konsum aus, der gegenüber dem Vorjahr um 4,4% stieg. Dagegen verloren die Investitionstätigkeit und die Exporte an Schwung. Die Importe zogen stark an. Die jüngste Entwicklung im Aussenhandel dürfte zum grossen Teil auf den Anstieg der britischen

Währung zurückgehen. Im dritten Quartal lag das Pfund real und handelsgewichtet um fast 20% höher als vor Jahresfrist.

Das kräftige Wirtschaftswachstum hielt auch im dritten Quartal an. Gemäss ersten Schätzungen stieg das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber dem Vorjahr um 3,9%. Der Konsumboom setzte sich infolge der stark steigenden Beschäftigung sowie der günstigen Einkommens- und Vermögensentwicklung der privaten Haushalte unvermindert fort. Im Exportsektor verschlechterte sich dagegen die Lage. Die Bestellungseingänge bil-

Grafik 7: Grossbritannien



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

** Quelle: OECD

deten sich weiter zurück, wodurch sich auch die Produktionsaussichten der Industrie trübten.

Die Arbeitslosenquote verringerte sich im dritten Quartal deutlich auf 5,3%. Dies entspricht dem tiefsten Stand seit 17 Jahren. Gleichzeitig nahm die Zahl der offenen Stellen massiv zu und übertraf den Vorjahresstand um mehr als 20%.

Die Teuerung auf Konsumstufe zog im dritten Quartal von 2,7% auf 3,5% an; die Basisteuerung, welche die Hypothekarzinsen nicht enthält, erhöhte sich um 0,2 Prozentpunkte auf 2,8%. Die Produzentenpreise stiegen gegenüber dem Vorjahr um 1,4%, verglichen mit 1% in der Vorperiode.

Die britische Zentralbank erhöhte ihren Leitzinssatz Anfang November erneut um einen viertel Prozentpunkt auf 7,25%, nachdem sie ihn bereits zwischen Mai und August in vier Schritten um insgesamt einen Prozentpunkt heraufgesetzt hatte. Der Dreimonatssatz am Interbankmarkt stieg von 6,9% im Juli auf 7,2% im Oktober. Im gleichen Zeitraum sank die Rendite langfristiger Staatsanleihen um 0,5 Prozentpunkte auf 6,5% und fiel damit unter das kurzfristige Zinsniveau.

Im Inflationsbericht vom November 1997 begründete die Bank of England die Erhöhung des Leitzinses damit, dass das anhaltend starke Wachstum des privaten Konsums, der Produktion und des breiten Geldaggregates M_4 das Inflationsrisiko erhöht hatten.

Das Wachstum des Geldaggregats M_0 verlangsamte sich im dritten Quartal auf 5,6%. Dagegen erhöhte sich der Zuwachs des breiten Aggregats M_4 auf 11,8%. Beide Aggregate liegen über ihrem Zielbereich von 0–4% bzw. 6–9%.

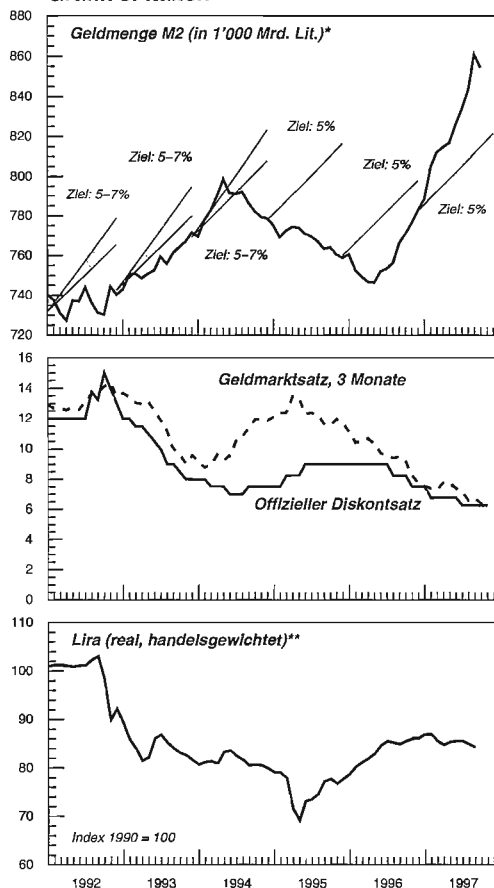
Italien

In Italien zog die Konjunktur im zweiten Quartal kräftig an. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorjahr um 1,9%, nachdem es im ersten Quartal um 0,6% zurückgegangen war. Die inländische Nachfrage erhöhte sich im Vorjahresvergleich um 3,5%. Der private Konsum sowie ein starker Lageraufbau trugen am meisten zum

Wachstum bei, während der staatliche Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen nur leicht stiegen. Die Bauinvestitionen nahmen deutlich ab. Auch der Aussenhandel belebte sich im zweiten Quartal, wobei sich die Importe deutlich stärker erhöhten als die Exporte.

Im dritten Quartal setzte sich die Erholung fort. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber dem Vorjahr um 1,9%. Die Industrieproduktion nahm zu und übertraf ihr Vorjahresniveau um 3,1%. Gemäss den jüngsten Umfragen besserten sich die Produktionsaussichten der Unternehmen

Grafik 8: Italien



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

** Quelle: OECD

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

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

^{a)} ab 1994 neue Erhebungsgrundlage

^{b)} ausgenommen Schulabgänger

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

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

	1993	1994	1995	1996	1996			1997		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	-90,8	-133,5	-129,1	-148,2	-35,6	-42,8	-36,9	-40,0	-39,0	
Japan ^{b)}	131,6	130,2	111,0	65,8	14,6	15,9	16,2	16,8	25,2	24,5
Deutschland ^{a)}	-14,6	-20,5	-23,9	-13,7	-4,5	-2,5	-2,8	-6,9	1,5	
Frankreich ^{a)}	11,8	7,4	10,9	20,5	2,9	5,5	5,5	10,0	11,3	
Grossbritannien ^{a)}	-15,5	-2,5	-5,8	-0,8	0,9	-0,7	0,9	2,1	0,8	
Italien ^{a)} ^{b)}	10,2	14,1	26,8	41,0	10,7	14,7	9,4	8,8	7,0	
Schweiz ^{b)}	19,4	17,5	21,4	21,4	4,6	5,2	6,0	4,8	4,6	5,0

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

^{b)} nicht saisonbereinigt

für das vierte Quartal erheblich, vor allem aufgrund vermehrter Aufträge aus dem Ausland. Der private Konsum erhöhte sich im dritten Quartal weiter. Dabei fiel vor allem die steuerliche Begünstigung der Automobilkäufe ins Gewicht; der Absatz von Neuwagen lag um mehr als 50% höher als vor Jahresfrist. Im Laufe des dritten Quartals hellte sich jedoch auch die Konsumentenstimmung deutlich auf. Die Belebung der Binnennachfrage widerspiegelte sich in den stark steigenden Einfuhren.

Die Arbeitslosenquote sank gegenüber dem Vorquartal von 12,4% auf 12,1%, während die Beschäftigung stagnierte. Die Teuerung auf Konsumstufe bildete sich im dritten Quartal weiter auf 1,5% zurück. Die Löhne lagen im September um 4,6% über ihrem Vorjahresniveau, nachdem sie im Juli um 5% gestiegen waren. Der verhältnismässig starke Anstieg der Löhne ist die Folge eines Abkommens der Sozialpartner, gemäss dem die Löhne alle zwei Jahre der bis anhin nicht ausgeglichenen Teuerung angepasst werden.

Die italienische Regierung veröffentlichte im September das Haushaltsbudget für das Jahr 1998. Das budgetierte Staatsdefizit beträgt 57 Bio. Lire bzw. 2,8% des Bruttoinlandprodukts. Im Budget sind Mehreinnahmen in Höhe von 10 Bio. Lire und Ausgabenkürzungen in Höhe von 15 Bio. Lire vorgesehen, womit der Wegfall einmaliger Steuereinnahmen zum Teil ausgeglichen werden soll. Die zusätzlichen Einnahmen erwartet die Regierung von der Reform des Mehrwertsteuersystems sowie von der härteren Bekämpfung der Steuerumgehung. Die Ausgabenkürzungen sollen hauptsächlich durch das Senken von Subventionen und durch Einsparungen im Pensionssystem erzielt werden.

Im dritten Quartal liess die italienische Zentralbank den Diskontsatz und den Lombardsatz unverändert bei 6,25% bzw. 7,75%. Der Zinssatz für Dreimonatsgelder ging geringfügig auf 6,7% zurück, während die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen deutlich von 7,4% im zweiten Quartal auf 6,5% im dritten Quartal sank.

Die Geldmenge M_2 erhöhte sich im dritten Quartal um 11,6%, verglichen mit 10% in der Vorperiode. Sie lag damit deutlich über dem von der Zentralbank festgelegten jährlichen Zielpfad von 5%.

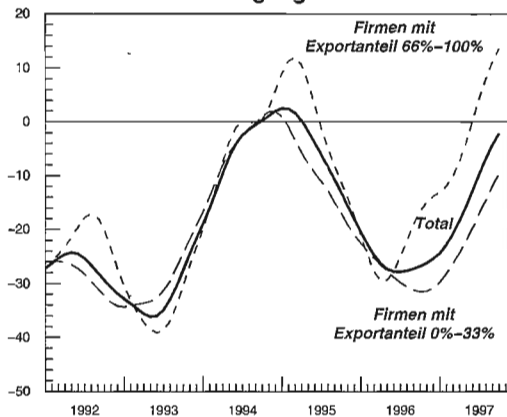
C. Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Realwirtschaftlicher Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

In der Schweiz setzte sich die konjunkturelle Besserung im dritten Quartal 1997 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber der Vorperiode leicht verlangsamt und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 0,8% (2. Quartal: 0,2%). Die wichtigste Konjunkturstütze bildeten nach wie vor die Exporte von Gütern und Dienstleistungen, die das hohe Wachstumstempo des Vorquartals beibehielten. Bei den realen Importen schwächte sich das Wachstum etwas ab. Vor allem die Dienstleistungsimporte expandierten deutlich langsamer. Insgesamt war damit der Aussehenbeitrag wieder leicht positiv. Der reale private Konsum nahm gegenüber der Vorperiode leicht, die Ausrüstungsinvestitionen sogar kräftig zu. Dagegen hielten in der Bauwirtschaft, die in früheren Aufschwungphasen jeweils konjunkturstützend gewirkt hatte, die rezessiven Tendenzen an.

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie*



Geglättet, total und nach Exportanteilen

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

Quelle: KOF/ETH, Konjunkturtest

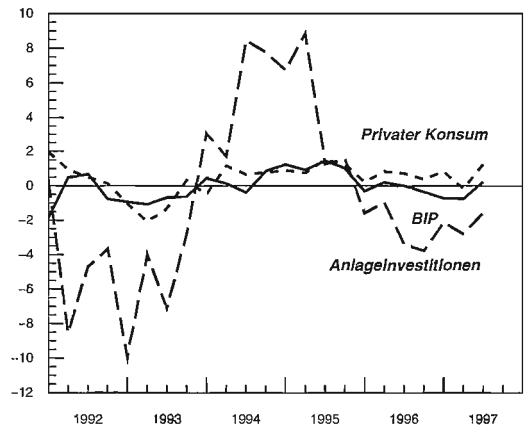
In der Industrie verbesserte sich die Geschäftslage weiter. Der von der KOF/ETH erhobene Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» erreichte im September die Nulllinie, die mit einer befriedigenden Lage gleichgesetzt werden kann. Die Produktion, der Bestellungseingang und erstmals auch der Auftragsbestand nahmen gegenüber dem Vorquartal zu. Die Verbesserung war allerdings bei den exportorientierten Unternehmen ausgeprägter als bei den binnenorientierten. Die Lager an Fertigprodukten wurden in beiden Bereichen nur noch von einer kleinen Mehrheit als überhöht beurteilt, während der Auftragsbestand nach wie vor als zu niedrig eingestuft wurde. Die Auslastung der technischen Kapazitäten betrug im dritten Quartal 84,8%, gegenüber 83,8% in der Vorperiode. Erstmals seit über zwei Jahren nahm auch der Personalbestand gegenüber der Vorperiode wieder leicht zu.

Die höhere Auslandnachfrage führte in der Exportindustrie zu einer spürbaren Verbesserung der Ertragslage, während sich jene der binnenorientierten Branchen zumindest nicht mehr weiter verschlechterte. In beiden Sektoren drückten aber die nach wie vor rückläufigen Verkaufspreise auf die Erträge.

In den kommenden Monaten erwarten sowohl die export- als auch die binnenorientierten Unternehmen weiterhin steigende Bestellungseingänge und eine höhere Produktion.

In den einzelnen Industriebranchen entwickelte sich der Geschäftsgang weiterhin unterschiedlich. In der Investitionsgüterindustrie nahm die Produktion gegenüber der Vorperiode deutlich zu. Der Personalbestand wurde kaum mehr als überhöht beurteilt, und die Kapazitätsauslastung stieg. In den Branchen der Konsumgüterindustrie war die Besserung weniger ausgeprägt. In der Nahrungs- und Genussmittelindustrie und in der Textilindustrie lag die Produktion am Ende des dritten Quartals erstmals wieder über dem Vorjahresniveau, und die Erwartungen für die nahe Zukunft waren zuversichtlich. In der Bekleidungsindustrie dagegen schrumpften der Bestellungseingang und die Produktion weiter.

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt*



* Veränderung in Prozent gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BfK

Konsum

Der private Konsum nahm im dritten Quartal weiter zu und übertraf das Vorjahresniveau um 1,2% (2. Quartal: 1,3%).

Die realen Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag wurden von der Belegung des Konsums kaum beeinflusst. Sie bildeten sich im dritten Quartal saisonbereinigt erneut zurück, lagen jedoch um 0,4% höher als vor Jahresfrist. Die Umsätze von dauerhaften Gütern stiegen infolge vermehrter Verkäufe von Autos und Haushaltapparaten deutlich. Dagegen stagnierten die Käufe von Nahrungs- und Genussmitteln, während diejenigen von Textilien und Bekleidung leicht sanken. Im Dienstleistungsbereich erhöhte sich die Zahl der Übernachtungen inländischer Gäste sowohl gegenüber der Vorperiode als auch gegenüber dem Vorjahr, nachdem sie im zweiten Quartal noch rückläufig gewesen waren.

Gemäss der KOF-Umfrage im Detailhandel rechnet eine wachsende Mehrheit der Unternehmen in den folgenden sechs Monaten mit steigenden Umsätzen. Laut der im Oktober durchgeführten Umfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen verbesserte sich die Konsumentenstimmung erneut deutlich; der Index lag aber weiterhin im

negativen Bereich. Die Haushalte stufen insbesondere die Arbeitsplatzsituation nach wie vor als sehr unsicher ein.

Investitionen

Im dritten Quartal nahmen die Anlage-Investitionen saisonbereinigt nur noch geringfügig ab und lagen damit annähernd ihr Vorjahresniveau (-0,1%). Den weiter sinkenden Bauinvestitionen standen kräftig wachsende Ausrüstungsinvestitionen gegenüber.

Bei den Bauinvestitionen flachte sich der Rückgang im dritten Quartal geringfügig ab. Die Bauinvestitionen lagen um 5,1% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau (2. Quartal: -5,6%). Die Zementlieferungen sanken mit 3,2% im Jahresvergleich etwas weniger ausgeprägt als im Vorquartal (2. Quartal: -3,7%). Die Verlangsamung der Talfahrt war vor allem auf eine Stabilisierung im Tiefbau zurückzuführen. Seit Anfang Jahr weist der Tiefbau wachsende Auftragsbestände auf. Die Aufträge stammen vorwiegend von der öffentlichen Hand und dürften teilweise auf das im Frühjahr beschlossene Impulspro-

gramm des Bundes zurückzuführen sein. Die Auftragsbestände im gewerblich-industriellen Bau und im Wohnungsbau waren dagegen nach wie vor stark rückläufig.

Die Indikatoren des monatlichen Industrietests der KOF/ETH deuten ebenfalls auf eine allmähliche Stabilisierung hin. Der Geschäftsgang in der baunahen Branche Steine und Erden besserte sich gegenüber dem Vorjahr; er bewegte sich jedoch weiterhin im negativen Bereich. Die Beurteilung des Auftragsbestandes fiel weniger pessimistisch aus, und die erwarteten Bestimmungseingänge waren weniger stark rückläufig. Im Gegensatz dazu bot der vierteljährliche Bautest ein nahezu unverändert trübes Bild. Die Bautätigkeit im Bauhauptgewerbe nahm im dritten Quartal etwa gleich stark ab wie im ersten Halbjahr 1997. Der Arbeitsvorrat war mit 3 Monaten gleich hoch wie in der entsprechenden Vorjahresperiode. Sowohl im Hochbau als auch im Tiefbau wurde die Geschäftslage nach wie vor als düster bezeichnet. In beiden Sparten rechnen die Unternehmer mit weiter sinkenden Preisen. Der Bestellungseingang in den nächsten drei bis sechs Monaten wird aber etwas optimistischer eingeschätzt. Der Anteil der Bereiche Umbau und

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

¹ Produktionskostenindex Sparte 1 des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV)

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

Renovationen am Bauhauptgewerbe erhöhte sich erneut kräftig; er betrug im dritten Quartal 37,5%, gegenüber 30,5% vor Jahresfrist.

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im dritten Quartal saisonbereinigt kräftig zu. Sie lagen damit um 6,5% über ihrem Vorjahresniveau (2. Quartal: 3,6%). Die Importe von Investitionsgütern stiegen um 5,2%. Gemäss der Quartalsumfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) bei seinen Mitgliedern erhöhte sich die Produktion von Investitionsgütern für den Binnenmarkt zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal. Die Bestellungen aus dem Inland stiegen markant, nachdem sie im zweiten Quartal noch rückläufig gewesen waren. Die Zunahme ist aber zu einem grossen Teil auf einen Grossauftrag der SBB zurückzuführen. Die Kapazitätsauslastung in der Maschinenindustrie verhartete bei 87,5%.

Aussenhandel

Der Aussenhandel gewann im dritten Quartal an Dynamik. Die realen Güterexporte nahmen saison- und arbeitstagbereinigt gegenüber der Vorperiode deutlich zu. Gegenüber dem Vorjahr stiegen sie um 9,8%. Die Exporte von Investitionsgütern stiegen mit 10,5% mehr als doppelt so stark wie in der Vorperiode. Die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten nahmen mit

13,1% weiter stark zu. Am deutlichsten fiel der Umschwung bei den Ausfuhren von Konsumgütern aus. Diese wuchsen um 5,8%, nachdem sie in der Vorperiode noch stagniert hatten.

Die anziehende Exportkonjunktur widerspiegelte sich in fast allen wichtigen Branchen. Die Exporte der Maschinen- und Elektronikindustrie lagen um 12,1% über dem Vorjahresstand. Dank der wachsenden Industrieproduktion in wichtigen Absatzländern nahmen auch die Ausfuhren der Metall- und der Kunststoffindustrie markant zu. Die Lieferungen der chemischen Industrie stiegen zwar unterdurchschnittlich, gewannen aber wieder an Schwung, da insbesondere die Nachfrage nach Pharmaprodukten und Farben anzog. Die Ausfuhren der Uhrenindustrie sanken mengenmässig, wertmässig expandierten sie aber um 15%. Das Auseinanderklaffen der realen und der nominalen Werte war vor allem auf Sortimentsverschiebungen zugunsten teurer Produkte zurückzuführen. Die Lieferungen der Nahrungs- und Genussmittelindustrie schrumpften, nachdem sie im zweiten Quartal noch leicht zugenommen hatten.

Das stärkere Exportwachstum verteilte sich auf alle wichtigen Regionen. Die Exporte in die EU expandierten um 10,4%, vor allem infolge der markant höheren Ausfuhren nach Italien, Grossbritannien und in die Benelux-Länder. Die Exporte nach

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode²)

	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}	1995 ^{a)}	1996 ^{a)}	1996 ^{a)}		1997			
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Reale Ausfuhr	0,6	4,9	4,2	2,1	2,9	2,4	1,7	-1,6	7,9	9,8
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,7	9,4	0,4	1,8	-1,1	4,0	8,8	2,0	13,7	13,1
Investitionsgüter	-2,2	5,7	7,3	2,7	4,9	4,5	-1,1	-1,3	7,8	10,5
Konsumgüter	5,6	0,6	4,5	1,6	4,0	-1,1	-0,4	-5,1	3,2	5,8
Ausfuhrpreise	0,0	-0,7	-2,1	0,3	-1,0	-0,4	1,5	5,1	4,3	3,3
Reale Einfuhr	-1,2	9,4	6,5	1,5	-0,9	3,4	0,9	0,9	8,9	9,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-1,3	10,9	2,8	-2,4	-6,7	-0,5	-0,1	1,0	13,4	10,9
Investitionsgüter	-4,1	13,6	17,9	1,7	-0,6	7,3	-1,8	-2,7	8,4	5,2
Konsumgüter	1,5	6,4	2,9	4,2	3,8	4,0	2,5	-3,5	4,4	11,0
Einfuhrpreise	-2,2	-4,8	-2,3	-0,2	0,6	-1,1	0,8	6,1	4,1	5,0

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

² nicht arbeitstagbereinigt

^{a)} revidiert

Deutschland stiegen deutlich, während jene nach Frankreich unterdurchschnittlich wuchsen. Die Lieferungen in die USA nahmen, gestützt durch die kräftige Expansion der amerikanischen Wirtschaft, weiter markant zu, und auch die Ausfuhren nach Japan gewannen an Schwung. Die Exporte in die Transformations- und Schwellenländer erhöhten sich markant (21,5% bzw. 19,8%), wobei die Lieferungen in die GUS, nach Singapur, nach Hongkong und nach Brasilien überdurchschnittlich stark stiegen. Die Ausfuhren in die nichtöl-exportierenden Länder übertrafen ihr Vorjahresniveau deutlich, nachdem sie in der Vorperiode geschrumpft waren.

Auch die realen Einfuhren wuchsen im dritten Quartal saison- und arbeitstagbereinigt kräftig. Gegenüber dem Vorjahr nahmen sie um 9,6% zu. Die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten expandierten um 10,9%, was vor allem auf ver-

mehrte Lieferungen von Chemikalien zurückzuführen war. Die Importe von Investitionsgütern nahmen aufgrund höherer Einfuhren von Geräten des Dienstleistungsgewerbes um 5,2% zu. Die Importe von Konsumgütern erhöhten sich um 11%, nachdem sie im zweiten Quartal kaum gewachsen waren. Besonders stark stiegen die Einfuhren von Pharmaprodukten und von dauerhaften Gütern wie Fahrzeugen, Elektronikgeräten und Schmuck. Dagegen stagnierten die Lieferungen von Bekleidung und Schuhen.

Gemäss dem Mittelwertindex verteuerten sich die Exportgüter um 3,3% und die Importgüter um 5%. Der Anstieg der Exportpreise war vor allem auf Sortimentverschiebungen bei den Konsumgütern zurückzuführen.

Die nominalen Güterimporte stiegen im dritten Quartal im Vorjahresvergleich erneut stärker als

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹ (in Milliarden Franken)

	1994	1995 ^{a)}	1996 ^{b)}	1996 ^{b)}			1997 ^{c)}		
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Einnahmen									
Warenexporte	99,4	99,8	102,2	25,5	24,5	27,1	26,5	28,8	27,7
Spezialhandel (Total 2)	95,8	96,2	98,6	24,6	23,7	26,1	25,5	27,8	26,8
Dienstleistungsexporte	30,9	30,8	32,4	7,9	8,7	7,5	8,3	8,6	9,8
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	36,6	37,3	39,4	9,7	9,7	10,8	11,2	11,2	11,6
Laufende Übertragungen aus dem Ausland	3,5	3,5	3,7	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Total Einnahmen	170,4	171,4	177,6	44,0	43,9	46,3	47,0	49,6	50,1
Ausgaben									
Warenimporte	97,2	98,8	101,0	25,4	24,1	26,0	27,4	29,2	28,2
Spezialhandel (Total 2)	92,6	94,5	96,7	24,4	23,1	24,9	26,2	28,0	27,1
Dienstleistungsimporte	15,3	15,6	16,8	4,5	5,0	3,9	3,7	4,7	5,3
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	25,9	23,4	25,0	6,2	6,3	6,5	6,9	7,0	7,1
Laufende Übertragungen an das Ausland	8,1	8,3	8,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Total Ausgaben	146,5	146,1	151,2	38,2	37,5	38,5	40,0	42,9	42,7
Saldi									
Waren	2,2	1,0	1,1	0,0	0,4	1,1	-0,9	-0,4	-0,5
Spezialhandel (Total 2)	3,2	1,8	1,9	0,2	0,6	1,2	-0,6	-0,2	-0,4
Dienste	15,6	15,2	15,6	3,5	3,7	3,6	4,6	3,9	4,5
Arbeits- und Kapitaleinkommen	10,7	13,9	14,3	3,5	3,4	4,3	4,3	4,3	4,5
Laufende Übertragungen	-4,7	-4,8	-4,7	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Saldo der Ertragsbilanz	23,9	25,3	26,4	5,8	6,4	7,8	6,9	6,7	7,4

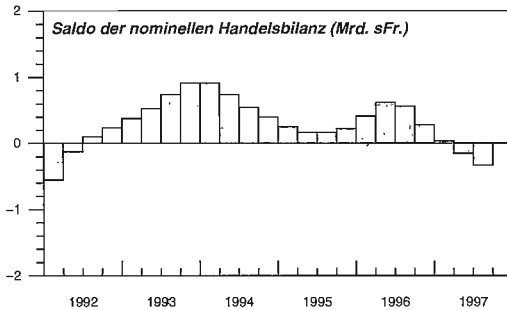
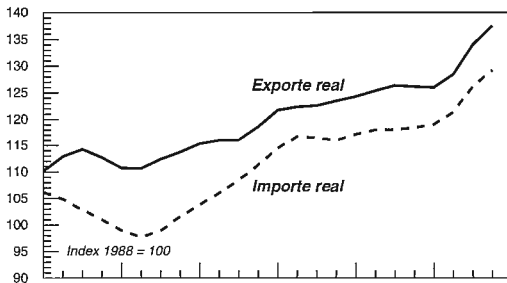
¹ Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

^{a)} revidiert

^{b)} provisorisch

^{c)} Schätzung

Grafik 11: Aussenhandel*



* Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

die Ausfuhren. Die Handelsbilanz wies damit ein Defizit von 0,4 Mrd. Franken aus, nachdem im Vorjahresquartal noch ein Überschuss von 0,6 Mrd. Franken erzielt worden war. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz erhöhte sich um 0,8 Mrd. auf 4,5 Mrd. Franken. Die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr und die Kommissionseinnahmen der Banken stiegen innert Jahresfrist markant. Der Aktivsaldo der Bilanz der Arbeits- und Kapitaleinkommen nahm wegen der höheren Erträge aus den Direktinvestitionen und Portfolioanlagen und aus dem Zinsgeschäft der Banken von 3,4 Mrd. auf 4,5 Mrd. Franken zu. Der Überschuss der Ertragsbilanz vergrösserte sich gegenüber der Vorjahresperiode um 1 Mrd. auf 7,4 Mrd. Franken.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Im dritten Quartal nahm die Beschäftigung saisonbereinigt nur noch leicht ab und lag damit um 1,7% unter dem Vorjahresniveau. Während sich

der Abbau bei den Vollzeitstellen verlangsamte, fiel er bei den Teilzeitstellen mit 2,2% stärker aus als in der Vorperiode.

Sowohl in der Industrie (-2,4%) als auch im Dienstleistungssektor (-1,1%) verlangsamte sich der Beschäftigungsrückgang im Vorjahresvergleich. Dagegen nahm die Zahl der Stellen im Baugewerbe verstärkt ab; sie lag damit um 4,3% unter dem Vorjahreswert. Innerhalb der Industrie und des Dienstleistungssektor war die Entwicklung unterschiedlich. Die Beschäftigung stieg in der chemischen Industrie, in der Gummi- und Kunststoffindustrie sowie im Verlags- und Druckgewerbe. In der Holzindustrie, in der Nahrungsmittelindustrie, in der Metallindustrie und in der Textilindustrie verlangsamte sich der Stellenabbau. Dagegen beschleunigte er sich in der Elektroindustrie und in der Uhren- und Präzisionsinstrumentenindustrie. In der Maschinenindustrie lag die Zahl der Arbeitsplätze um 3,6% tiefer als vor Jahresfrist. Im Dienstleistungssektor stieg sie bei den Informatikdiensten markant (11,7%); auch in der öffentlichen Verwaltung, im Grosshandel sowie bei den Banken und Versicherungen übertraf sie das Vorjahresniveau. In den übrigen Branchen, insbesondere im Autogewerbe, in der Hotellerie und Gesundheits- und Sozialwesen, nahm sie dagegen weiter ab.

Zwischen Februar und September stieg der Manpower-Stellenindex deutlich, nachdem er während fast zwei Jahren zurückgegangen war. Noch deutlicher nahm die Zahl der gemeldeten offenen Stellen zu; sie lag um 75% höher als vor Jahresfrist. Der Anstieg lässt sich jedoch grösstenteils auf die von den Kantonen im Rahmen der Beschäftigungsprogramme bereitgestellten Arbeitsplätze zurückführen. Zudem wurden die Firmen von den Arbeitsämtern aufgefordert, offene Stellen vermehrt zu melden.

Die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen sank von 189 369 im Juli auf 186 116 im September. Die Zahl der stellensuchenden Personen betrug im September, unbereinigt von saisonalen Einflüssen, rund 240 000. Diese Zahl beinhaltet neben den registrierten Arbeitslosen auch Personen, die sich in einem Beschäftigungsprogramm oder in Weiterbildung befinden, eine befristete Arbeitsstelle haben oder in der Rekrutenschule

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1994	1995	1996	1997											
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	Jul	Aug.	Sept.	Okt.		
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-0,4	0,0	-0,6	-0,2	-1,0	-0,7	-1,9	-2,0	-1,7						
Vollzeitbeschäftigte ¹	-1,4	-0,5	-1,0	-0,6	-1,4	-1,3	-2,3	-2,1	-1,6						
Arbeitslosenquote ^{2,3}	4,7	4,2	4,7	4,5	4,5	5,1	5,7	5,3	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8		
Arbeitslose ³	171 038	153 316	168 630	162 164	163 900	183 101	204 666	191 714	180 183	182 477	180 843	177 229	173 484		
Kurzarbeiter ³	22 600	9 917	13 060	15 655	6 942	12 585	14 809	6 406	2 233	2 599	1 707	2 393	2 876		
Gemeldete offene Stellen ³	5 224	5 401	5 605	6 338	5 773	5 017	7 381	10 492	10 353	10 988	10 186	9 885	9 799		

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten.

Quellen: BIGA, BFS

sind. Es handelt sich damit um Personen, die in absehbarer Zeit eine neue Stelle benötigen.

Die Arbeitslosenquote sank im dritten Quartal von 5,4% auf 5,1%. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit war gemäss BIGA zu rund zwei Dritteln auf die obenerwähnten staatlichen Massnahmen zurückzuführen. In der Westschweiz bildete sich

die Arbeitslosigkeit von 7% auf 6,8% zurück, in der deutschen Schweiz von 4,7% auf 4,4%. Dagegen verharrte die Arbeitslosigkeit im Tessin bei 7,7%. Aufgeteilt nach Dauer, nahm die Anzahl Arbeitsloser in der Kategorie bis zu 6 Monaten zum ersten Mal seit Anfang 1995 deutlich ab. Seit Juni ist die Anzahl Arbeitsloser auch in der mittleren Kategorie (6 bis 12 Monate) rückläufig. Hingegen stieg die Zahl der Langzeitarbeitslosen weiter. Ihr Anteil betrug im September 33,3%, gegenüber 26,4% im Januar.

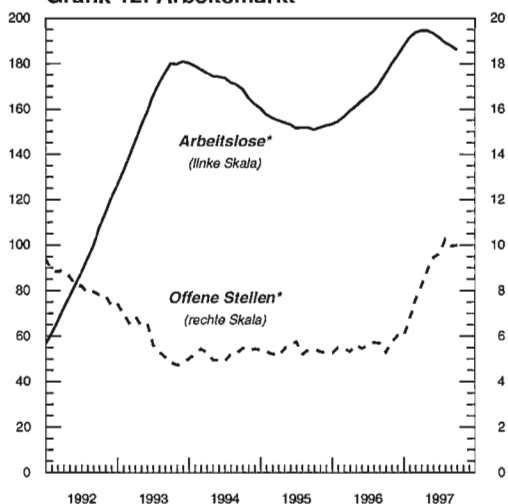
Im Oktober waren 181 300 Personen ohne Arbeit. Damit sank die Arbeitslosenquote auf 5% (saisonbereinigt). Die Zahl der gemeldeten offenen Stellen erhöhte sich auf 10 400.

Die Kurzarbeit nahm im dritten Quartal weiter leicht ab, nachdem sie in den beiden Vorquartalen jeweils stark zurückgegangen war. Die Anzahl betroffener Personen betrug 5100, gegenüber 13 000 im Vorjahr, jene der betroffenen Betriebe lag um 50% unter dem Vorjahresniveau.

Preise

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im dritten Quartal um durchschnittlich 0,5% über dem Vorjahresstand. Im Oktober sank die Teuerung mit 0,3% auf den tiefsten Wert seit Dezember 1986.

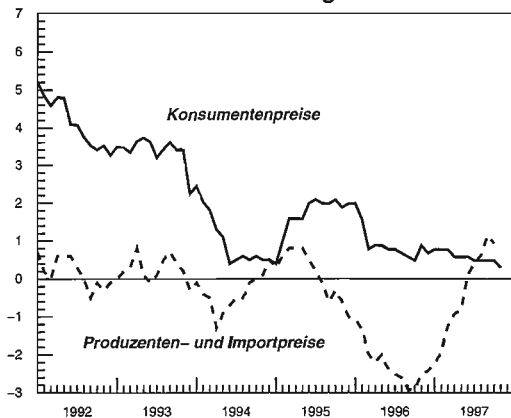
Grafik 12: Arbeitsmarkt



* In Tausend, saison- und extremwertbereinigt

Quelle: BIGA

Grafik 13: Preisentwicklung*



* Veränderung in Prozent gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: BfS

Die Warenpreise stiegen im dritten Quartal um 0,7%, nach 0,3% im zweiten Quartal. Die leicht höhere Teuerung war einerseits auf die steigenden Importpreise, andererseits auf witterungsbedingte Preiserhöhungen bei den Nahrungsmitteln zurückzuführen. Die Teuerung bei den Dienstleistungen nahm dagegen von 0,7% im zweiten auf 0,3% im dritten Quartal ab. Die Wohnungsmieten und die Preise im Gesundheitsbereich stiegen weniger stark als im Vorquartal, während sich die Kommunikationsdienstleistungen gegenüber dem Vorjahr verbilligten. Insgesamt lagen die Preise der privaten Dienstleistungen um 0,4% über dem Vorjahresniveau. Die Preise der öffentlichen Dienstleistungen bildeten sich erstmals seit 1988 zurück (-0,2%).

Die Teuerung bei den inländischen Gütern (Waren und Dienstleistungen) sank im dritten Quartal auf durchschnittlich 0,3%, gegenüber 0,6% in der Vorperiode. Im Oktober betrug sie ebenfalls 0,3%. Bei den ausländischen Gütern erhöhte sich die Teuerung von 0,4% auf 0,9%. Im Oktober sank sie jedoch wieder markant auf 0,1%.

Der Index des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreisindex) stieg im dritten Quartal um 0,9% gegenüber dem Vorjahr. Während sich der Preisanstieg bei den importierten Gütern von

1,7% im zweiten Quartal auf 4% im dritten Quartal erhöhte, waren die Produzentenpreise weiterhin leicht rückläufig (-0,4%). Im Oktober betrug die Teuerung der importierten Güter 3,4%, diejenige der binnenproduzierten Güter -0,2%. Bei den importierten Gütern stiegen insbesondere die Rohstoffpreise stärker als im Vorquartal.

2. Monetärer Bereich

Geldpolitik und Geldaggregate

Die Nationalbank versorgte die Wirtschaft im dritten Quartal weiterhin grosszügig mit Liquidität. Dies widerspiegelte sich in den anhaltend tiefen Geldmarktsätzen. Im Oktober stieg der Dreimonatssatz des Frankens am Euromarkt um 0,3 Prozentpunkte auf durchschnittlich 1,7% an. Die Nationalbank liess diese leichte Zinserhöhung im Gefolge der deutschen Zinserhöhung zu, nachdem sich das konjunkturelle Umfeld in der Schweiz spürbar verbessert hatte. Angesichts der deutlichen Höherbewertung des Frankens lockerte die Nationalbank die Geldpolitik im November wieder, indem sie dem Geldmarkt zusätzliche Liquidität zuführte. In der Folge bildete sich der Tagesgeldsatz wieder zurück.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag weiterhin deutlich über dem mittelfristigen Zielpfad, doch schwächte sich das Wachstum erneut ab. Im dritten Quartal betrug die Notenbankgeldmenge durchschnittlich 32 796 Mio. Franken und nahm damit gegenüber dem vierten Quartal 1996 um 3,2% zu. Auf Jahresbasis hochgerechnet, wuchs sie um 4,3%, nach einem entsprechenden Zuwachs von 6,3% in der Vorperiode. Der Abstand zum Zielpfad betrug zwar immer noch durchschnittlich 4%, doch verkleinerte sich dieser im Vergleich zum zweiten Quartal leicht (4,2%).

Die Notenbankgeldmenge lag im dritten Quartal um rund 100 Mio. Franken tiefer, als die Nationalbank im Juli prognostiziert hatte. Diese Abweichung ist hauptsächlich auf den etwas schwächer wachsenden Notenumlauf zurückzuführen. Dieser lag um 2,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert, gegenüber 2,8% im zweiten Quartal. Seit Februar 1996 hatte die Nachfrage nach

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in Prozent ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in Prozent ²	NBGM ^{1,3}	SBNBGM ^{1,4}	Veränderung in Prozent ²	Veränderung in Prozent ⁶
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 ⁵	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1996 ⁵	28 221	2,4	2 936	14,1	31 157	31 185	3,5	5,0
1996 ⁵ 3. Q.	27 880	2,4	3 019	17,8	30 899	31 349	3,9	4,9
4. Q.	28 786	3,2	3 294	24,1	32 080	31 771	5,0	5,0
1997 ⁵ 1. Q.	29 342	4,2	3 453	30,5	32 795	32 481 ^P	6,0 ^P	9,2 ^P
2. Q.	28 855	2,8	3 762	35,1	32 616	32 758 ^P	5,8 ^P	6,3 ^P
3. Q.	28 528	2,3	3 831	26,9	32 359	32 796 ^P	4,6 ^P	4,3 ^P
1997 ⁵ April	28 929	3,1	3 565	32,2	32 494	32 559 ^P	5,6 ^P	6,1 ^P
Mai	28 925	3,0	3 729	32,9	32 654	32 851 ^P	5,6 ^P	6,9 ^P
Juni	28 710	2,3	3 991	40,0	32 701	32 865 ^P	6,0 ^P	6,0 ^P
Juli	28 722	2,1	3 858	40,6	32 580	32 876 ^P	5,6 ^P	5,3 ^P
Aug.	28 420	2,4	3 800	18,2	32 220	32 777 ^P	3,9 ^P	4,2 ^P
Sept.	28 441	2,5	3 835	23,7	32 276	32 734 ^P	4,3 ^P	3,6 ^P
Okt.	28 706	2,8	3 621	14,0	32 327	32 853 ^P	3,6 ^P	3,7 ^P
Nov.	28 653	1,8	3 836	16,6	32 489	32 751 ^P	3,1 ^P	3,1 ^P

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

² Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

⁵ Ab Januar 1995 enthalten die Giroguthaben nur noch die Einlagen von Banken im Inland. Bis Ende 1994 schlossen sie noch Einlagen einzelner Institutionen ein, die nicht dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen unterstellt sind. Die Veränderungs-raten ab 1995 wurden auf der Basis bereinigter Werte berechnet, die im Monatsbericht Nr. 2/1995 veröffentlicht wurden.

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

^P provisorisch

Tabelle 7: Geldaggregate¹ (Definition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995	6,8	4,9	2,2
1996 ^P	11,7	11,9	6,9
1996 3. Q.	11,0	10,7	7,2
4. Q.	9,7	8,5	7,2
1997 1. Q. ^P	9,5	6,2	6,9
2. Q. ^P	10,6	7,0	5,9
3. Q. ^P	12,1	7,9	4,7
1997 April ^P	8,2	5,1	5,8
Mai ^P	12,1	8,0	6,4
Juni ^P	11,7	8,0	5,5
Juli ^P	13,0	8,3	5,2
Aug. ^P	13,2	8,7	4,8
Sept. ^P	10,2	6,8	4,1
Okt. ^P	9,3	5,8	4,1

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

^P provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

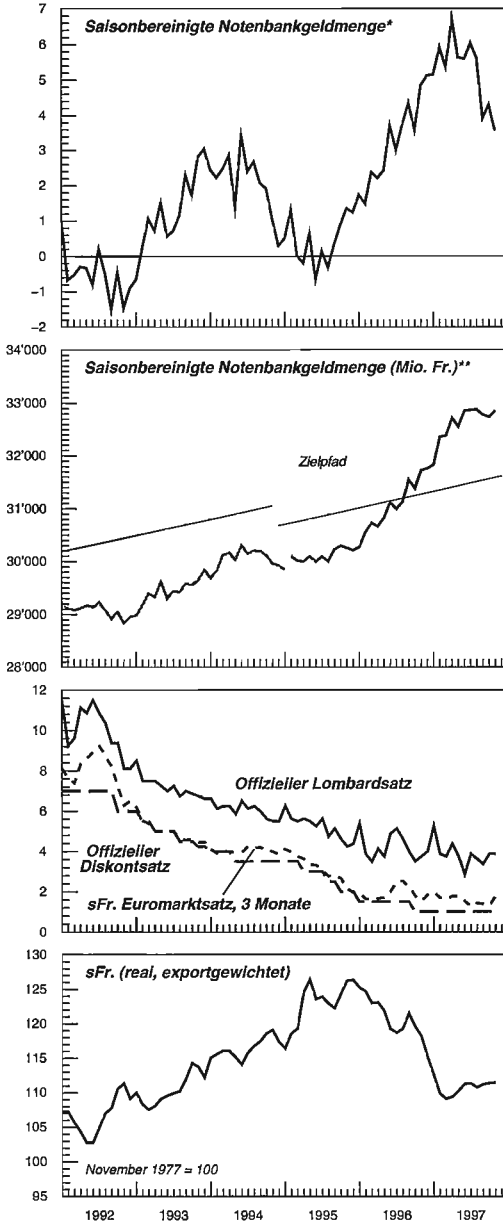
M₂ = M₁ + Spareinlagen

M₃ = M₂ + Termineinlagen

Banknoten – vor allem jene nach grossen Notenabschnitten – massiv zugenommen. Dies erklärt einen grossen Teil der Abweichungen der Notenbankgeldmenge vom mittelfristigen Zielpfad und überzeichnet den Expansionspfad der Geldpolitik. Die Gründe für den starken Anstieg des Notenumlaufs sind nicht klar. Die Wachstumsabflachung im dritten Quartal deutet aber darauf hin, dass sich die Nachfrage nach grossen Banknotenabschnitten allmählich wieder normalisiert.

