

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No 4  
Dezember/décembre 1996**



## Inhalt / Table des matières

---

Übersicht	285
Sommaire	286
Sommario	287
Abstracts	288
<hr/>	
Die Geldpolitik im Jahre 1997	289
La politique monétaire en 1997	291
La politica monetaria nel 1997	293
Swiss monetary policy in 1997	295
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	297
Situation économique et monétaire	323
<hr/>	
Umberto Schwarz: Commentaire au rapport du groupe des Dix consacré à la résolution des crises de liquidité des débiteurs souverains	349
<hr/>	
Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1995	361
L'évolution des investissements directs en 1995	375
<hr/>	
Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1995	389
La position extérieure nette de la Suisse en 1995	392
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	395
Chronique monétaire	395
<hr/>	
Inhaltsverzeichnis 1996	396
Table des matières 1996	396

---



# Übersicht

---

## **Die Geldpolitik im Jahre 1997 (S. 289–290)**

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank setzt im Einvernehmen mit dem Bundesrat seinen gelockerten geldpolitischen Kurs fort. Es beabsichtigt, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge auch im Jahre 1997 über dem mittelfristigen Zielpfad zu halten. Die Nationalbank behält sich wie üblich vor, bei schwerwiegenden Störungen an den Finanzmärkten von ihrem Kurs abzuweichen.

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 297–321)**

Im dritten Quartal 1996 ging das kräftige Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten zurück, so dass sich die Gefahr einer konjunkturellen Überhitzung verminderte. In Grossbritannien gewann der Aufschwung an Kraft und Breite, und auf dem Kontinent zeichnete sich eine konjunkturelle Besserung ab. In Japan setzte sich die wirtschaftliche Erholung dank der anziehenden Auslandnachfrage fort. Angesichts der immer noch verhaltenen Konjunktorentwicklung lockerten die meisten europäischen Zentralbanken die Geldpolitik weiter.

In der Schweiz verstärkten sich die rezessiven Tendenzen im dritten Quartal. Das Bruttoinlandprodukt nahm ab, und die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich. Die Teuerung blieb von Juli bis November tief. Infolge der stark steigenden Nachfrage nach Giroguthaben kam es am Geldmarkt zu Anspannungen. Die Nationalbank wirkte ihnen durch eine grosszügige Liquiditätsversorgung entgegen. In der Folge sanken sowohl die Geldmarktsätze als auch die langfristigen Zinsen. Die sinkende Zinstendenz trug dazu bei, dass sich der Wechselkurs des Frankens ab August wieder abschwächte.

## **Liquiditätskrisen souveräner Schuldner (S. 349–359)**

Die Zehnergruppe veröffentlichte im Jahre 1996 einen Bericht, der sich mit der Lösung von Liquiditätskrisen souveräner Schuldner befasst. Der Bericht behandelt vor allem die Einführung von Repräsentations- und Stimmrechtsklauseln in den Anleiheverträgen, die offizielle Finanzierungshilfe sowie die Kreditpolitik des Internationalen Währungsfonds bei Zahlungsrückständen. Im vorliegenden Kommentar werden diese drei Lösungsansätze im Lichte der Geschichte der internationalen Verschuldung und der Literatur zur Verschuldung souveräner Schuldner diskutiert.

## **Die Direktinvestitionen im Jahre 1995 (S. 361–373)**

Die Kapitalexporte für Direktinvestitionen im Ausland gingen im Jahre 1995 um 0,4 Mrd. auf 14,4 Mrd. Franken zurück. Sie flossen überwiegend nach Westeuropa und in die Vereinigten Staaten. Der Kapitalbestand nahm um 11,2% auf 164,3 Mrd. Franken zu. Der Personalbestand der Tochtergesellschaften im Ausland stieg um 3% auf über 1,4 Mio. Personen. Die Kapitalimporte für Direktinvestitionen in der Schweiz sanken um rund die Hälfte auf 2,6 Mrd. Franken. Die Abnahme ist auf die Desinvestitionen der ausländischen Finanz- und Holdinggesellschaften zurückzuführen. Der ausländische Kapitalbestand in der Schweiz erhöhte sich um 2,9% auf 65,7 Mrd. Franken.

## **Das Auslandvermögen im Jahre 1995 (S. 389–391)**

Die Auslandverpflichtungen der Schweiz nahmen im Jahre 1995 wechsellkursbedingt stärker zu als die Auslandguthaben. Das Nettoauslandvermögen bildete sich dadurch um 2,2% auf 350 Mrd. Franken zurück. Der Anteil der Aktiven und Passiven, die auf Schweizer Franken lauten, stieg zu Lasten der Fremdwährungspositionen.

## Sommaire

---

### **La politique monétaire en 1997 (p. 291–292)**

La Direction générale de la Banque nationale suisse continuera, en accord avec le Conseil fédéral, à mener une politique monétaire assouplie. Elle envisage de maintenir, en 1997, la monnaie centrale désaisonnalisée au-dessus du sentier de croissance à moyen terme. Comme précédemment, la Banque nationale se réserve la possibilité de s'écarter de son cap monétaire en cas de graves perturbations sur les marchés financiers.

### **Situation économique et monétaire (p. 323–348)**

Au troisième trimestre de 1996, la vigoureuse croissance de l'économie américaine s'est ralentie. Le risque de surchauffe a ainsi diminué. Au Royaume-Uni, la reprise a gagné en dynamisme et en ampleur, tandis que sur le continent, des signes d'une amélioration conjoncturelle sont observés. Le redressement économique s'est poursuivi au Japon grâce à la forte demande étrangère. La reprise conjoncturelle restant timide, la plupart des banques centrales européennes ont relâché encore les rênes monétaires.

En Suisse, les tendances à la récession se sont renforcées au troisième trimestre. Le produit intérieur brut a reculé, et la situation sur le marché de l'emploi s'est détériorée. Quant au renchérissement, il est resté faible de juillet à novembre. Des tensions sont apparues sur le marché monétaire à la suite d'une vive augmentation de la demande d'avoires en comptes de virements. La Banque nationale a réagi par un ample approvisionnement du marché en liquidités. Les taux d'intérêt à court et à long terme ont diminué par la suite. Cette orientation à la baisse a contribué, dès le mois d'août, à affaiblir de nouveau le franc sur les marchés des changes.

### **Crises de liquidité de débiteurs souverains (p. 349–359)**

Le Groupe des Dix a publié en 1996 un rapport consacré à la résolution des crises de liquidité de

débiteurs souverains. Ce document traite notamment de l'introduction de clauses de représentation et de vote dans les contrats de dette obligataire, de l'aide financière officielle et de la politique de prêt du Fonds monétaire international en présence d'arriérés de paiements. Dans cet article, ces trois aspects sont commentés à la lumière de l'histoire de la dette internationale et de la littérature sur la dette souveraine.

### **Les investissements directs en 1995 (p. 375–387)**

Les entreprises suisses ont exporté des capitaux en vue d'investissements directs pour un montant de 14,4 milliards de francs en 1995, contre 14,8 milliards l'année précédente. Les Etats d'Europe occidentale et les Etats-Unis ont été les principaux pays de destination. Le volume des investissements directs suisses à l'étranger s'est accru de 11,2% pour atteindre 164,3 milliards de francs. Quant aux importations de capitaux en vue d'investissements directs étrangers en Suisse, elles ont diminué de moitié et se sont inscrites à 2,6 milliards de francs. Ce recul est dû au fait que des sociétés financières et des holdings ont rapatrié des capitaux investis en Suisse. Le volume des investissements directs étrangers en Suisse a augmenté de 2,9% pour s'inscrire à 65,7 milliards de francs.

### **La position extérieure nette de la Suisse en 1995 (p. 392–394)**

En 1995, les engagements extérieurs de la Suisse ont progressé beaucoup plus fortement que les avoires à l'étranger; cette évolution est due aux cours de change. La position extérieure nette de la Suisse s'est donc repliée de 2,2% pour s'établir à 350 milliards de francs. La part du franc suisse a augmenté, tant dans les actifs que dans les passifs, au détriment des parts libellées en monnaies étrangères.