Für das vierte Quartal rechnet die Nationalbank mit einem durchschnittlichen Stand der Notenbankgeldmenge von 32,6 Mrd. Franken. Das Wachstum gegenüber dem vierten Quartal 1996 dürfte sich damit weiter auf 2,6% verlangsamen. Infolge der Einführung der 200-Franken-Note ist die Prognose allerdings mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Grafik 14: Schweiz



* Veränderung in Prozent gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

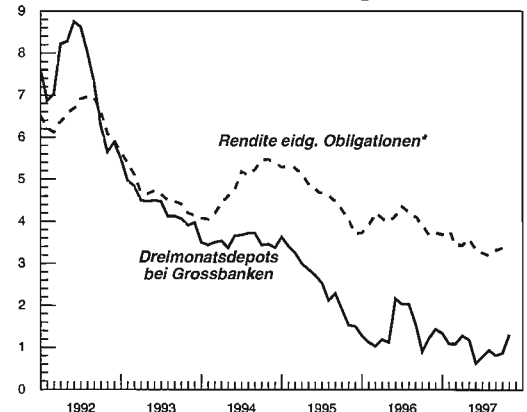
** Ab Januar 1995 neue Reihe (vgl. Tabelle 6, Fussnote 5); Zielpfad: durchschnittlich 1% pro Jahr

Die Entwicklung der breiten Geldaggregate widerspiegelt die Lockerung der Geldpolitik von Mitte 1996 bis Mitte 1997. Die saisonbereinigten Geldmengen M_1 und M_2 wuchsen gegenüber der Vorperiode erneut stark. Dazu trugen hauptsächlich Umschichtungen von Termin- in Sichteinlagen bei, die durch den leichten Rückgang der Zinssätze bis Mitte 1997 ausgelöst wurden. Im Vorjahresvergleich stieg die Geldmenge M_1 um 12,1%, wobei die Sichteinlagen deutlich stärker zunahm als die übrigen Transaktionskonti oder der Bargeldumlauf. Die Geldmenge M_2 , die sich aus M_1 und den Spareinlagen zusammensetzt, erhöhte sich im gleichen Zeitraum um 7,9%. Dagegen wuchs die Geldmenge M_3 deutlich verlangsamt. Sie nahm gegenüber dem Vorquartal nur geringfügig zu und lag damit noch um 4,7% über dem Stand vor Jahresfrist. Ins Gewicht fiel vor allem der starke Rückgang der Termineinlagen.

Geldmarkt

Die schweizerischen Geldmarktsätze blieben von Juli bis September nahezu unverändert auf dem tiefen Stand des Vorquartals. Der durchschnittliche Tagesgeldsatz betrug 1,2%. Bei den dreimonatigen Laufzeiten belief sich der Eurofranken-

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

satz auf 1,4%, die Verzinsung der Depots bei Grossbanken auf 0,9% und jene der eidgenössischen Geldmarktbuchforderungen auf 1,3%. Im Oktober folgten die Frankensätze dem leichten Zinsanstieg in anderen europäischen Ländern. Somit lag der Tagesgeldsatz im Oktober bei durchschnittlich 1,5%, und die dreimonatigen Sätze erhöhten sich gegenüber dem Vorquartal um bis zu 0,4 Prozentpunkte. Im November sank der Tagesgeldsatz wieder auf durchschnittlich 1,3%.

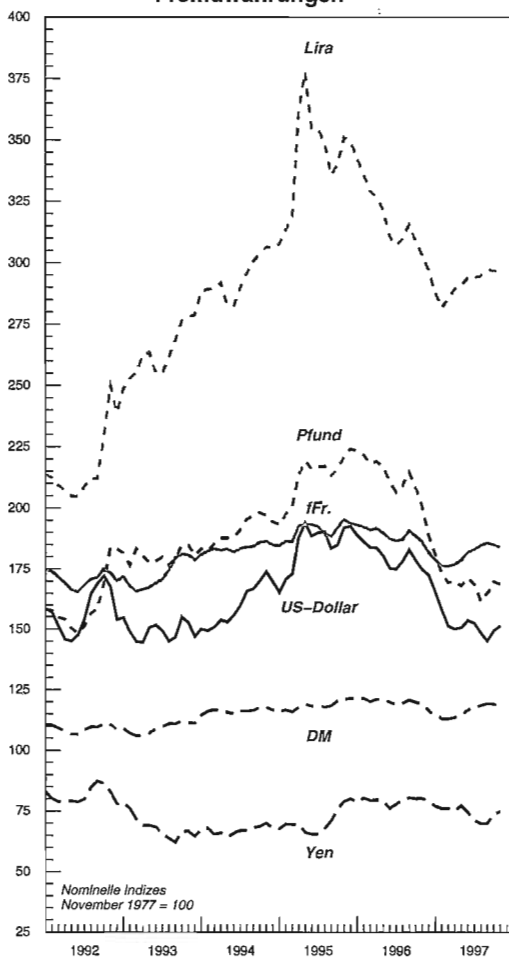
Am Euromarkt betrug die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen D-Mark- und Schweizerfrankenanlagen im Oktober und November weiterhin rund 1¼ Prozentpunkte. Dagegen sank die entsprechende Differenz zwischen Dollar- und Frankendepots von 4,2 auf durchschnittlich 3,8 Prozentpunkte.

Devisenmarkt

Der nominelle exportgewichtete Wechselkurs des Frankens stieg von Juli bis Oktober erneut leicht an. Im Oktober lag er um 1% höher als im Juli, aber immer noch um 3,6% tiefer als vor Jahresfrist. Gegenüber den am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen gewann der Franken an Wert. Im Verhältnis zur D-Mark stieg er von Juli bis Anfang November um 2,8% auf 81,40 Franken pro 100 D-Mark. Gegenüber dem französischen Franc festigte er sich um 2,2%. In stärkerem Masse wertete sich der Franken gegenüber der italienischen Lira (3,6%), dem britischen Pfund (3,5%) und dem japanischen Yen (7,9%) auf. Gegenüber dem Dollar stieg der Franken im gleichen Zeitraum ebenfalls und schloss Anfang November mit 1,41 Franken pro Dollar fast 4% stärker als im Juli.

Der reale Aussenwert des Frankens erhöhte sich von Juli bis Oktober um 0,6%, lag aber immer noch 6,8% unter seinem Vorjahreswert (2. Quartal: 7,5%). Am stärksten fiel die reale Tieferebewertung im Vorjahresvergleich gegenüber dem britischen Pfund (20,7%), dem Dollar (17,8%) und dem Yen (8,8%) aus. Gegenüber der Lira, der Mark und dem Franc büsste der Franken binnen Jahresfrist um 4,8%, 3,2% bzw. 2,4% an Wert ein.

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Kapitalmarkt und Zinsstruktur

Die durchschnittliche Rendite der eidgenössischen Obligationen am Sekundärmarkt betrug im dritten Quartal weiterhin knapp 3,3%. Im Oktober und November stieg sie im Sog der höheren Geldmarktsätze auf gut 3,4% an. Damit ermässigte sich die Renditedifferenz zwischen den langfristigen Obligationen und den neuemittierten dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft gegenüber dem dritten Quartal um insgesamt 0,2 auf 1,8 Prozentpunkte.

Die Sätze neuer Kassenobligationen der Kantonalbanken lagen von Juli bis September mit durchschnittlich 2,8% um 0,2 Prozentpunkte tiefer als im Vorquartal, bevor sie bis Anfang Dezember wieder auf 3,1% anstiegen. Die variablen Sätze auf neuen Ersthypotheken der Kantonalbanken und die entsprechenden Althypothekensätze gaben im dritten Quartal ebenfalls um 0,2 Prozentpunkte auf 4,3% bzw. 4,5% nach. Zu Beginn des vierten Quartals wurden die Sätze für Althypotheken weiter auf 4,3% gesenkt, womit sie mit den Neuhypothekensätzen gleichzogen. Die durchschnittliche Verzinsung der gewöhnlichen Spareinlagen bei den Kantonalbanken verminderte sich von 1,9% im zweiten Quartal auf 1,6% im vierten Quartal.

Die Schweizer Börse verzeichnete von Juli bis Oktober beträchtliche Kursschwankungen. Nach einem starken Rückgang im August stiegen die Aktienkurse bis Anfang Oktober wieder auf den vorangegangenen Höchststand. Im Zuge der markanten Preiskorrektur an den internationalen Aktienmärkten bildeten sie sich in der zweiten Hälfte von Oktober erneut stark zurück. Am Monatsende lag der Swiss-Performance-Gesamtindex mit 3475 Punkten um rund 8% unter dem früheren Höchststand, aber immer noch fast 40% über dem Stand zu Beginn des Jahres.

Im dritten Quartal betrug das Bruttovolumen der Neuemissionen von Schweizerfranken-Anleihen 13,6 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Rückgang um 16% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode. Das Anleihenvolumen sank im Auslandsbereich mit 20% stärker als im Inlandsbereich (-10%), so dass der Anteil der Anleihen inländischer Schuldner leicht auf 44% stieg.

Im Inlandsbereich wurde ein Anleihenvolumen von 6 Mrd. Franken zur Zeichnung aufgelegt. Das Emissionsvolumen der gewöhnlichen Anleihen (Straights) nahm innert Jahresfrist um 17% ab. Mit 91% machten sie indessen immer noch den weitaus grössten Teil aus. Die Emission von Wandelanleihen erhöhte sich massiv auf 550 Mio. Franken. Mehr als drei Viertel aller neu aufgelegten Anleihen wiesen eine Laufzeit von acht oder mehr Jahren auf.

Im Auslandsbereich bildeten sich sowohl die Emissionen von gewöhnlichen (-24%) als auch von eigenkapitalgebundenen Anleihen zurück (-71%). Einzig das Volumen von Anleihen mit variablen Zinssätzen wuchs erneut stark. Innert Jahresfrist erhöhte sich sein Anteil am Gesamtbetrag ausländischer Anleihen von 4% auf 20%. Im Gegensatz zum Inlandsegment konzentrierte sich das Emissionsgeschäft im Auslandsbereich auf kurze

Tabelle 8: Schweizerfranken-Anleihen¹ (in Milliarden Franken²)

	1996	1996				1997		
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Total	57,7	16,9	14,1	16,1	10,6	16,8	15,3	13,6
Straights	47,2	14,6	11,0	13,4	8,2	13,6	12,2	10,6
Eigenkapitalbezogene Anleihen	7,9	1,7	2,5	2,3	1,4	1,4	1,4	1,2
Andere ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8	1,7	1,7
Total Inländische Schuldner								
Straights	22,0	5,4	5,5	6,6	4,5	6,0	6,1	5,5
Eigenkapitalbezogene Anleihen	0,9	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5	0,7	0,6
Andere ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	23,0	5,6	6,0	6,7	4,7	6,6	6,8	6,0
Total Ausländische Schuldner								
Straights	25,1	9,1	5,5	6,8	3,7	7,5	6,1	5,2
Eigenkapitalbezogene Anleihen	7,0	1,6	2,0	2,2	1,2	0,9	0,7	0,7
Andere ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8	1,7	1,7
Total	34,7	11,3	8,1	9,4	5,9	10,2	8,5	7,6

¹ Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Begebungsdatum

² Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

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

und mittlere Laufzeiten. Der Anteil der westeuropäischen Schuldner am Total der Franken-Anleihen ausländischer Schuldner verringerte sich gegenüber dem Vorjahr von 54% auf 44%. Derjenige der japanischen Schuldner sank von 17% auf 11%. Dagegen stiegen der Anteil nordamerikanischer Schuldner und jener der übrigen Regionen von 7% auf 20% beziehungsweise von 22% auf 25%.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der monatlich erfassten Banken lag am Ende des dritten Quartals mit insgesamt 1724,2 Mrd. Franken um 5,2% höher als im Juni. Dieses starke Wachstum ist zu rund drei Fünfteln auf einen echten Zuwachs zurückzuführen; die restlichen zwei Fünftel ergaben sich aus den neuen Buchhaltungsrichtlinien, die bei einer der drei Grossbanken eingeführt wurden. Der mit Blick auf das internationale Umfeld erfolgte Übergang auf die transparenteren «International Accounting Standards» (IAS) wirkte vor allem deshalb bilanzverlängernd, weil die gegenseitige Verrechenbarkeit von Forderungen und Verpflichtungen nach IAS restriktiver gehandhabt wird. Davon ist in erster Linie das Derivatgeschäft betroffen, das unter Sonstigen Aktiven und Passiven verbucht wird. In geringerem Masse waren davon auch die Forderungen und Verpflichtungen gegenüber Banken und Kunden betroffen. Zum echten Bilanzwachstum trugen hauptsächlich die ausländischen Ausleihungen und die Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen bei. Auf der Passivseite nahmen vor allem die Termineinlagen der Banken und Nichtbanken zu.

Die Nettofinanzaktiva (flüssige Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Nettoforderungen aus Geldmarktpapieren, Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen sowie Finanzanlagen) lagen Ende September um 6,2% unter dem Stand des Vorquartals. Zu diesem Rückgang trug vor allem der starke Zuwachs der Verpflichtungen im Interbankgeschäft bei, der den Interbanksaldo (Forderungen minus Verpflichtungen) um fast 18 Mrd. Franken verringerte. Ein weiterer Grund war der massive Rückgang der Nettoforderungen aus Geldmarktpapieren. Die Abnahme der flüssigen Mittel (saisonbereinigt -0,8%) fiel dagegen kaum

ins Gewicht, und die Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen sowie die Finanzanlagen nahmen sogar zum Teil stark zu. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen Mittel) betrug für die Unterlegungsperiode vom 20. August bis zum 19. September 120% und lag damit um zwei Prozentpunkte tiefer als vor Jahresfrist.

Die Gesamtausleihungen stiegen gegenüber dem Vorquartal um 4,4% und lagen am Ende des dritten Quartals erstmals über 800 Mrd. Franken. Dies entspricht auch unter Ausklammerung des Einflusses der neuen Bilanzierungsmethode einer Grossbank dem stärksten Quartalszuwachs der neunziger Jahre. Der Anstieg entfiel allerdings allein auf das Auslandsgeschäft. Das inländische Kreditgeschäft bildete sich dagegen erneut zurück (-0,4%). Die Hypothekarforderungen nahmen zwar leicht zu (+0,5%), doch wurde dieser Anstieg durch die geringeren Forderungen gegenüber Kunden (-2,7%) mehr als ausgeglichen. Dazu gehörten auch die rückläufige Bewilligung und Beanspruchung der Baukredite. Die offenen Limiten erhöhten sich jedoch erstmals seit langem wieder leicht.

Der Zufluss von Kundengeldern beschleunigte sich leicht, so dass der Gesamtbestand Ende September um 1,2% über dem Wert von Ende Juni lag. Die einzelnen Komponenten entwickelten sich jedoch unterschiedlich. Mit 2,8% nahmen die Verpflichtungen auf Zeit gegenüber Kunden am stärksten zu. Die Sicht- und Spareinlagen wuchsen dagegen nur geringfügig um 0,2% bzw. 0,6%, während der Bestand an Kassenobligationen weiter stark zurückging. Der Bestand dieses noch vor wenigen Jahren beliebten Refinanzierungsinstruments machte mit knapp 60 Mrd. Franken bloss noch 3% der Bilanzsumme aus. Dagegen nahm der Bestand an Obligationen weiter stark zu. Am Ende des dritten Quartals lag er mit 74,1 Mrd. Franken um 6,8% höher als im Juni.

Im Treuhandbereich stiegen die verwalteten Vermögen im Laufe des dritten Quartals um 2,7% an. Prozentual nahmen die volumenmässig weniger bedeutenden Treuhandgelder aus dem Inland deutlich stärker zu als jene aus dem Ausland. Der Grossteil der Mittel wurde wie üblich im Ausland angelegt.

Tabelle 9: Bankbilanzen(Veränderung der Jahres- bzw. Quartalsendwerte gegenüber dem Vorjahr in Prozent)¹

	1992	1993	1994	1995	1996				Stand (in Mrd. Fr.)
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
Bilanzsumme	3,3	5,8	0,8	9,7	13,7	20,2	18,6	21,9	1724,2
Nettofinanzaktiva²	-	-	-	-	-	-	-	-	256,8
Flüssige Mittel	-2,5	1,2	-6,2	1,4	16,9	13,3	13,5	5,2	11,5
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)	-7,1	-26,1	-26,2	-3,0	0,8	17,4	26,5	8,2	8,2
Nettoforderungen aus Geldmarktpapieren ³	18,7	1,0	21,8	-18,3	-13,4	-17,3	12,5	-12,8	18,0
Handelsbestände in Wertschriften und Edelmetallen	-	-	-	-	-	-	-	-	168,5
Finanzanlagen	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5
Ausleihungen total	1,9	1,6	0,6	-2,5	8,1	8,9	6,9	10,6	820,9
Ausleihungen Inland	1,7	0,9	2,4	2,4	2,3	1,7	1,3	1,4	590,6
Forderungen gegenüber Kunden	-1,5	-2,3	-2,5	0,3	-1,5	-2,4	-3,1	-3,1	156,9
Bewilligte Baukredite	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-16,4	-14,6	-18,0	-15,4	21,7
Beanspruchte Baukredite	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-16,2	-11,1	-11,2	-12,5	12,6
Hypothekarforderungen	3,3	2,4	4,6	3,3	3,9	3,3	3,1	3,1	432,3
Ausleihungen Ausland	2,6	4,0	-5,4	-19,7	33,9	39,3	28,4	44,2	230,4
Verpflichtungen gegenüber Kunden total	3,2	2,4	2,0	0,6	11,5	14,3	12,7	13,0	846,9
Verpflichtungen gegenüber Kunden									
auf Sicht	5,1	19,8	-4,9	6,8	19,8	18,8	23,7	18,4	139,2
auf Zeit	2,4	-8,3	6,8	-7,8	19,4	17,2	19,8	22,9	367,4
in Spar- und Anlageform	7,4	21,5	4,8	12,1	7,7	5,3	6,4	6,4	281,4
Kassenobligationen	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-14,6	-11,1	-12,0	-13,7	58,9
Obligationen und Pfandbriefe	5,7	5,7	2,6	8,4	5,2	8,2	8,2	12,5	105,2
Treuhandgelder	0,8	-10,8	-4,3	-7,9	21,5	24,0	15,7	18,3	330,8

¹ Für einzelne Komponenten werden wegen den per Ende Dezember 1996 geänderten Rechnungslegungsvorschriften keine Jahresveränderungsraten berechnet.

² Die Nettofinanzaktiva setzen sich zusammen aus flüssigen Mitteln, Saldo im Interbankgeschäft (Forderungen gegenüber Banken minus Verpflichtungen gegenüber Banken), Nettoforderungen aus Geldmarktpapieren, Handelsbeständen in Wertschriften und Edelmetallen sowie Finanzanlagen.

³ Forderungen aus Geldmarktpapieren minus Verpflichtungen aus Geldmarktpapieren

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 11 décembre 1997*

A. Aperçu

1. Etranger

Conjoncture

Au troisième trimestre de 1997, la conjoncture économique s'est raffermie dans les pays de l'OCDE. La croissance est restée vigoureuse aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Sur le continent européen, la reprise a continué à reposer principalement sur les exportations, mais la consommation privée s'est elle aussi redressée. Les investissements des entreprises n'ont redémarré notablement qu'en Allemagne, et les investissements en constructions sont restés faibles sur le continent européen. Au Japon, la conjoncture a marqué un net fléchissement du fait notamment de la politique budgétaire plus restrictive.

Selon les indicateurs avancés établis par l'UE, la reprise économique devrait devenir plus dynamique en Europe au cours des prochains mois. Au troisième trimestre, les prévisions de production de l'industrie et le climat de consommation se sont sensiblement améliorés. Dans la construc-

tion par contre, aucun véritable retournement de tendance n'est encore perceptible.

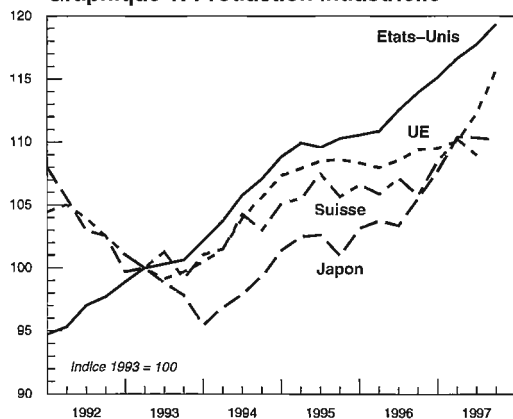
Au troisième trimestre, le chômage a de nouveau fortement reculé au Royaume-Uni, mais est resté élevé en France et en Italie. En Allemagne, il a encore augmenté. Le taux de chômage s'établissait à 10,6% en moyenne de l'UE; il a légèrement diminué d'un trimestre à l'autre. Le taux de chômage s'est maintenu à 4,9% aux Etats-Unis et à 3,4% au Japon.

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement s'inscrivait à 2,7%, en septembre, dans les pays de l'OCDE (sans la Turquie). Il était déjà à ce niveau en juin. Au troisième trimestre, la hausse des prix s'est accélérée en Allemagne et, surtout, au Royaume-Uni, alors qu'elle a une nouvelle fois fléchi en Italie et qu'elle est restée à des niveaux bas dans les autres grands pays industrialisés.

Une crise financière a éclaté, au troisième trimestre, dans des pays du Sud-Est asiatique. Elle a entraîné la chute de plusieurs monnaies locales face au dollar, mais ébranlé aussi les marchés des actions des pays industrialisés. Les prévisions de croissance à court et moyen terme pour le Sud-Est asiatique ont été alors fortement corrigées à la baisse. Des organisations internationales, en particulier le Fonds monétaire international, ont accordé des aides financières à plusieurs Etats de cette zone.

Dans ses prévisions d'automne, l'OCDE estime que la croissance économique marquera, en

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux indicateurs économiques, et OFS

* Le rapport a été approuvé le 20 novembre. Autant que possible, il tient compte également des informations publiées après cette date. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie sont disponibles avec retard du fait d'adaptations statistiques et sont moins fiables.

1998, un léger repli aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Dans les autres grands pays industrialisés en revanche, la conjoncture devrait continuer à se raffermir. Selon l'OCDE, la propension à investir en particulier se renforcera sur le continent européen. Le ralentissement de la croissance qui est attendu dans le Sud-Est asiatique n'aura que de faibles répercussions dans la zone de l'OCDE.

Politique économique

La politique monétaire des pays industrialisés est restée axée sur la stabilité des prix. Au troisième trimestre, la banque centrale des Etats-Unis n'a pas modifié ses taux directeurs, aucun danger inflationniste ne se dessinant à l'horizon. Après avoir commencé en mai à resserrer graduellement les rênes monétaires, la Banque d'Angleterre a relevé une nouvelle fois son taux directeur au début de novembre. La Banque fédérale d'Allemagne a légèrement augmenté le taux des prises en pension de titres, à la mi-octobre, pour empêcher un potentiel inflationniste de se développer. Cinq autres banques centrales européennes lui ont emboîté le pas. La Banque d'Italie, qui avait diminué ses taux directeurs à fin juin, a maintenu inchangée sa politique au troisième trimestre. Quant à la Banque du Japon, elle a poursuivi sa politique expansionniste.

Au troisième trimestre, les taux d'intérêt à long terme ont continué à se replier dans tous les grands pays industrialisés. Cette tendance montre que les anticipations inflationnistes étaient toujours faibles. La baisse des taux d'intérêt a été particulièrement marquée en Italie. Ainsi, les écarts par rapport aux rendements à long terme en Allemagne et en France ont sensiblement diminué, passant en un an de trois points à un point.

Grâce à la bonne conjoncture, le déficit des comptes de l'Etat fédéral aux Etats-Unis est tombé à 0,3% du produit intérieur brut pour l'exercice 1996/97. L'année précédente, il était encore de 1,4%. Pour l'exercice 1997/98, l'excédent de dépenses devrait augmenter quelque peu. Selon les budgets présentés par les gouvernements français et italien pour 1998, la politique

budgétaire de ces deux pays devrait rester restrictive et axée sur la consolidation des finances publiques.

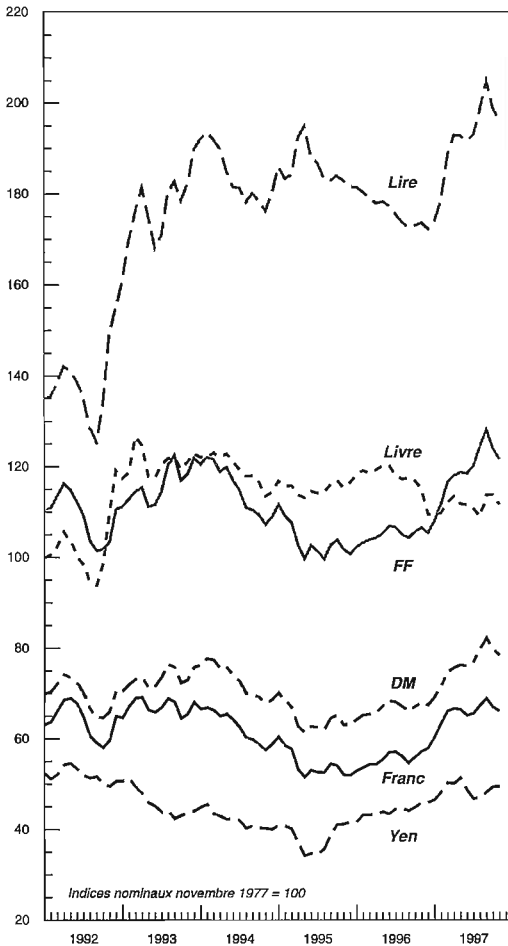
Marchés des changes

Après avoir enregistré de substantiels gains de cours, le dollar a commencé à faiblir au milieu du mois d'août. Il a fléchi par rapport à la plupart des monnaies importantes, en particulier dans la seconde moitié d'octobre. De début juillet à début novembre, il a cédé jusqu'à 2% par rapport aux monnaies du Système monétaire européen (SME) et près de 4% face au franc suisse. Il ne s'est raffermi que vis-à-vis du yen. Au troisième trimestre, le cours réel du dollar, pondéré par le commerce extérieur, était supérieur de 5,9% au niveau observé un an auparavant.

La livre irlandaise étant toujours ferme, son écart par rapport au franc français, la monnaie la plus faible du mécanisme de change du SME, s'est creusé entre juillet et septembre pour atteindre passagèrement plus de 12%. En septembre, les ministres de l'économie et des finances de l'UE ont décidé de fixer, en mai 1998 déjà, les cours de conversion bilatéraux entre les pays participant à la troisième phase de l'Union monétaire. La livre irlandaise a alors subi des pressions à la baisse. Aussi l'écart entre la livre irlandaise et le franc français a-t-il diminué, passant à un peu moins de 6%. En octobre, le franc français s'est redressé et a retrouvé, pour la première fois depuis septembre 1992, son cours pivot vis-à-vis du mark allemand. Le schilling autrichien a remplacé le franc français en tant que monnaie la plus faible du mécanisme de change.

Après avoir fléchi sensiblement jusqu'au milieu du mois d'août en raison des incertitudes liées à l'introduction de l'euro, le mark allemand s'est raffermi dans l'attente d'un relèvement des taux directeurs allemands. Au début de novembre, le dollar valait 1,73 mark. Depuis le début de juillet, le mark s'est ainsi revalorisé de 1% face à la monnaie américaine. Il a regagné également près de 1% sur la lire italienne et sur la livre sterling, mais a faibli vis-à-vis du franc français. Au troisième trimestre, le cours réel du mark, pondéré par le commerce extérieur, était inférieur de 6,5% au

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



niveau enregistré un an auparavant; celui du franc français a diminué de 5,6%, alors que la livre sterling a vu le sien augmenter de 20,8%. La valeur extérieure de la lire italienne est restée, en termes réels, à son niveau du troisième trimestre de 1996.

La conjoncture ayant marqué un ralentissement au Japon, le yen s'est effrité. Il a subi des pressions supplémentaires du fait de la crise financière du Sud-Est asiatique. Au début de novembre, le dollar valait 120 yens. La monnaie japonaise a ainsi cédé 5% depuis le début de juillet. Le

cours réel du yen, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi de 1,5% entre le troisième trimestre de 1996 et la période correspondante de 1997.

Intégration européenne

En mai 1998, l'UE désignera les pays qui participeront, dès le commencement, à la troisième phase de l'Union monétaire. Pour stabiliser les anticipations des marchés, elle a l'intention également d'arrêter, à ce moment-là, les cours de conversion bilatéraux entre les Etats participants.

Les cours de conversion des monnaies nationales en euro ne pourront être fixés qu'au début de la troisième phase de l'Union monétaire, soit à fin 1998. En procédant en deux étapes, l'UE tient compte du Traité de Maastricht qui prévoit qu'un écu doit correspondre à un euro, mais aussi que la valeur extérieure de l'écu ne doit pas être modifiée par l'introduction de l'euro. Comme l'écu repose sur un panier de monnaies comprenant des monnaies de pays qui ne participeront probablement pas à l'Union monétaire au début, il faut attendre le commencement de l'Union monétaire pour fixer les cours de conversion des monnaies nationales en euro. Sinon, la valeur extérieure de l'écu pourrait subir une modification au moment du passage à l'euro.

Coopération monétaire internationale

En septembre, lors de l'assemblée annuelle du Fonds monétaire international (FMI), le Conseil des gouverneurs a décidé d'augmenter de 45% le capital du FMI, soit les quotes-parts des Etats membres. Le capital sera ainsi porté de 145 milliards à 212 milliards de DTS (droits de tirage spéciaux). La quote-part de la Suisse passera ainsi de 1,69% à 1,63%, et celle du groupe suisse au FMI, de 2,7% à 2,6%.

Au cours de cette assemblée annuelle, une allocation unique et sélective de DTS a été approuvée. Cette allocation de 21,4 milliards de DTS doublera le montant actuel des DTS. Elle permettra de porter à 29,32% le ratio entre les allocations cumulées de DTS et la quote-part de cha-

que Etat membre. La Suisse recevra ainsi pour la première fois une allocation de DTS, allocation qui s'élèvera à environ 0,7 milliard de DTS. Pour créer la base juridique qui est nécessaire à une telle allocation sélective, il faudra adapter les statuts du FMI.

Le 5 novembre 1997, le FMI a conclu un accord de confirmation avec l'Indonésie, dont la monnaie avait perdu plus de 30% de sa valeur, depuis juillet, à la suite de la crise économique. Cet accord, qui autorise des tirages allant jusqu'à 7,3 milliards de DTS au cours des trois prochaines années, fait partie d'une aide financière internationale de grande envergure. L'Indonésie a obtenu également un prêt de 4,5 milliards de dollars (3,3 milliards de DTS) de la Banque mondiale et un crédit de 3,5 milliards de dollars (2,6 milliards de DTS) de la Banque asiatique de développement. De surcroît, plusieurs pays se sont déclarés prêts à accorder eux aussi un soutien financier à l'Indonésie si cela s'avérait nécessaire.

La Corée du Sud ayant été entraînée à son tour dans le tourbillon de la crise asiatique, le FMI a conclu, le 4 décembre 1997, un accord de confirmation avec ce pays. L'accord porte sur des tirages pouvant atteindre 15,5 milliards de DTS. En outre, la Corée du Sud bénéficiera d'un prêt de 10 milliards de dollars (7,4 milliards de DTS) de la Banque mondiale et d'un crédit de 4 milliards de dollars (3 milliards de DTS) de la Banque asiatique de développement. Comme pour l'Indonésie, plusieurs pays se sont déclarés prêts à fournir d'autres contributions en cas d'urgence. Aussi le FMI table-t-il sur des aides supplémentaires d'au moins 20 milliards de dollars (14,8 milliards de DTS).

2. Suisse

En Suisse, la reprise conjoncturelle s'est poursuivie au troisième trimestre. Le produit intérieur brut réel a une nouvelle fois augmenté d'un trimestre à l'autre; il dépassait de 0,8% le niveau observé un an auparavant, contre 0,2% au deuxième trimestre. Les principales impulsions ont continué à venir des exportations. La consommation privée et les investissements en biens d'équipement ont peu à peu retrouvé un certain

dynamisme, alors que la récession a persisté dans la construction.

Selon l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la marche des affaires dans l'industrie a enregistré une nouvelle progression. La reprise a été sensible avant tout dans l'industrie à vocation fortement exportatrice. La situation des branches qui produisent essentiellement pour le marché intérieur s'est elle aussi améliorée. Les entrées de commandes ont augmenté dans les deux secteurs, et les perspectives à moyen terme ont de nouveau été jugées de manière plus optimiste. Au troisième trimestre, le taux d'utilisation des capacités de production est resté en hausse dans l'industrie.

En données corrigées des variations saisonnières, l'emploi n'a que peu diminué au troisième trimestre. Le nombre des chômeurs a marqué un nouveau repli. Après correction des variations saisonnières, le taux de chômage s'établissait à 5% en octobre, contre 5,2% en juillet. Il convient cependant de relever que cette amélioration a décollé en grande partie des emplois créés dans le cadre des programmes d'occupation cantonaux. L'indice Manpower de l'emploi, qui mesure la surface des offres d'emploi dans les journaux et n'est pas influencé par ces distorsions, a apporté une lueur d'espoir puisqu'il s'est inscrit en hausse.

La stabilité des prix a continué à régner en Suisse. Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 0,5% le niveau observé un an auparavant; sa hausse n'était plus que de 0,3% en octobre et de 0,4% en novembre. Du côté des biens, le renchérissement s'est légèrement accéléré, au troisième trimestre, à cause des prix plus élevés des biens importés; en revanche, la hausse des prix des services a nettement faibli, grâce notamment à l'évolution toujours favorable des loyers.

La Banque nationale a poursuivi sa politique monétaire ample au troisième trimestre. La reprise de la conjoncture se renforçant, elle a toutefois laissé les taux à court terme remonter légèrement, en octobre, après le relèvement du taux appliqué en Allemagne aux prises en pension de titres. En novembre, la Banque nationale

a augmenté l'offre de liquidités pour contrer la fermeté du franc. Le taux de l'argent au jour le jour a par la suite fléchi. La monnaie centrale désaisonnalisée, qui atteignait 32,8 milliards de francs au troisième trimestre, évoluait toujours très nettement au-dessus de son sentier de croissance à moyen terme, mais son expansion s'est ralentie. Pour le quatrième trimestre, la Banque nationale escompte un léger recul de la monnaie centrale, laquelle devrait passer à 32,6 milliards de francs en moyenne. L'agrégat serait ainsi supérieur de 2,6% à son niveau du quatrième trimestre de 1996.

Sur le marché des euro-francs, la rémunération des dépôts à trois mois s'est maintenue en moyenne à 1,4% entre juillet et septembre. En octobre, elle a augmenté dans le sillage des taux allemands à court terme pour atteindre passagèrement 2%. Elle était de nouveau à 1,6% à fin novembre. Mesurés au rendement moyen des obligations de la Confédération, les taux d'intérêt à long terme se sont légèrement redressés entre juillet et octobre pour s'inscrire à 3,5%. En novembre, ils ont reculé de près de 0,2 point.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, a quelque peu diminué, puis s'est remis à augmenter, en septembre, à cause de la fermeté du franc face notamment au dollar, au yen et à la livre sterling. Le cours réel et pondéré du franc a fléchi de 6,8% en un an.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

Après un ralentissement passager, la croissance économique aux Etats-Unis a de nouveau gagné en vigueur au troisième trimestre. Le produit intérieur brut réel s'est accru de 4% par rapport à la période correspondante de 1996. Du côté de la consommation privée et des investissements, la hausse a été particulièrement marquée. La réduction des stocks et l'expansion plus faible des exportations ont toutefois freiné l'essor de la conjoncture. Le net redressement de la demande intérieure s'est accompagné d'une forte progression des importations.

L'accélération de l'économie américaine s'est aussi reflétée dans la production industrielle. Au troisième trimestre, celle-ci a dépassé de 5% le niveau observé un an auparavant, contre 4,1% au trimestre précédent. Dans le même temps, le taux d'utilisation des capacités de production est monté à 84,1%, soit un niveau qu'il n'avait plus atteint depuis deux ans. L'amélioration du baromètre conjoncturel s'est poursuivie au troisième trimestre, signe d'un dynamisme durable de la conjoncture.

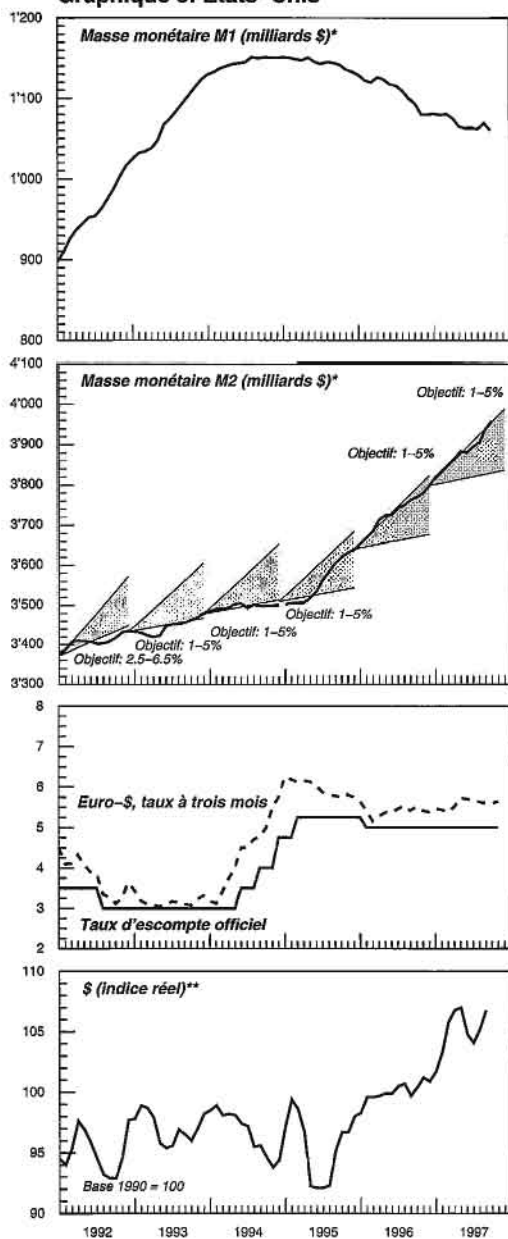
Du deuxième au troisième trimestre, l'emploi (sans l'agriculture) a progressé de 0,5%. Comme les trimestres précédents, les nouveaux postes ont été créés presque exclusivement dans le secteur des services. Le taux de chômage est resté inchangé à 4,9%. Malgré la situation tendue sur le marché du travail, les salaires n'ont de nouveau augmenté que modérément.

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement a faiblement décliné au troisième trimestre pour s'inscrire à 2,3%. La hausse des prix à la production a atteint 0,4%, soit un niveau légèrement inférieur à celui de la période précédente.

En raison de la vigoureuse croissance économique, le déficit des comptes de l'Etat fédéral pour l'exercice 1996/97 a diminué dans une proportion bien plus importante que prévu initialement. Il s'est établi à 22,6 milliards de dollars ou à 0,3% du produit intérieur brut, alors que le budget prévoyait 125,6 milliards. Pour l'exercice 1997/98, l'excédent de dépenses devrait s'élever à 57 milliards de dollars.

La banque centrale américaine n'a pas modifié sa politique monétaire au troisième trimestre. Le niveau visé du taux de l'argent au jour le jour (taux des fonds fédéraux) est resté à 5,5%, et le taux de l'escompte, à 5%. Le dernier relèvement a eu lieu en mars 1997 pour le taux de l'argent au jour le jour et en janvier 1996 pour le taux de l'escompte. Sur le marché des euro-dollars, la rémunération des dépôts à trois mois a diminué très légèrement, depuis le deuxième trimestre, pour s'inscrire à 5,6%. Les rendements des emprunts à long terme ont par contre passé de 6,5% à 6,2%, ce qui correspond au niveau enregistré un an auparavant.

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

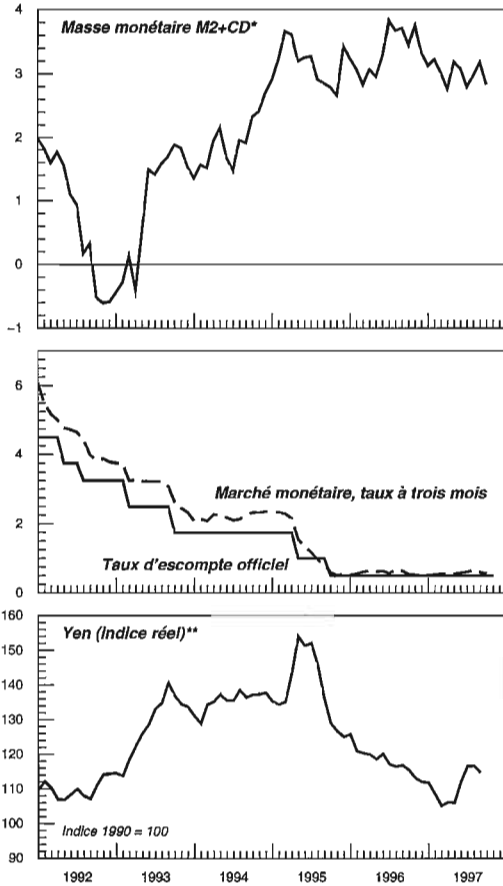
Au troisième trimestre, la croissance des agrégats monétaires M_2 et M_3 s'est accélérée. En taux annualisés, M_2 et M_3 ont augmenté de respectivement 5,7% et 9,1%; tous deux évoluaient ainsi au-dessus des corridors de croissance, fixés entre 1 et 5% pour M_2 et entre 2 et 6% pour M_3 . La masse monétaire M_1 a quant à elle continué de diminuer.

Japon

Au deuxième trimestre, la reprise conjoncturelle a subi un important revers au Japon. Après une progression encore vigoureuse au premier trimestre, le produit intérieur brut réel a diminué de près de 3%. En comparaison annuelle, il a enregistré un recul de 0,2%, contre une croissance de 2,8% au premier trimestre. Les exportations ont augmenté sensiblement d'un trimestre à l'autre, alors que la demande intérieure a fléchi. Ce fléchissement s'explique avant tout par le relèvement de la TVA, au début d'avril, qui a freiné fortement la demande de biens de consommation en particulier. La consommation publique et la construction de logements ont elles aussi faibli considérablement. Les investissements en biens d'équipement n'ont en revanche que légèrement régressé. Ils étaient toujours supérieurs au niveau observé un an auparavant. En outre, les importations ont chuté à la suite de la baisse de la demande intérieure.

La hausse de la TVA ayant pesé plus fortement que prévu sur la conjoncture, l'économie japonaise a stagné au troisième trimestre. La production de l'industrie manufacturière a marqué un léger repli par rapport au trimestre précédent, et les entreprises ont été plus pessimistes dans leurs jugements sur les perspectives de production. Selon les indicateurs disponibles, la situation s'est également détériorée dans la construction et le commerce de détail. En revanche, les exportations étaient toujours vigoureuses. L'attente d'une aggravation de la situation économique dans le Sud-Est asiatique a toutefois assombri les perspectives dans le domaine des ventes à l'étranger. Dans les années nonante, les Etats du Sud-Est asiatique sont devenus d'importants partenaires commerciaux du Japon. Leur part aux exportations nipponnes a passé de 33% en 1992 à 42% en 1996.

Graphique 4: Japon



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

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

Au troisième trimestre, la hausse des prix à la consommation s'est maintenue à 2%, soit au niveau qu'elle avait atteint, au trimestre précédent, du fait de l'augmentation de la TVA. L'emploi a continué à reculer. Le taux de chômage est resté inchangé à 3,4%, et le rapport entre les places vacantes et le nombre des demandeurs d'emploi n'a pas varié d'un trimestre à l'autre.

Etant donné la détérioration de la conjoncture intérieure, la Banque du Japon a poursuivi sa politique expansionniste au troisième trimestre. La masse monétaire $M_2 + CD$ s'est accrue de 3%,

comme au trimestre précédent. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-yens est restée à un bas niveau, soit à 0,5%. Le rendement des emprunts d'Etat à long terme a quant à lui diminué légèrement pour s'inscrire à 2,4%.

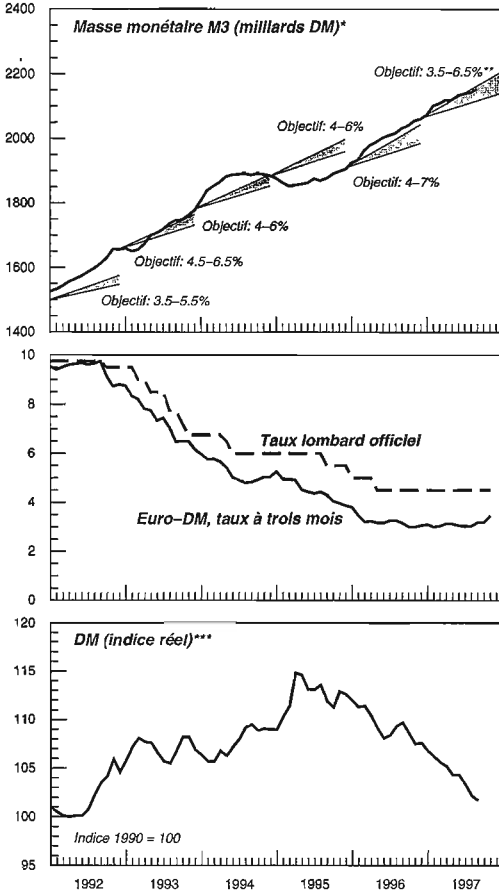
Allemagne

En Allemagne, la conjoncture a continué à se rétablir au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1% par rapport au trimestre précédent; il dépassait ainsi de 2,1% le niveau observé un an auparavant. La croissance des exportations est restée contenue, et la consommation privée a elle aussi sensiblement progressé. Par contre, tant la consommation publique que les investissements en biens d'équipement ont enregistré une hausse moins forte qu'au trimestre précédent. Après avoir chuté pendant le semestre d'hiver, les investissements en constructions se sont accrus légèrement; ils sont toutefois restés inférieurs à leur niveau de la période correspondante de 1996.

Au troisième trimestre, la situation économique s'est encore améliorée, mais la demande intérieure est demeurée fragile. La production de l'industrie manufacturière a de nouveau augmenté vigoureusement, et le taux d'utilisation des capacités de production s'est inscrit à 86%, soit presque un point au-dessus du niveau du trimestre précédent. Les entrées de commandes en provenance de l'étranger se sont accélérées. La hausse de la demande de biens d'équipement a été particulièrement forte, du fait de l'affaiblissement du mark allemand mais aussi de l'amélioration durable de la conjoncture en Europe. Par contre, les commandes de la clientèle allemande n'ont guère progressé; la demande de biens de consommation a même enregistré un léger repli. Dans la construction, la situation est restée sombre. Les entrées de commandes et le nombre des permis de construire ont continué à diminuer pendant les mois d'été également. Le mouvement de hausse des chiffres d'affaires, qui s'était amorcé au début de l'année dans le commerce de détail, s'est interrompu.

Malgré la conjoncture plus favorable dans l'ensemble, la situation s'est détériorée sur le marché

Graphique 5: Allemagne



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

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

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

du travail. L'emploi a encore reculé, et le taux de chômage a augmenté pour atteindre 11,8% en octobre, contre 11,5% en juillet.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est tassé quelque peu durant les mois de septembre et d'octobre. Entre avril et août, il avait passé de 1,4% à 2,1%, à la suite de la majoration de plusieurs prix administrés et de la hausse des prix, due aux cours de change, des biens importés. Du deuxième au troisième trimestre,

les prix à la production se sont accrus de 0,4% pour atteindre 1,5%.

A la mi-octobre, la Banque fédérale d'Allemagne a relevé de 3% à 3,3% le taux appliqué aux prises en pension de titres. Depuis sa réduction en août 1996, ce taux n'avait plus été modifié. Le taux de l'escompte est resté inchangé à 2,5%, et le taux lombard, à 4,5%. L'institut d'émission allemand a motivé cette hausse par sa volonté d'empêcher un potentiel inflationniste de se développer à l'approche du passage à l'Union économique et monétaire. Le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-marks s'est inscrit à 3,5% en octobre, contre 3% en juin; quant au rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat, il a stagné à 5,6%.

La croissance de la masse monétaire M₃ a continué à se ralentir au troisième trimestre. En taux annualisé, cet agrégat a progressé de 5,6% en moyenne. Pour la première fois en 1997, il évoluait ainsi à l'intérieur de son corridor de croissance, fixé entre 3,5 et 6,5%.

France

En France, la conjoncture a gagné en vigueur au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1% par rapport au trimestre précédent et de 2,4% en comparaison annuelle. La croissance a reposé principalement sur les exportations qui ont marqué une forte expansion par rapport à la période correspondante de 1996. Par contre, la consommation privée et les investissements n'ont guère progressé en l'espace d'une année. Bien que la demande intérieure soit restée peu soutenue dans l'ensemble, les importations ont enregistré une hausse sensible.

Le rétablissement de la conjoncture s'est poursuivi au troisième trimestre. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel dépassait de 2,7% le niveau observé un an auparavant. Les principales impulsions sont venues des exportations. La production de l'industrie manufacturière a augmenté nettement; en comparaison annuelle, elle s'est accrue de 3,7%. D'après les enquêtes les plus récentes, la production industrielle devrait une nouvelle fois progresser vigou-

reusement au cours des prochains mois, grâce à la forte demande étrangère. Le climat de consommation s'est encore amélioré en septembre, ce qui annonce une reprise graduelle de la consommation privée.

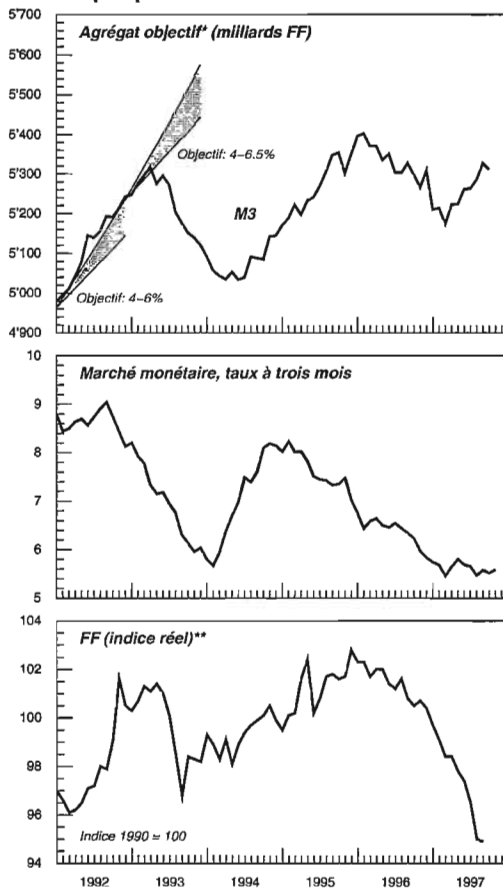
L'emploi a augmenté modestement du deuxième au troisième trimestre et de 0,7% par rapport à son niveau du troisième trimestre de 1996. Le taux de chômage est resté à 12,5%. Etant donné la hausse des prix de l'énergie, le renchérissement s'est accéléré temporairement; en octobre, il s'établissait de nouveau à environ 1%.

En septembre, le gouvernement français a présenté le budget pour 1998. Le déficit public global, qui englobe également les collectivités régionales et locales ainsi que la Sécurité sociale, devrait être ramené à 258 milliards de francs français, ce qui correspond à 3% du produit intérieur brut. Selon les estimations, l'excédent de dépenses de l'exercice 1997 s'inscrira à 271 milliards de francs français ou à 3,1% du produit intérieur brut. En 1998, les recettes devraient croître de 4,1%. Afin d'atteindre cet objectif, tant l'impôt sur le revenu que l'impôt sur les sociétés seront relevés. En termes nominaux, les dépenses ne devraient augmenter que de 1,7% et donc stagner en termes réels. Des coupes claires dans le budget de la défense compenseront la forte expansion des dépenses occasionnées par la lutte contre le chômage, notamment par un programme d'occupation qui permettra de créer dans le secteur public, ces prochaines années, 350 000 emplois pour les jeunes.

En octobre, la Banque de France a emboîté le pas à l'Allemagne et porté son taux des appels d'offres de 3,1% à 3,3%. Elle a maintenu son taux des prises en pension à 4,6%. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a augmenté pour s'inscrire à 3,5% en octobre. Quant au rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat, il a passé de 5,7% au deuxième trimestre à 5,5% au trimestre suivant.

Du deuxième au troisième trimestre, la masse monétaire M₃ a progressé de 1,1%. En comparaison annuelle, elle est restée stable. L'endettement intérieur total, que la banque centrale utilise comme indicateur monétaire supplémentaire,

Graphique 6: France



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

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

s'est accru plus rapidement qu'au deuxième trimestre.

Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, l'essor de la conjoncture s'est poursuivi au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,6%, contre 3,2% au trimestre précédent. La consommation privée, qui a progressé de 4,4% par rapport au trimestre correspondant de 1996,

est restée le principal stimulant de cette expansion. Par contre, les investissements et les exportations ont perdu de la vigueur. Quant aux importations, elles se sont accrues sensiblement. La récente évolution observée dans le commerce extérieur s'explique sans doute en grande partie par la hausse de la monnaie britannique. Pondérée par le commerce extérieur, la livre sterling a gagné, en l'espace d'un an, près de 20% en termes réels.

La croissance économique a été soutenue au troisième trimestre également. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel s'est inscrit 3,9% au-dessus du niveau observé un an auparavant. Etant donné la forte progression de l'emploi ainsi que l'évolution favorable du revenu et de la fortune des ménages, la consommation a continué à monter en flèche. Du côté des exportations, une détérioration a par contre été enregistrée. Les entrées de commandes ayant encore diminué, les perspectives de production dans l'industrie se sont assombries.

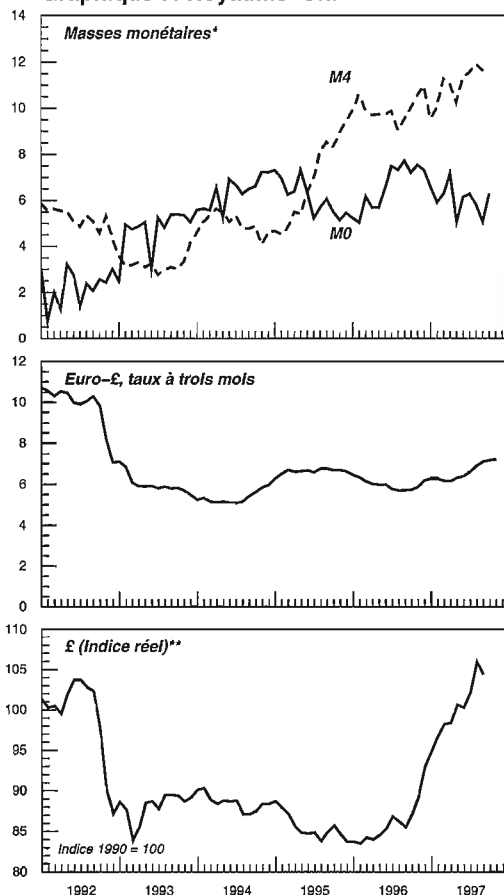
Au troisième trimestre, le taux de chômage est tombé à 5,3%, ce qui correspond à son niveau le plus bas depuis dix-sept ans. Simultanément, le nombre des places vacantes a très vivement progressé et dépassé de plus de 20% le niveau du troisième trimestre de 1996.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a passé de 2,7% à 3,5% au troisième trimestre; l'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, s'est accrue de 0,2 point pour atteindre 2,8%. En comparaison annuelle, les prix à la production ont augmenté de 1,4%, contre 1% au trimestre précédent.

La Banque d'Angleterre a porté son taux directeur de 7% à 7,25% au début de novembre; elle l'avait déjà relevé d'un point, en quatre étapes, entre mai et août. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois atteignait 7,2% en octobre, contre 6,9% en juillet. Durant la même période, le rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat a diminué de 0,5 point pour s'inscrire à 6,5%; il est ainsi descendu au-dessous du niveau des taux à court terme.

Dans le rapport qu'il a publié en novembre sur l'inflation, l'institut d'émission britannique a expli-

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

qué le relèvement de son taux directeur par l'aggravation du risque inflationniste due à la croissance toujours forte de la consommation privée, de la production et de l'agrégat M_4 .

L'expansion de M_0 s'est ralentie au troisième trimestre, passant à 5,6%. En revanche, la progression de M_4 , qui répond à une définition plus large, a marqué une accélération pour atteindre 11,8%. Ces deux agrégats étaient ainsi supérieurs à leurs corridors de croissance, fixés entre 0 et 4% pour M_0 et entre 6 et 9% pour M_4 .

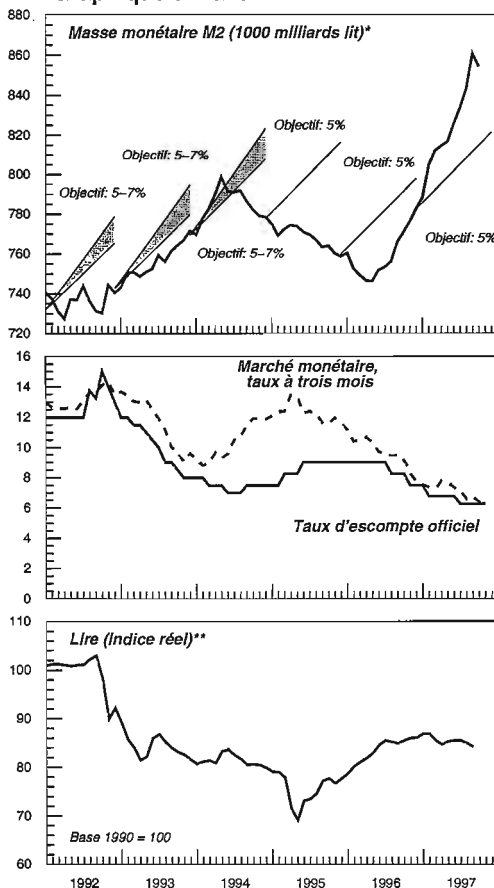
Italie

Au deuxième trimestre, la conjoncture a enregistré une vigoureuse reprise en Italie. Après une diminution de 0,6% au premier trimestre, le produit intérieur brut réel s'est accru de 1,9% en comparaison annuelle. Par rapport au deuxième trimestre de 1996, la demande intérieure a augmenté de 3,5%. La consommation privée et le fort relèvement des stocks ont été les principaux soutiens de l'expansion économique, alors que la consommation publique et les investissements en biens d'équipement n'ont que légèrement progressé. Les investissements en constructions ont reculé sensiblement. Quant au commerce extérieur, il a gagné en dynamisme au deuxième trimestre; la hausse des importations a été nettement supérieure à celle des exportations.

L'économie a continué à se rétablir au troisième trimestre. Le produit intérieur brut réel a crû de 1,9% entre le troisième trimestre de 1996 et le trimestre correspondant de 1997. La production industrielle a augmenté pour s'inscrire 3,1% au-dessus du niveau observé un an auparavant. Selon les enquêtes les plus récentes effectuées auprès des entreprises, les perspectives de production pour le quatrième trimestre se sont améliorées considérablement, grâce surtout aux commandes plus nombreuses en provenance de l'étranger. La consommation privée a encore progressé au troisième trimestre, du fait surtout des avantages fiscaux accordés sur les achats de voitures; en comparaison annuelle, les ventes de voitures neuves ont haussé de plus de 50%. Le climat de consommation a lui aussi bénéficié d'une nette embellie au cours du troisième trimestre. Le redressement de la demande intérieure s'est reflété dans la forte augmentation des importations.

Du deuxième au troisième trimestre, le taux de chômage a passé de 12,4% à 12,1%, alors que l'emploi a stagné. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a continué à baisser au troisième trimestre pour s'établir à 1,5%. Après une hausse de 5% en juillet, les salaires dépassaient, en septembre, de 4,6% leur niveau du trimestre correspondant de 1996. Cette progression relativement forte s'explique par un accord conclu entre partenaires sociaux, accord selon lequel les salaires sont adaptés au ren-

Graphique 8: Italie



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

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

chérissement – non compensé jusque-là – tous les deux ans.

Le gouvernement italien a présenté en septembre le budget pour 1998. Le déficit des comptes de l'Etat atteint 57 billions de liras ou 2,8% du produit intérieur brut. Ce budget prévoit des recettes supplémentaires de 10 billions et des réductions de dépenses de 15 billions de liras, qui devraient compenser en partie des rentrées fiscales à caractère uniques. Le gouvernement table sur d'autres recettes qui proviendront de la réforme de la TVA et du renforcement de la lutte contre l'éva-

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

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

	1993	1994	1995	1996	1997					
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	3,0	2,6	2,8	2,9	2,3	2,2	2,2	2,2	2,2	2,1
Japon	1,2	0,7	-0,1	0,1	2,0	2,1	1,9	2,1	2,4	2,5
Allemagne	4,5	2,7	1,8	1,5	1,6	2,0	1,9	2,1	1,9	1,8
France	2,1	1,7	1,8	2,0	0,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,0
Royaume-Uni	1,6	2,5	3,4	2,5	2,7	3,5	3,3	3,5	3,6	3,7
Italie	4,2	3,9	5,4	3,9	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4	1,6
Suisse	3,3	0,9	1,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3

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

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

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

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

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

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

	1993	1994	1995	1996	1996			1997		
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Etats-Unis	-90,8	-133,5	-129,1	-148,2	-35,6	-42,8	-36,9	-40,0	-39,0	
Japon ^{b)}	131,6	130,2	111,0	65,8	14,6	15,9	16,2	16,8	25,2	24,5
Allemagne ^{a)}	-14,6	-20,5	-23,9	-13,7	-4,5	-2,5	-2,8	-6,9	1,5	
France ^{a)}	11,8	7,4	10,9	20,5	2,9	5,5	5,5	10,0	11,3	
Royaume-Uni ^{a)}	-15,5	-2,5	-5,8	-0,8	0,9	-0,7	0,9	2,1	0,8	
Italie ^{a)} ^{b)}	10,2	14,1	26,8	41,0	10,7	14,7	9,4	8,8	7,0	
Suisse ^{b)}	19,4	17,5	21,4	21,4	4,6	5,2	6,0	4,8	4,6	5,0

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

^{b)} Variations saisonnières non déduites

sion fiscale. Les compressions de dépenses seront obtenues principalement grâce à la diminution de subventions et d'économies dans le système des retraites.

Au troisième trimestre, la Banque d'Italie a maintenu le taux de l'escompte à 6,25%, et le taux lombard, à 7,75%. La rémunération des dépôts à trois mois a diminué quelque peu pour s'établir à 6,7%, alors que le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat a fléchi sensiblement, passant de 7,4% au deuxième trimestre à 6,5% au trimestre suivant.

La masse monétaire M_2 s'est accrue de 11,6% au troisième trimestre, contre 10% au trimestre précédent. Elle était ainsi nettement supérieure à son sentier de croissance, fixé par la Banque d'Italie à 5%.

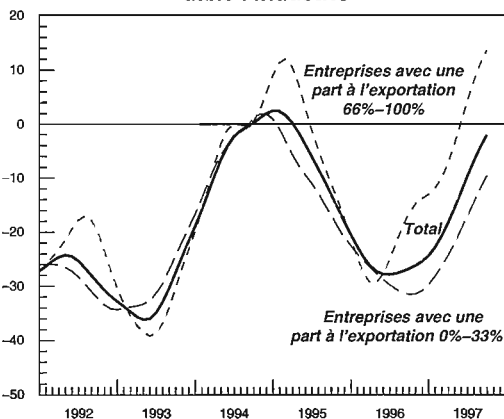
C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Au troisième trimestre, la reprise conjoncturelle s'est poursuivie en Suisse. Le produit intérieur brut réel a progressé un peu moins rapidement d'un trimestre à l'autre. Par rapport au troisième trimestre de 1996, il a augmenté de 0,8% (deuxième trimestre: 0,2%). Les exportations de biens et de services, qui ont de nouveau enregistré des rythmes de croissance élevés, ont continué d'être les principaux soutiens de la conjoncture. L'expansion des importations s'est tassée un peu en volume; mais le ralentissement a été prononcé dans les importations de services notamment. Au total, la contribution du commerce extérieur à la croissance du produit intérieur brut a donc été légèrement positive. Si, du deuxième au troisième trimestre, la consommation privée a marqué une légère hausse en termes réels, les investissements ont crû vigoureusement. Dans la construction par contre, les tendances récessives se sont maintenues, alors que cette branche avait joué un rôle moteur au cours de phases similaires dans le passé.

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie*



Série lissée; total et répartition selon la part des exportations

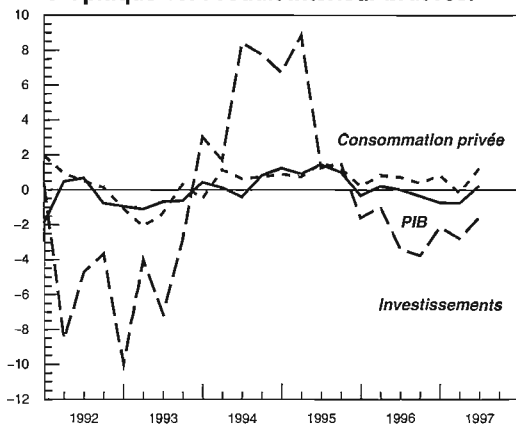
* Il s'agit d'un indicateur composite qui tient compte des quatre éléments suivants: entrées de commandes et production, par rapport au mois correspondant de l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis.

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

L'activité a continué à s'améliorer dans l'industrie. Selon l'indicateur du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la marche des affaires dans cette branche s'est inscrite en septembre au niveau de la ligne de partage qui équivalait à une situation satisfaisante. La production, les entrées de commandes et, pour la première fois, les carnets de commandes ont augmenté du deuxième au troisième trimestre. L'amélioration a touché davantage les branches à vocation exportatrice que les entreprises axées sur le marché intérieur. Dans les deux branches, les stocks de produits finis n'ont été considérés comme trop élevés que par une faible majorité de participants, alors que les carnets de commandes ont encore été estimés à un niveau trop bas. Le taux d'utilisation des capacités techniques atteignait 84,8% au troisième trimestre, contre 83,8% au deuxième. Pour la première fois depuis plus de deux ans, l'effectif du personnel a de nouveau progressé légèrement d'un trimestre à l'autre.

Le demande accrue émanant de l'étranger a entraîné une amélioration sensible des bénéfices des entreprises exportatrices, tandis que ceux

Graphique 10: Produit intérieur brut réel*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFQC

des branches axées sur le marché intérieur ont au moins interrompu leur mouvement de repli. Mais les prix de ventes, toujours orientés à la baisse, ont pesé sur les bénéfices de ces deux branches.

Pour ces prochains mois, tant les entreprises à vocation exportatrice que celles qui travaillent sur le marché intérieur s'attendent à une tendance toujours ascendante des entrées de commandes et de la production.

Dans les différentes branches de l'industrie, la marche des affaires a continué à évoluer inégalement. D'un trimestre à l'autre, la production a nettement augmenté dans les biens d'équipement. L'effectif du personnel a été jugé à peine trop élevé, et le taux d'utilisation des capacités techniques a progressé. Dans les biens de consommation, l'amélioration a été moins marquée. Pour ce qui est de l'alimentation, des boissons et du tabac, mais aussi du textile, la production a crû pour la première fois en septembre, en comparaison annuelle, et les attentes pour le proche avenir sont empreintes de confiance. Dans l'habillement par contre, les entrées de commandes et la production ont encore reculé.

Consommation

La consommation privée a encore progressé au troisième trimestre. Par rapport à la période cor-

respondante de 1996, elle a augmenté de 1,2%, contre 1,3% au deuxième trimestre.

La reprise de la consommation n'a guère influé sur les chiffres d'affaires du commerce de détail, en termes réels et par jour ouvrable. Au troisième trimestre, ceux-ci ont poursuivi leur repli en données corrigées des variations saisonnières. Ils ont toutefois été supérieurs de 0,4% à leur niveau du même trimestre de 1996. Le chiffre d'affaires des biens durables a augmenté nettement du fait des ventes accrues de voitures et d'appareils ménagers. Les achats de produits alimentaires, de boissons et de tabac ont stagné, alors que ceux dans le textile et l'habillement ont diminué légèrement. Dans les services, le nombre des nuitées de la clientèle suisse a progressé tant d'un trimestre à l'autre que par rapport au troisième trimestre de 1996; il avait régressé au deuxième trimestre.

Selon l'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, une majorité croissante de détaillants s'attendent à une hausse de leurs chiffres d'affaires pour les six prochains mois. Les résultats de l'enquête menée en octobre par l'Office fédéral des questions conjoncturelles montrent que le climat de consommation s'est de nouveau notablement amélioré; l'indice est toutefois resté dans la zone négative. Les ménages ont considéré une nouvelle fois la situation de l'emploi comme très incertaine.

Investissements

Au troisième trimestre, les investissements n'ont diminué que légèrement en données corrigées des variations saisonnières. Aussi se sont-ils presque inscrits (-0,1%) à leur niveau de la période correspondante de 1996. Les investissements en constructions ont continué à régresser, mais ceux en biens d'équipement se sont accrus vigoureusement.

Le repli des investissements en constructions s'est légèrement ralenti au troisième trimestre. Ces investissements ont diminué de 5,1% par rapport au troisième trimestre de 1996; le recul avait été de 5,6% au deuxième trimestre. Les livraisons de ciment ont régressé de 3,2% en comparaison annuelle, contre 3,7% au trimestre

précédent. Le ralentissement du repli est dû avant tout à une stabilisation dans le génie civil. Ce dernier a enregistré des commandes en hausse depuis le début de l'année. Les commandes proviennent essentiellement des collectivités publiques et leur évolution s'explique vraisemblablement en partie par le programme d'investissement de la Confédération, adopté au printemps de cette année. Dans la construction d'immeubles industriels et artisanaux, mais aussi de logements, les carnets de commandes ont par contre continué à fléchir fortement.

Les résultats de l'enquête mensuelle menée dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ font également apparaître une stabilisation graduelle de la situation. La marche des affaires dans l'industrie de la pierre et de la terre, qui est proche de la construction, s'est améliorée en comparaison annuelle, mais est toujours restée dans la zone négative. L'appréciation des carnets de commandes a été moins pessimiste, et un repli moins prononcé que précédemment est attendu dans les entrées de commandes. Par contre, l'enquête trimestrielle sur la construction a reflété une situation toujours aussi morose. L'activité dans le secteur principal de la construction s'est contractée au troisième trimestre dans

la même mesure environ qu'au premier semestre de 1997. La réserve de travail s'est inscrite à un niveau identique à celui du troisième trimestre de 1996, soit à 3 mois. Dans le bâtiment comme dans le génie civil, l'activité est restée maussade. Les entrepreneurs escomptent un nouveau repli des prix dans les deux secteurs. Pour les trois à six prochains mois, les entrées de commandes sont jugées toutefois avec un peu plus d'optimisme. La part des travaux de transformation et de rénovation dans le secteur principal de la construction a continué à s'accroître fortement, passant de 30,5% au troisième trimestre de 1996 à 37,5% à la période correspondante de 1997.

Au troisième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont progressé nettement en données corrigées des variations saisonnières. Par rapport à la période correspondante de 1996, ils ont augmenté de 6,5% (deuxième trimestre: 3,6%). Les importations de biens d'équipement se sont accrues de 5,2%. Selon l'enquête trimestrielle que la Société suisse des constructeurs de machines a menée auprès de ses membres, la production de biens d'équipement destinés au marché intérieur a enregistré une progression pour la deuxième fois consécutive. Les commandes d'origine suisse se sont élevées vive-

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

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

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

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

ment, après un repli au deuxième trimestre. Cette évolution est due en grande partie à une grosse commande passée par les CFF. Le taux d'utilisation des capacités techniques s'est maintenu à 87,5% dans l'industrie des machines.

Commerce extérieur

Le commerce extérieur a gagné en dynamisme au troisième trimestre. En données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables, les exportations de marchandises ont fortement augmenté d'un trimestre à l'autre. Par rapport au troisième trimestre de 1996, elles ont progressé de 9,8%. Les livraisons à l'étranger de biens d'équipement se sont accrues de 10,5%, enregistrant ainsi une hausse plus de deux fois supérieure à celle de la période précédente. En outre, les exportations de matières premières et de produits semi-finis ont continué à croître à un rythme soutenu (13,1%). Le fait saillant a été l'augmentation de 5,8% des exportations de biens de consommation, après une stagnation au deuxième trimestre.

Cette conjoncture favorable s'est reflétée presque dans toutes les branches importantes. Les

ventes à l'étranger de l'industrie des machines et de l'électronique ont été supérieures de 12,1% à celles du troisième trimestre de 1996. Grâce à la hausse de la production industrielle, qui a été observée chez des partenaires commerciaux importants, les exportations de la métallurgie et de l'industrie des matières plastiques se sont accrues sensiblement. Les livraisons à l'étranger de l'industrie chimique ont augmenté inégalement. Elles ont toutefois retrouvé un certain dynamisme, car la demande de produits pharmaceutiques et de colorants s'est renforcée. Les exportations de l'industrie horlogère ont diminué en volume, alors qu'elles ont progressé de 15% en valeur. Cela est dû surtout à un mouvement vers les articles haut de gamme. Les exportations de produits alimentaires, de boissons et de tabac ont reculé, après une hausse légère au deuxième trimestre.

Cette vigueur des exportations s'est répartie sur toutes les régions importantes. Les ventes à l'UE ont progressé de 10,4%, du fait surtout de la forte croissance des exportations vers l'Italie, le Royaume-Uni et le Benelux. Si les livraisons à l'Allemagne ont augmenté sensiblement, celles vers la France ont marqué une hausse inférieure à la moyenne. Stimulées par la vive expansion de l'économie américaine, les exportations vers les

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

	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}	1995 ^{a)}	1996 ^{a)}	1996 ^{a)}			1997		
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Exportations, volume	0,6	4,9	4,2	2,1	2,9	2,4	1,7	-1,6	7,9	9,8
dont: mat. prem. et prod.										
semi-finis	-1,7	9,4	0,4	1,8	-1,1	4,0	8,8	2,0	13,7	13,1
biens d'équipement	-2,2	5,7	7,3	2,7	4,9	4,5	-1,1	-1,3	7,8	10,5
biens de consommation	5,6	0,6	4,5	1,6	4,0	-1,1	-0,4	-5,1	3,2	5,8
Valeurs moyennes à l'exportation	0,0	-0,7	-2,1	0,3	-1,0	-0,4	1,5	5,1	4,3	3,3
Importations, volume	-1,2	9,4	6,5	1,5	-0,9	3,4	0,9	0,9	8,9	9,6
dont: mat. prem. et prod.										
semi-finis	-1,3	10,9	2,8	-2,4	-6,7	-0,5	-0,1	1,0	13,4	10,9
biens d'équipement	-4,1	13,6	17,9	1,7	-0,6	7,3	-1,8	-2,7	8,4	5,2
biens de consommation	1,5	6,4	2,9	4,2	3,8	4,0	2,5	-3,5	4,4	11,0
Valeurs moyennes à l'importation	-2,2	-4,8	-2,3	-0,2	0,6	-1,1	0,8	6,1	4,1	5,0

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

² Données non corrigées des jours ouvrables

^{a)} Chiffres révisés

Source: Direction générale des douanes fédérales

Etats-Unis ont continué à croître à un rythme soutenu, et les fournitures au Japon ont également gagné en dynamisme. Les exportations vers les pays émergents et en transition se sont accrues de 19,8% et de 21,5%; en particulier, celles vers la CEI, Singapour, Hong-Kong et le Brésil ont enregistré une augmentation vigoureuse. Les ventes aux pays en développement non exportateurs de pétrole ont été nettement supérieures à celles du troisième trimestre de 1996, après avoir reculé au deuxième trimestre.

D'un trimestre à l'autre, les importations se sont accrues elles aussi fortement en volume ainsi qu'en données corrigées des variations saisonnières et des jours ouvrables. Par rapport au troisième trimestre de 1996, elles ont augmenté de 9,6%. Les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont marqué une hausse de 10,9%, ce qui s'explique surtout par des importations accrues de produits chimiques. Les importations de biens d'équipement se sont élevées de 5,2%, à cause d'une progression des

achats de machines et d'appareils destinés au secteur des services. Du côté des biens de consommation, les importations ont crû de 11%, après n'avoir guère augmenté au deuxième trimestre. Les importations de produits pharmaceutiques et de biens durables, tels que véhicules, appareils électroniques et bijoux, ont progressé dans une mesure particulièrement vigoureuse. Par contre, les livraisons dans l'habillement et la chaussure ont stagné.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation ont haussé de 3,3%, et ceux à l'importation, de 5%. L'évolution des prix à l'exportation est due avant tout à des déplacements au sein des biens de consommation.

En comparaison annuelle et en valeur, les importations de marchandises ont une nouvelle fois augmenté plus fortement que les exportations. Ainsi, la balance commerciale a enregistré un déficit de 0,4 milliard de francs au troisième trimestre, alors qu'elle avait dégagé un excédent de

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

	1994	1995 ^{a)}	1996 ^{b)}	1996 ^{b)}			1997 ^{c)}		
				2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Recettes									
Exportations de biens	99,4	99,8	102,2	25,5	24,5	27,1	26,5	28,8	27,7
Commerce spécial (total 2)	95,8	96,2	98,6	24,6	23,7	26,1	25,5	27,8	26,8
Exportations de services	30,9	30,8	32,4	7,9	8,7	7,5	8,3	8,6	9,8
Revenus du travail et des capitaux	36,6	37,3	39,4	9,7	9,7	10,8	11,2	11,2	11,6
Transferts courants	3,5	3,5	3,7	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Total des recettes	170,4	171,4	177,6	44,0	43,9	46,3	47,0	49,6	50,1
Dépenses									
Importations de biens	97,2	98,8	101,0	25,4	24,1	26,0	27,4	29,2	28,2
Commerce spécial (total 2)	92,6	94,5	96,7	24,4	23,1	24,9	26,2	28,0	27,1
Importations de services	15,3	15,6	16,8	4,5	5,0	3,9	3,7	4,7	5,3
Revenus du travail et des capitaux	25,9	23,4	25,0	6,2	6,3	6,5	6,9	7,0	7,1
Transferts courants	8,1	8,3	8,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Total des dépenses	146,5	146,1	151,2	38,2	37,5	38,5	40,0	42,9	42,7
Soldes									
Biens	2,2	1,0	1,1	0,0	0,4	1,1	-0,9	-0,4	-0,5
Commerce spécial (total 2)	3,2	1,8	1,9	0,2	0,6	1,2	-0,6	-0,2	-0,4
Services	15,6	15,2	15,6	3,5	3,7	3,6	4,6	3,9	4,5
Revenus du travail et des capitaux	10,7	13,9	14,3	3,5	3,4	4,3	4,3	4,3	4,5
Transferts courants	-4,7	-4,8	-4,7	-1,2	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Solde des transactions courantes	23,9	25,3	26,4	5,8	6,4	7,8	6,9	6,7	7,4

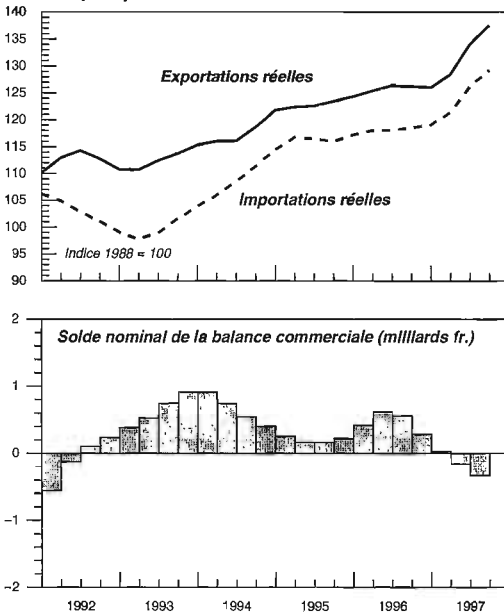
¹ Des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis.

^{a)} Chiffres révisés

^{b)} Chiffres provisoires

^{c)} Selon des estimations

Graphique 11: Commerce extérieur*



* Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

0,6 milliard de francs un an auparavant. Le solde actif de la balance des services a progressé de 0,8 milliard pour atteindre 4,5 milliards de francs. Les recettes tirées du tourisme et les commissions bancaires ont crû nettement par rapport à la période correspondante de 1996. L'excédent de la balance des revenus de facteurs a passé de 3,4 milliards à 4,5 milliards de francs, du fait de recettes accrues provenant des investissements directs et de portefeuille, mais aussi des opérations que les banques ont passées sur différences d'intérêts. Quant à celui de la balance des transactions courantes, il s'est inscrit à 7,4 milliards de francs, contre 6,4 milliards au troisième trimestre de 1996.

Emploi et marché du travail

Du deuxième au troisième trimestre, l'emploi n'a diminué que légèrement en données corrigées des variations saisonnières. Ainsi, il était inférieur de 1,7% à son niveau de la période correspondante de 1996. Le recul s'est ralenti pour les em-

ploi à plein temps, alors qu'il a marqué une accélération (-2,2%) pour ceux à temps partiel.

En comparaison annuelle, le repli de l'emploi s'est atténué dans le secteur secondaire (-2,4%) comme dans le tertiaire (-1,1%). Dans la construction, les pertes d'emplois ont été plus lourdes que précédemment; la baisse était de 4,3% par rapport au troisième trimestre de 1996. L'emploi a évolué inégalement au sein de l'industrie et des services. Il a progressé dans l'industrie chimique, dans les matières plastiques et le caoutchouc ainsi que dans l'édition et l'imprimerie. Son recul s'est ralenti dans l'industrie du bois, dans l'alimentation, dans la métallurgie et dans le textile, mais s'est accéléré dans l'industrie électrique ainsi que dans l'horlogerie et dans les instruments de précision. Dans l'industrie des machines, le nombre des postes de travail a fléchi de 3,6% en l'espace d'une année. Parmi les services, l'emploi a progressé de 11,7% dans l'informatique; il a également dépassé son niveau du troisième trimestre de 1996 dans l'administration publique et le commerce de gros, de même que dans les banques et les assurances. Par contre, il a continué à régresser dans les autres branches, notamment dans l'automobile, dans l'hôtellerie ainsi que dans la santé et les activités sociales.

Entre février et septembre, l'indice Manpower des offres d'emploi a progressé sensiblement, après un mouvement de repli de près de deux ans. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a augmenté plus fortement encore; il était supérieur de 75% à celui de la période correspondante de 1996. La hausse a toutefois décollé en grande partie des emplois que les cantons ont mis à disposition dans le cadre des programmes d'occupation. En outre, les offices du travail ont exigé des entreprises qu'elles leur annoncent toujours les places vacantes.

De juillet à septembre, l'effectif des chômeurs a reculé en données corrigées des variations saisonnières, passant de 189 369 à 186 116 personnes. En septembre, le nombre des demandeurs d'emploi s'élevait à 240 000 en chiffres ronds et en données non corrigées des variations saisonnières. Il comprend les chômeurs recensés, mais aussi les personnes qui participent à un programme d'occupation, suivent un cycle de forma-

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

	1994	1995	1996	1996		1997				sept.	oct.		
				2 ^e trim.	3 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet			août	
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-0,4	0,0	-0,6	-0,2	-1,0	-0,7	-1,9	-2,0	-1,7				
Personnes occupées à plein temps ¹	-1,4	-0,5	-1,0	-0,6	-1,4	-1,3	-2,3	-2,1	-1,6				
Taux de chômage ^{2,3}	4,7	4,2	4,7	4,5	4,5	5,1	5,7	5,3	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8
Chômeurs ³	171 038	153 316	168 630	162 164	163 900	183 101	204 666	191 714	180 183	182 477	180 843	177 229	173 484
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	22 600	9 917	13 060	15 655	6 942	12 585	14 809	6 406	2 233	2 599	1 707	2 393	2 876
Places vacantes annoncées ³	5 224	5 401	5 605	6 338	5 773	5 017	7 381	10 492	10 353	10 988	10 186	9 885	9 799

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Sources: OFIAMT, OFS

tion, ont un emploi limité dans le temps ou sont à l'école de recrues. Il s'agit par conséquent de personnes qui seront à la recherche d'un emploi dans un avenir proche.