# Sommario

---

## **La politica monetaria nel 1997 (p. 293–294)**

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, ha deciso di confermare l'orientamento espansivo della politica monetaria. Si prefigge di mantenere anche nel prossimo anno la base monetaria stagionalizzata al di sopra del sentiero di crescita a medio termine. Come di consueto, la Banca nazionale si riserva di scostarsi dal corso prescelto qualora si manifestassero gravi perturbazioni sui mercati finanziari.

## **Situazione economica e monetaria (p. 297–348)**

Nel terzo trimestre del 1996, la vigorosa crescita economica degli Stati Uniti è rallentata e il pericolo di surriscaldamento congiunturale si è perciò ridotto. In Gran Bretagna, la ripresa economica si è fatta più forte e più diffusa; nell'Europa continentale si sono visti segni di miglioramento della situazione congiunturale. La ripresa economica del Giappone ha continuato grazie al rafforzamento della domanda estera. Visto lo sviluppo congiunturale ancora modesto, la maggior parte delle banche centrali europee ha ulteriormente allentato la propria politica monetaria.

In Svizzera, le tendenze recessive si sono fatte più sensibili durante il terzo trimestre. Il prodotto interno lordo è calato e la situazione sul mercato del lavoro si è deteriorata. Da luglio a novembre, il rincaro è rimasto basso. Il considerevole aumento della domanda di averi in conto giro è stato causa di tensioni sul mercato monetario. La Banca nazionale ha reagito con un approvvigionamento generoso di liquidità. Tanto i tassi sul mercato monetario, quanto quelli a lunga scadenza sono quindi calati. Questa tendenza al calo dei tassi d'interesse ha contribuito ad indebolire il corso del franco svizzero.

## **Crisi di liquidità dei debitori sovrani (p. 349–359)**

Il Gruppo dei dieci ha pubblicato nel 1996 un rapporto sulla soluzione di crisi di liquidità dei debitori sovrani. Il rapporto tratta soprattutto dell'introduzione di clausole di rappresentanza e di diritto di voto nei contratti di prestito, degli aiuti finanziari ufficiali e della politica di credito del Fondo monetario internazionale in caso di morosità. In questo articolo si commentano questi tre elementi tenendo conto della storia dell'indebitamento internazionale e della letteratura sull'indebitamento dei debitori sovrani.

## **Investimenti diretti nel 1995 (p. 361–387)**

Nel 1995, le esportazioni di capitali per investimenti diretti all'estero si sono ridotte di 0,4 miliardi a 14,4 miliardi di franchi. Gli investimenti sono fluiti per la maggior parte verso i paesi dell'Europa occidentale e gli Stati Uniti. La consistenza del capitale all'estero è aumentata del 11,2%, raggiungendo 164,3 miliardi di franchi. Il contingente di personale delle società affiliate all'estero è cresciuto del 3%, superando così 1,4 milioni di persone. Le importazioni di capitali per investimenti diretti in Svizzera sono diminuite all'incirca della metà, fissandosi a 2,6 miliardi di franchi. Questo calo si deve al ritiro di investimenti di società finanziarie e holding estere. La consistenza del capitale estero in Svizzera è cresciuta del 2,9% a 65,7 miliardi di franchi.

## **Averi all'estero nel 1995 (p. 389–394)**

A causa del corso del franco svizzero, le obbligazioni verso l'estero hanno registrato nel 1995 un aumento più considerevole degli averi svizzeri all'estero. Il volume netto degli averi all'estero si è perciò ridotto del 2,2% a 350 miliardi di franchi. La quota degli attivi e passivi in franchi svizzeri è aumentata a svantaggio delle posizioni in valuta estera.

## Abstracts

---

### **Monetary policy in 1997 (pp. 295–296)**

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, will continue to pursue a relaxed monetary policy. It again intends to keep the seasonally-adjusted monetary base above the medium-term target path in 1997. As usual, the Swiss National Bank will retain the option of deviating from its monetary course in the event of serious disruptions in the financial markets.

### **Economic and monetary developments (pp. 297–348)**

In the third quarter of 1996, the vigorous economic growth in the United States slowed down, reducing the danger of economic overheating. In Britain the upswing gained momentum and became more widespread, while on the continent business activity began to show signs of improvement. Stimulated by growing foreign demand, the economic recovery continued in Japan. With economic activity still hesitant, most European central banks again relaxed their monetary policies.

In Switzerland, the recessionary trends strengthened in the third quarter. Gross domestic product declined, and the labour market deteriorated. Inflation remained on a low level from July to November. Demand for sight deposits rose markedly, leading to tension in the money market; this was eased somewhat by the Swiss National Bank's abundant supply of liquidity. Subsequently, both money market rates and long-term interest rates declined. The falling trend in interest rates contributed to a renewed weakening of the Swiss franc rate from August onward.

### **Liquidity crises of sovereign debtors (pp. 349–359)**

In 1996, the Group of Ten published a report on solutions to liquidity crises of sovereign debtors. The report deals mainly with the inclusion of representation and voting rights clauses in loan contracts, official financing aid and the credit policy of the International Monetary Fund in the event of payment arrears. These three approaches to finding solutions are discussed in the paper in light of the history of international indebtedness and the literature on indebtedness of sovereign debtors.

### **Direct investment in 1995 (pp. 361–387)**

Capital exports for direct investment abroad fell by Sfr 0.4 billion to Sfr 14.4 billion in 1995. The bulk of investment went to Western Europe and the United States. Capital holdings increased by 11.2% to Sfr 164.3 billion. The number of staff of foreign subsidiaries rose by 3% to more than 1.4 million persons. Capital imports for direct investment in Switzerland diminished by approximately half to Sfr 2.6 billion. The decline is due to disinvestment by foreign finance and holding companies. Foreign capital holdings in Switzerland rose by 2.9% to Sfr 65.7 billion.

### **Switzerland's investment position in 1995 (pp. 389–394)**

For exchange-rate reasons, Switzerland's foreign liabilities increased more markedly than its foreign assets in 1995. Consequently, its net investment position declined by 2.2% to Sfr 350 billion. Swiss franc denominated assets and liabilities rose to the detriment of foreign-currency positions.

# Die Geldpolitik im Jahre 1997

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank setzt im Einvernehmen mit dem Bundesrat seinen gelockerten geldpolitischen Kurs fort. Es beabsichtigt, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge auch im Jahre 1997 über dem mittelfristigen Zielpfad zu halten. Damit trägt es der ungünstigen Wirtschaftslage und den Unsicherheiten, die von der europäischen Währungsintegration ausgehen, Rechnung. Die Geldversorgung bleibt grosszügig und schafft die monetären Voraussetzungen für eine wirtschaftliche Erholung. Das Direktorium erachtet die Inflationsrisiken in der Schweiz derzeit als gering. Es ist sich aber bewusst, dass der Zeitpunkt für einen Kurswechsel sorgfältig gewählt werden muss, wenn die Preisstabilität auch mittelfristig gewährleistet werden soll. Eine Änderung der Geldpolitik kommt indessen erst in Frage, wenn sich die schweizerische Wirtschaft erkennbar in einem Aufschwung befindet. Die Nationalbank behält sich wie üblich vor, bei schwerwiegenden Störungen an den Finanzmärkten von ihrem Kurs abzuweichen.

Die Nationalbank verfolgt eine mittelfristig ausgerichtete Geldpolitik. Diese findet ihren Ausdruck in einem Wachstumsziel für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge. Konkret legt die Nationalbank einen mittelfristigen Zielpfad für dieses Aggregat fest. Dieser beschreibt die tendenzielle Entwicklung der Notenbankgeldmenge, die sich ergeben würde, wenn einerseits das reale Bruttoinlandprodukt seinem Potential entsprechen und im Rahmen dieses Potentials wachsen und andererseits ein Anstieg der Konsumentenpreise um 1% resultieren würde. Dabei geht die Nationalbank von einem Wachstum des Produktionspotentials von 2% aus. Eine Teuerungsrate von 1% setzt sie mit Preisstabilität gleich. Sie berücksichtigt damit die Tatsache, dass der publizierte Index die effektive Teuerung als Folge von Qualitätsverbesserungen der Konsumgüter leicht überzeichnet.

Um das unterstellte Nominalwachstum von 3% zu finanzieren, ist eine Zunahme der Notenbankgeldmenge um 1% ausreichend, da die Umlaufgeschwindigkeit tendenziell und längerfristig um etwa 2% zunimmt. Deshalb beruht der Zielpfad,

der der Nationalbank als mittelfristige Richtlinie dient, auf einem Wachstum der Notenbankgeldmenge von 1%.

## Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge



Die Nationalbank hat stets betont, dass sich dieser Zielpfad nicht mit wissenschaftlicher Präzision bestimmen lässt. Sie muss immer damit rechnen, dass unvorhergesehene Entwicklungen die Annahmen, auf denen er beruht, in Frage stellen. Auch in Zukunft wird sie deshalb die Aussagekraft der Notenbankgeldmenge für ihre Geldpolitik laufend überprüfen. Im Sommer 1996 stieg die Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben unerwartet kräftig. Trotzdem drängt sich eine Anpassung des Zielpfads vorderhand nicht auf. Es ist noch nicht klar, ob diese Nachfrageverschiebung in der Grössenordnung von 400 Mio. Franken auch längerfristig ins Gewicht fallen wird.

Für das kommende Jahr rechnet die Nationalbank mit einer allmählichen Besserung der Wirtschaftslage. Das reale Bruttoinlandprodukt dürfte um 0,5% zunehmen und im 4. Quartal 1997 seinen Vorjahresstand um rund 1% übertreffen. Die Teuerung dürfte sowohl im Jahresdurchschnitt als auch im 4. Quartal 1997 je 1% betragen. Sollten sich das reale BIP und die Teuerung wie erwartet entwickeln, dürfte die Nachfrage nach Notenbankgeld gemäss den Schätzungen der Nationalbank vom 4. Quartal 1996 bis zum 4. Quartal 1997

leicht zunehmen. Die Prognose der Geldnachfrage ist allerdings mit beträchtlichen Unsicherheiten behaftet.

**Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge**  
(Veränderung gegenüber dem 4. Quartal des Vorjahres)

	Mittelfristiges Ziel (%)	Effektives Wachstum (%)
1995	1	1,4
1996	1	4,7*
Jährlicher Durchschnitt	1	3,1*

\*) Schätzung

Die Nationalbank beabsichtigt, das Angebot an Notenbankgeld an die durch den prognostizierten Anstieg des realen BIP und der Konsumentenpreise bedingte Zunahme der Nachfrage anzupassen. Dies bedeutet, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge auch im Jahre 1997 über dem mittelfristigen Zielpfad liegen wird. Mit der weiterhin grosszügigen Geldversorgung schafft die Nationalbank die monetären Voraussetzungen für einen Aufschwung. Sie berücksichtigt damit auch die Geldnachfrageverschiebung vom Sommer 1996.

Vorderhand sieht die Nationalbank keine Gefahr für die Preisstabilität. Sie ist sich aber bewusst, dass sie die geldpolitischen Zügel zu gegebener Zeit wieder straffen muss, wenn sie die Preisstabilität längerfristig sichern will. Zeitpunkt und Ausmass einer Kursänderung müssen sorgfältig erwogen werden. Sie wird deshalb die weitere Entwicklung mit besonderer Aufmerksamkeit verfolgen.

Noch sind keine Anzeichen eines neuen Aufschwunges erkennbar. Bei einigen europäischen

Wirtschaftspartnern der Schweiz scheint sich eine Erholung abzuzeichnen, doch ist sie nach Art und Ausmass noch schwer zu beurteilen. Die Nationalbank wird ihren Kurs erst ändern, wenn deutliche Anzeichen eines neuen Aufschwunges vorliegen.

Die europäische Währungsintegration verfolgt die Nationalbank ebenfalls mit grosser Aufmerksamkeit. Es ist nicht auszuschliessen, dass von ihr Wechselkursbewegungen ausgehen werden, die der inländischen Wirtschaft schaden könnten. Die Nationalbank wird solchen Entwicklungen bei der Festlegung ihrer Geldpolitik Rechnung tragen.

Sie wird ihre Prognosen für die Notenbankgeldmenge auch inskünftig regelmässig überprüfen, um Nachfrageverschiebungen, die die Aussagekraft dieses Aggregats verfälschen, rechtzeitig zu erkennen. Sie wird dessen Aussagekraft auch anhand der übrigen Geldaggregate beurteilen. Im Vordergrund steht dabei die Geldmenge  $M_2$ , ein zuverlässiger geldpolitischer Indikator. Bei dem von der Nationalbank in Aussicht genommenen geldpolitischen Kurs dürfte das Wachstum der Geldmenge  $M_2$ , das im Oktober 1996 10,3% betrug, deutlich abflachen.

Im vierten Quartal 1996 dürfte die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge den entsprechenden Vorjahresstand um rund 4,7 Prozent übertreffen. Das ungünstige wirtschaftliche Umfeld und die Unsicherheit über die Entwicklung der europäischen Währungsintegration veranlassten die Nationalbank zu einer weiterhin grosszügigen Geldversorgung. Die Entwicklung der Geldmenge wurde auch durch die im Sommer 1996 verzeichnete Nachfrageerhöhung am Geldmarkt beeinflusst. Die hohe Zuwachsrate überzeichnet deshalb den Expansionsgrad der Geldpolitik.

## La politique monétaire en 1997

La Direction générale de la Banque nationale suisse entend, en accord avec le Conseil fédéral, continuer à mener une politique monétaire assouplie. Elle envisage de maintenir, en 1997, la monnaie centrale désaisonnalisée au-dessus du sentier de croissance à moyen terme. Elle prend ainsi en considération la situation économique difficile et les incertitudes liées à l'intégration monétaire européenne. L'approvisionnement en monnaie restera ample et créera, sur le plan monétaire, des conditions favorables à une reprise économique. La Direction générale estime que les risques d'inflation sont actuellement faibles en Suisse. Elle est cependant consciente qu'il faudra déterminer soigneusement le moment où un changement de cap sera nécessaire si l'on veut garantir, à moyen terme également, la stabilité du niveau des prix. Une adaptation de la politique monétaire n'entrera toutefois en ligne de compte que lorsque l'économie suisse aura manifestement renoué avec une nette expansion. Comme précédemment, l'institut d'émission se réserve la possibilité de s'écarter de son cap monétaire en cas de graves perturbations sur les marchés des changes, de l'argent ou des capitaux.

La Banque nationale mène une politique monétaire axée sur le moyen terme. Sa stratégie repose sur un objectif de croissance qui est assigné à la monnaie centrale désaisonnalisée. Concrètement, la Banque nationale fixe, pour cet agrégat, un sentier de croissance à moyen terme. Le sentier indique quelle serait l'évolution générale de la monnaie centrale si le produit intérieur brut réel correspondait en permanence à son potentiel et progressait conformément à celui-ci, mais également si la hausse annuelle des prix à la consommation n'excédait pas 1% environ. La Banque nationale table sur un accroissement du potentiel de production de 2% et admet que la stabilité du niveau des prix est atteinte avec un taux de renchérissement de 1%. Ainsi, elle prend en considération le fait que, par les améliorations apportées à la qualité des biens de consommation, le renchérissement est en réalité plus faible que celui qui ressort de l'indice.

Pour financer la croissance nominale estimée à

3%, une progression de 1% de la monnaie centrale est suffisante, étant donné que la vitesse de circulation de la monnaie augmente tendanciellement d'environ 2% à moyen terme. C'est pourquoi le sentier de croissance de la monnaie centrale – qui sert de ligne directrice à moyen terme à la Banque nationale – a une pente de 1%.

### Monnaie centrale désaisonnalisée



L'institut d'émission a toujours rappelé qu'il est impossible de fixer ce sentier de croissance avec une précision scientifique. Il doit en effet constamment s'attendre à ce que les hypothèses sur lesquelles reposent ce sentier soient remises en question par des développements imprévisibles. Aussi continuera-t-il à réexaminer régulièrement la fiabilité de la monnaie centrale en tant qu'indicateur de sa politique monétaire. En été 1996, la demande d'avoirs en comptes de virements des banques a marqué une soudaine et sensible augmentation. Néanmoins, une adaptation du sentier de croissance ne s'impose pas. Il est difficile de dire, aujourd'hui, si ce déplacement de la demande, qui a porté sur quelque 400 millions de francs, sera important à moyen terme.