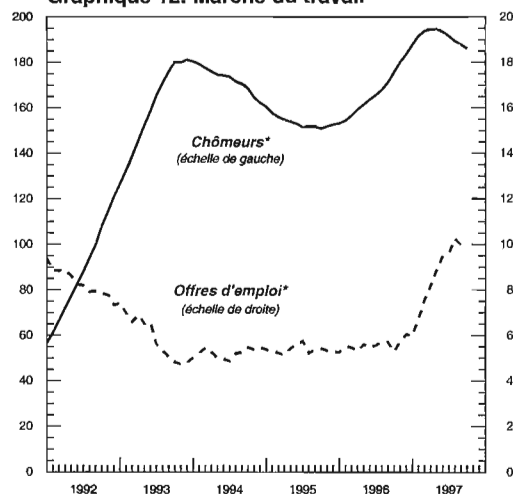
Le taux de chômage s'est établi à 5,1% au troisième trimestre, contre 5,4% au deuxième. Selon l'OFIAMT, ce recul s'explique, à raison des deux tiers, par les mesures susmentionnées que l'Etat a prises. Le taux de chômage a passé de 7% à 6,8% en Suisse romande et de 4,7% à 4,4% en Suisse alémanique. Par contre, il s'est maintenu à 7,7% au Tessin. Une répartition selon la durée montre que le nombre des personnes qui sont restées jusqu'à six mois sans emploi a fléchi nettement pour la première fois depuis le début de 1995. De même, l'effectif des chômeurs de la catégorie moyenne, soit de six à douze mois, est orienté à la baisse depuis le mois de juin. Mais le nombre des chômeurs de longue durée a continué à croître; leur part à l'ensemble des personnes sans emploi s'est inscrite à 33,3% en septembre, contre 26,4% en janvier.

Au mois d'octobre, 181 300 personnes étaient sans emploi. Le taux de chômage a ainsi diminué pour s'établir à 5% (en données corrigées des variations saisonnières). Le nombre des places

vacantes annoncées aux offices du travail a progressé, passant à 10 400.

Le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a continué à recu-

Graphique 12: Marché du travail



* En milliers; données cvs et sans les valeurs extrêmes

Source: OFIAMT

ler légèrement au troisième trimestre; il avait régressé fortement au cours des deux trimestres précédents. Il était de 5100 au troisième trimestre, contre 13 000 un an auparavant; le nombre des entreprises qui ont dû réduire leur horaire de travail a été inférieur de 50% à celui du troisième trimestre de 1996.

Prix

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 0,5% en moyenne son niveau de la période correspondante de 1996. Le renchérissement s'inscrivait à 0,3% en octobre; il n'a jamais été aussi bas depuis décembre 1986.

Les prix des marchandises ont augmenté de 0,7% au troisième trimestre, contre 0,3% au trimestre précédent. Cette légère accélération a résulté, d'une part, de la hausse des prix à l'importation et, d'autre part, de relèvements des prix – dus aux mauvaises conditions climatiques – de produits alimentaires. Dans les services, le renchérissement a passé en revanche de 0,7% au deuxième trimestre à 0,3% au troisième. Les prix dans le domaine de la santé et les loyers se sont accrus moins fortement qu'au trimestre précédent, alors que dans les communications, un re-

cul a été enregistré en comparaison annuelle. Par rapport au troisième trimestre de 1996, le renchérissement a été de 0,4%, au total, pour les services privés. En revanche, les prix des services publics ont diminué pour la première fois depuis 1988 (-0,2%).

Le renchérissement des marchandises et services suisses s'est inscrit à 0,3% en moyenne au troisième trimestre, contre 0,6% au trimestre précédent. En octobre, il est resté à 0,3%. D'un trimestre à l'autre, la hausse des prix des biens étrangers s'est accélérée, passant de 0,4% à 0,9%. Elle a toutefois fléchi fortement par la suite, puisqu'elle s'établissait à 0,1% en octobre.

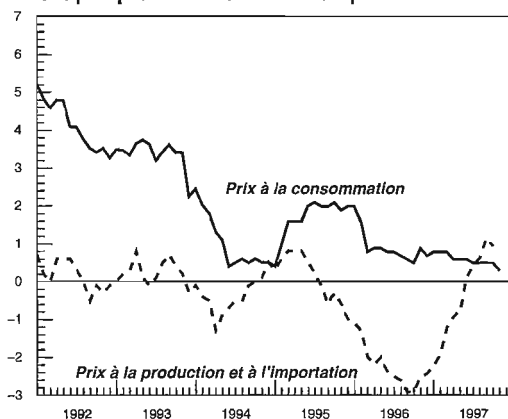
L'indice des prix de l'offre totale (prix à la production et à l'importation) a augmenté de 0,9% par rapport au troisième trimestre de 1996. Si les prix des biens importés se sont accrus de 4% au troisième trimestre (deuxième trimestre: 1,7%), les prix à la production ont continué à diminuer, mais de 0,4% seulement. En octobre, le renchérissement des biens importés était de 3,4%, et celui des biens suisses, de -0,2%. Parmi les biens importés, les matières premières notamment ont renchéri plus fortement qu'au deuxième trimestre.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Au troisième trimestre, la Banque nationale a continué à approvisionner généreusement l'économie en liquidités. Cette politique s'est reflétée dans le niveau toujours bas des rémunérations à court terme. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a augmenté de 0,3 point en octobre, pour s'inscrire à 1,7% en moyenne. Etant donné la nette amélioration de la conjoncture en Suisse, la Banque nationale n'est pas intervenue pour contrecarrer cette hausse qui s'inscrivait dans le sillage de celle des taux d'intérêt allemands. Du fait de la nette revalorisation du franc, elle a relâché, en novembre, les rênes de sa politique monétaire en injectant des liquidités supplémentaires sur le marché monétaire. Par la suite, le taux de l'argent au jour le jour a marqué un nouveau repli.

Graphique 13: Evolution des prix*



* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFS

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1,3}	MCD ^{1,4}	Variation en % ²	Variation en % ⁶
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 ⁵	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1996 ⁵	28 221	2,4	2 936	14,1	31 157	31 185	3,5	5,0
1996 ⁵ 3 ^e trim.	27 880	2,4	3 019	17,8	30 899	31 349	3,9	4,9
4 ^e trim.	28 786	3,2	3 294	24,1	32 080	31 771	5,0	5,0
1997 ⁵ 1 ^{er} trim.	29 342	4,2	3 453	30,5	32 795	32 481 ^P	6,0 ^P	9,2 ^P
2 ^e trim.	28 855	2,8	3 762	35,1	32 616	32 758 ^P	5,8 ^P	6,3 ^P
3 ^e trim.	28 528	2,3	3 831	26,9	32 359	32 796 ^P	4,6 ^P	4,3 ^P
1997 ⁵ avril	28 929	3,1	3 565	32,2	32 494	32 559 ^P	5,6 ^P	6,1 ^P
mai	28 925	3,0	3 729	32,9	32 654	32 851 ^P	5,6 ^P	6,9 ^P
juin	28 710	2,3	3 991	40,0	32 701	32 865 ^P	6,0 ^P	6,0 ^P
juillet	28 722	2,1	3 858	40,6	32 580	32 876 ^P	5,6 ^P	5,3 ^P
août	28 420	2,4	3 800	18,2	32 220	32 777 ^P	3,9 ^P	4,2 ^P
sept.	28 441	2,5	3 835	23,7	32 276	32 734 ^P	4,3 ^P	3,6 ^P
oct.	28 706	2,8	3 621	14,0	32 327	32 853 ^P	3,6 ^P	3,7 ^P
nov.	28 653	1,8	3 836	16,6	32 489	32 751 ^P	3,1 ^P	3,1 ^P

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

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

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

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

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

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

^P Chiffres provisoires

La monnaie centrale désaisonnalisée évoluait encore nettement au-dessus de son sentier de croissance à moyen terme, bien que son expansion se soit de nouveau ralentie. En moyenne du troisième trimestre, la monnaie centrale atteignait 32 796 millions de francs, dépassant ainsi de 3,2% le niveau du quatrième trimestre de 1996. En taux annualisé, elle a crû de 4,3%, contre 6,3% au deuxième trimestre. L'écart vis-à-vis du sentier de croissance est resté à 4% en moyenne, ce qui correspond tout de même à une légère diminution par rapport au deuxième trimestre (4,2%).

Au troisième trimestre, la monnaie centrale a été d'environ 100 millions de francs inférieure à la prévision faite par la Banque nationale au mois de juillet. Cette différence est due principalement à la moins forte hausse des billets en circulation, les-

quels dépassaient de 2,3% leur niveau du trimestre correspondant de 1996, contre 2,8% au deuxième trimestre. Depuis le mois de février 1996, la demande de billets de banque – en particulier de grosses coupures – a en effet marqué une très vive augmentation. Cette dernière explique en grande partie les écarts de la monnaie centrale vis-à-vis de son sentier de croissance à moyen terme et amplifie le caractère expansionniste de la politique monétaire. Les raisons de cette forte hausse des billets en circulation ne sont pas claires. Le ralentissement de la croissance, observé au troisième trimestre, semble toutefois indiquer que la demande de grosses coupures devrait se stabiliser graduellement.

Pour le quatrième trimestre de 1997, la Banque nationale s'attend à ce que le niveau moyen de la monnaie centrale s'inscrive à 32,6 milliards de

Tableau 7: Agrégats monétaires¹
(Définition 1995)

	M ₁	M ₂	M ₃
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995	6,8	4,9	2,2
1996 ^P	11,7	11,9	6,9
1996 3 ^e trim.	11,0	10,7	7,2
4 ^e trim.	9,7	8,5	7,2
1997 1 ^{er} trim. ^P	9,5	6,2	6,9
2 ^e trim. ^P	10,6	7,0	5,9
3 ^e trim. ^P	12,1	7,9	4,7
1997 avril ^P	8,2	5,1	5,8
mai ^P	12,1	8,0	6,4
juin ^P	11,7	8,0	5,5
juillet ^P	13,0	8,3	5,2
août ^P	13,2	8,7	4,8
sept. ^P	10,2	6,8	4,1
oct. ^P	9,3	5,8	4,1

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

^P Chiffres provisoires

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

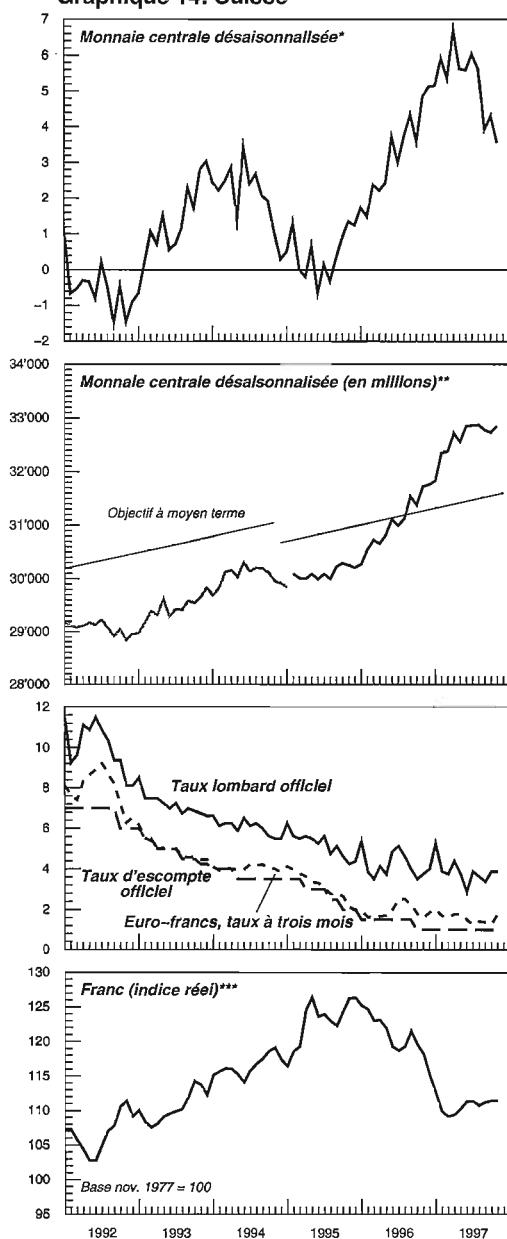
M₂ = M₁ + dépôts d'épargne

M₃ = M₂ + dépôts à terme

francs. Par rapport au quatrième trimestre de 1996, la croissance de la monnaie centrale devrait donc continuer à fléchir pour s'établir à 2,6%. Ces chiffres doivent cependant être considérés avec prudence, eu égard au récent lancement du billet de 200 francs.

L'évolution des agrégats monétaires au sens large reflète la politique monétaire assouplie menée du milieu de 1996 au milieu de 1997. En données corrigées des variations saisonnières, les masses monétaires M₁ et M₂ ont de nouveau fortement progressé par rapport au trimestre précédent. Cette progression est imputable pour l'essentiel aux transferts qui ont été opérés des dépôts à terme vers les dépôts à vue, à la suite du léger recul des taux d'intérêt jusque vers le milieu de 1997. En comparaison annuelle, l'agrégat M₁ s'est accru de 12,1%. Les dépôts à vue ont enregistré une hausse bien plus forte que les autres comptes de transactions ou le numéraire. Pendant cette même période, la masse monétaire M₂, qui comprend M₁ et les dépôts d'épargne, a crû de 7,9%. Par contre, l'expansion de M₃ a nette-

Graphique 14: Suisse



* Variation en % par rapport à l'année précédente

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

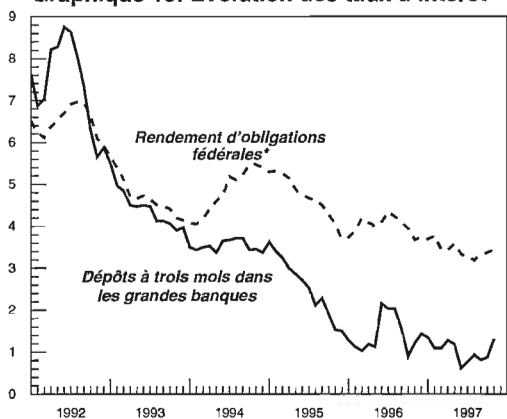
***Cours pondéré par les exportations

ment fléchi. Cet agrégat n'a en effet que peu augmenté d'un trimestre à l'autre, en raison notamment du repli marqué des dépôts à terme; il était toutefois encore supérieur de 4,7% à son niveau observé un an auparavant.

Marché monétaire

De juillet à septembre, les taux suisses à court terme sont restés pratiquement inchangés à leur bas niveau du deuxième trimestre. Le taux de l'argent au jour le jour s'est inscrit à 1,2% en moyenne. Les rémunérations appliquées aux dépôts à trois mois étaient de 1,4% sur le marché des euro-francs et de 0,9% dans les grandes banques. De son côté, le rendement à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération s'est établi à 1,3%. En octobre, les taux des dépôts en francs ont légèrement progressé, suivant ainsi le mouvement observé dans d'autres pays européens. Le taux moyen de l'argent au jour le jour s'est ainsi élevé à 1,5% en octobre. Quant aux taux des dépôts à trois mois, ils ont augmenté jusqu'à 0,4 point par rapport au trimestre précédent. En novembre, le taux de l'argent au jour le jour a de nouveau reculé pour s'établir à 1,3% en moyenne.

Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt



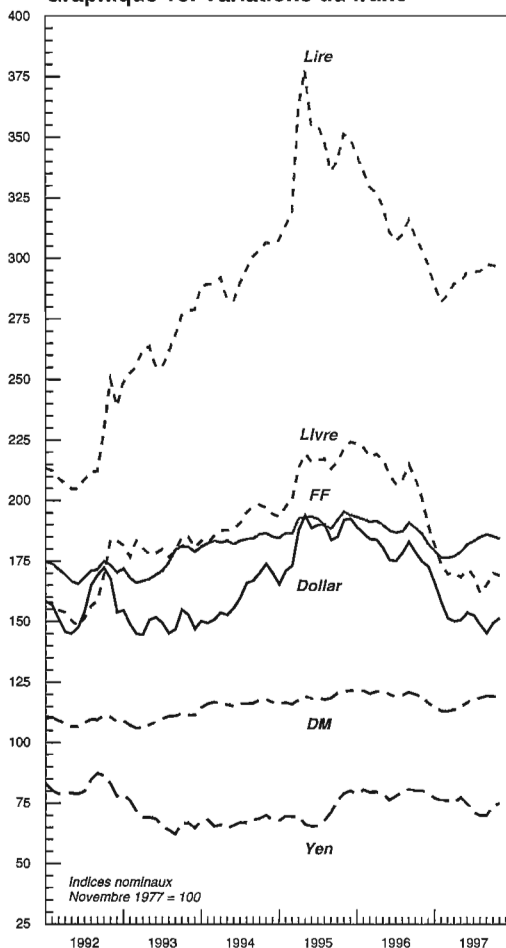
* Le calcul est fait d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé la plus proche, selon que les cours sont inférieurs ou supérieurs au cours auquel un remboursement anticipé peut être demandé.

En octobre et en novembre, il y avait toujours un écart de 1% de point environ entre les taux allemands et suisses servis sur les dépôts à trois mois sur l'euro-marché. Par contre, la différence d'intérêt en faveur des placements en dollars a reculé pour passer de 4,2 à 3,8 points en moyenne.

Marché des changes

De juillet à octobre, le cours nominal du franc, pondéré en fonction des exportations, a de nou-

Graphique 16: Variations du franc*



* En termes de quelques monnaies étrangères

veau augmenté légèrement. En octobre, il dépassait de 1% son cours du mois de juillet, mais était encore inférieur de 3,6% à son niveau enregistré un an auparavant. Le franc s'est revalorisé par rapport aux monnaies des pays participant au mécanisme de change du SME. Face au mark allemand, qui affichait un cours de fr. 81,40 début novembre, le franc a progressé de 2,8% depuis le mois de juillet. Il a en outre repris du terrain vis-à-vis du franc français (2,2%), de la livre sterling (3,5%), de la lire italienne (3,6%) et du yen (7,9%). Durant cette même période, le franc s'est également apprécié face au dollar des Etats-Unis, qui s'échangeait à fr. 1,41 début novembre. Il dépassait ainsi de près de 4% son niveau du mois de juillet.

En termes réels, la valeur extérieure du franc a progressé de 0,6% entre les mois de juillet et d'octobre, mais s'inscrivait toujours 6,8% au-dessous de son niveau de la période correspondante de 1996 (deuxième trimestre: 7,5%). En comparaison annuelle, le franc a enregistré les plus fortes baisses en termes réels vis-à-vis de la livre sterling (20,7%), du dollar (17,8%) et du yen (8,8%). Par rapport à la lire, au mark et au franc français, il a perdu respectivement 4,8%, 3,2% et 2,4%.

Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

Sur le marché secondaire, le rendement moyen des obligations fédérales s'est maintenu à près de 3,3% au troisième trimestre. Dans le sillage des taux à court terme, il a augmenté pour s'inscrire à plus de 3,4% en octobre et en novembre. Ainsi, l'écart de rendement entre les obligations à long terme et les nouvelles créances comptables à trois mois sur la Confédération s'est établi à 1,8 point, contre 2 points au troisième trimestre.

Les rémunérations servies sur les obligations de caisse émises par les banques cantonales ont été de 2,8% en moyenne de juillet à septembre, un niveau inférieur de 0,2 point à celui du deuxième trimestre. Début décembre, elles s'inscrivaient à 3,1%. Les taux variables sur les nouvelles hypothèques en premier rang des banques cantonales et les taux correspondants sur les anciennes hypothèques ont baissé de 0,2 point pour s'établir respectivement à 4,3% et à 4,5%. Les taux

des anciennes hypothèques ont encore été réduits au début du quatrième trimestre; ils ont passé à 4,3%, à l'instar des taux des nouvelles hypothèques. La rémunération moyenne servie par les banques cantonales sur les dépôts d'épargne ordinaires était de 1,6% au quatrième trimestre, contre 1,9% au deuxième trimestre.

La Bourse suisse a enregistré de très vives fluctuations de juillet à octobre. Après un net recul en août, les cours des actions ont augmenté jusqu'au début du mois d'octobre pour atteindre leur précédent record. A la suite de la sensible correction des cours sur les marchés des actions du monde entier, ils se sont de nouveau repliés fortement pendant la seconde moitié d'octobre. A la fin de ce mois, le Swiss Performance Index s'inscrivait à 3475 points, soit 8% au-dessous du précédent record, mais toujours près de 40% au-dessus du niveau du début de l'année.

En chiffres bruts, les émissions d'emprunts en francs suisses ont porté sur 13,6 milliards de francs au troisième trimestre. Ce montant était inférieur de 16% à celui de la période correspondante de 1996. Les émissions ont diminué de 20% dans le segment étranger et de 10% dans le compartiment suisse, de sorte que la part des emprunts de débiteurs suisses a augmenté légèrement pour s'inscrire à 44%.

Dans le compartiment suisse, les emprunts offerts en souscription ont totalisé 6 milliards de francs. Les emprunts ordinaires («straights») ont diminué de 17% par rapport au troisième trimestre de 1996. Avec 91% de l'ensemble des emprunts, la plus grande part leur revenait toujours de loin. Les émissions d'emprunts convertibles se sont accrues nettement pour atteindre 550 millions de francs. Plus des trois quarts des nouveaux emprunts étaient assortis de durée de huit ans ou davantage.

Dans le segment étranger, les émissions ordinaires ont reculé de 24%, et les emprunts liés à des actions, de 71%. Seuls les emprunts à taux variable ont de nouveau augmenté vigoureusement. En l'espace d'un an, leur part à l'ensemble des emprunts étrangers a progressé, passant de 4% à 20%. Contrairement au compartiment suisse, les nouveaux emprunts ont été surtout assortis de

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

	1996	1996				1997		
		1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Total	57,7	16,9	14,1	16,1	10,6	16,8	15,3	13,6
Emprunts classiques	47,2	14,6	11,0	13,4	8,2	13,6	12,2	10,6
Emprunts liés à des actions	7,9	1,7	2,5	2,3	1,4	1,4	1,4	1,2
Autres ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8	1,7	1,7
Total des débiteurs suisses								
Emprunts classiques	22,0	5,4	5,5	6,6	4,5	6,0	6,1	5,5
Emprunts liés à des actions	0,9	0,1	0,5	0,1	0,2	0,5	0,7	0,6
Autres ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	23,0	5,6	6,0	6,7	4,7	6,6	6,8	6,0
Total des débiteurs étrangers								
Emprunts classiques	25,1	9,1	5,5	6,8	3,7	7,5	6,1	5,2
Emprunts liés à des actions	7,0	1,6	2,0	2,2	1,2	0,9	0,7	0,7
Autres ³	2,5	0,6	0,5	0,4	1,0	1,8	1,7	1,7
Total	34,7	11,3	8,1	9,4	5,9	10,2	8,5	7,6

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

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

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

durées courtes et moyennes. La part des débiteurs d'Europe occidentale au total des emprunts étrangers en francs s'est établie à 44%, contre 54% au troisième trimestre de 1996. Celle des débiteurs japonais a reculé de 17% à 11%. En revanche, la part des débiteurs nord-américains s'est accrue de 7% à 20%, et celle des autres régions, de 22% à 25%.

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignait 1724,2 milliards de francs à fin septembre, soit 5,2% de plus qu'à fin juin. Les deux cinquièmes de la progression sont dus à de nouvelles directives, qui ont été introduites par une des trois grandes banques. L'adoption, eu égard à l'environnement international, des normes plus transparentes de l'«International Accounting Standard» (IAS) a eu surtout des effets sur le bilan de cette banque, étant donné que les IAS traitent d'une manière plus restrictive la compensation des créances et des engagements. Les opérations sur produits dérivés ont été les plus touchées, opérations qui sont comptabilisées sous les «Autres actifs» et les «Autres passifs». La croissance effective – les trois cinquièmes restants

– des bilans s'explique essentiellement par les crédits à la clientèle étrangère et par les portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce. Les dépôts à terme des banques et de la clientèle notamment ont augmenté au passif.

A fin septembre, les placements financiers nets (liquidités, solde des opérations interbancaires, créances nettes résultant de papiers monétaires, portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce et immobilisations financières) étaient inférieurs de 6,2% à leur niveau de fin juin. La forte augmentation des engagements envers les banques a surtout contribué à ce recul. Il en a découlé une diminution de près de 18 milliards de francs du solde des opérations interbancaires (créances moins engagements envers les banques). Le sensible repli des créances nettes résultant de papiers monétaires a également influé sur cette évolution, mais la diminution de 0,8% (en données corrigées des variations saisonnières) des liquidités n'a guère eu d'influence. Les portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce et les immobilisations financières ont progressé en partie fortement. Le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) s'est établi à 120% durant la période d'application allant du 20 août au 19 septembre, contre 122% un an auparavant.

Tableau 9: Bilans bancaires

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

	1992	1993	1994	1995	1996				Etat (mrds fr.)
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	
Somme des bilans	3,3	5,8	0,8	9,7	13,7	20,2	18,6	21,9	1 724,2
Actifs financiers nets²	-	-	-	-	-	-	-	-	256,8
Liquidités	-2,5	1,2	-6,2	1,4	16,9	13,3	13,5	5,2	11,5
Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)	-7,1	-26,1	-26,2	-3,0	0,8	17,4	26,5	8,2	8,2
Créances nettes résultant de papiers monétaires ³	18,7	1,0	21,8	-18,3	-13,4	-17,3	12,5	-12,8	18,0
Portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce	-	-	-	-	-	-	-	-	168,5
Immobilisations financières	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5
Prêts (total)	1,9	1,6	0,6	-2,5	8,1	8,9	6,9	10,6	820,9
Crédits à des résidents	1,7	0,9	2,4	2,4	2,3	1,7	1,3	1,4	590,6
Créances sur la clientèle	-1,5	-2,3	-2,5	0,3	-1,5	-2,4	-3,1	-3,1	156,9
Crédits de construction									
Limites	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-16,4	-14,6	-18,0	-15,4	21,7
Montants utilisés	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-16,2	-11,1	-11,2	-12,5	12,6
Créances hypothécaires	3,3	2,4	4,6	3,3	3,9	3,3	3,1	3,1	432,3
Crédits à des non-résidents	2,6	4,0	-5,4	-19,7	33,9	39,3	28,4	44,2	230,4
Engagements envers la clientèle (total)	3,2	2,4	2,0	0,6	11,5	14,3	12,7	13,0	846,9
Engagements									
à vue	5,1	19,8	-4,9	6,8	19,8	18,8	23,7	18,4	139,2
à terme	2,4	-8,3	6,8	-7,8	19,4	17,2	19,8	22,9	367,4
sous forme d'épargne et de plac.	7,4	21,5	4,8	12,1	7,7	5,3	6,4	6,4	281,4
Obligations de caisse	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-14,6	-11,1	-12,0	-13,7	58,9
Emprunts oblig. et lettres de gage	5,7	5,7	2,6	8,4	5,2	8,2	8,2	12,5	105,2
Opérations fiduciaires	0,8	-10,8	-4,3	-7,9	21,5	24,0	15,7	18,3	330,8

¹ Pour plusieurs postes, les comparaisons par rapport à l'année précédente ne peuvent être publiées du fait du passage, à fin décembre 1996, aux nouvelles dispositions régissant l'établissement des comptes.

² Les actifs financiers nets sont formés des liquidités, du solde des opérations interbancaires (créances sur les banques ./ engagements envers les banques), des créances nettes résultant de papiers monétaires, des portefeuilles de titres et de métaux précieux destinés au négoce ainsi que des immobilisations financières.

³ Créances résultant de papiers monétaires ./ engagements résultant de papiers monétaires

Les crédits ont progressé de 4,4% du deuxième au troisième trimestre; à fin septembre, ils dépassaient pour la première fois les 800 milliards de francs. Il s'agit de la plus forte croissance trimestrielle jamais enregistrée au cours des années nonante, même si l'on fait abstraction de la nouvelle méthode de comptabilisation adoptée par une grande banque. La hausse est toutefois due entièrement au segment étranger. De leur côté, les crédits à la clientèle suisse ont continué leur mouvement de repli (-0,4%). En revanche, les créances hypothécaires ont augmenté de 0,5%, mais les créances sur la clientèle ont régressé de 2,7%. Dans les crédits de construction, les limites ouvertes et les crédits utilisés ont contribué à

ce repli; les crédits non utilisés ont cependant marqué une légère progression pour la première fois depuis longtemps.

L'afflux de fonds de la clientèle s'est accéléré un peu par rapport au deuxième trimestre. A fin septembre, leur montant dépassait de 1,2% celui de fin juin. Les différentes composantes de ces fonds ont toutefois évolué inégalement. Les engagements à terme envers la clientèle ont enregistré la plus vive croissance (2,8%). Les dépôts d'épargne et à vue n'ont augmenté que de 0,6% et de 0,2%, alors que les bons de caisse ont continué à fléchir fortement. Le montant de ces bons qui, il y a quelques années encore, jouissaient

d'un certain attrait en tant qu'instrument de refinancement, était de près de 60 milliards de francs, ce qui ne représente plus que 3% de la somme des bilans. Par contre, les emprunts obligataires ont augmenté une nouvelle fois fortement. A fin septembre, ils atteignaient 74,1 milliards de francs et dépassaient de 6,8% le montant de fin juin.

Dans le domaine fiduciaire, les fonds gérés par les banques ont progressé de 2,7% au cours du troisième trimestre. Ceux d'origine suisse ont augmenté, en pour-cent, bien davantage que les fonds provenant de l'étranger; en termes de volume, les premiers sont toutefois moins importants que les seconds. La plupart des fonds fiduciaires sont placés comme de coutume à l'étranger.

Mit dem Wiederabdruck dieses Beitrags ehren wir das Andenken an Christian Vital, der am 29. August 1997 nach schwerer Krankheit gestorben ist. Sein 20jähriges Wirken für die Schweizerische Nationalbank galt – seit 1986 als Stellvertreter des Vorstehers des III. Departements – insbesondere der Informatik und Fragen des Zahlungsverkehrs. Er war massgeblich an der Entwicklung des Swiss Interbank Clearing Systems beteiligt, das – 1987 in Betrieb genommen – im In- und Ausland hohe Anerkennung als vorbildliches RTGS System gefunden hat. Christian Vital entwickelte sich zu einem weltweit geschätzten und stets hilfsbereiten Experten in Zahlungsverkehrsfragen. Wir danken ihm für alles, was er uns beruflich und menschlich gegeben hat.

*Bruno Gehrig**

The Architecture of Real Time Gross Settlement Systems

Christian Vital**

Introduction

The label “Real Time Gross Settlement System” (RTGS) is usually applied to electronic interbank funds transfer mechanisms, which settle large-value payments individually and sequentially via the books of the central bank. Settlement in such systems is final in the sense that it means an unconditional and irrevocable transfer of central bank money from the sending bank to the receiving bank. That is, the receiving bank receives a settlement medium which is free of credit and liquidity risks. The classic example of this arrangement is Fedwire, the wire transfer system operated by the Federal Reserve System in the United States. In net settlement systems, on the other hand, payment orders represent commitments to transfer funds. Settlement of these transfers occurs at discrete-time intervals – commonly at the end of a clearing day – on a net basis. The classic example of this arrangement is CHIPS, the large-value dollar transfer system operated by the New York Clearing House in New York.

The majority of the existing large-value interbank transfer systems are net settlement arrangements. If unprotected, important systemic risks can be created by such schemes. With the spectacular growth of financial markets in the past two decades and the associated growth of interbank payment flows, RTGS mechanisms have attracted – as an alternative – considerable attention from payment system designers in many countries. Prominent examples are the countries of the European Union, the People’s Republic of China,

Hong Kong, Korea, Thailand and several other countries represented at this seminar. RTGS now seems to have become the norm for the renovation or development of large-value funds transfer mechanisms. The debate over what constitutes an optimal settlement arrangement, however, has only recently been started. So far, it has not led to conclusive results. The distinction between the two polar arrangements is not as clear-cut as one might expect. In reality, the issues are complex. The comparison of benefits and costs is a difficult task, and the results may depend on whether the analysis is made from the point of view of the central bank – the lender of last resort – or from the point of view of individual market participants. Therefore, the question is likely to remain controversial for some time to come.

In what follows, I will discuss key features of RTGS schemes. The focus will be on liquidity and credit risk aspects. The discussion will be based on a concrete example, the Swiss Interbank Clearing (SIC) system, which has been operating in Switzerland since 1987.

* Mitglied des Direktoriums

** This essay was prepared for a conference held at the Hong Kong Monetary Authority on *Global Monetary Systems* on 2-3 November 1995, and was published in the proceedings of that conference in 1996. We are grateful to the Hong Kong Monetary Authority for granting us permission to reprint the essay in this volume. With respect to the original version, the charts have been left out and the figures have been updated to 1996.

A Concrete Example – SIC

SIC is used by banks located in Switzerland for interbank credit transfers of Swiss francs. It is a central facility to which presently 224 participating banks are linked on-line by computer-to-computer connections. The system operates around the clock on bank business days. Settlement is limited to about 22 hours. A value day starts at around 6 p.m. and ends at 4:15 p.m. of the following bank business day. The system was designed for large-value transfers, but it is also being used for small-value transfers. In 1996, 427,000 payments were processed by SIC on an average day and about 1.2 million payments on the peak day.

The daily value of the SIC payment stream was 150 billion Swiss francs on an average day and over 289 billion Swiss francs on peak days. The balances needed for the processing of this payment stream presently amount to around 2.6 billion Swiss francs. This means that a Swiss franc is turned over around 58 times on an average day and over 90 times on peak days.

Demand deposit (or reserve) accounts of the participating banks with the Swiss National Bank (SNB) are administered on the central SIC computer. Debit and credit entries into these accounts are final, that is unconditional and irrevocable. Thus, funds transfers made through SIC represent final transfers of central bank money.

A payment order is settled by SIC if and only if the sending bank has sufficient balances in its account. Overdrafts are not allowed. Uncovered payment orders are automatically held pending in a "waiting queue" until sufficient funds have accumulated from incoming payments and are then automatically released for settlement. The settlement sequence is determined by the priority code which may be attached by the sending bank to the payment order and, for a given priority level, according to the first-in, first-out rule.

Queued payment messages are not released to the receiving bank and may be cancelled any time by the sending bank. The queuing mechanism has no netting or other optimization capabilities. Queue management is only possible through can-

cellation of a payment order and re-entering it. Payment orders for same-day settlement which are still pending at the end of a SIC day in the waiting queue are automatically deleted by the system and have to be re-entered by the sending bank for settlement on a later value day.

A participant has real-time access to all data available in the system relating to his account. Thus, a participant can monitor settled incoming and outgoing payments, the actual balance of his SIC account as well as queued incoming and outgoing payments.

Since March 1995 the real-time securities clearing system SECOM operated by SEGA, the Swiss Securities Clearing Corporation has been linked to SIC. This link provides a simultaneous delivery-versus-payment (DVP) procedure for securities transfers on a trade-by-trade basis. SECOM earmarks the securities to be transferred and sends the related payment message to SIC. SIC debits and credits the accounts of the buying bank and the selling bank respectively as soon as the buying bank has sufficient funds in its SIC account. The settlement of the transfer is then confirmed by SIC to SECOM, and SECOM transfers the earmarked securities irrevocably. Presently, about 40,000 securities transactions with a value of around 7 billion Swiss francs are settled on an average day through this DVP procedure.

In this outline of the system being operated in Switzerland I have mentioned features which shape the characteristics of RTGS systems. In practice, different designs have been implemented or are being implemented. The variations may result from historical circumstances, differences in the legal system, and so on. In the following I will discuss some variations of features which I believe to be important for the smooth functioning of an RTGS system.

Message Flow

The design of the flow of payment and settlement messages has important implications for the characteristics of an RTGS scheme. Different designs have been proposed in the past few years. The simplest is the so-called *V-structure*. In

this structure the payment message is sent by the sending bank to the central bank. After settlement, the central bank sends the payment message to the receiving bank and thereby confirms the settlement of the payment order. Examples of this design are Fedwire and SIC.

In the *Y-structure* the payment message is sent by the sending bank to the node located at the joint of the "Y". Settlement data is then stripped from the payment message and sent to the central bank for settlement. After confirmation of settlement by the central bank, the payment message is delivered to the receiving bank. This design is under consideration, for example, by the Banque de France and by other central banks which rely on the communication services of S.W.I.F.T. for implementing their large-value payment systems.

The so-called *L-structure* is being implemented in the CHAPS system operating in the United Kingdom. In this design, the sending bank first sends a settlement request to the central bank. After confirmation of settlement the payment message is then sent to the receiving bank.

The basic common element in these designs is that the *payment message is released to the receiving bank only after settlement has occurred*. An alternative design is the so-called *T-structure*. In this structure the payment message is sent to the receiving bank already prior to confirmation of settlement by the central bank. As a result, there will be a time lag – the "settlement lag" – between the receipt of the payment message and the confirmation of settlement. Since it may be difficult for receiving banks to distinguish between settled and unsettled payment orders in this scheme, they are likely to put them in the same basket and act upon this information. This would result in similar credit and liquidity risks as observed in unprotected net settlement systems.

Settlement Mechanism

In an RTGS system, settlement of a payment order occurs by transferring reserve balances from the account of the sending bank to the account of the receiving bank. Since, as a rule, central banks do not pay interest on reserve balances, partici-

pating banks will economize their holdings of reserve balances as far as possible. The value of the daily payment flow may therefore exceed the stock of reserve balances by a wide margin. For example, in SIC reserve balances are turned over about 58 times on an average day and about 90 times on peak days. This means that incoming payments are an important liquidity source for outgoing payments. If incoming and outgoing payments cannot be synchronized to such an extent that outgoing payments are always covered by existing balances, there are three possible reactions by an RTGS system.

First, the balances needed can be created by allowing the account of the sending bank to be *overdrawn*, that is by extending credit from the central bank to the sending bank. The expectation is that these credits would only exist during short time spans and would be extinguished by balances resulting from incoming payments before the end of the processing day. Whether such daylight overdraft credits should be limited, priced and/or collateralized depends on risk, cost and monetary policy considerations.

Second, the uncovered payment order can be *rejected* by the RTGS system. The sending bank will then have to resubmit it again for settlement at a later time. For large payment volumes this solution presupposes the existence of automated queuing mechanisms within the participant's own systems which interact with the RTGS system until the settlement conditions are fulfilled. The mechanism has the effect of delaying the settlement of an uncovered payment order until sufficient balances have been made available.

Third, an uncovered payment order can be held pending by a *queuing mechanism* implemented on the central RTGS processor until sufficient balances have accumulated.

The common element of the second and third options is the delaying of the settlement of uncovered payment orders by queuing mechanisms until sufficient balances are available for settlement. A combination of one of these options with the overdraft option is, of course, possible and is considered for several schemes which are presently being constructed.

Queuing Mechanism

In what follows, I shall assume a *centralized queuing facility* – the option chosen for most RTGS systems. The processing sequence, the transparency of queued (or pending) payment orders to the sending and receiving banks, and the revocability of queued payment orders are key issues for the design of a queuing mechanism. They have important implications for liquidity and risk management.

(i) Processing Sequence

The liquidity necessary to process a given payment flow crucially depends on the processing sequence.

The simplest choice is the first-in, first-out rule. This rule has the effect that payment orders are settled according to their input sequence. In this scheme, uncovered large-value payment orders may cause small-value payment orders to be queued even though sufficient balances would be available for their settlement. This rule governed the operation of SIC until 1994.

A more flexible approach is to allow a sending bank to assign a priority to a payment order and to process the payment flow according to priorities, and, for a given priority, according to the first-in, first-out rule. This approach gives the sending banks more flexibility in the management of their payment flow. It was implemented in SIC in 1994.

Both methods are static in the sense that, once the sending bank has made its choice regarding the priority and the input sequence, the settlement sequence is determined and cannot be changed. This restriction could be relaxed by a facility which enables a participant to dynamically change the sequence of its queued payment orders, for example, by enabling a participant to point to a payment order which should be given the highest priority. Such an additional option is planned, for example, by The Nederlandsche Bank for its TOP system.

All three methods mentioned so far ensure that the settlement sequence is determined by the

sending bank. It is a matter of debate whether changes in this sequence by a third party, that is by manual interventions of the RTGS operator or by an optimization algorithm of the settlement facility, are a desirable further option to increase the efficiency of an RTGS system. One concern is that the central bank could be made liable, if, as a result of reordering actions, payments would fail to be made. Another concern is that intervention by the third party could destroy the scheduling chosen by the participant in order to reach certain goals, for example, in order to reduce the settlement lag in foreign exchange transactions. These concerns could be reduced by restricting interventions to day-end procedures.

(ii) Transparency of Queues

The most controversial issue in the present RTGS discussion is probably the question whether a receiving bank should have *access to queued incoming payment orders*. In SIC, this information is made available on request.

Giving a participant access to queued incoming payment orders may induce him to act upon that information, for example, by honouring a cash withdrawal. If so, he will be exposed to the sending bank in a similar way as in a net settlement system. This is the main argument against making incoming queues transparent to participants. The weight of this argument may depend on the technical implementation of this function. If information on queued payments and the content of the payment message is *automatically released* to the receiving bank, the mechanism would in fact degenerate to a T-shaped RTGS system with the corresponding exposures. If the information is only *available on request*, the situation is different. If the receiving bank acts upon the assumption that a queued payment will be executed, it makes a credit decision which – in a properly managed bank – will be subjected to ordinary credit risk management procedures. The same result would be achieved by using a different communication channel, e.g. the telephone, but in a less efficient way. Indeed, not providing information on pending incoming payment orders would be an incentive for participants to use a separate communication system for this purpose. This, again,

would mean that the mechanism degenerates to a T-shaped structure with its risk implications.

A second – in practice more important – aspect to be considered in this context is *liquidity management*. In an RTGS system which does not allow more or less unlimited overdrafts, queued incoming payments are an important source of liquidity. The relevant information is particularly important towards the end of a day if not all queues are empty. The cash manager will have to make his decisions regarding any adjustments of his position by that time at the latest. If the information on the total amount and the originators of queued payment orders are not readily available, errors are likely to occur. The uncertainty would probably also make more or less frequent postponements of final cut-off times necessary in order to give participants the necessary time for collecting the required information through other communication channels (e.g. telephone calls to other participants). As an alternative, the RTGS could be operated in such a way, that, under normal circumstances, the queues would be empty well in advance of the final cut-off time. This goal could be reached by providing sufficient intraday liquidity to the participants, for example, in the form of unpriced daylight overdraft limits.

(iii) Revocability of Queued Payment Orders

The question regarding the revocability of queued payment orders has so far not received a uniform answer. In SiC, a queued payment order can be revoked anytime by the sending bank until the first cut-off without the consent of the receiving bank. Between this first cut-off and the final cut-off the consent of the receiving bank is required. In other schemes queued payment orders can only be revoked by the system operator on request by the sending bank and revocability may be limited to certain conditions, for example, to cases of erroneous payment orders. The third category comprises those schemes which do not allow the revocation of queued messages.

In an RTGS system which queues uncovered payment orders there is the risk that the queued orders will not be executed. In a scheme which restricts or does not allow revoking, receiving banks

may rely on the arrival of queued incoming payment orders to a degree which may not reflect the prevailing risks. The revocability rule intends to make the participants of the payment scheme fully aware of this risk.

The revocability of queued payment orders has another important function in RTGS systems which restrict daylight overdrafts. In such systems, *gridlocks* may be a potential problem. This refers to a situation in which payments do not move because they are all awaiting incoming funds. Gridlocks are likely to occur if participants enter amounts which are large in relation to the reserve base available in the system. If revocation is allowed, such payment orders can be revoked and re-entered in two or more portions. This splitting of very large amounts has proved to be an efficient instrument in the hands of SiC participants to resolve “serious” gridlocks.

(iv) Optimization Procedures

Gridlocks are a major concern in RTGS systems – at least if they last until the end of the processing day. The efficiency of the settlement mechanism could be increased by implementing optimization procedures which *reorder* queued messages in order to increase the number or value of settled payments, and it could be increased by *netting* incoming and outgoing payments.

I have already mentioned several concerns regarding intervention in the processing sequence originally determined by the sending bank in the course of the processing day. The question remains whether optimization procedures could help to resolve those gridlocks which remain until or occur near the end of a processing day. The systemic risks associated with such gridlocks can be important. Because of a lack of relevant information and with the exception of very simple cases, the results of an optimization procedure cannot be predicted by a participant. Therefore, rules should be designed in such a way that the participants have incentives to avoid gridlocks. A possible solution is to abstain from optimization procedures and to give participants the option either to take action before the end of the processing day, or to bear the consequences of non-execu-

tion of *all* payments involved in the gridlock. This strategy has been adopted for the operation of SIC following the experience that participants started to rely on manual optimization interventions by the SNB in the initial phase of the SIC operation, thereby increasing the risk of gridlocks with important systemic consequences.

Account Structure

With respect to the account structure, two issues have to be considered. The first issue results from the fact that commonly a central bank as well as the banks participating in the payment system have a number of *branches*. If so, should the branches of the bank be permitted to hold accounts with more than one office of the central bank, that is, should a bank be allowed to hold multiple accounts with the central bank for payment purposes? The management of multiple accounts poses cash management problems for the bank and risk management problems for the central bank which are difficult to solve. Therefore, as a rule, centralized accounts are preferred for large-value payment transactions. This does not exclude, of course, that supplementary accounts are maintained for special purposes, e.g. cash withdrawals by a bank branch from the local central bank office.

The second issue is the degree of integration of the accounts used for payment and settlement purposes with the *accounting system* of the central bank. In the Swiss case, these two functions are separated. The accounting system maintains the so-called Master accounts, the SIC system the SIC accounts. Both types of accounts are reserve accounts. At the beginning of a day, balances needed for payment purposes are transferred from the Master account to the SIC account. At the end of the SIC day, the balances of the SIC account are transferred back to the Master ac-

count. During the day, balances can be moved anytime from one account to the other. The SIC accounts are used for funds transfers between the SIC participants, the Master accounts for the remaining operations such as cash withdrawals or money market transactions between the SNB and a SIC participant.

As a result of this separation of accounts, the accounting system and the payment mechanism are only loosely coupled. This facilitates the task of designing optimal data processing and communication facilities for the two functions with widely diverging requirements. For example, it very much facilitates the task of providing a 24-hour payment service and the high availability required for a real-time funds transfer mechanism. The disadvantages of this separation are, of course, the same as those already mentioned with respect to multiple accounts. However, their significance is limited since the payment traffic is concentrated on the SIC accounts and only a very small number of transactions are posted to the Master accounts.

Concluding Remarks

There are, of course, many other aspects which are of interest when discussing RTGS systems. Operational issues such as the throughput capacity of the settlement mechanism, the reliability of the system itself as well as the participants systems, which are linked to it and the availability of adequate back-up solutions have important implications for the overall operation of the system. Other examples are the links between the RTGS systems and net settlement systems, the supply of intraday liquidity and related issues. I have concentrated my discussion on those aspects which seem to be controversial in today's RTGS arena and on which we have been able to collect some interesting evidence with the operation of an RTGS system in Switzerland.

Notenbankunabhängigkeit und Kosten der Inflationsbekämpfung

Andreas M. Fischer und Mathias Zurlinden*

Der Hauptvorteil der Notenbankunabhängigkeit wird oft darin gesehen, dass sie der Notenbank hilft, eine langfristig orientierte Stabilitätspolitik zu betreiben. In einer einflussreichen Studie haben Alesina und Summers (1993) gezeigt, dass Länder, deren Notenbanken autonom sind, eine tiefere Inflation aufweisen, ohne gleichzeitig unter einem tieferen oder stärker schwankenden Wirtschaftswachstum zu leiden. Eine plausible Erklärung lautet, dass unabhängige Notenbanken politischem Druck besser widerstehen können und deshalb eher geneigt sind, die zur Erhaltung der Preisstabilität notwendigen geldpolitischen Massnahmen rechtzeitig in die Wege zu leiten. Die Bewegung zugunsten autonomer Notenbanken, die seit einigen Jahren weltweit zu beobachten ist, basiert auf Überlegungen dieser Art. Sie hat nicht zuletzt im Statut der Europäischen Zentralbank, das dieser ein hohes Mass an Unabhängigkeit einräumt, deutliche Spuren hinterlassen.

Die Studie von Alesina und Summers wurde in den letzten Jahren vor allem in zwei Richtungen ergänzt. Zum einen versuchte man die internationalen Unterschiede zwischen den Geldpolitiken und die darauf basierenden Inflationsunterschiede mit einer Vielzahl weiterer Faktoren, wie zum Beispiel der Offenheit der Volkswirtschaft, zu erklären. Zum anderen wurde die Notenbankunabhängigkeit mit zusätzlichen repräsentativen makroökonomischen Variablen in Beziehung gebracht. Auf besonderes Interesse sind dabei Regressionen gestossen, die zu zeigen scheinen, dass die Kosten der Inflationsbekämpfung eines Landes mit dem Grad der Unabhängigkeit der Notenbank dieses Landes positiv korreliert sind. In der Regel werden die Kosten dabei als *sacrifice ratio* ausgedrückt, d. h. als Verhältnis der in einer Desinflationsphase erlittenen Einkommensverluste zur erzielten Reduktion der Inflation.

Eine positive Korrelation zwischen *sacrifice ratio* und Notenbankunabhängigkeit mag überraschen. Sie widerspricht der Vermutung, dass grössere Notenbankunabhängigkeit einen Glaubwürdigkeitsbonus bringt und damit die Kosten der Inflation

bekämpfung verringert. Dieser Aufsatz beschäftigt sich deshalb mit der Frage, wie eine positive Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* zustande kommen kann, und diskutiert die empirische Evidenz.

Dabei wird nicht etwa behauptet, dass die *sacrifice ratio* ein hinreichendes Kriterium zur Beurteilung der Inflationsbekämpfung ist. Eine solche Beurteilung würde verlangen, dass den temporären Kosten der Inflationsreduktion die permanenten Kosten der Inflation gegenübergestellt werden. Diese sind bekanntermassen schwierig zu quantifizieren und dürften in der Regel systematisch unterschätzt werden (siehe Dowd, 1994). Immerhin gibt es einige neuere Studien, welche insbesondere auch die Interaktionen zwischen der Inflation und den verzerrenden Effekten des Steuersystems in Rechnung stellen. Sie kommen zum Ergebnis, dass selbst moderate Inflationsraten zu einem signifikanten Wohlstandsverlust führen. Feldstein (1995) für die Vereinigten Staaten sowie Tödter und Ziebarth (1997) für Deutschland schätzen, dass die Reduktion des Inflationstrends von 2% auf Null die Wohlfahrt Jahr für Jahr um 1% bzw. 1,4% des Bruttoinlandprodukts erhöht.

Dieser Aufsatz befasst sich nur mit den Kosten der Inflationsbekämpfung und lässt die Erträge ausser acht. Der erste Teil liefert den theoretischen Hintergrund. Dabei wird gezeigt, dass sowohl für eine positive als auch eine negative Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* gute Gründe vorgebracht werden können. Im zweiten Teil werden die Konzepte der *sacrifice ratio* und der Messung der Notenbankunabhängigkeit diskutiert. Daraus wird deutlich, dass diese Konzepte nur unter gewissen Annahmen aussagekräftig sind. Der dritte Teil ist der empirischen Evidenz gewidmet. Zunächst werden

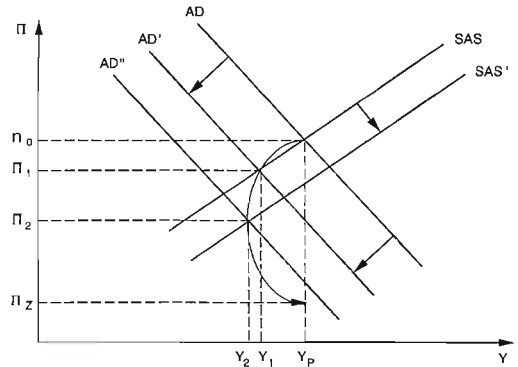
* Ressort Volkswirtschaftliche Studien der Schweizerischen Nationalbank.

die Ergebnisse aus früheren empirischen Studien, die alle eine positive Korrelation zwischen *sacrifice ratio* und Notenbankunabhängigkeit zum Ergebnis haben, zusammengefasst. Anschliessend werden einige weitere Schätzergebnisse präsentiert, welche zeigen, dass die Korrelationsergebnisse instabil sind und autonome Notenbanken die Inflation weder häufiger zu senken versuchen noch grössere Inflationsreduktionen anstreben als regierungsabhängige Notenbanken. Der vierte Teil enthält Schlussbemerkungen.

1. Bestimmungsfaktoren der *sacrifice ratio*

Die *sacrifice ratio* bezeichnet das Verhältnis aus den im Zuge der Inflationsbekämpfung erlittenen Produktionsverlusten (berechnet als Abweichung vom Trend) und dem erzielten Inflationsabbau. Nach einer traditionellen Auffassung, die in den meisten Lehrbüchern präsentiert wird, verursacht die Reduktion der Inflation notwendigerweise eine Rezession. Der Verlauf lässt sich im Rahmen eines einfachen Diagramms des aggregierten Angebots und der aggregierten Nachfrage darstellen (siehe Grafik 1). Dabei sei angenommen, dass die volkswirtschaftliche Produktion im Ausgangspunkt gleich dem Produktionspotential, Y_p , ist und die Inflation π_0 beträgt.¹ Das Ziel lautet, die Inflation auf π_2 zu senken. Die zu diesem Zweck von der Notenbank eingeleitete restriktive Geldpolitik führt zu einer Verschiebung der aggregierten Nachfrage AD nach AD' , so dass die Produktion von Y_p auf Y_1 und die Inflation von π_0 auf π_1 zurückgeht. Die kurzfristige aggregierte Angebotskurve SAS wird jedoch nicht unverändert bleiben, sondern sich aufgrund der gesunkenen Inflationserwartungen nach unten zu SAS' verschieben. Eine weitere Straffung der Geldpolitik verschiebt die aggregierte Nachfrage nach AD'' , und die kurzfristige Angebotskurve verschiebt sich erneut nach unten. Der Prozess ist erst abgeschlossen, wenn die Inflation π_2 und die Produktion Y_p erreicht hat. Das Diagramm macht deutlich, dass die Inflationsbekämpfung *vorübergehende* Produktionsverluste erzeugt, während die Reduktion der Inflation *permanent* ist. Die langfristige Angebotskurve ist mit anderen Worten vertikal, d. h., die Geldpolitik hat keine bleibenden Wirkungen auf reale Grössen wie die Produktion oder die Beschäftigung.

Grafik 1: Inflationsbekämpfung in einem Angebots-Nachfrage-Modell



Das Beispiel deutet darauf hin, dass die *sacrifice ratio* unter anderem von den Steigungen der kurzfristigen Angebotskurve und der Nachfragekurve abhängt. Dies kann anhand des folgenden Falles, in welchem unterstellt wird, dass die Inflationsbekämpfung nach zwei Perioden abgeschlossen ist, präzisiert werden. In der ersten Periode wird die aggregierte Nachfragekurve nach links verschoben, und in der zweiten Periode wandert die kurzfristige aggregierte Angebotskurve so weit nach unten, dass die Produktion nach zwei Perioden wieder dem Produktionspotential entspricht. Die *sacrifice ratio* beträgt in diesem Fall $((Y_p - Y_1)/Y_p)/(\pi_0 - \pi_2)$, was durch einfache algebraische Umformung als $(1/Y_p) * (1/(s-d))$ geschrieben werden kann, wobei s die Neigung der kurzfristigen aggregierten Angebotskurve und d die Neigung der aggregierten Nachfragekurve bezeichnet (siehe Neely und Waller, 1997).

Die Faktoren, die die Kosten der Inflationsbekämpfung bestimmen, sind in den letzten Jahren intensiv untersucht und diskutiert worden. Chadha, Masson und Meredith (1993) unterscheiden in einer Studie des Internationalen Wäh-

¹ Dies ist eine Vereinfachung, die die Darstellung erleichtert. In der Wirklichkeit wird die Inflationsbekämpfung meistens in einer Phase überhitzter Konjunktur eingeleitet, d. h., die Produktion liegt im Ausgangspunkt über dem Produktionspotential.

rungsfonds (IWF) fünf Faktoren.² Demzufolge sind die Kosten der Inflationsbekämpfung kleiner:

- falls die Politik im voraus angekündigt wird;
- je gradueller die Straffung durchgeführt wird;
- je glaubwürdiger die Politik der Inflationsbekämpfung ist;
- (bei gegebener Glaubwürdigkeit) je grösser die relative Bedeutung der erwarteten zukünftigen Inflation für die laufende Inflation ist;
- je stärker die Löhne und Preise auf die Nachfragebedingungen reagieren.

Diese fünf Faktoren führen dazu, dass die kurzfristige aggregierte Angebotskurve in Grafik 1 steiler verläuft und/oder sich nach Einleitung einer restriktiven Geldpolitik schneller nach unten verschiebt. Beides reduziert die *sacrifice ratio*.

Es fällt auf, dass die Notenbankunabhängigkeit in dieser Aufzählung nicht als selbständiger Faktor in Erscheinung tritt. Man kann jedoch nach plausiblen Beziehungen zwischen der Notenbankunabhängigkeit und den erwähnten Bestimmungsgründen der *sacrifice ratio* suchen. Es ist nicht besonders schwierig, solche zu finden, so dass sich auch eine Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* begründen lässt. Wir erläutern im folgenden zwei solcher Beziehungen. Diese zielen allerdings in unterschiedliche Richtungen, so dass offen bleibt, ob wir unter dem Strich eine positive oder negative Korrelation erwarten sollen.

Eine negative Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* ergibt sich dann, wenn wir davon ausgehen, dass eine unabhängige Notenbank sich glaubwürdiger auf eine Politik zur Bekämpfung der Inflation einlassen kann als eine Notenbank, die den Weisungen ihrer Regierung untersteht. Die grössere Glaubwürdigkeit führt dazu, dass die Erwartungen sich schneller anpassen und die kurzfristige aggregierte Angebotskurve sich schneller nach unten bewegt. Auf die gleiche Weise wirken die Ankündigung der Politik und die vorausschauenden Erwartungen, d. h. zwei weitere der erwähnten Bestimmungsfaktoren der *sacrifice ratio*. Im (unrealistischen) Extremfall könnte man sich vorstellen, dass die Einleitung einer restriktiven Geldpolitik zu einer sofortigen und vollständigen Anpassung der

Preiserwartungen und der Preise führt, so dass der Inflationsabbau ohne Produktionsverlust erfolgt.

Eine positive Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* lässt sich aufgrund der beiden Zusammenhänge zwischen (i) Notenbankunabhängigkeit und Durchschnittsniveau der Inflation und zwischen (ii) dem Durchschnittsniveau der Inflation und der Flexibilität der Preise herleiten. Alesina und Summers (1993) zeigen, dass Länder mit unabhängigen Notenbanken im Durchschnitt eine vergleichsweise tiefe Inflation aufweisen. Wir wissen weiter von Fischer (1977) und Taylor (1979), dass gestaffelte Verträge, die sich über mehrere Perioden erstrecken, zu einer trägen Anpassung des Preisniveaus führen, so dass Veränderungen der Geldpolitik reale Wirkungen haben. Bei tiefer Inflation werden in der Regel vermehrt langfristige Verträge ausgehandelt, und die Preise werden seltener an das allgemeine Preisniveau indexiert. Dies hat zur Folge, dass die nominellen Preise und Löhne weniger flexibel sind und die kurzfristige Angebotskurve flacher verläuft als in Ländern mit hoher Inflation. Die Kosten der Inflationsbekämpfung fallen deshalb bei tiefer Inflation höher aus als bei hoher Inflation.

Es stellt sich allerdings die Frage, wieso die Firmen ihre Preise nicht einfach häufiger anpassen, um zu verhindern, dass nominelle Störungen substantielle Fluktuationen der Produktion auslösen. Ein Argument lautet, dass kleine, fixe Kosten von Preisänderungen (sog. Menü-Kosten) ausreichen, um eine träge Anpassung des Preisniveaus und damit reale Wirkungen von Bewegungen der aggregierten Nachfrage auszulösen (siehe Mankiw, 1985). Ball, Mankiw und Romer (1988) haben dieses Argument mit der Beobachtung verknüpft, dass die Firmen bei hoher Inflation ohnehin häufiger Preisanpassungen vornehmen müssen, um mit dem Preisniveau Schritt zu halten. Damit kann gezeigt werden, dass die Firmen eine Verschiebung der Nachfrage schneller an die Preise weitergeben können, wenn die Inflation hoch ist. Die

² Die fünf Faktoren des IWF werden auch im bekannten Lehrbuch von Dornbusch und Fischer (6. Auflage, 1994) zitiert und können als repräsentativ gelten.

kurzfristige Angebotskurve verläuft steiler, und die Produktionsverluste, die durch eine restriktive Geldpolitik ausgelöst werden, sind geringer. Da die Notenbankunabhängigkeit mit einer tiefen Inflation korreliert ist, wird sie aus dieser Sicht auch mit einer hohen *sacrifice ratio* korreliert sein.³

In der Aufzählung der Bestimmungsgründe der *sacrifice ratio* wurde auch die Geschwindigkeit der Inflationsbekämpfung erwähnt. Dabei wurde behauptet, eine graduelle Straffung der Geldpolitik führe zu einer niedrigeren *sacrifice ratio*. Diese Aussage ist in der Literatur nicht unbestritten und soll deshalb kurz anhand von Grafik 1 erläutert werden. Zur Vereinfachung unterscheidet man oft zwei idealtypische Strategien: «Radikalkur» oder «Gradualismus». In der gradualistischen Strategie wird die Geldpolitik langsam gestrafft, die Verschiebung der Nachfragekurve erfolgt somit schrittweise über mehrere Perioden. In der radikalen Alternative wird die Geldpolitik hingegen auf einen Schlag gestrafft und dann unverändert gelassen. In Grafik 1 würde dies bedeuten, dass die Nachfrage in der ersten Periode stärker nach links verschoben wird, so dass der Produktionsverlust zunächst deutlicher ausfällt. Welche der beiden Strategien gemessen an der über die ganze Desinflationsphase berechneten *sacrifice ratio* die bessere ist, ist nicht von vornherein klar.

Die Anhänger einer Radikalkur argumentieren, dass eine Teuerungsbekämpfung weniger Kosten verursacht, wenn sie schnell ausgeführt wird. Nach ihrer Auffassung ist ein Kurswechsel, der in einem einzigen Schritt vollzogen wird, glaubwürdiger und hat deshalb einen stärkeren Einfluss auf die Erwartungen (siehe Sargent, 1983). Die Löhne und Güterpreise werden schneller angepasst (die kurzfristige Angebotskurve verschiebt sich rascher nach unten), und die Inflationsbekämpfungskosten sind geringer. Die Anhänger der gradualistischen Strategie betonen demgegenüber die Starrheiten bei der Preis- und Lohnfestsetzung und treten für eine schrittweise Veränderung der Geldpolitik ein. Sie können sich dabei auf das Modell von Taylor (1979, 1983) mit gestaffelten mehrperiodigen Verträgen stützen.

In der Praxis spielt sich die Auseinandersetzung kaum je zwischen Extremvarianten ab. Vielmehr stellt sich die Frage nach der optimalen Ge-

schwindigkeit einer Desinflation. Herausgebildet hat sich ein weitreichender Konsens, wonach eine Radikalkur die richtige Wahl sein kann, wenn das Ausgangsniveau der Inflation sehr hoch ist, bei mässigen Inflationsraten aber ein graduelles Vorgehen vorzuziehen ist. In Übereinstimmung mit der Auffassung des IWF empfiehlt sich deshalb für die meisten Industrieländer eine gradualistische Strategie.

2. Zur Messung des Grades der Notenbankunabhängigkeit und der *sacrifice ratio*

Die *sacrifice ratio* kann auf verschiedene Arten geschätzt werden. In den meisten Studien wird die Methode von Ball (1994) verwendet, die hier kurz diskutiert werden soll. Ball isoliert zunächst Desinflationsphasen, die als eine Reduktion der Trendinflation um 2% unter ihren Höchststand definiert sind. Dabei wird die Trendinflation eines Quartals als Durchschnitt aus den am Konsumentenpreisindex gemessenen Inflationsraten des betreffenden Quartals, der vier vorausgehenden Quartale und der vier folgenden Quartale berechnet. Der Produktionsverlust ist als Abweichung des Bruttoinlandprodukts vom Niveau, das es ohne die Inflationsbekämpfung gehabt hätte, definiert. Dabei unterstellt Ball, dass die Produktion vier Quartale nach dem Ende der Desinflation wieder auf ihrem normalen Niveau liegt. Die Produktionsentwicklung, die sich ohne Inflationsbekämpfung eingestellt hätte, wird als lineare Interpolation zwischen der logarithmierten Produktion zu Beginn und vier Quartale nach Ende der Desinflation approximiert.⁴

Die so berechnete *sacrifice ratio* ist nur dann aussagekräftig, wenn verschiedene Annahmen erfüllt sind (siehe Cecchetti, 1994). Erstens wird angenommen, dass die Geldpolitik für den gemessenen Rückgang der Inflation allein verantwortlich

³ Siehe dazu auch die expliziten Modelle von Walsh (1995) und Bleaney (1996). Die Schlüsselrolle fällt bei Walsh der Preisindexierung und bei Bleaney der Arbeitsmarktstruktur (Struktur der Lohnverhandlungen) zu.

⁴ Im Unterschied zu Ball (1994) hat Schelde-Andersen (1992) die *sacrifice ratios* über feste, d. h. für alle Länder gleiche Zeiträume berechnet und das Produktionspotential als kubischen Trend approximiert.

ist. Angebotschocks oder Veränderungen der Fiskalpolitik, die den Verlauf der Inflation ebenfalls beeinflussen können, werden bei der Berechnung der *sacrifice ratio* nicht in Betracht gezogen. Zweitens wird unterstellt, dass der Rückgang der Inflation permanent ist. Dieser widerspiegelt somit eine Reduktion des Inflationstrends. Drittens wird davon ausgegangen, dass das Produktionspotential in der bereits erwähnten Form als linearer Trend approximiert werden kann. Dies ist dann problematisch, wenn sich das Wachstum des Produktionspotentials verändert hat. Alle drei Annahmen können die Ergebnisse stark beeinflussen.

Der Grad der Notenbankunabhängigkeit ist gleich wie die *sacrifice ratio* nicht direkt beobachtbar. Es sind deshalb von verschiedenen Autoren Indizes der Notenbankunabhängigkeit konstruiert worden, die den institutionellen Rahmen der Notenbanken einzufangen versuchen. Bekannte Beispiele solcher Indizes sind jene von Alesina und Summers (1993) und Cukierman (1992). Fratianni und Huang (1993) haben einen Index gebildet, der als Durchschnitt von neun anderen aus der Literatur bekannten Indizes berechnet wird. Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991) wiederum haben zwischen politischer und ökonomischer Unabhängigkeit unterschieden und weisen entsprechend zwei Indizes aus. Politische Unabhängigkeit widerspiegelt demnach, in welchem Masse die Notenbank ihr vorrangiges Ziel ohne Einmischung der politischen Behörden verfolgen kann. Ökonomische Unabhängigkeit hängt davon ab, ob die Notenbank frei über die offiziellen Zinssätze bestimmen und auch frei entscheiden kann, ob sie der Regierung Kredit gewähren will oder nicht.

In der Praxis wird die Unabhängigkeit der Notenbank durch eine Vielzahl von Faktoren bestimmt, die schwer fassbar sind. Alle vorgeschlagenen Indizes sind deshalb unvollkommene Indikatoren. Sie fangen unterschiedliche Aspekte der Notenbankunabhängigkeit ein, weshalb die meisten Autoren, die empirische Untersuchungen über die Notenbankunabhängigkeit durchgeführt haben, mit mehreren Indizes gearbeitet haben. Wir werden im empirischen Teil diesem Beispiel folgen und die beschriebenen fünf Indizes der Notenbankunabhängigkeit gleichrangig verwenden.

3. Die empirische Evidenz

3.1 Frühere Studien

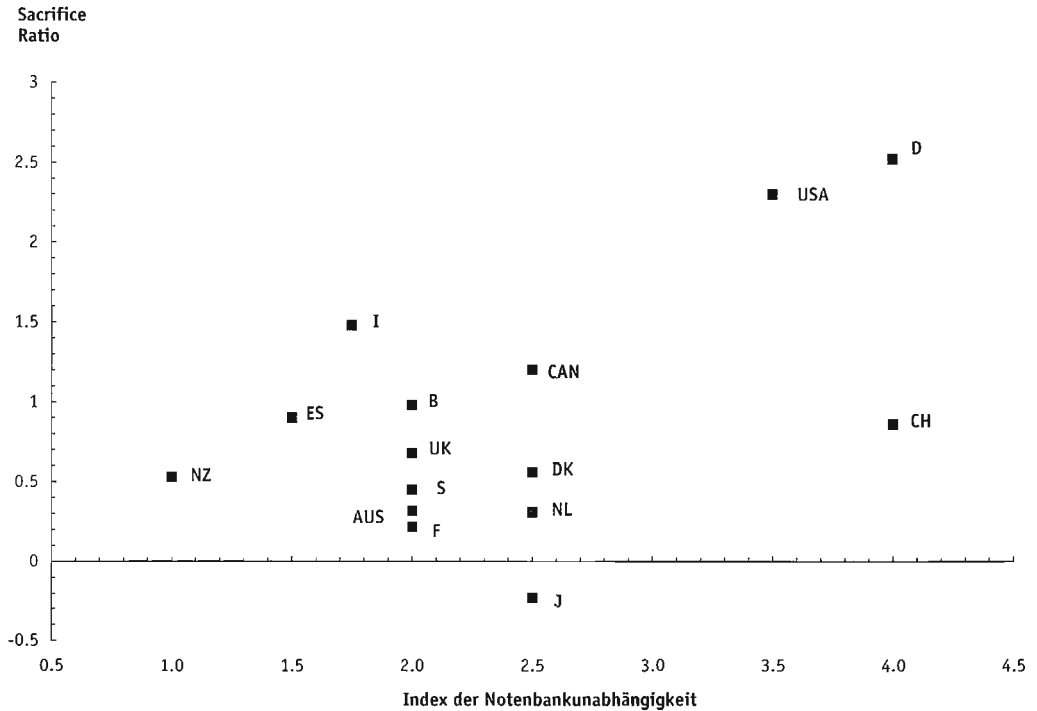
Die grundlegenden Daten über *sacrifice ratio* und Notenbankunabhängigkeit von 15 Industrieländern sind in Grafik 2 dargestellt. Der Index der Notenbankunabhängigkeit ist von Alesina und Summers (1993). Die *sacrifice ratios* sind Durchschnittswerte über den Zeitraum 1961–1988, die Ball (1994) ausgewiesen hat. Wir verzichten auf eine Aktualisierung der Daten, weil sich seit 1989 der institutionelle Rahmen der Geldpolitik und damit auch die Unabhängigkeit der Notenbank in vielen Ländern verändert haben. Die Grafik vermittelt den Eindruck, dass die *sacrifice ratio* in Ländern mit autonomen Notenbanken höher liegt als in anderen Ländern. Die Beobachtungen sind allerdings ziemlich weit gestreut und lassen vermuten, dass die Wahrnehmung einer positiven Beziehung zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* letztlich durch ganz wenige Beobachtungen ausgelöst wird.

Tabelle 1 gibt einen knappen Überblick über die empirische Literatur zur Korrelation zwischen *sacrifice ratio* und Notenbankunabhängigkeit. In der ersten Spalte sind die Autoren und das Erscheinungsjahr von fünf neueren Studien angegeben. Diese stützen sich auf Berechnungen der *sacrifice ratio* und auf Indizes der Notenbankunabhängigkeit, deren Quellen in den Kolonnen zwei und drei ausgewiesen werden. Aus der vierten Kolonne kann entnommen werden, dass alle fünf Studien eine positive Korrelation zwischen der Notenbankunabhängigkeit und den *sacrifice ratios* zum Ergebnis haben.

Alle fünf Studien untersuchen die Stabilität der Korrelationen zwischen der Notenbankunabhängigkeit und der *sacrifice ratio*, indem verschiedene zusätzliche erklärende Variablen in die Regressionsgleichungen aufgenommen werden. Zu diesen gehören insbesondere das Ausgangsniveau der Inflation und die Geschwindigkeit der Desinflation. Beide dürften aufgrund unserer theoretischen Überlegungen die *sacrifice ratio* beeinflussen.

Die Resultate vermitteln über weite Strecken den Eindruck, dass die positive Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio*

Grafik 2: Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio*



ziemlich verlässlich ist. Es fällt insbesondere auf, dass die Notenbankunabhängigkeit in den Regressionsgleichungen auch dann statistisch signifikant bleibt, wenn das Ausgangsniveau der Inflation oder die Geschwindigkeit des Inflationsabbaus als zusätzliche erklärende Variable berücksichtigt wird. Die Schätzungen leiden allerdings unter dem Problem, dass die Erklärungsvariablen nicht unabhängig voneinander sind. Wir wissen von Alesina und Summers (1993), dass der

Durchschnitt der Inflation eines Landes mit dem Grad der Unabhängigkeit der Notenbank dieses Landes korreliert ist. Es lässt sich ausserdem zeigen, dass der Durchschnitt der Inflation und die Notenbankunabhängigkeit auch mit der Geschwindigkeit des Inflationsabbaus korreliert sind (siehe Fischer, 1997). Dies hat zur Folge, dass die Koeffizienten und die Standardabweichungen der erklärenden Variablen im multiplen Regressionsmodell nicht präzise geschätzt werden können.

Tabelle 1: Ergebnisse aus früheren Studien

Studie	<i>sacrifice ratio</i>	UNI	Korrelationskoeffizient
Fischer (1996)	Ball (1994)	AS, C, FH	+
Gärtner (1997)	Ball (1994), Schelde-Andersen (1992)	AS, C, GMT, HS	+
Jordan (1997)	Eigene Berechnung	CWN, ES, GMT	+
Posen (1995)	Ball (1994)	CWN	+
Walsh (1995)	Ball (1994), Schelde-Andersen (1992)	CWN, FH, GMT	+

Anmerkung: UNI = Index der Unabhängigkeit der Notenbank; AS = Alesina und Summers (1993), C = Cukierman (1992), CWN = Cukierman, Webb und Neyapti (1992), ES = Eijffinger und Schaling (1993), FH = Fratianni und Huang (1992), GMT = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), HS = de Haan und Sturm (1992).

3.2 Einige zusätzliche Regressionen

In diesem Abschnitt sollen die Resultate einiger zusätzlicher Regressionen diskutiert werden. Wir sind vor allem an der Frage interessiert, wie die positive Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* zustande kommt. Zu diesem Zweck wird die Auswahl der berücksichtigten Länder variiert. Anschliessend wird die *sacrifice ratio* in ihre beiden Komponenten (Inflationsabbau und Produktionsrückgang) zerlegt und die Korrelationen zwischen diesen und dem Index der Notenbankunabhängigkeit untersucht. Daraus kann unter anderem entnommen werden, ob Länder mit unabhängigen Notenbanken tiefere Rezessionen aufweisen. Ergänzend untersuchen wir auch die Korrelation zwischen der Häufigkeit der Desinflationsphasen und der Notenbankunabhängigkeit. Damit tragen wir der Überlegung Rechnung, dass häufige Rezessionen wohl ebenso unerwünscht sind wie tiefe Rezessionen.

Ist Deutschland ein «Ausreisser»?

Ein einfacher Stabilitätstest des Zusammenhangs zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* besteht darin, die Zahl der berücksichtigten Länder zu variieren. Die Frage lautet, ob das Ergebnis entscheidend davon abhängt, ob ein bestimmtes Land in der Stichprobe enthalten ist oder nicht. Grafik 1 deutet auf Deutschland und die Vereinigten Staaten als mögliche Extremwerte hin. Die Regressionen der *sacrifice ratio* auf die Notenbankunabhängigkeit werden deshalb für Stichproben, welche Deutschland oder die Vereinigten Staaten nicht enthalten, wiederholt. Wir unterscheiden fünf verschiedene Indizes der Notenbankunabhängigkeit und verwenden die von Ball (1994) berechneten *sacrifice ratios*. Während der Ausschluss der Vereinigten Staaten die Resultate nicht entscheidend verändert, hat der Ausschluss Deutschlands zur Folge, dass die Notenbankunabhängigkeit in einer Schätzgleichung zur

Tabelle 2: Einfluss von Deutschland auf den Zusammenhang zwischen *sacrifice ratio* und Notenbankunabhängigkeit

Unabhängige Variable: <i>sacrifice ratio</i> – Ball (1994), 1961–1988, Jahresdaten										
Konstante	-0,224 (0,441)	0,408* (0,198)	0,420* (0,197)	0,501* (0,197)	0,208 (0,270)	0,344 (0,265)	0,289 (0,479)	0,551 (0,457)	0,094 (0,330)	0,379 (0,334)
UNI										
AS	0,425* (0,175)									
AS ohne D		0,257 (0,181)								
FH			1,299* (0,462)							
FH ohne D				0,776 (0,542)						
GMT(1)					0,192* (0,077)					
GMT(1) ohne D						0,121 (0,080)				
GMT(2)							0,098 (0,090)			
GMT(2) ohne D								0,028 (0,087)		
C									1,768* (0,813)	
C ohne D										0,811 (0,865)
DF	51	48	50	47	54	51	54	51	62	59
R ²	0,09	0,02	0,12	0,02	0,09	0,02	0,00	0,00	0,05	0,00

Anmerkung: UNI = Index der Unabhängigkeit der Notenbank; AS = Alesina und Summers (1993); C = Cukieman (1992); FH = Fratianni und Huang (1992); GMT(1) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), Political Index; GMT(2) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), Economic Index; D = Deutschland; DF = Freiheitsgrade der Regression; * bedeutet Signifikanz am 5%-Niveau.

Erklärung der *sacrifice ratio* nicht mehr statistisch signifikant ist. Die Resultate der Schätzungen mit und ohne Deutschland sind in Tabelle 2 zusammengefasst. Sie zeigen, dass das Ergebnis eines signifikanten, positiven Koeffizienten für die Notenbankunabhängigkeit nur in vier der untersuchten zehn Fälle zustande kommt. Diesen vier Fällen ist gemeinsam, dass Deutschland in der Stichprobe enthalten ist. Das aus der Literatur bekannte Resultat einer positiven Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* hängt also von der Auswahl der berücksichtigten Länder ab.

Welche Komponente der *sacrifice ratio* dominiert das Resultat?

In einem früheren Aufsatz hat Fischer (1996) den Zähler und den Nenner der *sacrifice ratio* separat auf den Index der Notenbankunabhängigkeit regressiert. Die Resultate sind in den Tabellen 3 und 4 zusammengefasst. Wiederum werden fünf verschiedene Indizes der Notenbankunabhängigkeit unterschieden. Die Komponenten der *sacrifice ratios* basieren auf den Arbeiten von Ball (1994) und Jordan (1997). Es werden zwei Beobachtungsperioden unterschieden, wovon eine 1972 beginnt. Dies kann damit begründet werden, dass die Möglichkeit, eine eigenständige Geldpolitik zu betreiben, für die meisten Länder erst mit dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton-Woods und dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen in den Jahren 1971/73 gegeben war.

Die Resultate der Schätzgleichungen mit den Produktionseinbußen (Zähler der *sacrifice ratio*) als abhängiger Variablen (Tabelle 4) zeigen, dass die Notenbankunabhängigkeit in keinem der untersuchten zehn Fälle statistisch signifikant ist. Anders sieht das Bild bei den Gleichungen zur Erklärung des Inflationsabbaus (Nenner der *sacrifice ratio*) aus (Tabelle 3). In acht von zehn Fällen ist der Koeffizient der Notenbankunabhängigkeit statistisch signifikant. Das negative Vorzeichen drückt aus, dass unabhängige Notenbanken in der Regel einen geringeren Inflationsabbau aufweisen. Die beiden Resultate deuten zusammengenommen darauf hin, dass die positive Korrelation zwischen *sacrifice ratio* und Notenbankunabhängigkeit im wesentlichen durch

Tabelle 3: Reduktion der Jahresinflationsrate und Notenbankunabhängigkeit

Unabhängige Variable: <i>Inflationsreduktion</i> – Ball (1994), 1961–1988, Jahresdaten					
Konstante	2,412*	1,794*	2,106*	2,323*	0,388
	(0,309)	(0,132)	(0,186)	(0,322)	(0,639)
UNI					
AS	-0,290*				
	(0,123)				
FH		-0,416			
		(0,309)			
GMT(1)			-0,133*		
			(0,053)		
GMT(2)				-0,122*	
				(0,060)	
C					-22,515*
					(10,337)
DF	51	50	54	54	62
R ²	0,10	0,04	0,11	0,07	0,07

Unabhängige Variable: <i>Inflationsreduktion</i> – Jordan (1997), 1972–1992, Jahresdaten					
Konstante	0,024*	0,018*	0,025*	0,028*	0,009*
	(0,003)	(0,001)	(0,002)	(0,003)	(0,002)
UNI					
AS	-0,003*				
	(0,001)				
FH		-0,005			
		(0,003)			
GMT(1)			-0,022*		
			(0,001)		
GMT(2)				-0,002*	
				(0,001)	
C					-0,116*
					(0,027)
DF	31	28	37	37	43
R ²	0,12	0,06	0,18	0,15	0,22

Anmerkung: UNI = Index der Unabhängigkeit der Notenbank; AS = Alesina und Summers (1993); C = Cukierman (1992); FH = Fratianni und Huang (1992); GMT(1) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), Political Index; GMT(2) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), Economic Index; D = Deutschland; DF = Freiheitsgrade der Regression; * bedeutet Signifikanz am 5%-Niveau.

die statistisch signifikante Korrelation zwischen Inflationsabbau und Notenbankunabhängigkeit bestimmt wird. Ein Zusammenhang zwischen Notenbankunabhängigkeit und dem in der Inflationsbekämpfungsphase erlittenen Produktionsabbau besteht jedoch nicht.

Ein Grund, weshalb Länder mit unabhängigen Notenbanken in den betrachteten Desinflationsperioden einen geringeren Inflationsabbau erzielen

Tabelle 4: Produktionseinbussen und Unabhängigkeit der Notenbank

Unabhängige Variable: *Produktionseinbussen* – Ball (1994), 1961–1988, Jahresdaten

Konstante	3,394 (3,446)	3,960* (1,576)	2,951 (2,078)	7,480* (3,517)	4,963 (6,447)
UNI					
AS	0,390 (1,372)				
FH		1,989 (3,690)			
GMT(1)			0,477 (0,591)		
GMT(2)				0,098 (0,090)	
C					-11,444 (104,341)
DF	51	50	54	54	62
R ²	0,00	0,01	0,01	0,02	0,00

Unabhängige Variable: *Produktionseinbussen* – Jordan (1997), 1972–1992, Jahresdaten

Konstante	0,011 (0,016)	-0,009 (0,007)	0,021* (0,010)	-0,002 (0,014)	-1,712* (0,610)
UNI					
AS	-0,011 (0,006)				
FH		0,030 (0,016)			
GMT (1)			0,089 (0,111)		
GMT (2)				0,003 (0,003)	
C					9,427 (6,829)
DF	31	28	37	37	43
R ²	0,09	0,11	0,01	0,03	0,04

Anmerkung: UNI = Index der Unabhängigkeit der Notenbank; AS = Alesina und Summers (1993); C = Cukierman (1992); FH = Fratianni und Huang (1992); GMT(1) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), Political Index; GMT(2) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), Economic Index; D = Deutschland; DF = Freiheitsgrade der Regression; * bedeutet Signifikanz am 5%-Niveau.

ten, kann darin liegen, dass diese Länder ein niedrigeres Ausgangsniveau der Inflation aufwiesen. Um diese Vermutung zu überprüfen, haben wir das Ausgangsniveau der Inflation auf die Notenbankunabhängigkeit regressiert. Das Ausgangsniveau der Inflation bezieht sich auf die von Ball (1994) und Jordan (1997) unterschiedenen Inflationsbekämpfungsepisoden. Für die Notenbankunabhängigkeit werden die gleichen fünf Indizes unterschieden wie in den anderen Schätzungen.

Tabelle 5: Ausgangsniveau der Inflation während einer Desinflationsphase und Notenbankunabhängigkeit

Unabhängige Variable: *Ausgangsniveau der Inflation* – Ball (1994), 1961–1988, Jahresdaten

Konstante	13,707 (1,567)	9,541* (0,793)	10,582* (1,093)	14,531* (1,735)	-1,368 (3,329)
UNI					
AS	-2,230* (0,624)				
FH		-3,983* (1,858)			
GMT(1)			-0,731* (0,311)		
GMT(2)				-1,213* (0,326)	
C					-161,148* (10,337)
DF	51	50	54	54	62
R ²	0,20	0,08	0,09	0,20	0,13

Unabhängige Variable: *Ausgangsniveau der Inflation* – Jordan (1997), 1972–1992, Jahresdaten

Konstante	0,155 (0,016)	0,114* (0,009)	0,143* (0,013)	0,192* (0,017)	0,047* (0,012)
UNI					
AS	-0,024* (0,007)				
FH		0,051* (0,020)			
GMT(1)			-0,012* (0,004)		
GMT(2)				-0,018* (0,003)	
C					-0,824* (0,139)
DF	31	28	37	37	43
R ²	0,22	0,13	0,14	0,32	0,35

Anmerkung: UNI = Index der Unabhängigkeit der Notenbank; AS = Alesina und Summers (1993); C = Cukierman (1992); FH = Fratianni und Huang (1992); GMT(1) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), Political Index; GMT(2) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), Economic Index; D = Deutschland; DF = Freiheitsgrade der Regression; * bedeutet Signifikanz am 5%-Niveau.

Die Resultate sind in Tabelle 5 zusammengefasst. Sie zeigen, dass die Notenbankunabhängigkeit in jedem der zehn unterschiedenen Fälle einen statistisch signifikanten Beitrag zur Erklärung des Ausgangsniveaus der Inflation liefert. In Verbindung mit den Ergebnissen aus Tabelle 3 ergibt sich daraus ein Bild, das mit dem Resultat von Alesina und Summers (1993), wonach das Niveau und die Varianz der Inflation negativ mit der Unabhängigkeit der Notenbank korrelieren, konsistent ist.