La Banque nationale s'attend à une amélioration graduelle de la situation économique en 1997. Le produit intérieur brut réel devrait progresser de 0,5% et, au quatrième trimestre de 1997, dépasser d'environ 1% son niveau de la période corres-

pondante de 1996. Le taux de renchérissement devrait quant à lui s'inscrire à 1%, en moyenne annuelle comme au quatrième trimestre de 1997. Si les hypothèses sur l'évolution du produit intérieur brut réel et du renchérissement se vérifient, la demande de monnaie centrale désaisonnalisée augmentera légèrement, selon des estimations de la Banque nationale, entre le quatrième trimestre de 1996 et la même période de 1997. Il convient cependant de souligner que toute prévision de la demande de monnaie comporte beaucoup d'incertitudes.

### Monnaie centrale désaisonnalisée

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

	Objectif à moyen terme (%)	Variation effectivement enregistrée (%)
1995	1	1,4
1996	1	4,7*
Moyenne pluriannuelle	1	3,1*

\*) Estimation

L'institut d'émission envisage d'adapter l'offre de monnaie centrale à la demande accrue qui devrait résulter de la hausse attendue du PIB réel et des prix à la consommation. La monnaie centrale désaisonnalisée évoluera donc, en 1997 également, au-dessus de son sentier de croissance à moyen terme. En maintenant ample l'approvisionnement en monnaie, la Banque nationale crée, sur le plan monétaire, des conditions favorables à une reprise économique. En outre, elle tient ainsi compte du déplacement que la demande de monnaie a enregistré en été 1996.

La stabilité du niveau des prix n'est pas menacée dans l'immédiat. La Banque nationale est toutefois consciente qu'il faudra resserrer les rênes monétaires à temps, si elle veut assurer la stabilité des prix à moyen terme. Le moment et l'ampleur d'un changement de cap devront être déterminés soigneusement. Aussi suivra-t-elle l'évolution avec une très grande attention.

Aucun signe d'un net redémarrage de l'activité économique n'est perceptible pour le moment. Une reprise de la conjoncture semble se dessiner chez plusieurs des partenaires européens de la Suisse, mais il est difficile d'en évaluer la nature et l'importance. Pour la Banque nationale, une adaptation de sa politique monétaire n'entrera en ligne de compte que lorsque l'économie suisse aura manifestement renoué avec la croissance.

L'intégration monétaire européenne retient elle aussi toute l'attention de l'institut d'émission. Il ne peut être exclu qu'elle engendre des mouvements de cours de change et, partant, des répercussions négatives sur l'économie suisse. La Banque nationale tiendra compte de telles évolutions dans la conduite de sa politique monétaire.

A l'avenir également, les prévisions qu'elle établit pour l'évolution de la monnaie centrale désaisonnalisée feront l'objet de fréquents réexamens, afin de déceler suffisamment tôt d'éventuels déplacements de la demande de monnaie qui pourraient fausser les signaux transmis par cet agrégat. Elle vérifiera la fiabilité de la monnaie centrale à l'aide également des autres agrégats monétaires, en particulier de la masse monétaire  $M_2$ , qui est un bon indicateur de sa politique monétaire. Compte tenu du cap que la Banque nationale s'est fixé, la croissance de cet agrégat, qui était de 10,3% en octobre 1996, devrait marquer un net fléchissement.

Au quatrième trimestre de 1996, la monnaie centrale désaisonnalisée dépassera probablement de 4,7% son niveau de la période correspondante de 1995. L'environnement économique peu propice et l'incertitude quant à l'évolution de l'intégration monétaire européenne ont amené la Banque nationale à maintenir ample l'approvisionnement en monnaie. La hausse que la demande a enregistrée sur le marché monétaire, en été 1996, a influé sur l'évolution de la monnaie centrale. La politique monétaire a donc été moins expansionniste que ne le laisse supposer le taux de croissance élevé de la monnaie centrale.

## La politica monetaria nel 1997

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera, d'intesa con il Consiglio federale, ha deciso di confermare l'orientamento espansivo della politica monetaria. Si prefigge di mantenere anche nel prossimo anno la base monetaria destagionalizzata al di sopra del sentiero di crescita a medio termine. Tiene così conto sia della difficile situazione economica che delle incertezze derivanti dal processo d'integrazione monetaria in Europa. L'approvvigionamento di moneta rimarrà generoso e creerà, dal lato monetario, i presupposti per una ripresa dell'economia. La Direzione generale considera che in Svizzera i rischi inflazionistici sono al momento ridotti. È tuttavia conscia che il momento per un mutamento del corso di politica monetaria dovrà essere scelto accuratamente, se si vorrà assicurare la stabilità dei prezzi anche a medio termine. Una modifica della politica monetaria sarà comunque considerata solo quando l'economia svizzera si troverà manifestamente in una fase di ripresa. Come di consueto, la Banca nazionale si riserva di scostarsi dal corso prescelto qualora si manifestassero gravi perturbazioni sui mercati finanziari.

La Banca nazionale segue una politica monetaria orientata a medio termine, fondandosi su un obiettivo di crescita per la base monetaria destagionalizzata. Concretamente, la Banca nazionale fissa un sentiero per l'espansione a medio termine di questo aggregato. Questa linea descrive quale sarebbe l'andamento tendenziale della base monetaria se, da un lato, il prodotto interno lordo reale corrispondesse al suo potenziale e crescesse conformemente a quest'ultimo e, d'altro lato, se l'aumento annuale dei prezzi al consumo fosse dell'1%. La Banca nazionale prevede un'espansione delle potenzialità produttive del 2% e ritiene che un tasso di rincaro dell'1% corrisponde alla stabilità dei prezzi. Prende così in considerazione il fatto che l'indice pubblicato supera lievemente il rincaro effettivo in seguito ai miglioramenti qualitativi dei beni di consumo.

Per finanziare la crescita nominale stimata al 3% è sufficiente un incremento della base monetaria dell'1%, visto che la velocità di circolazione

cresce tendenzialmente a lungo termine di circa il 2%. Per questa ragione il sentiero di crescita, che funge da indirizzo a medio termine, si basa su un'espansione della base monetaria dell'1%.

### Base monetaria destagionalizzata



La Banca nazionale ha ripetutamente sottolineato che non è possibile determinare il sentiero di crescita con precisione scientifica. Deve sempre aspettarsi che sviluppi imprevisi mettano in forse le ipotesi su cui esso poggia. Continuerà perciò anche in futuro a verificare periodicamente l'affidabilità della base monetaria quale indicatore dell'indirizzo della propria politica. Nell'estate del 1996 la domanda di disponibilità in conto giro delle banche si è all'improvviso elevata decisamente. Tuttavia, per il momento, un aggiustamento del sentiero di crescita non si impone. Non è ancora chiaro, se questo dislocamento della domanda di all'incirca 400 milioni di franchi sarà rilevante anche a lungo termine.

Per il prossimo anno la Banca nazionale prevede un graduale miglioramento della situazione economica. Il prodotto interno lordo reale dovrebbe crescere dello 0,5% e, nel quarto trimestre 1997, superare dell'1% circa il suo livello di un anno prima. Il rincaro dovrebbe ascendere all'1% sia in media annuale che al quarto trimestre 1997. Qualora il prodotto interno lordo reale e il rincaro evolvessero secondo le previsioni, la domanda di

base monetaria dovrebbe accrescersi lievemente dal quarto trimestre 1996 al quarto trimestre 1997. La previsione della domanda di moneta è tuttavia condizionata da fattori di insicurezza non trascurabili.

### Base monetaria destagionalizzata

(variazione rispetto al quarto trimestre dell'anno precedente)

	Obiettivo a medio termine In %	Crescita effettiva in %
1995	1	1,4
1996	1	4,7*
Media annuale	1	3,1*

\*) Stima

La Banca nazionale si propone di adattare l'offerta di base monetaria all'aumento della domanda risultante dalla prevista crescita del prodotto interno lordo reale e dei prezzi al consumo. Ciò significa che anche nel 1997 la base monetaria destagionalizzata si muoverà al di sopra della direttrice di crescita a medio termine. Mantenendo un'abbondante approvvigionamento monetario, la Banca nazionale crea i presupposti per una ripresa economica e, inoltre, prende in considerazione il dislocamento della domanda di moneta verificatosi nell'estate del 1996.