Ist die Zahl der Rezessionen mit der Notenbankunabhängigkeit korreliert?

Es wurde bereits gezeigt, dass der in Inflationsbekämpfungsphasen beobachtete Produktionsrückgang in Ländern mit unabhängigen Notenbanken nicht grösser ist als in Ländern mit Notenbanken, die den Weisungen ihrer Regierung unterstehen. Wir untersuchen nun die Frage,

Tabelle 6: Zahl der Desinflationsphasen und Notenbankunabhängigkeit

Unabhängige Variable: Zahl der Desinflationsphasen – Ball (1994), 1961–1988, Jahresdaten

Konstante	3,934*	3,960*	3,777*	3,739*	3,481*
	(0,401)	(1,576)	(0,255)	(0,419)	(0,799)
UNI					
AS	-0,140				
	(0,159)				
FH		-0,248			
		(0,439)			
GMT(1)			-0,070		
			(0,072)		
GMT(2)				-0,035	
				(0,078)	
C					-1,592
					(12,834)
DF	13	12	14	14	17
R ²	0,06	0,03	0,06	0,01	0,00

Unabhängige Variable: Zahl der Desinflationsphasen – Jordan (1997), 1972–1992, Jahresdaten

Konstante	3,155*	2,905*	3,514*	3,528*	2,920*
	(0,572)	(0,257)	(0,293)	(0,436)	(0,316)
UNI					
AS	-0,037				
	(0,227)				
FH		0,311			
		(0,581)			
GMT(1)			-0,139		
			(0,087)		
GMT(2)				-0,088	
				(0,086)	
C					-3,034
					(3,837)
DF	13	12	16	16	19
R ²	0,00	0,02	0,13	0,06	0,03

Anmerkung: UNI = Index der Unabhängigkeit der Notenbank; AS = Alesina und Summers (1993); C = Cukierman (1992); FH = Fratianni und Huang (1992); GMT(1) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991); Political Index; GMT(2) = Grilli, Masciandaro und Tabellini (1991), Economic Index; D = Deutschland; DF = Freiheitsgrade der Regression; * bedeutet Signifikanz am 5%-Niveau.

ob Länder mit unabhängigen Notenbanken eine grössere Zahl von Desinflationsphasen aufweisen. Dies geschieht aus der Überlegung heraus, dass eine grosse Zahl kleiner Rezessionen ebenso kostspielig sein kann wie eine einzelne grosse Rezession.

In der Schätzgleichung ist die Zahl der isolierbaren Desinflationsphasen die abhängige Variable und die Notenbankunabhängigkeit die erklärende Variable. Die Zahl der Desinflationsphasen wird nach den Kriterien von Ball (1994) und Jordan (1997) ermittelt. Die Indizes der Notenbankunabhängigkeit sind die gleichen wie in den anderen Schätzungen. Tabelle 6 fasst die Resultate zusammen. Sie zeigen keinen Zusammenhang zwischen Notenbankunabhängigkeit und der Zahl der Inflationsbekämpfungsphasen.

4. Schlussbemerkungen

Wir haben die aus einigen jüngeren Untersuchungen bekannte positive Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* zum Ausgangspunkt genommen. Diese Untersuchungen werfen zwangsläufig die Frage auf, ob eine Erhöhung des Grades der Notenbankunabhängigkeit die Kosten der Inflationsbekämpfung steigert und damit ein Argument gegen die Errichtung unabhängiger Notenbanken liefert. Aus einer Reihe von Gründen wäre eine solche Schlussfolgerung allerdings unzulässig.

Erstens sagt eine positive Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* noch nichts über den volkswirtschaftlichen Nutzen einer autonomen Notenbank. Inflation ist keine belanglose Sache, und autonome Notenbanken erreichen im Durchschnitt tiefere Inflationsraten. Den temporären Kosten der Inflationsbekämpfung müssen also die permanenten Erträge der tieferen Inflation gegenübergestellt werden.

Zweitens sagen Korrelationen nichts über Ursache und Wirkung aus. Die Wirkung braucht nicht von der Notenbankunabhängigkeit zur *sacrifice ratio* zu gehen. Sie kann auch entweder umgekehrt verlaufen, oder beide Variablen können simultan von einer dritten Grösse bestimmt wer-

den. Walsh (1995) weist darauf hin, dass Länder mit flachen Angebotskurven möglicherweise eher geneigt sind, eine regierungsabhängige Notenbank zu schaffen, weil der Anreiz, mit einer expansiven Geldpolitik kurzfristige Produktionsgewinne zu erzielen, grösser ist.

Drittens ist die *sacrifice ratio*, wie in diesem Aufsatz beschrieben, kein zuverlässiges Mass der Inflationsbekämpfungskosten. Die Berechnung erfolgt unter restriktiven Annahmen. Fragwürdig erscheint vor allem die Annahme, dass der in den einzelnen Episoden gemessene Inflationsrückgang vollständig der Geldpolitik zugeschrieben werden kann. Es ist ungewiss, wie die Korrelationsergebnisse durch die Verletzung dieser Annahmen beeinflusst werden.

Die eigenen in diesem Aufsatz besprochenen Resultate deuten darauf hin, dass zwischen Notenbankunabhängigkeit und Produktionseinbussen kein Zusammenhang besteht, wohl aber zwischen Notenbankunabhängigkeit und Inflationsabbau. Dieses Ergebnis ist konsistent mit der Auffassung, dass der Zusammenhang zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* darauf beruht, dass Länder mit unabhängigen Notenbanken eine niedrigere durchschnittliche Inflation aufweisen. Wir haben weiter Evidenz präsentiert, die zeigt, dass die gemessenen Korrelationen zwischen Notenbankunabhängigkeit und *sacrifice ratio* kritisch von der Auswahl der berücksichtigten Länder abhängen. Wird Deutschland, d. h. nur eines der betrachteten Industrieländer, ausgeschlossen, so ist keine statistisch signifikante Korrelation mehr feststellbar.

Literaturverzeichnis

- Alesina, A., und L.H. Summers. 1993. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance. *Journal of Money Credit and Banking* 25: 151–162.
- Ball, L. 1994. What Determines the Sacrifice Ratio? In *Monetary Policy*, Hrsg. N. G. Mankiw, 155–182. Chicago, IL: The University of Chicago Press.
- Ball, L., N.G. Mankiw und D. Romer. 1988. The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off. *Brookings Papers on Economic Activity*: 1–65.
- Bleaney, M. 1996. Central Bank Independence, Wage Bargaining Structure, and Macroeconomic Performance in OECD Countries. *Oxford Economic Papers* 48: 20–38.
- Cecchetti, S.G. 1994. Comment. In *Monetary Policy*, Hrsg. N. G. Mankiw, 188–193. Chicago, IL: The University of Chicago Press.
- Chadha, B., P.R. Masson und G. Meredith. 1992. Models of Inflation and Costs of Disinflation. *IMF Staff Papers* 39: 395–43.
- Cukierman, A. 1992. *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Cukierman, A., S. B. Webb und B. Neyapti. 1992. Measuring the Independence of Central Banks and its Effects on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review* 6: 353–398.
- De Haan, J., und J. E. Sturm. 1992. The Case for Central Bank Independence. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 182: 305–327.
- Dornbusch, R., und S. Fischer. 1994. *Macroeconomics*. Sixth edition. New York: McGraw-Hill.
- Dowd, K. 1994. The Costs of Inflation and Disinflation. *Cato Journal* 14: 305–331.
- Eijffinger, S., und E. Schaling. 1993. Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 184: 49–89.
- Feldstein, M. 1996. The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability. NBER Working Paper No. 5469.
- Fischer, A.M. 1996. Central Bank Independence and Sacrifice Ratios. *Open Economies Review* 7: 5–18.
- Fischer, A. M. 1997. Do Institutional Factors Matter for the Speed of Disinflation? *Swiss Journal of Economics and Statistics* 133: 539–556.
- Fischer, S. 1977. Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Supply Rule. *Journal of Political Economy* 85: 191–205.
- Fratianni, M. und H. Huang. 1992. Reputation, Central Bank Independence and the EBC. Indiana University Working Paper No. 92-031.
- Gärtner, M. 1995. Central Bank Independence and the Sacrifice Ratio: The Dark Side of the Force. *Swiss Journal of Economics and Statistics* 133: 513–538.
- Grilli, V., D. Masciandaro und G. Tabellini. 1991. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. *Economic Policy* 6: 341–392.
- Jordan, T.J. 1997. Disinflation Costs, Accelerating Inflation Gains, and Central Bank Independence. *Weltwirtschaftliches Archiv* 133: 1–21.
- Mankiw, N. G. 1985. Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly. *Quarterly Journal of Economics* 100: 529–539.
- Neely, C. J., und C.J. Waller. 1997. A Benefit-Cost Analysis of Disinflation. *Contemporary Economic Policy* 15: 50–64.
- Posen, A. 1995. Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link? Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 1 (May).

- Sargent, T. J. 1983. Stopping Moderate Inflation: The Methods of Poincaré and Thatcher. In *Inflation, Debt, and Indexation*, Hrsg. R. Dornbusch und M. H. Simonsen, 54–96. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Schelde-Andersen, P. 1992. OECD Country Experiences with Disinflation. In *Inflation, Disinflation and Monetary Policy*, Hrsg. A. Blundell-Wignell, 104–73. Reserve Bank of Australia: Ambassador Press.
- Taylor, J. B. 1979. Staggered Wage Settings in a Macro Model. *American Economic Review, Papers and Proceedings* 69: 108–113.
- Taylor, J. B. 1983. Union Wage Settlements During a Disinflation. *American Economic Review* 73: 981–993.
- Tödter, K.-H., und G. Ziebarth. 1997. Preisstabilität oder geringe Inflation für Deutschland? Eine Analyse von Kosten und Nutzen. Diskussionspapier 3/97, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank.
- Walsh, C. E. 1995. Central Bank Independence and the Short-Run Output-Inflation Tradeoff in the European Community. In *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe*, Hrsg. B. Eichengreen, J. Frieden und J. von Hagen, 12–37. Heidelberg: Springer Verlag.

Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1996

1. Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland

Kapitalexporte

Die Kapitalexporte für Direktinvestitionen im Ausland betragen im Jahre 1996 20 Mrd. Franken oder 6 Mrd. Franken mehr als im Vorjahr. Damit wurde der höchste bisher verzeichnete Wert erreicht. Rund zwei Drittel der Kapitalexporte wurden für Akquisitionen neuer Unternehmen und Kapitalerhöhungen in bestehenden Unternehmen verwendet. Den Rest bildeten reinvestierte Erträge, die aus zurückbehaltenen Gewinnen von Tochtergesellschaften stammen.

Dienstleistungsunternehmen verdoppelten ihre Investitionen von 6 Mrd. auf 11 Mrd. Franken. Allein 7,6 Mrd. Franken (Vorjahr: 2,2 Mrd. Franken) entfielen auf die Versicherungsunternehmen. Die Finanz- und Holdinggesellschaften investierten im Jahre 1996 rund 2 Mrd. Franken in Beteiligungen im Ausland, nachdem sie im Vorjahr praktisch keine Kapitalexporte vorgenommen hatten. Die Banken und der Handel verminderten dagegen die Kapitalabflüsse um je rund 1 Mrd. Franken.

Mit Ausnahme der Industriebereiche «Elektronik, Energie, Optik und Uhren», die ihre Direktinvestitionen verdreifachten, reduzierten alle Industrie-

branchen ihre Kapitalexporte. Kräftig bildete sich der Kapitalfluss der Chemieindustrie zurück.

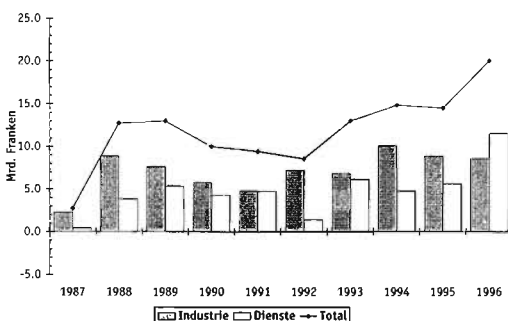
Die Kapitalexporte in die EU-Länder verdoppelten sich auf annähernd 13 Mrd. Franken. Davon flossen rund 7 Mrd. Franken vor allem für Akquisitionen nach Grossbritannien (Vorjahr: 0,9 Mrd. Franken). Die Kapitalexporte nach Deutschland stiegen erneut. In die Vereinigten Staaten, dem wichtigsten Zielland für Schweizer Direktinvestitionen, floss im Jahre 1996 mit 3,4 Mrd. Franken (Vorjahr: 6,1 Mrd. Franken) bedeutend weniger Kapital. Die Unternehmen verstärkten die Kapitalexporte nach Asien markant von 0,2 Mrd. Franken auf 2,7 Mrd. Franken. Die Mittel flossen insbesondere nach China, Indien, Malaysia, Singapur und nach Japan.

Kapitalbestand

Der Kapitalbestand im Ausland stieg infolge der Investitionstätigkeit, aber auch wechselkursbedingt um 30 Mrd. auf 195 Mrd. Franken. Der Kapitalbestand entfiel zu 45% auf Industrieunternehmen und zu 55% auf den Dienstleistungssektor. Der Kapitalbestand der Dienstleistungsunternehmen erhöhte sich im Jahre 1996 deutlich stärker als jener der Industrieunternehmen. Alle Dienstleistungsbranchen mit Ausnahme des Handels erhöhten im Jahre 1996 den Kapitalbestand. Die Versicherungen bauten ihre Beteiligungen im Ausland besonders stark aus. Rund ein Fünftel des Kapitalbestandes im Ausland gehörte im Jahre 1996 den Versicherungen. Die Versicherungsmärkte sind in den letzten Jahren stark in Bewegung geraten, wodurch neue Chancen für die Auslandstätigkeit der Versicherungen entstanden. Aus geschäftsspezifischen Gründen verkaufen die Versicherungen ihre Leistungen hauptsächlich vor Ort und weniger durch den Export von Dienstleistungen. Aus diesem Grund ist die Expansion der Versicherungen ins Ausland eng mit Direktinvestitionen verbunden.

Der Kapitalbestand der Industrieunternehmen stieg im Jahre 1996 um 7% auf 88 Mrd. Franken.

Grafik 1: Kapitalexporte



Die Textil- und die Chemieindustrie wiesen geringere Kapitalbestände aus als im Vorjahr. Die übrigen Branchen verzeichneten dagegen einen Zuwachs des Kapitals im Ausland.

Die Vereinigten Staaten und Grossbritannien, weltweit die wichtigsten Standorte für Direktinvestitionen, waren auch im Jahre 1996 für die Schweizer Unternehmen mit 48 Mrd. Franken beziehungsweise 20 Mrd. Franken die bedeutendsten Länder, gefolgt von Deutschland, Frankreich und den Niederlanden. In der Volksrepublik China verdoppelte sich der Kapitalbestand gegenüber dem Vorjahr auf 1 Mrd. Franken. Die höchsten Zuwachsraten der Kapitalbestände über die Periode von 1993–1996 wurden in China, der Russischen Föderation, Polen und Chile verzeichnet. In Asien verzeichneten in den letzten Jahren auch Indien, Malaysia und Singapur ein überdurchschnittliches Wachstum der Kapitalbestände.

Personalbestand

Die schweizerischen Unternehmen erhöhten den Personalbestand im Ausland im Jahre 1996 nur geringfügig auf 1,45 Mio. Beschäftigte. Die Beschäftigungszunahme im Ausland schwächte sich erneut ab, nachdem sie bereits in den Vorjahren zurückgegangen war. Das starke Wachstum des Personals in den Schwellen- und Entwicklungsländern wurde durch die Abnahme der Beschäftigten in Westeuropa und in den Vereinigten Staaten praktisch kompensiert.

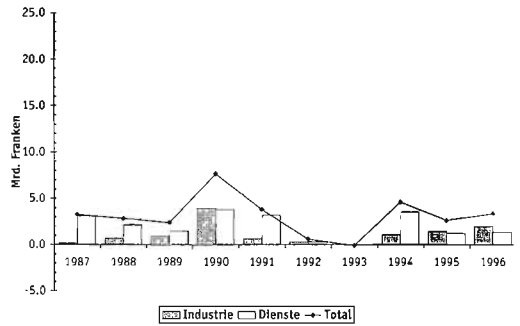
Die Branchen «Chemie» (-6%) sowie «Elektronik» (-1%) bauten den Personalbestand im Ausland ab. In der Gruppe Dienstleistungen wurde der Personalbestand im Ausland, von den Finanz- und Holdinggesellschaften (5%), Banken (8%), Versicherungen (10%) sowie von der Transportbranche (25%) erhöht. Der Handel (-7%) und die Gruppe Übrige Dienste (-11%) bauten dagegen Stellen im Ausland ab.

2. Die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz

Kapitalimporte

Die Kapitalimporte stiegen im Jahre 1996 gegenüber dem Vorjahr um 0,7 Mrd. auf 3,3 Mrd. Fran-

Grafik 2: Kapitalimporte



ken. Dieser Betrag entspricht etwa dem Durchschnittswert der Kapitalimporte in den letzten Jahren.

Die Kapitalimporte der Dienstleistungsbetriebe waren im Jahr 1996 0,1 Mrd. Franken höher als im Vorjahr. Der Mittelzufluss in die Bankbranche stieg um 0,6 Mrd. auf 0,7 Mrd. Franken. Die ausländischen Finanz- und Holdinggesellschaften zogen im Jahre 1996 erneut Kapital aus der Schweiz ab. Der Kapitalabbau schwächte sich allerdings von 1,1 Mrd. im Vorjahr auf 0,2 Mrd. Franken im Jahre 1996 ab. Ohne Berücksichtigung der von Jahr zu Jahr stark schwankenden Kapitalbewegungen der Finanz- und Holdinggesellschaften waren die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz etwas tiefer als im Vorjahr.

Kapitalimporte (in Mrd. Franken)	1993	1994	1995	1996
Total	-0,1	4,6	2,6	3,3
davon Finanz- und Holdinggesellschaften	-0,4	1,7	-1,1	-0,2
Total ohne Finanz- und Holdinggesellschaften	0,3	2,9	3,7	3,5

Die Kapitalimporte in den Industriesektor stiegen um 0,6 Mrd. auf 2 Mrd. Franken.

Bei der «Chemie» führten vor allem Akquisitionen zu einer Erhöhung der Kapitalimporte von 0,2 Mrd. im Vorjahr auf 1 Mrd. Franken. Die Kapitalzuflüsse in die «Elektronikbranche» verdoppelten sich auf 1 Mrd. Franken. Die Metall- und Maschinenindustrie verzeichnet wiederum einen Kapitalrückfluss aus der Schweiz. Bereits in den Vorjahr-

ren hatten die Unternehmen der Metall- und Maschinenindustrie Desinvestitionen ausgewiesen.

Kapitalbestand

Der ausländische Kapitalbestand in der Schweiz erhöhte sich im Jahre 1996 um 9% auf 71 Mrd. Franken. Alle Branchen mit Ausnahme der Metall- und Maschinenindustrie sowie der «übrigen Industrien» wiesen einen Zuwachs des ausländischen Kapitalbestandes aus. Die ausländisch beherrschten Finanz- und Holdinggesellschaften, auf die fast die Hälfte des ausländischen Kapitals in der Schweiz entfällt, steigerten den Kapitalbestand im Jahre 1996 um 10% auf über 33 Mrd. Franken. Der Kapitalzuwachs der Finanz- und Holdinggesellschaften ist praktisch ausschliesslich auf die Zunahme des Beteiligungskapitals von Investoren aus den Niederlanden zurückzuführen.

Der Kapitalbestand der Vereinigten Staaten in der Schweiz stieg im Jahre 1996 um 1,3 Mrd. auf 17,7 Mrd. Franken. Die Niederlande wiesen nach den Vereinigten Staaten den höchsten Kapitalbestand in der Schweiz aus. Seit 1993 verdoppelte sich der niederländische Kapitalbestand in der Schweiz auf über 15 Mrd. Franken. Dagegen verminderten italienische und britische Investoren den Kapitalbestand in der Schweiz um 0,8 Mrd. auf 4,7 beziehungsweise 2,2 Mrd. Franken.

3. Erläuterungen

Begriff

Mit Direktinvestitionen soll ein dauerhafter und direkter Einfluss auf die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens im Ausland ausgeübt werden. 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 Inland zählen die Schweiz und das Fürstentum Liechtenstein.

Erhebung

Die Schweizerische Nationalbank erhebt jährlich die grenzüberschreitenden Beteiligungen, d.h. die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland und die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz. Stichtag für die Erhebung ist jeweils Ende Jahr.

Rechtsgrundlage

Rechtsgrundlage für die Erhebungen der Direktinvestitionen ist Artikel 2 des Bundesstatistikgesetzes vom 9. Oktober 1992. In der Verordnung über die Durchführung von statistischen Erhebungen des Bundes vom 30. Juni 1993 ist die Nationalbank als Erhebungsstelle bezeichnet. Die Teilnahme an der Erhebung ist obligatorisch für alle Unternehmen, deren Direktinvestitionskapital mindestens 10 Mio. Franken beträgt.

Erhebungsgegenstand

Die Unternehmungen geben Auskunft über die Kapitalbestände (Beteiligungskapital und Konzernkredite), über die Finanzbewegungen auf dem Beteiligungskapital (Gründung, Erwerb, Verkauf, Kapitalerhöhungen etc.) und den Konzernkrediten sowie über die reinvestierten Erträge. Reinvestierte Erträge sind jener Teil des Geschäftsergebnisses, der nicht ausgeschüttet wird. Sie ermöglichen den Aufbau der Direktinvestitionsposition, ohne dass ein eigentlicher Kapitalexport stattfindet. Weiter werden die Firmen über die Zahl der im Inland und in den ausländischen Tochtergesellschaften oder Filialen beschäftigten Personen befragt.

Bewertung des Bestandes

Bei den Bestandeszahlen handelt es sich um Buch- und nicht um Marktwerte. Die Buchwerte liegen in der Regel unter den Marktwerten.

Beziehung zwischen der Veränderung des Kapitalbestandes und der Kapitalbewegung

Obwohl Kapitalbewegungen den Kapitalbestand beeinflussen, kann von der Veränderung des Ka-

pitalbestandes nicht direkt auf die Kapitalflüsse geschlossen werden oder umgekehrt. Die Veränderung des Kapitalbestandes unterliegt verschiedenen Einflüssen, die nicht zu Kapitalbewegungen führen. So werden die Kapitalbestände auch durch Wechselkursveränderungen, neue Bewertungsgrundsätze (z.B. Anpassung an internationale Buchhaltungsnormen) etc. verändert. Bei Neuinvestitionen führt einerseits der Goodwill (Unterschied zwischen Kaufpreis und Buchwert des Unternehmens) meistens zu Kapitalbewegungen, die grösser sein können als die Zunahme des Bestandes. Andererseits steht Akquisitionen, die im Ausland finanziert werden, kein entsprechender Kapitalfluss aus der Schweiz gegenüber.

Ländergliederung

Bei den schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland wird so weit wie möglich das Land des letztlich Begünstigten (last beneficial owner) erfasst. In der Praxis kann dieses Prinzip jedoch nicht in jedem Fall angewendet werden. Bei den ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz wird immer das Land des unmittelbaren Investors angegeben.

Branchengliederung

Die Zuordnung einer Branche richtet sich nach der Haupttätigkeit des Unternehmens in der Schweiz.

Tabelle 1.1
Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Ländergliederung der Kapitalexperte 1)
(in Millionen Franken)

	1993	1994	1995 r	1996 p
Industrielländer	9 600	14 290	14 007	17 713
EU	2 697	6 873	6 210	12 747
Belgien	889	-551	1 042	495
Dänemark	-3	166	21	49
Deutschland	-245	784	1 171	2 423
Finnland	2)	2)	56	137
Frankreich	1 451	1 287	127	603
Griechenland	26	95	79	109
Irland	215	191	324	341
Italien	-281	148	424	766
Luxemburg	137	412	200	190
Niederlande	-550	1 078	1 143	-32
Österreich	2)	2)	89	-248
Portugal	-22	34	27	90
Schweden	2)	2)	85	539
Spanien	-122	-81	572	116
Vereinigtes Königreich 3)	1 202	3 309	851	7 168
EFTA	593	1 174	41	54
davon				
Österreich	246	557	4)	4)
Schweden	69	535	4)	4)
Mittel- und Osteuropa	162	334	901	362
davon				
Kroatien	6	14	4	5
Polen	38	159	236	113
Russische Föderation	-8	56	37	100
Tschechische Republik	54	34	573	61
Ungarn	34	52	31	62
Übriges Europa	32	24	121	49
davon				
Türkei	41	-8	96	0
Nordamerika	5 722	6 105	5 978	3 730
Kanada	407	825	-166	337
Vereinigte Staaten	5 315	5 280	6 144	3 393
Übrige Industrieländer	394	-220	756	771
Japan	88	-268	-35	300
Südafrika	37	48	151	93
Australien	273	-6	609	372
Neuseeland	-4	7	31	6

	1993	1994	1995 r	1996 p
Schwellenländer	1 293	863	-55	1 361
Lateinamerika	582	103	186	217
Argentinien	46	47	28	60
Brasilien	308	-54	127	-45
Chile	106	27	35	83
Mexiko	122	84	-3	120
Asien	710	760	-242	1 144
Hongkong	300	420	-547	20
Korea (Süd-)	12	29	19	66
Malaysia	104	8	17	233
Philippinen	74	14	-8	39
Singapur	127	110	175	541
Taiwan	70	93	61	21
Thailand	23	86	41	224

Entwicklungsländer	2 056	-392	487	933
---------------------------	--------------	-------------	------------	------------

Lateinamerika (inkl. Karibik)	1 891	-692	2	-381
davon				
Costa Rica	-3	-16	45	10
Ecuador	15	4	11	79
Guatemala	19	-5	4	-176
Kolumbien	19	90	7	72
Panama	17	442	83	106
Peru	2	9	19	-12
Uruguay	40	56	92	172
Venezuela	46	-1	-5	120
Afrika	25	54	25	89
davon				
Ägypten	12	33	34	18
Elfenbeinküste	-10	-6	6	17
Marokko	6	-1	8	18
Nigeria	6	14	-2	1
Asien	140	246	459	1 224
davon				
China (Volksrepublik)	32	168	342	368
Indien	56	31	13	370
Indonesien	21	15	46	177
Libanon	-27	3	9	8
Pakistan	3	-17	23	22
Saudi-Arabien	2	33	4	3
Vereinigte Arabische Emirate	7	10	3	3

Alle Länder	12 949	14 761	14 438	20 007
--------------------	---------------	---------------	---------------	---------------

1) Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz (Desinvestition).

2) bis 1994 Mitglied der EFTA

3) inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man

4) ab 1995 Mitglied der EU

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 1.2

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
 Ländergliederung des Kapitalbestandes 1)
 (in Millionen Franken)

	1993	1994	1995 r	1996 p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
Industrielländer	105 413	118 579	132 749	158 290	19,2
EU	61 133	66 589	78 524	92 245	17,5
Belgien	3 417	3 209	3 891	3 612	-7,2
Dänemark	498	799	551	614	11,4
Deutschland	12 214	12 436	13 495	13 763	2,0
Finnland	1)	1)	868	1 163	34,0
Frankreich	12 593	12 849	12 542	13 102	4,5
Griechenland	316	402	417	517	24,0
Irland	1 596	1 748	2 569	4 385	70,7
Italien	5 370	4 957	5 313	6 562	23,5
Luxemburg	2 829	3 285	3 454	6 923	100,4
Niederlande	7 929	9 149	11 558	11 567	0,1
Österreich	1)	1)	2 482	2 522	1,6
Portugal	449	579	663	844	27,3
Schweden	1)	1)	3 044	3 438	12,9
Spanien	2 788	2 672	3 216	3 532	9,8
Vereinigtes Königreich 2)	11 134	14 506	14 463	19 702	36,2
EFTA	5 788	6 293	717	1 435	100,1
davon					
Österreich	2 312	2 526	3)	3)	3)
Schweden	2 158	2 030	3)	3)	3)
Mittel- und Osteuropa	699	994	1 879	2 210	17,6
davon					
Kroatien	39	77	99	99	0,0
Polen	128	276	485	572	17,9
Russische Föderation	10	6	62	132	112,9
Tschechische Republik	234	198	831	965	16,1
Ungarn	137	193	205	243	18,5
Übriges Europa	388	547	578	664	14,9
davon					
Türkei	308	271	414	359	-13,3
Nordamerika	30 488	36 967	43 936	52 646	19,8
Kanada	3 283	4 320	3 455	5 015	45,2
Vereinigte Staaten	27 205	32 647	40 481	47 631	17,7
Übrige Industrieländer	6 918	7 190	7 115	9 089	27,7
Japan	3 974	4 154	3 597	4 378	21,7
Südafrika	817	761	883	1 054	19,4
Australien	1 964	2 102	2 467	3 516	42,5
Neuseeland	163	173	168	140	-16,7

	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
Schwellenländer	10 560	12 188	12 477	14 987	20,1
Lateinamerika	6 942	7 342	7 830	9 033	15,4
Argentinien	443	443	491	583	18,7
Brasilien	4 214	4 605	4 385	4 888	11,5
Chile	413	846	1 517	1 717	13,2
Mexiko	1 872	1 448	1 437	1 845	28,4
Asien	3 618	4 846	4 647	5 954	28,1
Hongkong	1 485	2 214	1 819	1 958	7,6
Korea (Süd-)	187	213	215	323	50,2
Malaysia	341	382	384	858	123,4
Philippinen	213	255	254	393	54,7
Singapur	606	749	911	1 445	58,6
Taiwan	381	523	541	285	-47,3
Thailand	404	509	523	692	32,3
Entwicklungsländer	19 506	16 890	19 310	21 611	11,9
Lateinamerika (inkl. Karibik)	17 205	14 438	16 524	17 417	5,4
davon					
Costa Rica	96	70	120	132	10,0
Ecuador	189	196	180	265	47,2
Guatemala	58	42	53	68	28,3
Kolumbien	414	439	552	636	15,2
Panama	676	1 218	-348	-1 741	
Peru	72	76	95	97	2,1
Uruguay	126	144	81	175	116,0
Venezuela	315	217	232	372	60,3
Afrika	1 142	1 152	1 178	1 304	10,7
davon					
Ägypten	114	139	157	194	23,6
Elfenbeinküste	96	70	84	120	42,9
Marokko	197	230	263	250	-4,9
Nigeria	40	56	42	46	9,5
Asien	1 159	1 300	1 609	2 890	79,6
davon					
China (Volksrepublik)	80	263	474	875	84,6
Indien	168	195	173	566	227,2
Indonesien	201	201	261	366	40,2
Libanon	79	77	88	117	33,0
Pakistan	109	84	106	127	19,8
Saudi-Arabien	218	238	191	178	-6,8
Vereinigte Arabische Emirate	54	61	56	72	28,6
Alle Länder	135 479	147 656	164 536	194 887	18,4

1) bis 1994 Mitglied der EFTA

2) inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man

3) ab 1995 Mitglied der EU

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 1.3

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Ländergliederung des Personalbestandes

	1993	1994	1995 r	1996 p	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
Industrieländer	1 096 335	1 111 173	1 119 326	1 104 152	-1,4
EU	644 848	619 316	708 946	696 039	-1,8
Belgien	28 073	26 005	28 323	26 602	-6,1
Dänemark	7 980	11 731	11 039	11 347	2,8
Deutschland	224 482	211 103	204 082	187 767	-8,0
Finnland	1)	1)	14 005	12 469	-11,0
Frankreich	128 486	128 976	122 630	133 347	8,7
Griechenland	5 987	6 238	6 192	6 302	1,8
Irland	3 085	3 177	4 386	3 374	-23,1
Italien	67 335	61 231	64 024	55 817	-12,8
Luxemburg	1 027	1 353	1 459	1 637	12,2
Niederlande	28 010	29 452	28 233	29 624	4,9
Österreich	1)	1)	41 900	38 989	-6,9
Portugal	8 692	11 797	11 399	11 213	-1,6
Schweden	1)	1)	40 338	40 659	0,8
Spanien	50 361	37 394	40 436	43 690	8,0
Vereinigtes Königreich 2)	91 330	90 859	90 500	93 202	3,0
EFTA	102 725	108 932	14 751	14 682	-0,5
davon					
Österreich	41 600	43 488	3)	3)	3)
Schweden	37 348	40 349	3)	3)	3)
Mittel- und Osteuropa	34 293	42 667	61 266	66 525	8,6
davon					
Kroatien	2 441	2 498	2 903	2 799	-3,6
Polen	5 798	9 622	16 744	19 259	15,0
Russische Föderation	1 371	2 052	4 123	4 767	15,6
Tschechische Republik	14 464	12 260	20 170	22 956	13,8
Ungarn	4 549	7 640	7 435	6 561	-11,8
Übriges Europa	5 581	6 595	6 673	7 297	9,4
davon					
Türkei	5 406	5 953	6 252	6 892	10,2
Nordamerika	241 743	257 472	245 891	238 016	-3,2
Kanada	25 764	26 026	27 413	24 943	-9,0
Vereinigte Staaten	215 979	231 446	218 478	213 073	-2,5
Übrige Industrieländer	67 145	76 191	81 799	81 593	-0,3
Japan	21 661	29 358	28 037	27 658	-1,4
Südafrika	20 746	21 625	25 601	25 321	-1,1
Australien	21 326	21 965	24 583	24 986	1,6
Neuseeland	3 412	3 243	3 578	3 628	1,4

	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
Schwefelländer	150 813	182 286	197 204	205 514	4,2
Lateinamerika	94 153	104 628	111 420	112 755	1,2
Argentinien	9 017	8 602	9 790	9 588	-2,1
Brasilien	56 293	63 954	67 409	69 623	3,3
Chile	9 351	12 425	13 048	13 243	1,5
Mexiko	19 492	19 647	21 173	20 301	-4,1
Asien	56 660	77 658	85 784	92 759	8,1
Hongkong	10 033	12 540	13 255	13 256	0,0
Korea (Süd-)	3 631	4 068	4 365	3 624	-17,0
Malaysia	8 505	12 791	14 635	15 147	3,5
Philippinen	7 312	10 560	11 728	13 232	12,8
Singapur	7 873	7 637	8 590	9 338	8,7
Taiwan	3 075	5 873	6 914	7 186	3,9
Thailand	16 231	24 189	26 297	30 976	17,8
Entwicklungsländer	89 572	102 188	120 021	142 170	18,5
Lateinamerika (inkl. Karibik)	31 789	33 154	33 264	34 256	3,0
<i>davon</i>					
Costa Rica	2 031	2 387	3 233	3 224	-0,3
Ecuador	2 571	4 111	3 421	4 479	30,9
Guatemala	588	1 128	1 245	1 261	1,3
Kolumbien	7 643	9 071	9 138	9 100	-0,4
Panama	2 922	1 344	1 476	1 358	-8,0
Peru	1 607	1 895	2 213	2 298	3,8
Uruguay	659	650	693	710	2,5
Venezuela	9 633	8 150	6 831	7 214	5,6
Afrika	25 450	27 480	24 364	29 653	21,7
<i>davon</i>					
Ägypten	8 103	5 630	6 315	6 034	-4,4
Elfenbeinküste	1 233	1 214	1 340	1 946	45,2
Marokko	2 956	3 560	3 259	3 601	10,5
Nigeria	5 399	4 532	5 297	8 450	59,5
Asien	32 333	41 554	62 393	78 261	25,4
<i>davon</i>					
China	4 034	8 620	16 490	23 795	44,3
Indien	12 348	12 339	21 449	22 772	6,2
Indonesien	4 714	5 960	8 534	10 586	24,0
Libanon	1 229	1 050	1 152	1 063	-7,7
Pakistan	3 109	2 919	3 301	3 631	10,0
Saudi-Arabien	2 539	3 169	2 544	3 178	24,9
Vereinigte Arabische Emirate	958	2 056	2 307	1 769	-23,3
Alle Länder	1 336 720	1 395 647	1 436 551	1 451 836	1,1

1) bis 1994 Mitglied der EFTA

2) inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man

3) ab 1995 Mitglied der EU

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 1.4

Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalexporte nach Branchen und Sektoren 1)
 (in Millionen Franken)

	1993	1994	1995 r	1996 p
Industrie	6 814	10 043	8 838	8 516
Textilien und Bekleidung	21	-8	43	-8
Chemie und Kunststoffe	2 876	4 916	3 273	2 074
Metalle und Maschinen	569	1 375	1 423	766
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	636	1 116	1 086	2 907
Nahrungsmittel, übrige Industrien und Bau	2 711	2 645	3 013	2 777
Dienste	6 135	4 718	5 600	11 492
Handel	1 807	605	1 269	-18
Finanz- und Holding- gesellschaften	1 695	380	-38	1 854
<i>davon ausländisch beherrscht 2)</i>	<i>1 360</i>	<i>32</i>	<i>-630</i>	<i>1 841</i>
Banken	417	1 494	1 308	551
Versicherungen	2 194	1 487	2 209	7 606
Transporte und Kommunikation	-23	429	499	940
Übrige Dienste	44	323	353	558
Alle Länder	12 949	14 761	14 438	20 007

1) Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz
(Desinvestition).

2) Als ausländisch beherrscht gelten Unternehmen, deren
Kapital mehrheitlich in ausländischer Hand ist.

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 1.5
Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalbestand nach Branchen und Sektoren
(in Millionen Franken)

	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
Industrie	66 593	70 857	82 701	88 153	6,6
Textilien und Bekleidung	648	830	885	845	-4,5
Chemie und Kunststoffe	25 614	25 481	31 794	30 367	-4,5
Metalle und Maschinen	9 618	10 163	10 679	11 398	6,7
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	12 476	14 139	16 080	17 636	9,7
Nahrungsmittel, übrige Industrien und Bau	18 237	20 244	23 262	27 907	20,0
Dienste	68 886	76 800	81 835	106 735	30,4
Handel	8 460	9 321	8 355	6 510	-22,1
Finanz- und Holdinggesellschaften	27 658	29 989	30 537	36 491	19,5
<i>davon ausländisch beherrscht 1)</i>	24 755	26 520	27 067	33 308	23,1
Banken	10 815	13 293	14 072	16 398	16,5
Versicherungen	17 697	19 170	23 562	40 102	70,2
Transporte und Kommunikation	1 627	1 968	2 410	3 519	46,0
Übrige Dienste	2 629	3 059	2 900	3 715	28,1
Total	135 479	147 656	164 536	194 887	18,4

1) Als ausländisch beherrscht gelten Unternehmen, deren Kapital mehrheitlich in ausländischer Hand ist.

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 1.6
Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Personalbestand nach Branchen und Sektoren

	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Veränderung zum Vorjahr in Prozent
Industrie	837 575	902 534	920 578	916 044	-0,5
Textilien und Bekleidung	20 673	45 179	44 249	44 441	0,4
Chemie und Kunststoffe	173 590	185 242	175 832	165 890	-5,7
Metalle und Maschinen	131 973	140 435	147 448	149 475	1,4
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	246 464	263 601	259 370	257 240	-0,8
Nahrungsmittel, übrige Industrien und Bau	264 875	268 077	293 679	298 998	1,8
Dienste	499 145	493 113	515 973	535 792	3,8
Handel	86 847	80 290	79 467	74 041	-6,8
Finanz- und Holdinggesellschaften	230 152	232 716	241 303	254 338	5,4
<i>davon ausländisch beherrscht 1)</i>	211 468	215 878	223 603	238 982	6,9
Banken	17 218	18 110	23 084	24 849	7,6
Versicherungen	72 238	64 561	65 868	72 630	10,3
Transporte und Kommunikation	43 247	46 982	43 046	53 827	25,0
Übrige Dienste	49 443	50 454	63 205	56 107	-11,2
Total	1 336 720	1 395 647	1 436 551	1 451 836	1,1

1) Als ausländisch beherrscht gelten Unternehmen, deren Kapital mehrheitlich in ausländischer Hand ist.

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 1.7
Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalexporte 1) nach Kapitalart und Ländergruppen
(in Millionen Franken)

	Kredite			Eigenkapital						Total		
	1994	1995 r	1996 p	Reinvestierte Erträge			Übriges Eigenkapital			1994	1995 r	1996 p
	1994	1995 r	1996 p	1994	1995 r	1996 p	1994	1995 r	1996 p	1994	1995 r	1996 p
Industrieländer	-1 008	2 499	355	2 009	2 941	5 297	13 288	8 568	12 061	14 290	14 007	17 713
EU	-605	1 141	277	164	1 225	3 814	7 314	3 843	8 657	6 873	6 210	12 747
EFTA	202	2	20	624	36	38	349	3	-4	1 174	41	54
Mittel-, Osteuropa	70	29	93	13	-53	90	251	925	179	334	901	362
Übriges Europa	-12	21	-47	2	28	51	34	72	45	24	121	49
Nordamerika	-615	1 030	-538	1 095	1 625	1 249	5 625	3 323	3 019	6 105	5 978	3 730
Übrige Industrieländer 2)	-48	275	549	113	79	56	-285	402	167	-220	756	771
Schwellenländer	597	-542	149	800	289	415	-535	197	797	863	-55	1 361
Asien 3)	566	-519	-201	254	198	483	-60	80	861	760	-242	1 144
Lateinamerika 4)	31	-23	350	547	92	-68	-475	118	-65	103	186	217
Übrige Entwicklungsländer	471	-868	75	648	481	729	-1 510	874	129	-392	487	933
Afrika	8	1	2	5	-20	48	41	44	40	54	25	89
Asien, Ozeanien	95	31	163	53	-4	23	98	432	1 038	246	459	1 224
Lateinamerika 5)	368	-900	-90	590	504	659	-1 650	398	-950	-692	2	-381
Total	61	1 089	579	3 457	3 711	6 442	11 244	9 638	12 987	14 761	14 438	20 007

1) Minus (-) bedeutet einen Kapitalrückfluss in die Schweiz (Desinvestition).

2) Japan, Südafrika, Australien, Neuseeland

3) Hongkong, Korea (Süd-), Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand

4) Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko

5) inkl. Karibik

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 2.1

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalimporte nach Herkunftsländern 1)

(in Millionen Franken)

	1993	1994	1995 r	1996 p
Industrieländer	-398	4 572	2 599	3 329
EU	-924	1 784	2 509	2 130
davon				
Belgien	59	47	23	70
Dänemark	-19	-2	0	9
Deutschland	-194	777	441	1 330
Frankreich	44	232	-33	590
Italien	-436	22	-65	-807
Luxemburg	-60	374	179	390
Niederlande	-246	406	1 884	358
Österreich	2)	2)	30	1
Schweden	2)	2)	374	335
Spanien	1	6	7	10
Vereinigtes Königreich 3)	-76	-68	126	-182
EFTA	72	540	0	0
davon				
Österreich	50	-13	4)	4)
Schweden	45	543	4)	4)
Übriges Europa	8	5	12	30
davon				
Türkei	8	5	12	30
Nordamerika	428	2 273	363	1 114
Kanada	122	-177	16	-11
Vereinigte Staaten	306	2 450	346	1 125
Übrige Industrieländer	16	-23	-315	48
davon				
Japan	16	-23	-315	-12
Schwellenländer	7	-10	16	21
Entwicklungsländer	268	42	-14	-18
Afrika	2	2	2	2
Asien	144	43	41	-42
davon				
Israel	34	22	36	-46
Lateinamerika (inkl. Karibik)	123	-4	-29	22
Total	-123	4 604	2 629	3 332

1) Minus (-) bedeutet einen Kapitalabfluss aus der Schweiz (Desinvestition).

2) bis 1994 Mitglied der EFTA

3) inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man

4) ab 1995 Mitglied der EU

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 2.2

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalbestand nach Herkunftsländern

(in Millionen Franken)

	1993	1994	1995 r	1996 p	Veränderung zum Vor- jahr in Prozent
Industrieländer	55 946	62 667	64 657	70 560	9,1
EU	34 925	39 333	44 794	48 779	8,9
davon					
Belgien	439	401	465	591	27,1
Dänemark	185	165	153	169	10,5
Deutschland	6 601	7 948	7 801	8 352	7,1
Frankreich	10 160	9 532	9 894	10 495	6,1
Italien	5 920	5 550	5 481	4 675	-14,7
Luxemburg	362	1 634	1 844	2 355	27,7
Niederlande	8 133	11 033	11 769	15 202	29,2
Österreich	1)	1)	357	327	-8,4
Schweden	1)	1)	3 503	3 846	9,8
Spanien	240	177	183	245	33,9
Vereinigtes Königreich 2)	2 860	2 696	3 073	2 201	-28,4
EFTA	3 344	3 726	21	16	-23,8
davon					
Österreich	211	211	3)	3)	3)
Schweden	2 783	3 157	3)	3)	3)
Übriges Europa	68	78	79	110	39,2
davon					
Türkei	68	78	79	110	39,2
Nordamerika	13 975	15 856	16 389	17 651	7,7
Kanada	446	330	333	324	-2,7
Vereinigte Staaten	13 530	15 526	16 056	17 327	7,9
Übrige Industrieländer	3 540	3 600	3 259	3 867	18,7
davon					
Japan	3 538	3 600	3 259	3 136	-3,8
Schwellenländer	73	47	65	95	46,2
Entwicklungsländer	1 258	1 114	929	759	-18,3
Afrika	57	59	61	61	0,0
Asien	753	693	588	507	-13,8
davon					
Israel	363	306	397	286	-28,0
Lateinamerika (inkl. Karibik)	448	362	280	190	-32,1
Total	57 277	63 827	65 651	71 414	8,8

1) bis 1994 Mitglied der EFTA

2) inkl. Guernsey, Jersey und Insel Man

3) ab 1995 Mitglied der EU

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 2.3

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalimporte 1) nach Branchen, Sektoren und Ländergruppen
(in Millionen Franken)

	Total				davon EU und EFTA				davon Nordamerika			
	1993	1994	1995 r	1996 p	1993	1994	1995 r	1996 p	1993	1994	1995 r	1996 p
Industrie	-3	1 074	1 415	1 971	-42	762	1 178	1 847	68	314	215	124
Chemie und Kunststoffe	122	378	231	954	29	190	71	954	123	191	160	0
Metalle und Maschinen	-100	-20	-30	-19	-99	-19	-29	-21	0	0	-1	2
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	18	645	529	965	33	528	449	831	-15	117	80	135
Übrige Industrien und Bau	-43	71	686	71	-5	64	687	84	-39	7	-24	-13
Dienste	-120	3 530	1 214	1 361	-810	1 562	1 331	283	360	1 959	148	990
Handel	24	820	289	370	-68	129	404	212	80	770	253	122
Finanz- und Holdinggesellschaften	-406	1 741	-1 092	-239	-590	735	-831	-1 089	95	986	-222	817
Banken 2)	75	556	83	737	-146	503	-108	622	-13	-20	48	96
Versicherungen und übrige Dienste	187	413	1 935	493	-6	195	1 866	538	198	222	69	-45
Alle Länder	-123	4 604	2 629	3 332	-852	2 324	2 509	2 130	428	2 273	363	1 114

1) Minus (-) bedeutet einen Kapitalabfluss aus der Schweiz (Desinvestition).

2) In der Branche 'Banken' sind die dem Bankengesetz unterstellten Institute enthalten. Finanzgesellschaften, die ab 1995 nicht mehr dem Bankengesetz unterstellt sind, werden bei den Finanz- und Holdinggesellschaften aufgeführt.

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 2.4

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalbestand nach Branchen, Sektoren und Ländergruppen
(in Millionen Franken)

	Total				davon EU und EFTA				davon Nordamerika			
	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>
Industrie	6 070	8 457	9 404	10 350	4 428	6 026	7 194	8 474	1 604	2 405	2 188	1 876
Chemie und Kunststoffe	1 065	2 447	2 372	2 724	301	795	948	1 629	725	1 625	1 424	1 096
Metalle und Maschinen	419	378	505	427	390	351	479	399	29	28	26	28
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	3 644	4 496	4 914	5 662	2 889	4 020	4 416	5 250	756	476	497	412
Übrige Industrien und Bau	942	1 136	1 613	1 537	848	861	1 351	1 196	94	275	241	340
Dienste	51 207	55 371	56 247	61 064	33 841	37 033	37 620	40 321	12 372	13 452	14 200	15 775
Handel	8 787	10 995	9 110	10 056	2 778	4 570	5 228	5 831	5 327	5 842	3 694	3 985
Finanz- und Holdinggesellschaften	26 863	26 891	30 416	33 167	21 865	21 792	22 576	23 746	4 632	4 768	7 594	8 419
Banken 1)	14 042	15 421	13 968	14 656	8 643	9 577	8 009	8 561	1 450	1 873	1 968	2 368
Versicherungen und übrige Dienste	1 515	2 064	2 752	3 186	555	1 094	1 808	2 183	963	970	944	1 003
Total	57 277	63 827	65 651	71 414	38 269	43 059	44 814	48 795	13 975	15 856	16 389	17 651

1) In der Branche 'Banken' sind die dem Bankengesetz unterstellten Institute enthalten. Finanzgesellschaften, die ab 1995 nicht mehr dem Bankengesetz unterstellt sind, werden bei den Finanz- und Holdinggesellschaften aufgeführt.

p provisorisch

r revidiert

Tabelle 2.5

Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz
Kapitalimporte 1) nach Kapitalart und Herkunftsländern
(in Millionen Franken)

	Kredite			Eigenkapital						Total		
	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Reinvestierte Erträge			Übriges Eigenkapital			1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>
	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>
Industrieländer	592	-621	-981	3 731	768	2 868	250	2 452	1 442	4 572	2 599	3 329
EU und EFTA	345	-359	-657	1 688	438	1 318	291	2 430	1 470	2 324	2 509	2 130
Mittel-, Osteuropa	0	0	0	1	0	6	-8	30	0	-7	30	6
Übriges Europa	-1	-1	0	6	9	10	0	4	20	5	12	30
Nordamerika	307	-105	-319	2 001	377	1 474	-35	90	-41	2 273	363	1 114
Übrige Industrieländer 2)	-59	-157	-5	35	-55	60	1	-103	-7	-23	-315	48
Schwellenländer	-3	0	0	-6	9	1	0	8	20	-10	16	21
Entwicklungsländer	-13	-39	18	55	48	30	-1	5	-66	42	14	-18
Mittlerer Osten	0	0	0	39	37	24	-1	3	-68	39	40	-45
Übrige Entwicklungsländer	-13	-39	18	16	11	6	0	2	2	3	-26	27
Total	575	-660	-963	3 780	825	2 899	249	2 464	1 396	4 604	2 629	3 332

1) Minus (-) bedeutet einen Kapitalabfluss aus der Schweiz.

2) Japan, Südafrika, Australien, Neuseeland

p provisorisch

r revidiert

L'évolution des investissements directs en 1996

1. Les investissements directs suisses à l'étranger

Exportations de capitaux

Les exportations de capitaux en vue d'investissements directs à l'étranger ont porté en 1996 sur 20 milliards de francs, soit sur un montant supérieur de 6 milliards à celui de l'année précédente. Ce chiffre est le plus élevé jamais enregistré. Deux tiers environ des exportations de capitaux ont servi à des acquisitions d'entreprises et à des augmentations de capital. Le solde était constitué de bénéfiques réinvestis, donc de bénéfiques maintenus dans les implantations à l'étranger.

Les entreprises du tertiaire ont investi à l'étranger 11 milliards de francs (1995: 6 milliards), dont 7,6 milliards pour les seules compagnies d'assurances (2,2 milliards). Les sociétés financières et holdings, qui n'avaient presque pas exporté de capitaux en 1995, ont opéré des investissements directs à l'étranger pour quelque 2 milliards de francs. Par contre, tant les banques que le commerce ont réduit de 1 milliard de francs leurs flux de capitaux vers l'étranger.

Hormis les entreprises du groupe «électronique, énergie, optique et horlogerie», qui ont triplé leurs investissements directs, les autres branches de

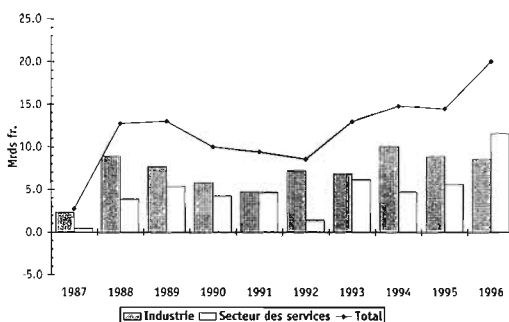
l'industrie n'ont pas exporté autant de capitaux qu'en 1995. Le flux de capitaux de l'industrie chimique s'est fortement contracté.

Les exportations de capitaux vers les pays de l'UE ont doublé pour atteindre près de 13 milliards de francs. Sur ce montant, quelque 7 milliards de francs (1995: 0,9 milliard) ont été investis au Royaume-Uni, principalement pour des acquisitions. Les exportations de capitaux vers l'Allemagne ont augmenté une nouvelle fois. Les Etats-Unis, le principal pays d'implantation des investissements directs suisses, ont bénéficié d'un flux de 3,4 milliards de francs, contre 6,1 milliards en 1995. Les entreprises suisses ont renforcé sensiblement leurs exportations de capitaux vers l'Asie, qui ont passé de 0,2 milliard en 1995 à 2,7 milliards de francs en 1996. Ces fonds ont pris le chemin en particulier de la Chine, de l'Inde, de la Malaisie, de Singapour et du Japon.

Volume des capitaux d'investissement direct

Le volume des capitaux d'investissement direct à l'étranger s'est accru de 30 milliards de francs, en 1996, à la suite des investissements opérés durant l'année, mais aussi de l'évolution des cours de change. A fin 1996, il atteignait 195 milliards de francs, dont 45% revenaient aux entreprises industrielles et 55% aux entreprises du tertiaire. Le volume des capitaux d'investissement direct du secteur tertiaire a progressé en 1996 beaucoup plus que celui des entreprises industrielles. Il a augmenté pour toutes les branches du tertiaire, à l'exception du commerce. Les assurances ont très fortement renforcé leurs implantations à l'étranger. A fin 1996, près d'un cinquième du total des capitaux d'investissement direct à l'étranger leur appartenait. Pour les compagnies d'assurances, les marchés ont enregistré ces dernières années de profondes mutations, synonymes de nouvelles possibilités d'affaires à l'étranger. Pour des raisons liées à la spécificité de leurs activités, les assurances offrent leurs prestations

Graphique 1: Exportations de capitaux



principalement sur les marchés locaux et moins par le biais d'exportations de services. C'est pourquoi l'expansion des compagnies d'assurances à l'étranger est étroitement liée aux investissements directs.

En 1996, le volume des capitaux d'investissement direct des entreprises industrielles a progressé de 7%, passant à 88 milliards de francs. Le textile et la chimie ont enregistré une diminution, mais les autres secteurs ont accru leurs capitaux à l'étranger.

Les Etats-Unis et le Royaume-Uni, les deux principaux pays d'accueil pour les investissements directs, venaient en tête pour les entreprises suisses également. A fin 1996, celles-ci détenaient des investissements directs pour 48 milliards de francs aux Etats-Unis et pour 20 milliards au Royaume-Uni. Ces deux pays étaient suivis de l'Allemagne, de la France et des Pays-Bas. Le volume des capitaux d'investissement direct en République populaire de Chine a doublé pour s'établir à 1 milliard de francs. Pendant la période allant de 1993 à 1996, la Chine, la Fédération de Russie, la Pologne et le Chili ont enregistré les taux d'expansion les plus élevés. Sur le continent asiatique, le volume des capitaux d'investissement direct a marqué ces dernières années une progression également supérieure à la moyenne en Inde, en Malaisie et à Singapour.

Personnel

A fin 1996, les entreprises suisses occupaient 1,45 million de personnes à l'étranger. Ce chiffre n'a augmenté que légèrement depuis fin 1995. Ainsi, la croissance du personnel à l'étranger, qui s'était déjà ralentie au cours des années précédentes, a encore faibli. Les effectifs ont sensiblement progressé dans les pays en développement et les économies nouvellement industrialisées, mais cette évolution a été presque entièrement compensée par les diminutions observées en Europe occidentale et aux Etats-Unis.

Les branches «chimie» et «électronique» ont réduit de respectivement 6% et 1% leur personnel à l'étranger. Dans le groupe des services, les

effectifs ont été renforcés de 5% dans les sociétés financières et holdings, de 8% dans les banques, de 10% dans les compagnies d'assurances et de 25% dans le secteur des transports; par contre, le commerce (-7%) et les autres services (-11%) ont supprimé des emplois hors de Suisse.

2. Les investissements directs étrangers en Suisse

Importations de capitaux

Les importations de capitaux en vue d'investissements directs ont augmenté, en 1996, de 0,7 milliard pour s'établir à 3,3 milliards de francs. Ce flux s'inscrit dans la moyenne des dernières années.

Graphique 2: Importations de capitaux



D'une année à l'autre, les importations de capitaux des entreprises du secteur des services ont augmenté de 0,1 milliard de francs. Du côté des banques, le flux de capitaux s'est accru de 0,6 milliard, passant à 0,7 milliard de francs. Les sociétés financières et holdings ont encore rapatrié des capitaux vers l'étranger. Ces rapatriements ont porté sur 0,2 milliard de francs en 1996, contre 1,1 milliard l'année précédente. Abstraction faite des mouvements de capitaux des sociétés financières et holdings, qui fluctuent fortement d'une année à l'autre, les investissements directs étrangers en Suisse se sont établis légèrement au-dessous du niveau enregistré un an auparavant.

Importations de capitaux (en milliards de francs)	1993	1994	1995	1996
Total	-0,1	4,6	2,6	3,3
dont sociétés financières et holdings	-0,4	1,7	-1,1	-0,2
Total, sans les sociétés financières et holdings	0,3	2,9	3,7	3,5

Les importations de capitaux en vue d'investissements dans le secteur industriel ont atteint 2 milliards de francs, soit un montant dépassant de 0,6 milliard le chiffre de 1995. Dans la chimie, elles ont progressé, passant de 0,2 milliard en 1995 à 1 milliard en 1996, à la suite principalement d'acquisitions. Le flux vers l'électronique a doublé pour s'inscrire à 1 milliard de francs. Par contre, des capitaux investis dans la métallurgie et l'industrie des machines ont été rapatriés vers l'étranger. Les entreprises de cette branche avaient déjà opéré des désinvestissements au cours des années précédentes.

Volume des capitaux d'investissement direct

En 1996, le volume des capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse a augmenté de 9% pour s'établir à 71 milliards de francs. Il a progressé dans toutes les branches, à l'exception de la métallurgie et des machines ainsi que des autres industries. Les capitaux étrangers investis dans les sociétés financières et holdings en mains étrangères atteignaient plus de 33 milliards de francs, soit près de la moitié du total. Ils se sont accrus de 10% en 1996. Ce gonflement s'explique presque exclusivement par l'augmentation des capitaux détenus par des investisseurs résidant aux Pays-Bas.

Le volume des investissements directs américains en Suisse s'élevait à 17,7 milliards de francs à fin 1996, contre 16,4 milliards un an auparavant. Les Pays-Bas venaient en deuxième position, avec plus de 15 milliards de francs. Depuis 1993, les entreprises néerlandaises ont doublé le volume de leurs investissements directs en Suisse. Par contre, les investisseurs italiens et britanniques ont réduit, en 1996, de 0,8 milliard de francs leurs capitaux en Suisse. Les entreprises italiennes détenaient en Suisse des capitaux d'investissement direct pour 4,7 milliards de francs, et les entreprises britanniques, pour 2,2 milliards.

3. Précisions sur l'enquête

Définition

Celui qui effectue un investissement direct veut influencer directement et durablement sur l'activité d'une entreprise. Habituellement, il y a investissement direct à l'étranger 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.

La Principauté de Liechtenstein est considérée comme faisant partie du territoire suisse.

Enquête

La Banque nationale suisse recueille chaque année 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.

Fondements juridiques

L'enquête sur les investissements directs repose sur l'article 2 de la loi du 9 octobre 1992 sur la statistique fédérale. L'ordonnance du 30 juin 1993 concernant l'exécution des relevés statistiques fédéraux charge la Banque nationale de l'enquête. 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 (participations aux fonds propres et crédits au sein du groupe) en fin d'année, sur les flux financiers qui, au cours de l'année, portent sur des participations aux fonds propres (fondations, acquisitions, ventes, augmentations de capital, etc.), des crédits au sein du groupe et des béné-

fices 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, des données sont demandées aux entreprises 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 des valeurs comptables. Ces valeurs sont en général inférieures aux valeurs marchandes.

Rapport entre la variation du volume des capitaux d'investissement direct et les flux de capitaux

Bien que les flux de capitaux influent sur le volume des capitaux d'investissement direct, 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 l'évolution des cours de change, d'une modification dans la méthode comptable (adaptation aux normes comptables internationales, par exemple), etc. Lors d'une acquisition, le «goodwill» ou survalueur (différence entre le prix d'achat et la valeur comptable de l'entreprise) conduit à des flux de capitaux qui peuvent être supérieurs à l'augmentation du volume des investissements. D'un autre côté, les acquisitions qui sont financées à l'étranger ne donnent pas lieu à des sorties de capitaux.

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). Dans la pratique toutefois, 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.

Tableau 1.1

Investissements directs suisses à l'étranger
Répartition par pays des exportations de capitaux 1)
 (en millions de francs)

	1993	1994	1995 r	1996 p
Pays industrialisés	9 600	14 290	14 007	17 713
UE	2 697	6 873	6 210	12 747
Belgique	889	-551	1 042	495
Danemark	-3	166	21	49
Allemagne	-245	784	1 171	2 423
Finlande	2)	2)	56	137
France	1 451	1 287	127	603
Grèce	26	95	79	109
Irlande	215	191	324	341
Italie	-281	148	424	766
Luxembourg	137	412	200	190
Pays-Bas	-550	1 078	1 143	-32
Autriche	2)	2)	89	-248
Portugal	-22	34	27	90
Suède	2)	2)	85	539
Espagne	-122	-81	572	116
Royaume-Uni 3)	1 202	3 309	851	7 168
AELE	593	1 174	41	54
dont				
Autriche	246	557	4)	4)
Suède	69	535	4)	4)
Europe centrale et orientale	162	334	901	362
dont				
Croatie	6	14	4	5
Pologne	38	159	236	113
Fédération de Russie	-8	56	37	100
République tchèque	54	34	573	61
Hongrie	34	52	31	62
Reste de l'Europe	32	24	121	49
dont				
Turquie	41	-8	96	0
Amérique du Nord	5 722	6 105	5 978	3 730
Canada	407	825	-166	337
Etats-Unis	5 315	5 280	6 144	3 393
Autres pays industrialisés	394	-220	756	771
Japon	88	-268	-35	300
Afrique du Sud	37	48	151	93
Australie	273	-6	609	372
Nouvelle-Zélande	-4	7	31	6

	1993	1994	1995 r	1996 p
Pays nouvellement industrialisés	1 293	863	-55	1 361
Amérique latine	582	103	186	217
Argentine	46	47	28	60
Brésil	308	-54	127	-45
Chili	106	27	35	83
Mexique	122	84	-3	120
Asie	710	760	-242	1 144
Hong Kong	300	420	-547	20
Corée (Sud)	12	29	19	66
Malaisie	104	8	17	233
Philippines	74	14	-8	39
Singapour	127	110	175	541
Taiwan	70	93	61	21
Thaïlande	23	86	41	224
Pays en développement	2 056	-392	487	933
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	1 891	-692	2	-381
dont				
Costa Rica	-3	-16	45	10
Equateur	15	4	11	79
Guatemala	19	-5	4	-176
Colombie	19	90	7	72
Panama	17	442	83	106
Pérou	2	9	19	-12
Uruguay	40	56	92	172
Venezuela	46	-1	-5	120
Afrique	25	54	25	89
dont				
Egypte	12	33	34	18
Côte d'Ivoire	-10	-6	6	17
Maroc	6	-1	8	18
Nigéria	6	14	-2	1
Asie	140	246	459	1 224
dont				
Chine (Rép. populaire)	32	168	342	368
Inde	56	31	13	370
Indonésie	21	15	46	177
Liban	-27	3	9	8
Pakistan	3	-17	23	22
Arabie saoudite	2	33	4	3
Emirats arabes unis	7	10	3	3
Total	12 949	14 761	14 438	20 007

1) Le signe moins (-) indique un rapatriement de capitaux vers la Suisse (désinvestissement).

2) Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

3) Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

4) Dès 1995, membre de l'UE

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

Tableau 1.2

 Investissements directs suisses à l'étranger
 Répartition par pays de l'état à la fin de l'année 1)
 (en millions de francs)

	1993	1994	1995 r	1996 p	Variation en % par rapport à 1995
Pays industrialisés	105 413	118 579	132 749	158 290	19,2
UE	61 133	66 589	78 524	92 245	17,5
Belgique	3 417	3 209	3 891	3 612	-7,2
Danemark	498	799	551	614	11,4
Allemagne	12 214	12 436	13 495	13 763	2,0
Finlande	1)	1)	868	1 163	34,0
France	12 593	12 849	12 542	13 102	4,5
Grèce	316	402	417	517	24,0
Irlande	1 596	1 748	2 569	4 385	70,7
Italie	5 370	4 957	5 313	6 562	23,5
Luxembourg	2 829	3 285	3 454	6 923	100,4
Pays-Bas	7 929	9 149	11 558	11 567	0,1
Autriche	1)	1)	2 482	2 522	1,6
Portugal	449	579	663	844	27,3
Suède	1)	1)	3 044	3 438	12,9
Espagne	2 788	2 672	3 216	3 532	9,8
Royaume-Uni 2)	11 134	14 506	14 463	19 702	36,2
AELE	5 788	6 293	717	1 435	100,1
<i>dont</i>					
Autriche	2 312	2 526	3)	3)	3)
Suède	2 158	2 030	3)	3)	3)
Europe centrale et orientale	699	994	1 879	2 210	17,8
<i>dont</i>					
Croatie	39	77	99	99	0,0
Pologne	128	276	485	572	17,9
Fédération de Russie	10	6	62	132	112,9
République tchèque	234	198	831	965	16,1
Hongrie	137	193	205	243	18,5
Reste de l'Europe	388	547	578	664	14,9
<i>dont</i>					
Turquie	308	271	414	359	-13,3
Amérique du Nord	30 488	36 967	43 936	52 646	19,8
Canada	3 283	4 320	3 455	5 015	45,2
Etats-Unis	27 205	32 647	40 481	47 631	17,7
Autres pays industrialisés	6 918	7 190	7 115	9 089	27,7
Japon	3 974	4 154	3 597	4 378	21,7
Afrique du Sud	817	761	883	1 054	19,4
Australie	1 964	2 102	2 467	3 516	42,5
Nouvelle-Zélande	163	173	168	140	-16,7

	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Variation en % par rapport à 1995
Pays nouvellement industrialisés	10 560	12 188	12 477	14 987	20,1
Amérique latine	6 942	7 342	7 830	9 033	15,4
Argentine	443	443	491	583	18,7
Brésil	4 214	4 605	4 385	4 888	11,5
Chili	413	846	1 517	1 717	13,2
Mexique	1 872	1 448	1 437	1 845	28,4
Asie	3 618	4 846	4 647	5 954	28,1
Hong Kong	1 485	2 214	1 819	1 958	7,6
Corée (Sud)	187	213	215	323	50,2
Malaisie	341	382	384	858	123,4
Philippines	213	255	254	393	54,7
Singapour	606	749	911	1 445	58,6
Taiwan	381	523	541	285	-47,3
Thaïlande	404	509	523	692	32,3
Pays en développement	19 506	16 890	19 310	21 611	11,9
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	17 205	14 438	16 524	17 417	5,4
<i>dont</i>					
Costa Rica	96	70	120	132	10,0
Equateur	189	196	180	265	47,2
Guatemala	58	42	53	68	28,3
Colombie	414	439	552	636	15,2
Panama	676	1 218	-348	-1 741	.
Pérou	72	76	95	97	2,1
Uruguay	126	144	81	175	116,0
Venezuela	315	217	232	372	60,3
Afrique	1 142	1 152	1 178	1 304	10,7
<i>dont</i>					
Égypte	114	139	157	194	23,6
Côte d'Ivoire	96	70	84	120	42,9
Maroc	197	230	263	250	-4,9
Nigéria	40	56	42	46	9,5
Asie	1 159	1 300	1 609	2 890	79,6
<i>dont</i>					
Chine (Rép. populaire)	80	263	474	875	84,6
Inde	168	195	173	566	227,2
Indonésie	201	201	261	366	40,2
Liban	79	77	88	117	33,0
Pakistan	109	84	106	127	19,8
Arabie saoudite	218	238	191	178	-6,8
Emirats arabes unis	54	61	56	72	28,6
Total	135 479	147 656	164 536	194 887	18,4

1) Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

2) Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

3) Dès 1995, membre de l'UE

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

Tableau 1.3

Investissements directs suisses à l'étranger

Répartition par pays de l'effectif du personnel à la fin de l'année

	1993	1994	1995 r	1996 p	Variation en % par rapport à 1995
Rays industrialisés	1 096 335	1 111 173	1 119 326	1 104 152	-1,4
UE	644 848	619 316	708 946	696 039	-1,8
Belgique	28 073	26 005	28 323	26 602	-6,1
Danemark	7 980	11 731	11 039	11 347	2,8
Allemagne	224 482	211 103	204 082	187 767	-8,0
Finlande	1)	1)	14 005	12 469	-11,0
France	128 486	128 976	122 630	133 347	8,7
Grèce	5 987	6 238	6 192	6 302	1,8
Irlande	3 085	3 177	4 386	3 374	-23,1
Italie	67 335	61 231	64 024	55 817	-12,8
Luxembourg	1 027	1 353	1 459	1 637	12,2
Pays-Bas	28 010	29 452	28 233	29 624	4,9
Autriche	1)	1)	41 900	38 989	-6,9
Portugal	8 692	11 797	11 399	11 213	-1,6
Suède	1)	1)	40 338	40 659	0,8
Espagne	50 361	37 394	40 436	43 690	8,0
Royaume-Uni 2)	91 330	90 859	90 500	93 202	3,0
AELE	102 725	108 932	14 751	14 682	-0,5
<i>dont</i>					
Autriche	41 600	43 488	3)	3)	3)
Suède	37 348	40 349	3)	3)	3)
Europe centrale et orientale	34 293	42 667	61 266	66 525	8,6
<i>dont</i>					
Croatie	2 441	2 498	2 903	2 799	-3,6
Pologne	5 798	9 622	16 744	19 259	15,0
Fédération de Russie	1 371	2 052	4 123	4 767	15,6
République tchèque	14 464	12 260	20 170	22 956	13,8
Hongrie	4 549	7 640	7 435	6 561	-11,8
Reste de l'Europe	5 581	6 595	6 673	7 297	9,4
<i>dont</i>					
Turquie	5 406	5 953	6 252	6 892	10,2
Amérique du Nord	241 743	257 472	245 891	238 016	-3,2
Canada	25 764	26 026	27 413	24 943	-9,0
Etats-Unis	215 979	231 446	218 478	213 073	-2,5
Autres pays industrialisés	67 145	76 191	81 799	81 593	-0,3
Japon	21 661	29 358	28 037	27 658	-1,4
Afrique du Sud	20 746	21 625	25 601	25 321	-1,1
Australie	21 326	21 965	24 583	24 986	1,6
Nouvelle-Zélande	3 412	3 243	3 578	3 628	1,4

	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Variation en % par rapport à 1995
Pays nouvellement industrialisés	150 813	182 286	197 204	205 514	4,2
Amérique latine	94 153	104 628	111 420	112 755	1,2
Argentine	9 017	8 602	9 790	9 588	-2,1
Brésil	56 293	63 954	67 409	69 623	3,3
Chili	9 351	12 425	13 048	13 243	1,5
Mexique	19 492	19 647	21 173	20 301	-4,1
Asie	56 660	77 658	85 784	92 759	8,1
Hong Kong	10 033	12 540	13 255	13 256	0,0
Corée (Sud)	3 631	4 068	4 365	3 624	-17,0
Malaisie	8 505	12 791	14 635	15 147	3,5
Philippines	7 312	10 560	11 728	13 232	12,8
Singapour	7 873	7 637	8 590	9 338	8,7
Taiwan	3 075	5 873	6 914	7 186	3,9
Thaïlande	16 231	24 189	26 297	30 976	17,8
Pays en développement	89 572	102 188	120 021	142 170	18,5
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	31 789	33 154	33 264	34 256	3,0
<i>dont</i>					
Costa Rica	2 031	2 387	3 233	3 224	-0,3
Equateur	2 571	4 111	3 421	4 479	30,9
Guatemala	588	1 128	1 245	1 261	1,3
Colombie	7 643	9 071	9 138	9 100	-0,4
Panama	2 922	1 344	1 476	1 358	-8,0
Pérou	1 607	1 895	2 213	2 298	3,8
Uruguay	659	650	693	710	2,5
Venezuela	9 633	8 150	6 831	7 214	5,6
Afrique du Sud	25 450	27 480	24 364	29 653	21,7
<i>dont</i>					
Égypte	8 103	5 630	6 315	6 034	-4,4
Côte d'Ivoire	1 233	1 214	1 340	1 946	45,2
Maroc	2 956	3 560	3 259	3 601	10,5
Nigéria	5 399	4 532	5 297	8 450	59,5
Asie	32 333	41 554	62 393	78 261	25,4
<i>dont</i>					
Chine (Rép. populaire)	4 034	8 620	16 490	23 795	44,3
Inde	12 348	12 339	21 449	22 772	6,2
Indonésie	4 714	5 960	8 534	10 586	24,0
Liban	1 229	1 050	1 152	1 063	-7,7
Pakistan	3 109	2 919	3 301	3 631	10,0
Arabie saoudite	2 539	3 169	2 544	3 178	24,9
Émirats arabes unis	958	2 056	2 307	1 769	-23,3
Total	1 336 720	1 395 647	1 436 551	1 451 836	1,1

1) Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

2) Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

3) Dès 1995, membre de l'UE

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

Tableau 1.4**Investissements directs suisses à l'étranger****Exportations de capitaux, par branches et par secteurs 1)**

(en millions de francs)

	1993	1994	1995 r	1996 p
Industrie	6 814	10 043	8 838	8 516
Textile et habillement	21	-8	43	-8
Chimie et plastique	2 876	4 916	3 273	2 074
Métallurgie et machines	569	1 375	1 423	766
Electronique, énergie, optique et horlogerie	636	1 116	1 086	2 907
Produits alimentaires, autres industries et bâtiment	2 711	2 645	3 013	2 777
Services	6 135	4 718	5 600	11 492
Commerce	1 807	605	1 269	-18
Sociétés financières et holdings	1 695	380	-38	1 854
<i>dont en mains étrangères 2)</i>	<i>1 360</i>	<i>32</i>	<i>-630</i>	<i>1 841</i>
Banques	417	1 494	1 308	551
Assurances	2 194	1 487	2 209	7 606
Transports et communications	-23	429	499	940
Autres services	44	323	353	558
Total	12 949	14 761	14 438	20 007

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.

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

Tableau 1.5**Investissements directs suisses à l'étranger****Etat à la fin de l'année, par branches et par secteurs**

(en millions de francs)

	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Variation en % par rapport à 1995
Industrie	66 593	70 857	82 701	88 153	6,6
Textile et habillement	648	830	885	845	-4,5
Chimie et plastique	25 614	25 481	31 794	30 367	-4,5
Métallurgie et machines	9 618	10 163	10 679	11 398	6,7
Electronique, énergie, optique et horlogerie	12 476	14 139	16 080	17 636	9,7
Produits alimentaires, autres industries et bâtiment	18 237	20 244	23 262	27 907	20,0
Services	68 886	76 800	81 835	106 735	30,4
Commerce	8 460	9 321	8 355	6 510	-22,1
Sociétés financières et holdings	27 658	29 989	30 537	36 491	19,5
<i>dont en mains étrangères 1)</i>	<i>24 755</i>	<i>26 520</i>	<i>27 067</i>	<i>33 308</i>	<i>23,1</i>
Banques	10 815	13 293	14 072	16 398	16,5
Assurances	17 697	19 170	23 562	40 102	70,2
Transports et communications	1 627	1 968	2 410	3 519	46,0
Autres services	2 629	3 059	2 900	3 715	28,1
Total	135 479	147 656	164 536	194 887	18,4

1) Sont réputées en mains étrangères les entreprises dont le capital est en majorité en mains étrangères.

p Chiffres provisoires*r* Chiffres révisés**Tableau 1.6****Investissements directs suisses à l'étranger****Effectif du personnel à la fin de l'année, par branches et par secteurs**

	1993	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Variation en % par rapport à 1995
Industrie	837 575	902 534	920 578	916 044	-0,5
Textile et habillement	20 673	45 179	44 249	44 441	0,4
Chimie et plastique	173 590	185 242	175 832	165 890	-5,7
Métallurgie et machines	131 973	140 435	147 448	149 475	1,4
Electronique, énergie, optique et horlogerie	246 464	263 601	259 370	257 240	-0,8
Produits alimentaires, autres industries et bâtiment	264 875	268 077	293 679	298 998	1,8
Services	499 145	493 113	515 973	535 792	3,8
Commerce	86 847	80 290	79 467	74 041	-6,8
Sociétés financières et holdings	230 152	232 716	241 303	254 338	5,4
<i>dont en mains étrangères 1)</i>	<i>211 468</i>	<i>215 878</i>	<i>223 603</i>	<i>238 982</i>	<i>6,9</i>
Banques	17 218	18 110	23 084	24 849	7,6
Assurances	72 238	64 561	65 868	72 630	10,3
Transports et communications	43 247	46 982	43 046	53 827	25,0
Autres services	49 443	50 454	63 205	56 107	-11,2
Total	1 336 720	1 395 647	1 436 551	1 451 836	1,1

1) Sont réputées en mains étrangères les entreprises dont le capital est en majorité en mains étrangères.

p Chiffres provisoires*r* Chiffres révisés

Tableau 1.7

Investissements directs suisses à l'étranger

Exportations de capitaux 1) selon le type de capital et par groupes de pays

(en millions de francs)

	Crédits			Fonds propres						Total		
	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Bénéfices réinvestis			Autres fonds propres			1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>
Pays industrialisés	-1 008	2 499	355	2 009	2 941	5 297	13 288	8 568	12 061	14 290	14 007	17 713
UE	-605	1 141	277	164	1 225	3 814	7 314	3 843	8 657	6 873	6 210	12 747
AELE	202	2	20	624	36	38	349	3	-4	1 174	41	54
Europe centrale et orientale	70	29	93	13	-53	90	251	925	179	334	901	362
Reste de l'Europe	-12	21	-47	2	28	51	34	72	45	24	121	49
Amérique du Nord	-615	1 030	-538	1 095	1 625	1 249	5 625	3 323	3 019	6 105	5 978	3 730
Autres pays industrialisés 2)	-48	275	549	113	79	56	-285	402	167	-220	756	771
Pays nouvellement industrialisés	597	-542	149	800	289	415	-535	197	797	863	-55	1 361
Asie 3)	566	-519	-201	254	198	483	-60	80	861	760	-242	1 144
Amérique latine 4)	31	-23	350	547	92	-68	-475	118	-65	103	186	217
Pays en développement	471	-868	75	648	481	729	-1 510	874	129	-392	487	933
Afrique	8	1	2	5	-20	48	41	44	40	54	25	89
Asie, Océanie	95	31	163	53	-4	23	98	432	1 038	246	459	1 224
Amérique latine 5)	368	-900	-90	590	504	659	-1 650	398	-950	-692	2	-381
Total	61	1 089	579	3 457	3 711	6 442	11 244	9 638	12 987	14 761	14 438	20 007

1) Le signe moins (-) indique un rapatriement de capitaux vers la Suisse (désinvestissement).

2) Japon, Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande

3) Hong Kong, Corée (Sud), Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande

4) Argentine, Brésil, Chili, Mexique

5) Y compris les Caraïbes

p Chiffres provisoires*r* Chiffres révisés

Tableau 2.1

Investissements directs étrangers en Suisse
Répartition par pays des importations de capitaux 1)
(en millions de francs)

	1993	1994	1995 r	1996 p
Pays industrialisés	-398	4 572	2 599	3 329
UE	-924	1 784	2 509	2 130
<i>dont</i>				
Belgique	59	47	23	70
Danemark	-19	-2	0	9
Allemagne	-194	777	441	1 330
France	44	232	-33	590
Italie	-436	22	-65	-807
Luxembourg	-60	374	179	390
Pays-Bas	-246	406	1 884	358
Autriche	2)	2)	30	1
Suède	2)	2)	374	335
Espagne	1	6	7	10
Royaume-Uni 3)	-76	-68	126	-182
AELE	72	540	0	0
<i>dont</i>				
Autriche	50	-13	4)	4)
Suède	45	543	4)	4)
Reste de l'Europe	8	5	12	30
<i>dont</i>				
Turquie	8	5	12	30
Amérique du Nord	428	2 273	363	1 114
Canada	122	-177	16	-11
Etats-Unis	306	2 450	346	1 125
Autres pays industrialisés	16	-23	-315	48
<i>dont</i>				
Japon	16	-23	-315	-12
Pays nouvellement industrialisés	7	-10	16	21
Pays en développement	268	42	14	-18
Afrique	2	2	2	2
Asie	144	43	41	-42
<i>dont</i>				
Israël	34	22	36	-46
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	123	-4	-29	22
Total	-123	4 604	2 629	3 332

1) Le signe (-) indique des sorties de capitaux (désinvestissement).

2) Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

3) Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

4) Depuis 1995, membre de l'UE

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

Tableau 2.2

Investissements directs étrangers en Suisse
Répartition par pays de l'état à la fin de l'année
(en millions de francs)

	1993	1994	1995 r	1996 p	Variation en % par rapport à 1995
Pays industrialisés	55 946	62 667	64 657	70 560	9,1
UE	34 925	39 333	44 794	48 779	8,9
<i>dont</i>					
Belgique	439	401	465	591	27,1
Danemark	185	165	153	169	10,5
Allemagne	6 601	7 948	7 801	8 352	7,1
France	10 160	9 532	9 894	10 495	6,1
Italie	5 920	5 550	5 481	4 675	-14,7
Luxembourg	362	1 634	1 844	2 355	27,7
Pays-Bas	8 133	11 033	11 769	15 202	29,2
Autriche	1)	1)	357	327	-8,4
Suède	1)	1)	3 503	3 846	9,8
Espagne	240	177	183	245	33,9
Royaume-Uni 2)	2 860	2 696	3 073	2 201	-28,4
AELE	3 344	3 726	21	16	-23,8
<i>dont</i>					
Autriche	211	211	3)	3)	3)
Suède	2 783	3 157	3)	3)	3)
Reste de l'Europe	68	78	79	110	39,2
<i>dont</i>					
Turquie	68	78	79	110	39,2
Amérique du Nord	13 975	15 856	16 389	17 651	7,7
Canada	446	330	333	324	-2,7
Etats-Unis	13 530	15 526	16 056	17 327	7,9
Autres pays industrialisés	3 540	3 600	3 259	3 867	18,7
<i>dont</i>					
Japon	3 538	3 600	3 259	3 136	-3,8
Pays nouvellement industrialisés	73	47	65	95	46,2
Pays en développement	1 258	1 114	929	759	-18,3
Afrique	57	59	61	61	0,0
Asie	753	693	588	507	-13,8
<i>dont</i>					
Israël	363	306	397	286	-28,0
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	448	362	280	190	-32,1
Total	57 277	63 827	65 651	71 414	8,8

1) Jusqu'en 1994, membre de l'AELE

2) Y compris Guernesey, Jersey et l'île de Man

3) Depuis 1995, membre de l'UE

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

Tableau 2.3**Investissements directs étrangers en Suisse****Importations de capitaux 1), par branches, par secteurs et par groupes de pays**

(en millions de francs)

	Total				dont UE et AELE				dont Amérique du Nord			
	1993	1994	1995 r	1996 p	1993	1994	1995 r	1996 p	1993	1994	1995 r	1996 p
Industrie	-3	1 074	1 415	1 971	-42	762	1 178	1 847	68	314	215	124
Chimie et plastique	122	378	231	954	29	190	71	954	123	191	160	0
Métallurgie et machines	-100	-20	-30	-19	-99	-19	-29	-21	0	0	-1	2
Electronique, énergie, optique et horlogerie	18	645	529	965	33	528	449	831	-15	117	80	135
Autres industries et bâtiment	-43	71	686	71	-5	64	687	84	-39	7	-24	-13
Services	-120	3 530	1 214	1 361	-810	1 562	1 331	283	360	1 959	148	990
Commerce	24	820	289	370	-68	129	404	212	80	770	253	122
Sociétés financières et holdings	-406	1 741	-1 092	-239	-590	735	-831	-1 089	95	986	-222	817
Banques 2)	75	556	83	737	-146	503	-108	622	-13	-20	48	96
Assurances et autres services	187	413	1 935	493	-6	195	1 866	538	198	222	69	-45
Total	-123	4 604	2 629	3 332	-852	2 324	2 509	2 130	428	2 273	363	1 114

1) Le signe moins (-) indique des sorties de capitaux (désinvestissement).

2) Sous 'Banques' figurent les établissements soumis à la loi sur les banques. Les sociétés financières qui, depuis 1995, ne sont plus soumises à la loi sur les banques ont été transférées sous 'Sociétés financières et holdings'.