Per ora la Banca nazionale non ravvisa pericoli per la stabilità dei prezzi. È tuttavia conscia che, al momento opportuno, occorrerà nuovamente porre un freno alla crescita monetaria per cautelare la stabilità dei prezzi a lungo termine. Il momento e la dimensione del mutamento di corso dovranno essere accuratamente ponderati. Seguirà perciò gli sviluppi futuri con la dovuta attenzione.

Indizi di un rilancio dell'economia non sono ancora percettibili. Presso alcuni dei nostri partners economici europei sembra profilarsi una ripresa, la cui natura e entità sono tuttavia ancora difficilmente valutabili. Un cambiamento della politica monetaria sarà considerato solo qualora si manifestassero chiari sintomi di ripresa economica.

La Banca nazionale segue pure con grande attenzione l'integrazione monetaria europea. Non si può escludere che da essa derivino movimenti dei tassi di cambio nocivi per l'economia svizzera. Terrà conto di queste circostanze nella conduzione della politica monetaria.

Pure in futuro, la Banca nazionale verificherà periodicamente le previsioni relative alla base monetaria, per individuare tempestivamente eventuali dislocamenti della domanda di moneta che riducono l'affidabilità di questo aggregato. Esaminerà l'affidabilità della base monetaria anche con l'aiuto degli altri aggregati, in particolare della massa monetaria  $M_2$ , che si è rivelata un indicatore attendibile. Con il corso di politica monetaria che la Banca nazionale si è prefissa, la crescita della massa monetaria  $M_2$ , del 10,3% nell'ottobre 1996, dovrebbe nettamente attenuarsi.

Nel quarto trimestre 1996 la base monetaria destagionalizzata dovrebbe superare il livello del quarto trimestre dell'anno precedente di circa il 4,7%. Lo sfavorevole contesto economico e le incognite relative all'integrazione monetaria europea hanno indotto la Banca nazionale a mantenere un abbondante approvvigionamento di moneta. Sull'evoluzione della base monetaria ha inoltre influito l'aumento della domanda sul mercato monetario registrato nell'estate 1996. Di conseguenza, l'elevato tasso di crescita esagera il grado d'espansione della politica monetaria.

## Monetary policy of the Swiss National Bank for 1997

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, will continue to pursue a relaxed monetary policy. It again intends to keep the seasonally-adjusted monetary base above the medium-term target path in 1997. In so doing, it duly takes account of the unfavourable economic situation and the uncertainties surrounding European monetary integration. The supply of money will remain abundant, creating the monetary pre-conditions for economic recovery. The Governing Board currently considers the inflation risks to be low. Nevertheless, it is aware that the time for a change of direction must be carefully chosen if price stability is to be maintained in the medium run. A change in monetary policy, however, will only enter into consideration once the Swiss economy is clearly on an uptrend. As usual, the Swiss National Bank will retain the option of deviating from its monetary course in the event of serious disruptions in the financial markets.

The Swiss National Bank pursues a monetary policy oriented to the medium term. This finds practical expression in a growth target for the seasonally-adjusted monetary base. The Swiss National Bank fixes a medium-term target path for this aggregate. The target path describes the likely development of the monetary base if, on the one hand, real gross domestic product corresponded to, and grew in keeping with, its potential and, on the other hand, a rise in consumer prices of 1% were to result. The Swiss National Bank assumes potential output to grow by 2%. An inflation rate of 1% is treated as price stability. The National Bank thus takes account of the fact that the published index slightly overstates the actual inflation as a result of improvements in the quality of consumer goods.

An expansion of the monetary base by 1% is sufficient for financing the assumed nominal growth of 3% since the velocity of money tends to accelerate by about 2% in the long run. Therefore, the target path, which serves the National Bank as a medium-term guideline, is based on an increase in the monetary base of 1%.

### Seasonally-adjusted monetary base



The Swiss National Bank has always emphasised that this target path cannot be calculated with scientific precision. It cannot be ruled out that unforeseen developments could make the assumptions on which it is based appear doubtful. In future too, therefore, the National Bank will regularly review the indicator role of the monetary base for its monetary policy. In summer 1996, the banks' demand for sight deposits showed an unexpectedly vigorous rise. Nevertheless, there is no immediate need to adjust the target path. It is not yet clear whether this shift in demand of the order of Sfr 400 million will be of consequence in the long run.

In the coming year, the Swiss National Bank expects a gradual improvement in the economic situation. Real gross domestic product should increase by 0.5% and, in the fourth quarter of 1997, exceed the previous year's level by approximately 1%. Inflation is likely to amount to 1%, both on an annual average and in the final quarter of the year. If real GDP and inflation show the anticipated development, the National Bank forecasts the demand for base money to rise somewhat between the fourth quarter of 1996 and the fourth quarter of 1997. The forecast for money demand is, however, fraught with considerable uncertainty.

### Seasonally-adjusted monetary base

(Change from fourth quarter of previous year)

	Medium-term target (%)	Actual growth (%)
1995	1	1.4
1996	1	4.7*
annual average	1	3.1*

\*) estimate

The Swiss National Bank intends to adjust the supply of base money to the higher demand resulting from the predicted increase in real GDP and in consumer prices. This means that the seasonally-adjusted monetary base will again exceed the medium-term target path in 1997. The National Bank's continued abundant supply of money creates the monetary preconditions for an upswing. In this way, the Bank also duly takes into account the shift in the demand for money in summer 1996.

For the time being, the National Bank does not see price stability endangered. Nevertheless, it is aware that in due course it will again have to tighten the monetary reins if price stability is to be ensured in the long run. The time and extent of a change of direction must be carefully considered. It will therefore follow future developments with particular attention.

As yet, no signs of a new upswing are discernible. Some of Switzerland's European economic partners seem on the threshold of a recovery, but it is still difficult to judge either the nature or extent of such an improvement. The National

Bank will not change its monetary course until there are clear indications of a new uptrend.

The Swiss National Bank is also following European monetary integration with considerable interest. It cannot be ruled out that this process will lead to exchange rate fluctuations detrimental to the domestic economy. In setting its monetary policy, the National Bank will duly take such developments into account.

It will continue to review its forecasts for the monetary base regularly in future in order to identify, at an early stage, any shifts in demand that may falsify the indicator value of this aggregate. It will also assess the aggregate's indicator role by comparison with the other monetary aggregates. The main emphasis will be on the money stock  $M_2$ , a reliable monetary indicator. With the monetary course envisaged by the National Bank, the expansion of the money stock  $M_2$ , which amounted to 10.3% in October 1996, should slow down significantly.

In the fourth quarter of 1996, the seasonally-adjusted monetary base probably exceeded the corresponding level of the previous year by approximately 4.7 percent. The unfavourable economic environment and the uncertainty concerning the progress of European monetary integration induced the Swiss National Bank to continue to provide an abundant supply of money. The development of the money supply was also influenced by the increase in demand recorded in the money market in summer 1996. The high growth rate therefore overstates the actual degree of expansion of monetary policy.

# Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrats vom 12. Dezember 1996\*

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

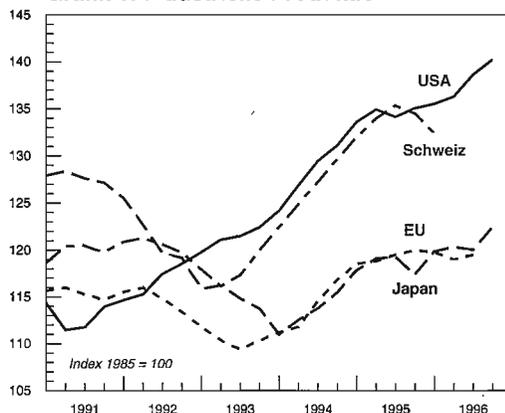
### 1. Ausland

#### Konjunkturentwicklung

Im dritten Quartal 1996 hellte sich die Konjunkturlage im OECD-Raum insgesamt auf. Sie war jedoch in den angelsächsischen Ländern weiterhin günstiger als in den Ländern Kontinentaleuropas. In den Vereinigten Staaten ging das kräftige Wirtschaftswachstum zurück, so dass sich die Gefahr einer konjunkturellen Überhitzung verminderte. In Grossbritannien gewann der Aufschwung an Kraft und Breite. Auf dem Kontinent zeichnete sich eine konjunkturelle Besserung ab. In Deutschland und Frankreich nahmen das reale Bruttoinlandprodukt und die Industrieproduktion wieder zu. Auch das Stimmungsbild in der Industrie hellte sich etwas auf. Die wichtigsten Impulse gingen von der Exportnachfrage aus, während die Binnennachfrage weiterhin verhalten blieb. Die italienische Wirtschaft stagnierte. In Japan setzte sich die konjunkturelle Erholung dank der anziehenden Auslandsnachfrage fort.