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

Tableau 2.4

Investissements directs étrangers en Suisse

Etat à la fin de l'année, par branches, par secteurs et par groupes de pays

(en millions de francs)

	Total				dont UE et AELE				dont Amérique du Nord			
	1993	1994	1995 r	1996 p	1993	1994	1995 r	1996 p	1993	1994	1995 r	1996 p
Industrie	6 070	8 457	9 404	10 350	4 428	6 026	7 194	8 474	1 604	2 405	2 188	1 876
Chimie et plastique	1 065	2 447	2 372	2 724	301	795	948	1 629	725	1 625	1 424	1 096
Métallurgie et machines	419	378	505	427	390	351	479	399	29	28	26	28
Electronique, énergie, optique et horlogerie	3 644	4 496	4 914	5 662	2 889	4 020	4 416	5 250	756	476	497	412
Autres industries et bâtiment	942	1 136	1 613	1 537	848	861	1 351	1 196	94	275	241	340
Services	51 207	55 371	56 247	61 064	33 841	37 033	37 620	40 321	12 372	13 452	14 200	15 775
Commerce	8 787	10 995	9 110	10 056	2 778	4 570	5 228	5 831	5 327	5 842	3 694	3 985
Sociétés financières et holdings	26 863	26 891	30 416	33 167	21 865	21 792	22 576	23 746	4 632	4 768	7 594	8 419
Banques 1)	14 042	15 421	13 968	14 656	8 643	9 577	8 009	8 561	1 450	1 873	1 968	2 368
Assurances et autres services	1 515	2 064	2 752	3 186	555	1 094	1 808	2 183	963	970	944	1 003
Total	57 277	63 827	65 651	71 414	38 269	43 059	44 814	48 795	13 975	15 856	16 389	17 651

1) Sous 'Banques' figurent les établissements soumis à la loi sur les banques. Les sociétés financières qui, depuis 1995, ne sont plus soumises à la loi sur les banques ont été transférées sous 'Sociétés financières et holdings'.

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

Tableau 2.5**Investissements directs étrangers en Suisse****Importations de capitaux 1) selon le type de capital et par groupes de pays**

(en millions de francs)

	Crédits			Fonds propres						Total		
	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	Bénéfices réinvestis			Autres fonds propres			1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>
1994				1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>	1994	1995 <i>r</i>	1996 <i>p</i>				
Pays industrialisés	592	-621	-981	3 731	768	2 868	250	2 452	1 442	4 572	2 599	3 329
UE et AELE	345	-359	-657	1 688	438	1 318	291	2 430	1 470	2 324	2 509	2 130
Europe centrale et orientale	0	0	0	1	0	6	-8	30	0	-7	30	6
Reste de l'Europe	-1	-1	0	6	9	10	0	4	20	5	12	30
Amérique du Nord	307	-105	-319	2 001	377	1 474	-35	90	-41	2 273	363	1 114
Autres pays industrialisés 2)	-59	-157	-5	35	-55	60	1	-103	-7	-23	-315	48
Pays nouvellement industrialisés	-3	0	0	-6	9	1	0	8	20	-10	16	21
Pays en développement	-13	-39	18	55	48	30	-1	5	-66	42	14	-18
Moyen-Orient	0	0	0	39	37	24	-1	3	-68	39	40	-45
Autres pays en développement	-13	-39	18	16	11	6	0	2	2	3	-26	27
Total	575	-660	-963	3 780	825	2 899	249	2 464	1 396	4 604	2 629	3 332

1) Le signe moins (-) indique des sorties de capitaux (désinvestissement).

2) Japon, Afrique du Sud, Australie, Nouvelle-Zélande

p Chiffres provisoires*r* Chiffres révisés

Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1996

Die Guthaben und Verpflichtungen der Schweiz im Ausland setzen sich zusammen aus den Portfolioanlagen, den Direktinvestitionsbeständen, den Währungsreserven der Nationalbank, den Krediten und Einlagen der Banken sowie den übrigen finanziellen Guthaben und Verpflichtungen der Inländer gegenüber dem Ausland. Die Bestände am Jahresende sind in der Regel zu Marktpreisen bewertet. Ausnahmen bilden der Goldbestand der Nationalbank und die Direktinvestitionsbestände, die zu Buchwerten ausgewiesen werden. Das ausländische Eigentum an schweizerischen Grundstücken wird zu Anschaffungswerten aufgeführt.

Die schweizerischen Auslandguthaben stiegen im Jahre 1996 um fast ein Viertel auf 1221 Mrd. Franken. Die Verpflichtungen nahmen um 26% auf 808 Mrd. Franken zu. Das schweizerische Nettovermögen im Ausland erhöhte sich ebenfalls markant um 18% auf 412 Mrd. Franken. Im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt nahm das Nettovermögen von 96% im Vorjahr auf 113% im Jahre 1996 zu. Dadurch wurde der Rückgang in den beiden Vorjahren mehr als kompensiert.

Die massive Zunahme der Bestände ist überwiegend auf die im Jahre 1996 getätigten hohen Investitionen zurückzuführen. Ausserdem trugen die wechselkursbedingte Höherbewertung der Aktiven und Passiven in fremder Währung sowie die Kurssteigerung der Wertpapiere zum

markanten Wachstum bei. Schätzungsweise 10% der Zunahme der Aktiven und etwa 6% der Passiven sind wechselkursbedingt. Bei den Passiven liegt der Fremdwährungsanteil tiefer als bei den Aktiven.

Zusammensetzung der Auslandaktiven

Die Bankkredite stiegen im Jahre 1996 um 47% auf 314 Mrd. Franken. Zu diesem Wachstum trugen die Interbankgeschäfte sowie das Repo- und Wertpapierleihgeschäft mit Kunden im Ausland bei. Der Anteil der Bankguthaben an den gesamten Auslandaktiven der Schweiz erhöhte sich dadurch von 22% auf 26% im Jahre 1996. Trotz des starken Wachstums blieb der Anteil der Bankkredite immer noch deutlich unter dem Wert von 30% in den 80er Jahren. Die Portfolioanlagen stiegen aufgrund von Wertpapierkäufen und infolge der höheren Börsenkurse um 60 Mrd. auf 456 Mrd. Franken. Ihr Anteil an den Aktiven ging zwar zurück, doch blieben sie mit 37% der bedeutendste Posten der schweizerischen Auslandaktiven. Die Direktinvestitionsbestände stiegen kräftig um 30 Mrd. auf 195 Mrd. Franken. Die Auslandguthaben der Nationalbank nahmen vor allem wechselkursbedingt um 8 Mrd. auf 64 Mrd. Franken zu. Im Verhältnis zu den gesamten Aktiven ging ihr Anteil von 5,7% im Vorjahr auf 5,2% erneut zurück, nachdem er bereits in den Vorjahren ständig gesunken war.

Tabelle 1: Auslandvermögen der Schweiz

	Aktiven in Mrd. Fr.	Passiven in Mrd. Fr.	netto in Mrd. Fr.	Aktiven in % des BIP	Passiven in % des BIP	netto in % des BIP
1985	526,1	298,1	227,9	221,8	125,7	96,1
1990	733,0	450,7	282,3	231,0	142,0	89,0
1992	854,3	511,7	342,5	249,5	149,5	100,1
1993	957,6	598,0	359,6	273,8	170,9	102,8
1994	978,3	620,2	358,1	273,8	173,6	100,2
1995	990,4	640,1	350,3	271,7	175,6	96,1
1996	1220,5	808,4	412,1	335,5	222,2	113,3

Tabelle 2: Zusammensetzung der Auslandaktiven (in Mrd. Franken)

	1985	1990	1992	1993	1994	1995	1996	Veränderung zum Vorjahr in %
Direktinvestitionen ¹	52,1	85,6	108,2	135,5	147,7	164,5	194,9	18,4
Portfolioinvestitionen	196,7	245,5	317,8	399,4	384,0	396,3	455,9	15,0
Bankkredite	157,4	174,9	187,9	199,1	215,9	213,5	313,6	46,9
Treuhandgelder ²	43,8	92,5	93,1	78,5	76,5	64,5	74,1	14,8
Öffentliche Hand	1,4	1,6	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	-1,5
Nationalbank	50,0	49,2	59,2	60,7	59,7	56,0	63,8	13,9
Übrige Aktiven ³	24,6	83,6	86,8	83,1	93,2	94,1	116,6	24,0
Total	526,1	733,0	854,3	957,6	978,3	990,4	1220,5	23,2
Davon kurzfristige Anlagen in %	34,9	39,2	36,1	31,4	33,4	31,9	36,0	

¹ Revidierte Werte² Anlagen der Inländer³ Forderungen aus Lieferantenkrediten, Darlehen, Bankguthaben usw. der Versicherungen und der nichtfinanziellen Unternehmen

Zusammensetzung der Verpflichtungen gegenüber dem Ausland

Zum markanten Wachstum der schweizerischen Verpflichtungen gegenüber dem Ausland im Jahre 1996 trugen in erster Linie die Banken bei. Die Verbindlichkeiten der Banken stiegen um 82 Mrd. auf 290 Mrd. Franken. Sie betrug damit 36% der gesamten Auslandpassiven (Vorjahr: 32%). Die ausländischen Portfolioanlagen in der Schweiz nahmen wegen Aktienkäufen und Kurssteigerungen um 22% auf 292 Mrd. Franken zu. Sie machten wiederum rund ein Drittel aller Verpflichtungen aus. Die ausländischen Direktinvestitionsbestände in der Schweiz stiegen um 9% auf 71 Mrd. Franken. Ihr Anteil an den Auslandpassiven bildete sich von 10% auf 9% zurück.

stitionsbestände in der Schweiz stiegen um 9% auf 71 Mrd. Franken. Ihr Anteil an den Auslandpassiven bildete sich von 10% auf 9% zurück.

Währungsgliederung

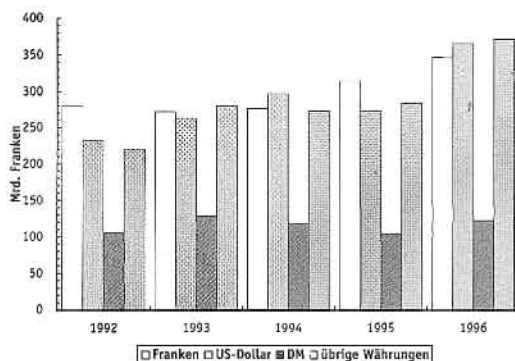
Der Anteil der auf Schweizerfranken lautenden Aktiven verminderte sich von 32% im Vorjahr auf 28% im Jahre 1996. Die Bedeutung der DM-Anlagen sank gegenüber dem Vorjahr leicht, während der Anteil der US-Dollar-Anlagen sowie der Anlagen in übrigen Währungen um je zwei Prozentpunkte auf 30% stieg.

Tabelle 3: Zusammensetzung der Auslandpassiven (in Mrd. Franken)

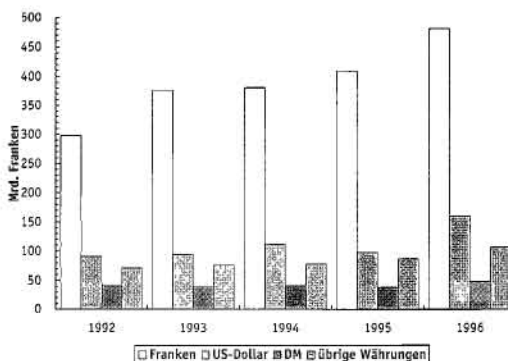
	1985	1990	1992	1993	1994	1995	1996	Veränderung zum Vorjahr in %
Direktinvestitionen ¹	21,0	44,4	48,0	57,3	63,8	65,7	71,4	8,8
Portfolioinvestitionen	99,5	121,5	159,0	239,9	213,0	240,0	291,5	21,5
Bankkredite	123,5	172,2	181,4	188,5	220,7	207,5	290,1	39,8
Privater Immobilienbesitz	9,4	12,6	14,6	16,0	17,1	18,7	20,3	8,6
Öffentliche Hand	nv	0,1	0,2	0,3	0,3	0,7	0,7	6,0
Nationalbank	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	-25,6
Übrige Passiven ²	44,7	99,9	108,5	95,8	105,2	107,6	134,3	24,8
Total	298,1	450,7	511,7	598,0	620,2	640,1	808,4	26,3
Davon kurzfristige Anlagen in %	50,3	52,9	49,5	40,7	45,2	41,8	45,1	

¹ Revidierte Werte² Verpflichtungen aus Lieferantenkrediten, Darlehen, Bankkrediten usw. der Versicherungen und der nichtfinanziellen Unternehmen

Grafik 1: Währungsgliederung der Ausland-aktiven



Grafik 2: Währungsgliederung der Ausland-passiven



Bei den Verpflichtungen ging der Anteil Schweizerfranken im Jahre 1996 zugunsten von Anlagen

in US-Dollar deutlich zurück. Das Gewicht der DM-Anlagen blieb praktisch konstant.

Tabelle 4: Gliederung der Auslandaktiven und -passiven nach Währungen (in %)

	Aktiven					Passiven				
	1992	1993	1994	1995	1996	1992	1993	1994	1995	1996
Schweizerfranken	32,9	28,3	28,2	31,7	28,3	58,3	62,9	61,2	63,9	59,6
US-Dollar	27,3	27,4	30,3	27,6	29,8	17,8	15,8	18,0	15,2	19,8
DM	12,3	13,4	12,0	10,5	10,0	8,1	6,6	6,6	5,9	6,0
übrige Währungen	25,8	29,2	27,9	28,7	30,5	14,0	12,8	12,6	13,6	13,3
Edelmetalle	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,8	1,9	1,6	1,3	1,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

¹ Mangels vollständiger Angaben muss die währungsmässige Zusammensetzung der ausländischen Wertpapiere teilweise geschätzt werden.

La position extérieure nette de la Suisse en 1996

Les avoirs et engagements extérieurs de la Suisse englobent les investissements de portefeuille, les investissements directs, les réserves monétaires de la Banque nationale, les crédits des banques et les dépôts dans les banques, mais aussi les autres avoirs et engagements que les résidents ont vis-à-vis de l'étranger. A la fin de l'année, ces actifs et passifs sont évalués aux prix du marché, à l'exception de l'encaisse-or de la Banque nationale et des investissements directs, qui sont pris en considération à leur valeur comptable. Les immeubles détenus en Suisse par des étrangers sont comptabilisés à leur valeur d'acquisition.

En 1996, les avoirs suisses à l'étranger ont progressé de près de 25% pour atteindre 1221 milliards de francs. En hausse de 26%, les engagements portaient sur 808 milliards de francs. La position extérieure nette de la Suisse s'établissait donc à 412 milliards de francs, d'où un accroissement de 18% en 1996. En pourcentage du produit intérieur brut, elle a augmenté, passant de 96% à fin 1995 à 113% à fin 1996. Le repli enregistré les deux années précédentes a été ainsi plus que compensé.

La très vive expansion de la position extérieure nette s'explique principalement par le volume élevé des investissements opérés en 1996. L'évolution des cours de change, qui a accru la valeur en francs suisses des actifs et passifs en monnaies étrangères ainsi que la hausse des cours des titres ont contribué à cette forte progression.

Près de 10% de l'accroissement des actifs et environ 6% de l'augmentation des passifs ont pour origine les mouvements des cours de change. La part libellée en monnaies étrangères est moins élevée au passif qu'à l'actif.

Composition des actifs à l'étranger

En 1996, les crédits bancaires à l'étranger se sont accrus de 47% pour atteindre 314 milliards de francs. Les opérations interbancaires, les opérations de mise et de prise en pension et les prêts de titres ont contribué à cette évolution. La part des crédits bancaires à l'ensemble des actifs suisses à l'étranger a ainsi passé de 22% à 26%. Bien qu'elle ait fortement progressé, cette part était toujours inférieure au niveau atteint dans les années quatre-vingt, soit 30%. A la suite d'achats de valeurs mobilières et de la forte hausse des cours boursiers, les investissements de portefeuille ont augmenté de 60 milliards pour s'inscrire à 456 milliards de francs. Leur part au total des actifs a cependant reculé, passant à 37%; néanmoins, elle était toujours la plus élevée de toutes les composantes des actifs suisses à l'étranger. Les capitaux d'investissement direct s'établissaient à 195 milliards de francs à fin 1996, contre 165 milliards un an auparavant. Du fait surtout de l'évolution des cours de change, les avoirs détenus à l'étranger par la Banque nationale ont crû de 8 milliards pour atteindre 64 milliards de francs. En pourcentage du total des ac-

Tableau 1: Position extérieure nette de la Suisse

	Actifs en mrd\$ fr.	Passifs en mrd\$ fr.	Position nette en mrd\$ fr.	Actifs en % du PIB	Passifs en % du PIB	Position nette en % du PIB
1985	526,1	298,1	227,9	221,8	125,7	96,1
1990	733,0	450,7	282,3	231,0	142,0	89,0
1992	854,3	511,7	342,5	249,5	149,5	100,1
1993	957,6	598,0	359,6	273,8	170,9	102,8
1994	978,3	620,2	358,1	273,8	173,6	100,2
1995	990,4	640,1	350,3	271,7	175,6	96,1
1996	1220,5	808,4	412,1	335,5	222,2	113,3

Tableau 2: Composition des actifs à l'étranger (en milliards de francs)

	1985	1990	1992	1993	1994	1995	1996	Variation en % entre fin 1995 et fin 1996
Investissements directs ¹	52,1	85,6	108,2	135,5	147,7	164,5	194,9	18,4
Investissements de portefeuille	196,7	245,5	317,8	399,4	384,0	396,3	455,9	15,0
Crédits bancaires	157,4	174,9	187,9	199,1	215,9	213,5	313,6	46,9
Fonds fiduciaires ²	43,8	92,5	93,1	78,5	76,5	64,5	74,1	14,8
Collectivités publiques	1,4	1,6	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	-1,5
Banque nationale	50,0	49,2	59,2	60,7	59,7	56,0	63,8	13,9
Autres actifs ³	24,6	83,6	86,8	83,1	93,2	94,1	116,6	24,0
Total	526,1	733,0	854,3	957,6	978,3	990,4	1220,5	23,2
dont placements à court terme (en %)	34,9	39,2	36,1	31,4	33,4	31,9	36,0	

¹ Chiffres révisés² Placements de résidents³ Créances sur l'étranger découlant de crédits fournisseurs, de prêts, de dépôts en banque, etc., des assurances et des établissements non financiers.

tifs, leur part a diminué, passant de 5,7% à fin 1995 à 5,2% à fin 1996. Elle avait déjà marqué un repli les années précédentes.

Composition des passifs envers l'étranger

La forte croissance des passifs de la Suisse envers l'étranger durant l'année 1996 est due principalement aux engagements des banques envers des non-résidents, engagements qui ont augmenté de 82 milliards pour s'inscrire à 290 milliards de francs. Leur part au total des passifs

envers l'étranger était de 36% à fin 1996, contre 32% à la fin de l'année précédente. En progression de 22% à la suite d'achats de valeurs mobilières et de la forte hausse des cours boursiers, les investissements de portefeuille étrangers en Suisse atteignaient 292 milliards de francs; ainsi, ils représentaient toujours près d'un tiers du total des engagements. Les capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse ont progressé de 9% pour s'établir à 71 milliards de francs. Leur part au total des passifs envers l'étranger était de 9% à fin 1996, contre 10% un an auparavant.

Tableau 3: Composition des passifs envers l'étranger (en milliards de francs)

	1985	1990	1992	1993	1994	1995	1996	Variation en % entre fin 1995 et fin 1996
Investissements directs ¹	21,0	44,4	48,0	57,3	63,8	65,7	71,4	8,8
Investissements de portefeuille	99,5	121,5	159,0	239,9	213,0	240,0	291,5	21,5
Crédits bancaires	123,5	172,2	181,4	188,5	220,7	207,5	290,1	39,8
Immeubles appartenant à des non-résidents	9,4	12,6	14,6	16,0	17,1	18,7	20,3	8,6
Collectivités publiques	nd	0,1	0,2	0,3	0,3	0,7	0,7	6,0
Banque nationale	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	-25,6
Autres passifs ²	44,7	99,9	108,5	95,8	105,2	107,6	134,3	24,8
Total	298,1	450,7	511,7	598,0	620,2	640,1	808,4	26,3
dont placements à court terme (en %)	50,3	52,9	49,5	40,7	45,2	41,8	45,1	

¹ Chiffres révisés² Engagements envers l'étranger découlant de crédits fournisseurs, de prêts, de crédits bancaires, etc., des assurances et des établissements non financiers.

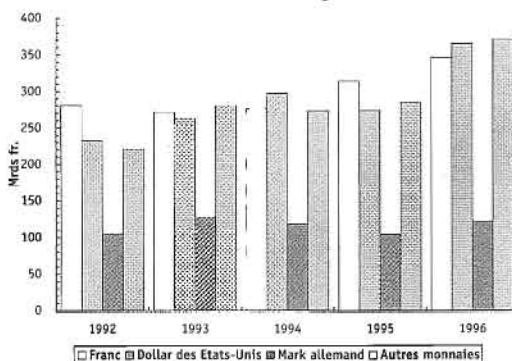
Répartition par monnaies

La part des actifs libellés en francs suisses a reculé de 4% pour s'établir à 28% à fin 1996. Celle des placements en marks allemands a elle aussi diminué légèrement en un an. En revanche, tant la part des placements en dollars des Etats-Unis que celle des placements libellés dans d'autres

monnaies ont augmenté de 2% pour atteindre 30%.

Du côté des engagements, la part libellée en francs suisses a régressé sensiblement, en 1996, au profit de celle des passifs en dollars des Etats-Unis. Quant à la part en marks allemands, elle est restée constante.

Graphique 1: Répartition par monnaies des actifs à l'étranger



Graphique 2: Répartition par monnaies des passifs envers l'étranger

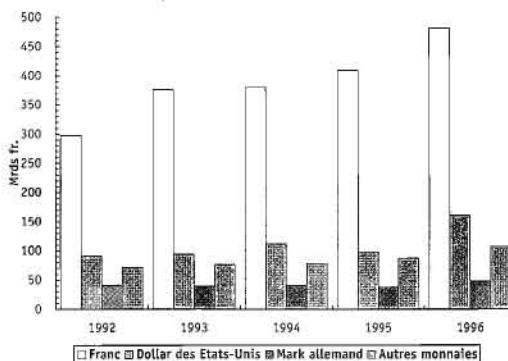


Tableau 4: Répartition par monnaies des actifs et passifs extérieurs¹ (en pour-cent)

	Actifs					Passifs				
	1992	1993	1994	1995	1996	1992	1993	1994	1995	1996
Franc suisse	32,9	28,3	28,2	31,7	28,3	58,3	62,9	61,2	63,9	59,6
Dollar des Etats-Unis	27,3	27,4	30,3	27,6	29,8	17,8	15,8	18,0	15,2	19,8
Mark allemand	12,3	13,4	12,0	10,5	10,0	8,1	6,6	6,6	5,9	6,0
Autres monnaies	25,8	29,2	27,9	28,7	30,5	14,0	12,8	12,6	13,6	13,3
Métaux précieux	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,8	1,9	1,6	1,3	1,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

¹ A défaut de données complètes, la répartition par monnaies des placements en titres étrangers doit être en partie estimée.

Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht der Expertengruppe «Reform der Währungsordnung»

Am 24. Oktober 1997 stellte die Expertengruppe «Reform der Währungsordnung» ihren Bericht der Öffentlichkeit vor. Die Expertengruppe, der neben Vertretern des EFD und der SNB auch Wissenschaftler angehörten, war am 18. April 1997 durch den Vorsteher des Eidgenössischen Finanzdepartements eingesetzt worden. Der von der Expertengruppe erarbeitete Entwurf für einen neuen Verfassungsartikel «Geld und Währung» löst den Franken auch rechtlich von der faktisch längst nicht mehr aktuellen Goldbindung. Die Expertengruppe schlug sodann vor, den bisher relativ breit formulierten Auftrag der Notenbank in der Verfassung zu präzisieren, indem die Nationalbank ihre Politik auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität ausrichten solle. Soweit ohne Beeinträchtigung dieses Ziels möglich, solle die Nationalbank die allgemeine Wirtschaftspolitik des Bundes unterstützen. Die direkte Verpflichtung der Zentralbank auf die Kaufkraftreifehaltung des Geldes ist als ein erster Ersatz für die Aufgabe der Goldbindung des Frankens gedacht. Als zweiten Ersatz für die Abkehr vom Goldstandard schlug die Expertengruppe die verfassungsrechtliche Verankerung der Unabhängigkeit der Nationalbank vor.

Ihrem Auftrag entsprechend prüfte die Expertengruppe auch, welcher Bestand an Währungsreserven für die Führung der Geldpolitik notwendig ist, wenn die bisher immobilisierten Goldreserven zu normalen, am Markt veräusserbaren Notenbankaktiven werden. Ein Vergleich der aktuellen Währungsreserven der Nationalbank mit denjenigen von Zentralbanken in Ländern mit ähnlicher Struktur und Grösse wie die Schweiz ergab, dass die ungesicherten Devisenreserven von rund 30 Milliarden Franken im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt angemessen erscheinen. Um einen wirksamen Beitrag zur Stabilität des schweizerischen Finanzplatzes zu leisten, erachtete die Expertengruppe zusätzliche Währungsreserven von gut 10 Milliarden Franken als notwendig. Bei vorsichtiger Bewertung entspräche dies einem Goldbestand von rund 1200 Tonnen. Die Expertengruppe schlug vor, dass die Nationalbank 1400

Tonnen Feingold aus ihrer Bilanz ausgliedert, damit dieses Volksvermögen anderen öffentlichen Zwecken verfügbar gemacht werden kann. Auf diese Weise könnten Interessenkonflikte zwischen der Nationalbank als geldpolitischer Behörde einerseits und als Vermögensverwalterin andererseits vermieden werden.

Beteiligung der SNB am Holocaust-Fonds

Der Bankrat der SNB beschloss an seiner Sitzung vom 31. Oktober 1997 eine Einlage der Nationalbank von 100 Mio. Franken in den Fonds zugunsten bedürftiger Opfer von Holocaust/Shoa. Er folgte damit dem Antrag von Bankausschuss und Direktorium. Der Betrag wurde dem Konto des Fonds am 3. November gutgeschrieben. Die Nationalbank brachte ihre Bereitschaft zu einer solchen humanitären Geste schon im Frühjahr 1997 zum Ausdruck. Mit dem Entscheid des Parlaments, auf den Antrag des Bundesrates zur Schaffung einer speziellen Rechtsgrundlage nicht einzutreten, erhielt sie die Möglichkeit, in eigener Kompetenz zu handeln.

Botschaft zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV)

Mit Botschaft vom 12. November 1997 unterbreitete der Bundesrat den Eidgenössischen Räten den Bundesbeschluss über die Verlängerung der Teilnahme der Schweiz an den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) des IWF. Die Schweiz ist seit 1964 an den AKV assoziiert und seit 1984 Mitglied, wobei die Nationalbank teilnehmende Institution ist. Die AKV erlauben dem IWF, im Falle eigener Mittelknappheit zusätzliche Mittel im Umfang von 17 Mrd. SZR aufzunehmen, um eine ausserordentliche, das internationale Währungssystem bedrohende Krise abzuwenden bzw. zu beheben. Die Darlehenszusage der Nationalbank beträgt 1020 Mio. SZR. Die AKV gelten jeweils für fünf Jahre. Entsprechend wurde bisher die Verlängerung der schweizerischen Teilnahme von den Eidgenössischen Räten jeweils alle fünf Jahre beschlossen. Neu soll dafür der Bundesrat zu-

ständig sein, der darüber vorher mit der Nationalbank das Einverständnis herstellt. Die gegenwärtigen AKV laufen noch bis Ende 1998.

Beitritt der Schweiz zu den Neuen Kreditvereinbarungen (NKV)

Am 9. Oktober 1997 stimmte der Ständerat, am 18. Dezember 1997 der Nationalrat dem Beitritt der Schweiz zu den Neuen Kreditvereinbarungen (NKV) zu. Der Exekutivrat des IWF hatte Anfang 1997 die NKV, welche parallele Vereinbarungen zu den AKV darstellen, genehmigt. Der Bundesrat unterbreitete den Eidgenössischen Räten mit Botschaft vom 14. Mai 1997 den Beitritt der Schweiz zu den NKV. Mit den NKV werden die

Mittel, die dem IWF gestützt auf die AKV für Krisensituationen zur Verfügung stehen, von 17 Mrd. SZR auf 34 Mrd. SZR verdoppelt. Neben den Mitgliedern der AKV sollen an den NKV vierzehn neue Mitglieder (Industrie- und Schwellenländer) beteiligt werden. Die Kreditlinie der Nationalbank, die auch bei den NKV als teilnehmende Institution auftreten soll, wird 1557 Mio. SZR betragen. Dieser Betrag bedeutet gleichzeitig die Obergrenze der Verpflichtungen unter den AKV und NKV, da diese beiden Fazilitäten nicht kumulativ beansprucht werden können. Wie die AKV werden die NKV auf fünf Jahre abgeschlossen und können verlängert werden. Innerstaatlich soll für die Verlängerung die gleiche Regelung getroffen werden, wie sie neu auch für die AKV vorgesehen ist.

Chronique monétaire

Rapport du groupe d'experts «Réforme du régime monétaire»

Le groupe d'experts que le chef du Département fédéral des finances a chargé, le 18 avril 1997, de préparer une réforme du régime monétaire a rendu public son rapport le 24 octobre. Constitué de représentants du DFF et de la BNS, mais aussi des milieux scientifiques, ce groupe d'experts a établi un projet de nouvel article constitutionnel sur la monnaie. Le franc n'y est plus rattaché juridiquement à l'or, ce qui de facto est déjà le cas depuis longtemps. Les experts proposent également que la mission de la banque centrale, formulée jusqu'ici de manière relativement étendue, soit précisée dans la constitution de manière que la Banque nationale axe sa politique sur l'objectif prioritaire de la stabilité des prix et qu'elle soutienne, dans la mesure où cela est possible sans préjudice de cet objectif, la politique économique générale de la Confédération. Pour eux, l'obligation explicite qu'aura la banque centrale de sauvegarder le pouvoir d'achat de la monnaie doit être considérée comme un des deux éléments devant remplacer le rattachement du franc à l'or. L'autre élément appelé à prendre le relais de l'étalon-or est l'ancrage, dans la constitution, de l'indépendance de la Banque nationale.

Conformément à son mandat, le groupe d'experts a examiné également la question du volume des réserves monétaires qui sera nécessaire à la conduite de la politique monétaire lorsque les réserves d'or, immobilisées jusqu'ici, deviendront pour la banque centrale des actifs pouvant être cédés sur le marché, comme les autres. Comparées à ce que détiennent des pays aux caractéristiques proches de celles de la Suisse, les réserves de devises de la Banque nationale atteignent aujourd'hui une proportion du produit intérieur brut qui peut être considérée comme appropriée, puisque celles qui ne sont pas couvertes contre les risques de change s'élèvent à environ 30 milliards de francs. Les experts estiment qu'un montant supplémentaire de plus de 10 milliards de francs est nécessaire pour que les réserves monétaires puissent contribuer efficacement à la stabilité de la place financière suisse. Ce montant correspond

à environ 1200 tonnes d'or, avec une évaluation prudente du métal précieux. Le groupe d'experts propose par conséquent de sortir du bilan de la Banque nationale 1400 tonnes d'or fin pour que ce patrimoine national soit disponible pour d'autres affectations publiques. Ainsi, on éviterait des conflits d'intérêts, au sein de la Banque nationale, entre les tâches d'une autorité monétaire et celles d'un gestionnaire de patrimoine.

Participation de la BNS au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste

Le 31 octobre, le Conseil de banque de la BNS a approuvé le versement, par la Banque nationale, d'un montant de 100 millions de francs au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste/Shoah dans le besoin. Il a ainsi suivi la proposition du Comité de banque et de la Direction générale. Le montant a été bonifié le 3 novembre sur le compte du Fonds. Au printemps dernier déjà, la Banque nationale s'était déclarée prête à verser cette contribution à caractère humanitaire. En décidant de ne pas entrer en matière sur le projet du Conseil fédéral de créer à cet effet une base juridique spéciale, le Parlement a laissé à la Banque nationale la possibilité de trancher elle-même.

Message concernant les Accords généraux d'emprunt (AGE)

Le 12 novembre, le Conseil fédéral a adressé un message au Parlement concernant l'arrêté fédéral sur la prolongation de la participation de la Suisse aux Accords généraux d'emprunt (AGE) du Fonds monétaire international (FMI). Après avoir été membre associé dès 1964, la Suisse est devenue, en 1984, membre à part entière des AGE, la Banque nationale ayant le statut d'institution participante. Les AGE permettent au FMI, lorsque ses propres ressources sont insuffisantes, de se procurer des fonds supplémentaires, à hauteur de 17 milliards de DTS, pour prévenir ou pallier une crise grave qui menacerait le système monétaire international. La ligne de crédit ainsi ouverte par la Banque nationale s'élève à 1020 millions de DTS.

Les AGE sont conclus pour une durée renouvelable de cinq ans. Par conséquent, les Chambres fédérales ont été appelées à se prononcer tous les cinq ans sur la prolongation de la participation de la Suisse. Le texte soumis aux Chambres prévoit en outre que la compétence en la matière sera transférée au Conseil fédéral qui, avant une prolongation, devra opérer en accord avec la Banque nationale. Les AGE en vigueur actuellement expireront à fin 1998.

Adhésion de la Suisse aux Nouveaux accords d'emprunt (NAE)

L'adhésion de la Suisse aux Nouveaux accords d'emprunt (NAE) a été approuvée par le Conseil des Etats, le 9 octobre, et par le Conseil national, le 18 décembre. Les Nouveaux accords d'emprunt, adoptés par le Conseil d'administration du

FMI au début de 1997, sont des accords parallèles aux AGE. Ils porteront de 17 milliards à 34 milliards de DTS le volume des fonds mis à la disposition du FMI, en vertu des AGE, en cas de crise. Dans son message du 14 mai 1997, le Conseil fédéral a soumis aux Chambres fédérales l'adhésion de la Suisse aux NAE. En plus des membres des AGE, quatorze autres pays (pays industrialisés et économies nouvellement industrialisées) devraient participer aux NAE. La Banque nationale, qui sera également l'institution participante aux NAE, ouvrira une ligne de crédit de 1557 millions de DTS. Ce montant représente aussi la limite maximale de la contribution suisse aux AGE et aux NAE, ces deux possibilités n'étant pas cumulables. Comme les AGE, les NAE sont conclus pour une durée renouvelable de cinq ans. Les renouvellements se feront, en Suisse, selon la nouvelle réglementation qui est prévue pour les AGE.

Inhaltsverzeichnis 15. Jahrgang, 1997

Table des matières, 15^e année, 1997

Konjunkturberichte/Rapports conjoncturels.	Heft bulletin	Seite page
Wirtschafts- und Währungslage	1	9
	2	99
	3	187
	4	265
Situation économique et monétaire.	1	35
	2	123
	3	211
	4	291
Artikel und Referate		
Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1996/ La position extérieure nette de la Suisse en 1996	4	371
Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1996/ L'évolution des investissements directs en 1996	4	339
Die Geldpolitik im Jahre 1998/La politique monétaire en 1998/ La politica monetaria nel 1998/Monetary policy in 1998	4	257
Fischer, Andreas und Mathias Zurlinden: Notenbankunabhängigkeit und Kosten der Inflationsbekämpfung	4	325
Heller, Daniel: Zinskurven und ihr Informationsgehalt für die Geldpolitik der SNB	2	167
Lengwiler, Yvan: Der «Monetary Conditions Index» für die Schweiz.	1	61
Meyer, Hans: Generalversammlungsreferat vom 18. April 1997/ Exposé à l'Assemblée générale du 18 avril 1997	2	155
Rime, Bertrand: Impact de l'Union monétaire sur le portefeuille à variance minimale	3	237
Schönenberger, Jakob: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 18. April 1997/ Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 18 avril 1997	2	149
Schweizerfranken-Anleihen im Jahre 1996/ Emmissions d'emprunts en francs suisses en 1996	1	73
Vital, Christian: The Architecture of Real Time Gross Settlement Systems.	4	319
Geld- und währungspolitische Chronik/Chronique monétaire	1	89
	2	177
	3	247
	4	379

Quarterly Bulletin, 4, December 1997

Abstracts

Monetary policy in 1998

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, does not envisage a tightening of monetary policy in 1998. It retains the option of deviating from its monetary course in the event of disruptions in the financial markets.

Economic and monetary developments

In the third quarter of 1997, the economic upswing in the OECD countries strengthened. In the United States and the United Kingdom the economy again expanded vigorously, and on the European continent the recovery gained momentum and became more widespread. In Japan, by contrast, the economic recovery suffered a severe setback. The Bank of England tightened the monetary reins in order to prevent overheating of the economy. The German Bundesbank and five other European central banks also lifted interest rates somewhat. The Bank of Japan, on the other hand, adhered to its expansionary monetary course.

In Switzerland, real gross domestic product continued to rise in the third quarter. The chief stimuli emanated from exports but domestic demand also picked up. A slowdown in the decline of employment levels and the rise in the "Manpower" job offer index were evidence of a gradual improvement in the labour market. Inflation remained at a constantly low level. As economic activity continued to improve, the SNB allowed money market rates to rise somewhat in October. The monetary base still clearly exceeded the medium-term target path, while expanding at a slower rate.

The Architecture of Real Time Gross Settlement Systems

Real Time Gross Settlement Systems (RTGS) are now standard practice for the transfer of interbank payments. This contribution analyses various models on which international opinion is divided. The discussion is based on a concrete example, Swiss Interbank Clearing (SIC), which has been in operation since 1987. The study deals with information flows between banks and the central bank, backing regulations for payment orders, queuing arrangements and issues of cost structure.

Central bank independence and the cost of disinflation

Empirical studies show that countries with independent central banks have higher sacrifice ratios, i.e. larger output losses for a percentage point reduction in inflation. This paper presents an overview of the literature and discusses the reasons for the empirical relationship. The paper shows that countries with independent central banks do not suffer larger output losses during a period of disinflation, but that instead inflation is reduced less markedly. This suggests that the high sacrifice ratio exhibited by countries with independent central banks stems from their lower inflation rates. It is also shown that the empirical relationship is sample dependent; in particular it depends on whether Germany is included or excluded.

Direct investment in 1996

Capital exports for direct investment abroad increased by Sfr 6 billion in 1996, while capital holdings rose from the previous year's level by approximately 20% to Sfr 196 billion. Capital imports for direct investment in Switzerland grew by Sfr 0.8 billion to Sfr 3.4 billion compared with a year earlier. Foreign capital holdings expanded from Sfr 66 billion to Sfr 72 billion.

Switzerland's investment position in 1996

Both Switzerland's foreign assets and foreign liabilities rose markedly in 1996. More than half of the increase is accounted for by investment activity in 1996. The net investment position expanded by 18% to Sfr 412 billion.

Chronicle of monetary events

Report of the group of experts "Reform of the monetary order"

On 24 October 1997, the group of experts dealing with "Reform of the monetary order" presented its report to the public. The group of experts, which included academics as well as representatives of the Federal Finance Department and the Swiss National Bank, was set up on 18 April 1997 by the head of

the Federal Finance Department. The new article of the Constitution on "Money and currency" drafted by the group of experts severs the legal bond between the Swiss franc and gold, a tie that in actual practice has long since lost its relevance. The group of experts further suggested that the central bank's mandate, which has been defined in rather broad terms, should be laid down in more detail in the Constitution by obligating the National Bank to orient its policy primarily to the goal of price stability. As far as is possible without jeopardising this goal, the National Bank is to support the government's general economic policy. This direct obligation of the central bank to maintain the purchasing power of the Swiss currency is intended as a first form of compensation for relinquishing the link with gold. As a second form of compensation for abandoning the gold standard, the group of experts proposed that the National Bank's independence should be embodied in the Constitution. In compliance with its mandate, the group of experts also investigated what level of monetary reserves was required for implementing monetary policy if the gold reserves, which have always been immobilised, are to become normal and marketable central bank assets. When the National Bank's current foreign exchange reserves are compared with those of central banks in other countries of a similar structure and size as Switzerland, unhedged foreign exchange reserves of approximately Sfr 30 billion seem adequate in relation to gross domestic product. In order to make an effective contribution to the stability of the Swiss financial centre, the group of experts considered additional foreign exchange reserves of Sfr 10 billion or more to be necessary. Based on a careful valuation, this would be equivalent to total gold holdings of approximately 1,200 tonnes. The group of experts proposed that the National Bank show 1,400 tonnes of fine gold separately from its balance sheet in order to make this national wealth available for other public purposes. In this way conflicts of interest between the National Bank as monetary authority, on the one hand, and as asset manager, on the other, can be avoided.

Participation of the SNB in the Holocaust Fund

At its meeting of 31 October 1997, the Bank Council of the SNB approved a payment of Sfr 100 million by the Swiss National Bank into the fund for needy victims of the Holocaust/Shoah. In so doing, it followed a proposal by the Bank Committee and the Governing Board. The amount was credited to the Fund's account on 3 November. The National Bank had already expressed its willingness to make such a humanitarian gesture in spring 1997. When parliament decided to deny the motion submitted by the Federal Council to create a special legal basis for this payment, it was made possible for the National Bank to act on its own responsibility.

Message concerning General Arrangements to Borrow (GAB)

With its message of 12 November 1997 the Federal Council submitted the Federal Decree on the extension of Switzerland's participation in the General Arrangements to Borrow (GAB) of the IMF to the federal parliament. Switzerland has been associated with the GAB since 1964 and has been a participant since 1984; the Swiss National Bank is the participating institution. In the event that the IMF finds itself short of funds, the GAB permit it to borrow additional funds to the amount of 17 billion SDRs for the purpose of warding off or resolving an extraordinary crisis threatening the international monetary system. The loan commitment of the National Bank amounts to 1 020 million SDRs. The GAB are valid for five-year periods; in keeping with this, any extension of Switzerland's participation has so far been decided by the federal parliament every five years. In future, this will be the responsibility of the Federal Council, with the prior agreement of the National Bank. The GAB currently in force are due to expire at the end of 1998.

Switzerland's adherence to the New Arrangements to Borrow (NAB)

On 9 October 1997, the Council of States approved Switzerland's adherence to the New Arrangements to Borrow (NAB), followed by the National Council on 18 December 1997. At the beginning of 1997, the Executive Board of the IMF had approved the NAB, which constitute parallel agreements to the GAB. With its message of 14 May 1997, the Federal Council submitted a proposal for Switzerland's adherence to the NAB to the federal parliament. The NAB have the objective of doubling the amount of currency available to the IMF under the GAB to respond to financial emergencies from SDRs 17 billion to SDRs 34 billion. In addition to the participants in the GAB, fourteen new participants (industrial countries and NICs) are to adhere to the NAB. The credit arrangement of the National Bank, which is also to be the participating institution in the NAB, will amount to 1 557 million SDRs. At the same time, this amount is the upper limit of commitments under the GAB and the NAB since these two facilities cannot be drawn on with cumulative effect. Like the GAB, the NAB are concluded for five-year periods and can be renewed. On a national level, the same regulations shall apply to renewal as are also envisaged for the GAB in future.