Die konjunkturelle Flaute, die Kontinentaleuropa im zweiten Halbjahr 1995 erfasst hatte, hinterliess auf dem Arbeitsmarkt deutliche Spuren. In Deutschland und Frankreich nahm die Arbeitslosenquote seit Jahresbeginn zu, während sie in Italien auf hohem Niveau verharrte. Dagegen verbesserte sich die Lage auf dem britischen Arbeitsmarkt weiter. Mit 7,2% lag die Arbeitslosenquote im dritten Quartal deutlich unter dem Durchschnittswert der EU von 10,8%. In den Vereinigten Staaten blieb die Arbeitslosenquote mit

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; BfS

5,2% auch im längerfristigen Vergleich tief, und in Japan sank sie leicht auf 3,3%.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung nahm im OECD-Raum (ohne Türkei) ab. Im August betrug sie 3,3%, gegenüber 3,7% im Juni; die durchschnittliche Teuerung der EU-Länder belief sich auf 2,3%.

#### Wirtschaftspolitik

Die Geldpolitik der grossen Industrieländer widerspiegelte weiterhin die unterschiedliche Wirtschaftslage. Die amerikanische Zentralbank liess den Tagesgeldsatz (Fed Funds Rate) unverändert, nachdem das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal nachgelassen und sich keine Teuerungsfahr abgezeichnet hatte. Dagegen erhöhten die britischen Währungsbehörden Ende Oktober den Leitzatz angesichts des kräftigen Wirtschaftswachstums und der sich verschlechternden Inflationsaussichten. Auf dem europäischen Kontinent lockerten die Zentralbanken die Geldpolitik, so dass sich die kurzfristigen Zinssätze weiter leicht zurückbildeten. Die italienische Zentralbank nahm

\* Der Bericht wurde am 14. 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.

Ende Juli und Ende Oktober den Diskont- und den Lombardsatz um insgesamt je 1,5 Prozentpunkte zurück. Ende August senkte die Deutsche Bundesbank den Wertpapierpensionssatz um 0,3 Prozentpunkte; die meisten europäischen Zentralbanken folgten diesem Schritt. In Japan blieben die kurzfristigen Zinssätze nahe beim offiziellen Diskontsatz von 0,5%.

Nach dem deutlichen Anstieg im ersten Halbjahr fielen die langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten wieder etwas. In Europa führten die Neueinschätzung des EWU-Projekts, die schwache Konjunktur und die tendenziell sinkenden kurzfristigen Zinssätze ebenfalls zu einem Zinsrückgang im langfristigen Bereich. Besonders ausgeprägt war er in Frankreich und Italien.

Die für 1997 veröffentlichten Haushaltsbudgets der EU-Länder weisen auf eine weiterhin restriktive Finanzpolitik hin. Alle Länder sind bestrebt, die Defizite bis Ende 1997 auf den im Vertrag von Maastricht festgelegten Referenzwert von 3% des Bruttoinlandprodukts abzubauen. In Deutschland und Italien sind deutliche Ausgabenkürzungen geplant, während in Frankreich die nominellen Staatsausgaben unverändert bleiben sollen. Das amerikanische Haushaltsbudget enthält dagegen für 1997 wieder ein höheres Defizit, nachdem der Fehlbetrag im Finanzjahr 1996 infolge hoher Steuereinnahmen unerwartet stark auf 1,5% des Bruttoinlandprodukts zurückgegangen war.

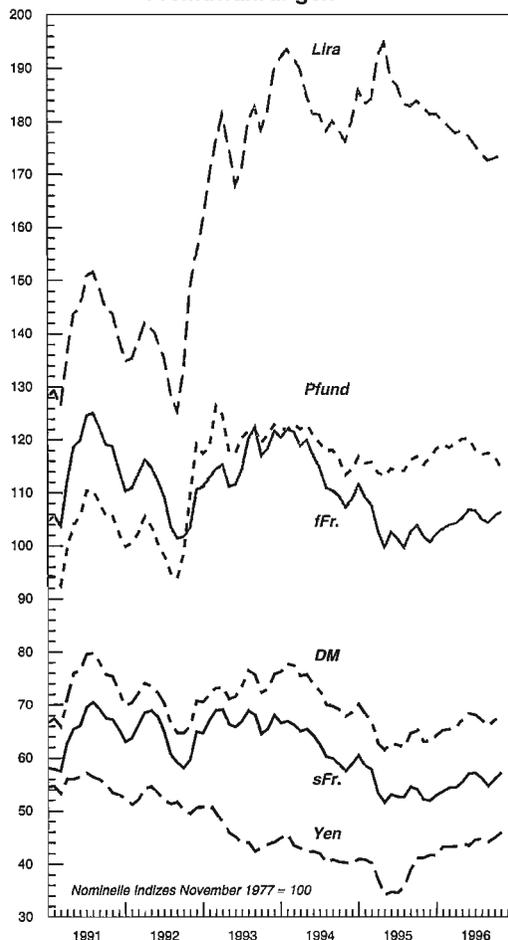
### Devisenmarkt

Der amerikanische Dollar gewann von August an wieder deutlich an Wert. Sein Kurs lag Ende Oktober gegenüber der D-Mark und dem japanischen Yen um 0,7% bzw. 3,5% über dem Stand von Anfang Juli; gegenüber dem Schweizer Franken erhöhte er sich etwas weniger stark auf 1,26 Franken. Der reale, exportgewichtete Dollarkurs lag im dritten Quartal um 5,1% über dem Vorjahresstand.

Die Lage im Europäischen Währungssystem (EWS) blieb auch im dritten Quartal ruhig. Im Wechselkursmechanismus erhöhte sich der Abstand zwischen der stärksten und der schwächsten Währung geringfügig auf 2,5%. Im Oktober

waren das irische Pfund die stärkste und der französische Franc die schwächste Währung. Am 12. Oktober trat neu Finnland dem Wechselkursmechanismus des EWS bei. Der Leitkurs der Finnmark wurde gegenüber dem Ecu auf 5,80661 Finnmark festgelegt; dies entspricht einem Kurs von 3,04 Finnmark pro D-Mark. Am 23. November trat Italien wieder dem Wechselkursmechanismus bei, aus dem es im September 1992 ausgeschieden war. Der Leitkurs der Lira gegenüber dem Ecu beträgt 1906,48 Lire; dies entspricht einem Kurs von 990 Lire pro D-Mark.

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



Im Zuge der Dollarhaussa verlief die D-Mark ab August gegenüber den meisten Währungen im EWS an Wert. Auch der französische Franc geriet unter Druck, da angesichts der Konjunkturschwäche mit einer Lockerung der Geldpolitik gerechnet wurde. Im September erholte sich der Franc gegenüber der D-Mark und wurde im Oktober zum gleichen Kurs wie im Juli gehandelt. Sein realer, exportgewichteter Aussenwert lag im dritten Quartal um 0,7%, derjenige der D-Mark um -2,8% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Der Aufwärtstrend der EWS-Währungen ausserhalb des Wechselkursmechanismus setzte sich ab August fort, nachdem er zu Beginn des Quartals durch die vorübergehende Dollarschwäche unterbrochen worden war. Der Kurs des britischen Pfunds und der italienischen Lira lag Ende Oktober gegenüber der D-Mark rund 3,9% bzw. 0,6% höher als im Juli. Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Pfundes und der Lira übertrafen im dritten Quartal den Vorjahresstand um 1,7% bzw. 10,1%.

Der japanische Yen blieb weiterhin unter Druck. Nach einer vorübergehenden Erstarkung zu Beginn des Quartals verlief er wieder an Wert und erreichte im Oktober mit 112 Yen pro Dollar den tiefsten Stand seit Januar 1994. Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Yen lag um 17,8% unter seinem Vorjahreswert.

### ***Internationale Währungszusammenarbeit***

Die Minister und Gouverneure der Zehnergruppe genehmigten an ihrer Herbsttagung die Neuen Kreditvereinbarungen (NKV). Die NKV sind parallele Vereinbarungen zu den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV). Sie ermöglichen dem Internationalen Währungsfonds (IWF), bei einer Beeinträchtigung des internationalen Finanzsystems und falls seine eigenen Mittel nicht ausreichen, bei den Ländern der Zehnergruppe und weiteren 14 Ländern bis zu 34 Mrd. SZR aufzunehmen. Die Zehnergruppe wird rund 80% der Finanzierung bereitstellen.

Voraussetzung zur Aktivierung der NKV für einen ihrer Teilnehmer ist, dass eine Kreditgewährung des IWF notwendig ist, um eine Beeinträchtigung

der internationalen Währungsordnung abzuwenden oder ihr entgegenzuwirken, und dass dazu die eigenen Mittel des IWF allein nicht ausreichen. Für einen Nichtteilnehmer gilt erstens die strengere Bedingung, dass eine ausserordentliche Situation von Zahlungsbilanzschwierigkeiten vorliegen muss, die entweder durch ihren Umfang oder ihren Charakter das internationale Währungssystem gefährdet. Zweitens sind die an Nichtteilnehmer vergebenen NKV-Kredite zwangsläufig mit wirtschaftspolitischen Auflagen verknüpft.

Der Exekutivrat des IWF einigte sich auf einen Kompromiss über die weitere Finanzierung der Erweiterten Strukturanpassungsfazilität (ESAF) und der Entschuldungsinitiative. Damit kann die ESAF nach einer Übergangsperiode von rund vier Jahren im Jahre 2005 oder etwas früher in eine selbsttragende Fazilität überführt werden. Sie dient dem IWF auch als Instrument, um sich an der Entschuldungsinitiative zu beteiligen. Mit der ESAF werden Kredite zu Vorzugskonditionen an die ärmsten Mitglieder des IWF gewährt. Die Entschuldungsinitiative wurde von der Weltbank und dem IWF ergriffen, um die Schuldenlast der hoch verschuldeten armen Länder auf ein tragbares Mass zurückzuführen. An dieser Initiative beteiligen sich auch der Pariser Club und andere Gläubiger.

Der IWF eröffnete Mitte September ein «bulletin board» auf dem Internet. Die Mitgliedsländer, die sich für den «special data dissemination standard» eingeschrieben haben, führen darin auf, welche statistischen Daten sie wie häufig publizieren. Der «special data dissemination standard» umfasst Daten über die Fiskalpolitik, den realen Sektor, den Finanzsektor und den Aussensektor und soll die Überwachungsfunktion des IWF unterstützen. Bis Mitte September haben sich 34 Länder für den «special data dissemination standard» angemeldet. 18 Länder, einschliesslich der Schweiz, konnten bisher in das «bulletin board» aufgenommen werden.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Die Internet-Adresse lautet: <http://dsbb.imf.org>.

## 2. Schweiz

In der Schweiz verstärkten sich die rezessiven Tendenzen im dritten Quartal. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm ab und lag um 0,7% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Der private Konsum sank, und in der Bauwirtschaft setzte sich die Talfahrt fort. Dagegen entwickelten sich die Ausrüstungsinvestitionen weiterhin dynamisch. Die Güterexporte nahmen dank der etwas kräftigeren Nachfrage aus Europa wieder zu. Sie lagen aber weiterhin nur wenig über dem Vorjahresstand. Da die Importe wieder stärker wuchsen, schmälerte der Aussenhandel insgesamt das reale Bruttoinlandprodukt.

Gemäss der von der KOF-ETH erhobenen Umfrage in der Industrie blieb die Kapazitätsauslastung auf dem Stand des Vorquartals von 82,9%. Während sich der Geschäftsgang bei den binnenorientierten Unternehmen nochmals verschlechterte, zeichnete sich im Exportsektor eine Erholung ab. Die Binnenindustrie rechnete auch für das vierte Quartal mit sinkenden Bestellungen und einer rückläufigen Produktion. Dagegen äusserte sich die Exportindustrie vorsichtig optimistisch.

Die Beschäftigung bildete sich im dritten Quartal weiter zurück. Sie lag um 1% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Arbeitslosenquote nahm nochmals zu. Sie belief sich auf 4,8%, gegenüber 4,1% vor Jahresfrist.

Die Teuerung sank im dritten Quartal auf 0,6%. Die starke Erhöhung der Heizölpreise wurde insbesondere durch den weiter nachlassenden Preisauftrieb bei den Wohnungsmieten ausgeglichen. Im Oktober und November stieg die Teuerung leicht auf 0,8% bzw. 0,7%.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg im dritten Quartal auf 31,3 Mrd. Franken und übertraf damit die im Juli veröffentlichte Prognose der Nationalbank um mehr als 200 Mio. Franken. Im Vergleich zum vierten Quartal 1995 nahm sie um 3,6% zu. Dies entspricht auf ein Jahr hochgerechnet einer Wachstumsrate von 4,9%. Die Notenbankgeldmenge überschritt damit den mittelfristigen Zielpfad um 0,4%, nachdem sie in der Vorperiode noch um 0,5% darunter gelegen hatte.

Während der Notenumlauf im erwarteten Mass stieg, erhöhte sich die Nachfrage nach Giroguthaben unerwartet kräftig. Der Grund lag teilweise in einer Umschichtung der Kassaliquidität, indem die Banken bestrebt waren, die Giroguthaben bei der Nationalbank zulasten der Postcheckguthaben aufzustocken. Für das vierte Quartal prognostiziert die Nationalbank eine Zunahme der Notenbankgeldmenge auf 31,6 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Jahreswachstum von 4,5%. Im Oktober entsprach die Entwicklung der Notenbankgeldmenge weitgehend der Prognose. Insbesondere kamen die ausgeprägten Umschichtungen der Kassabestände zum Stillstand.

Die Geldmarktsätze sanken im dritten Quartal deutlich, nachdem sie in der Vorperiode spürbar angezogen hatten. Im Oktober betrug der Dreimonatssatz am Euromarkt durchschnittlich 1,6% und lag damit knapp einen Prozentpunkt tiefer als im Juli. Die sinkende Zinstendenz widerspiegelte vor allem die grosszügigere Liquiditätsversorgung, mit der die Nationalbank den Anspannungstendenzen auf dem Geldmarkt infolge der Nachfrageverschiebung bei den Giroguthaben entgegenwirkte. Ende September senkte die Nationalbank den Diskontsatz um 0,5 Prozentpunkte auf 1%.

Parallel zu den kurzfristigen sanken auch die langfristigen Zinssätze. Von Juli bis Oktober verringerte sich die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen um einen halben Prozentpunkt auf 3,7%.

Der reale, exportgewichtete Frankenkurs bildete sich im September wieder zurück, nachdem er im August gestiegen war. Im Durchschnitt des dritten Quartals lag er gleich hoch wie in der Vorperiode; im Vorjahresvergleich sank er um 2,6%.

## B. Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

### *Vereinigte Staaten*

Im dritten Quartal schwächte sich das kräftige Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode auf das Jahr hochgerechnet

um 2%, verglichen mit 4,7% im zweiten Quartal. Damit übertraf es den Vorjahresstand um 2,2%. Der private Konsum wuchs deutlich langsamer als im ersten Halbjahr, während der Staatskonsum leicht zurückging. Die Exporte stiegen nur wenig. Dagegen stützten die Investitionen das Wachstum weiterhin, wobei die Ausrüstungsinvestitionen wieder an Dynamik gewannen. Infolge der anhaltend lebhaften Binnennachfrage erhöhten sich die Einfuhren erneut kräftig.

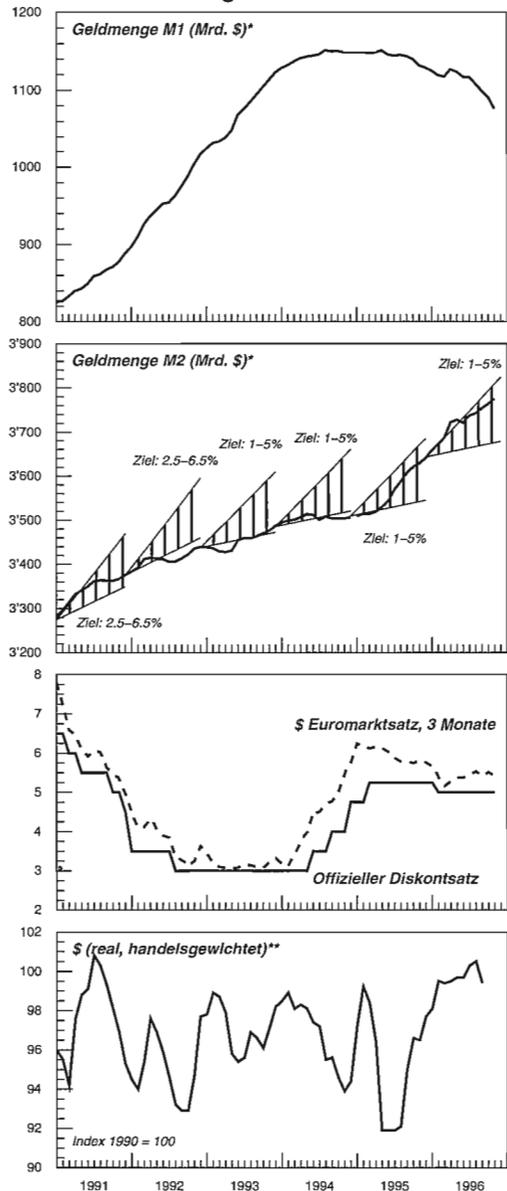
Die Industrieproduktion stieg im dritten Quartal leicht und übertraf den Vorjahresstand um 3,6%. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie lag mit 83,4% etwas höher als im Vorquartal. Nachdem die Beschäftigung im Juli und August stark angezogen hatte, flachte sich ihr Zuwachs im September ab. Die Arbeitslosenquote ging von 5,4% im zweiten auf 5,2% im dritten Quartal zurück.

Die wichtigsten Konjunkturindikatoren deuten insgesamt auf ein weiterhin moderates Wirtschaftswachstum hin. Der Index der Frühindikatoren nahm im dritten Quartal verlangsamt zu. Der Auftragseingang in der verarbeitenden Industrie stieg nur wenig, wobei die Bestellungen für dauerhafte Güter rückläufig waren. Auch die Zahl der neubegonnenen Bauten nahm ab. Dies deutet darauf hin, dass die Dynamik im Investitionsbereich in den kommenden Monaten nachlassen dürfte. Dagegen wies der erneut stark gestiegene Konsumentenstimmungsindex auf eine wieder anziehende Konsumnachfrage hin.

Obwohl die amerikanische Wirtschaft seit 1991 expandiert, gibt es nach wie vor keine Zeichen einer Beschleunigung der Inflation. Im dritten Quartal erhöhten sich die Konsumentenpreise mit 2,9% gleich stark wie in der Vorperiode; die Produzentenpreise stiegen mit 2,7% etwas stärker. Ins Gewicht fielen vor allem die Rohstoffpreise, die sich innert Jahresfrist um 12% verteuerten. Dagegen blieben die Preise für Halbfabrikate annähernd stabil.

Da die Importe im dritten Quartal kräftiger stiegen als die Exporte, erhöhte sich das amerikanische Handelsbilanzdefizit erneut stark. Es betrug 52 Mrd. Dollar, gegenüber 43 Mrd. im Vorjahr. Das Ertragsbilanzdefizit belief sich im ersten Halbjahr auf 73,6 Mrd. Dollar und lag damit um rund 5 Mrd.

**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

höher als im zweiten Halbjahr 1995. Gemessen am Bruttoinlandsprodukt betrug es 2%.

Das Defizit der Staatsrechnung für das Ende September abgelaufene Finanzjahr lag mit 107 Mrd. Dollar deutlich unter dem budgetierten Wert von 161 Mrd. Dollar. Dieses Ergebnis ist vor allem auf die konjunkturell bedingt höheren Steuereinnahmen zurückzuführen. Das Defizit sank auf 1,4% des Bruttoinlandprodukts, den tiefsten Wert seit 1974. Im Gegensatz zum vorangegangenen Finanzjahr einigten sich Kongress und Regierung rechtzeitig über das neue Budget. Für das Finanzjahr 1997 wird angesichts der erwarteten Wachstumsverlangsamung wieder mit einem höheren Fehlbetrag von 169 Mrd. Dollar gerechnet. Geplant ist indessen nach wie vor, den Bundeshaushalt bis zum Jahr 2002 auszugleichen.

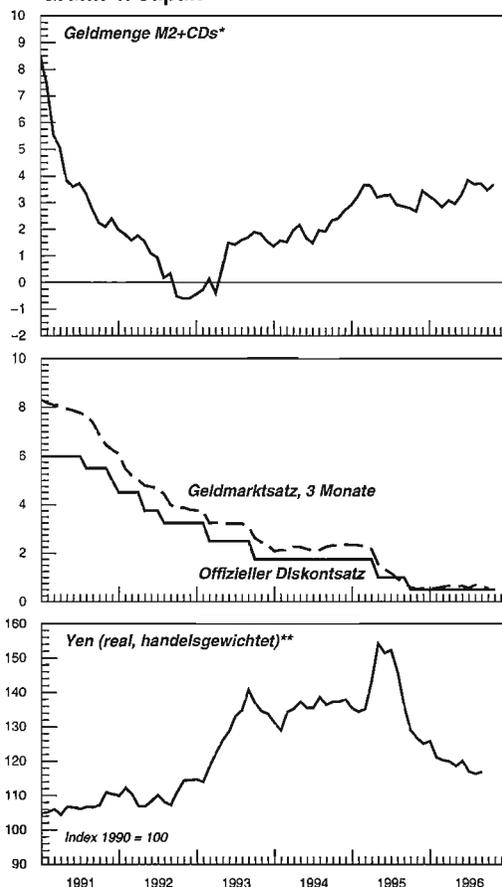
Die amerikanische Zentralbank verzichtete im dritten Quartal auf eine Erhöhung der Leitzinsen, nachdem sich die Zeichen einer Konjunkturabflachung verdichtet hatten. Seit Januar 1996 belaufen sich der Diskontsatz und der Satz für Federal Funds auf 5% bzw. 5,25%. Die Geldmarktsätze lagen mit durchschnittlich 5,5% geringfügig über dem Stand der Vorperiode. Dagegen bildeten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen bis Ende September leicht auf 6,8% zurück.

Die breiten Geldaggregate  $M_2$  und  $M_3$  wuchsen mit hochgerechnet 2,7% bzw. 4,3% langsamer als in der Vorperiode und bewegten sich innerhalb des jeweiligen Zielkorridors von 1–5% bzw. 2–6%. Die Geldmenge  $M_1$  bildete sich leicht zurück, nachdem sie im zweiten Quartal stagniert hatte.

## Japan

In Japan sank das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,3%, nachdem es im ersten Quartal mit 2,1% stark gestiegen war. Verglichen mit dem Vorjahr betrug der Zuwachs 3,4% (1. Quartal: 4,8%). Die konjunkturelle Abschwächung gegenüber dem ersten Quartal ist hauptsächlich auf den Rückgang des privaten Konsums und die nachlassenden Impulse der Konjunkturstützungsmaßnahmen zurückzuführen. Die staatlichen Infrastrukturinvestitionen, die in den Vorquartalen kräftig zugenommen hatten, erhöhten sich nur noch geringfügig. Das Wachstum der privaten Aus-

**Grafik 4: Japan**



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

\*\* Quelle: OECD

rüstungsinvestitionen zog leicht an, während der private Bau deutlich weniger stark wuchs als im ersten Quartal. Die Exporte nahmen wieder zu, lagen aber erheblich unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Im dritten Quartal zog die Industrieproduktion deutlich an, so dass die Kapazitätsauslastung stieg. Die Auftriebskräfte gingen vor allem von der Auslandnachfrage aus. Während der Bestelleingang aus dem Ausland kräftig wuchs, schrumpften die Inlandaufträge. Insbesondere blieb der private Konsum – ausgenommen die

Verkäufe von Automobilen – schwach. Auch die Bautätigkeit nahm gegenüber der Vorperiode ab. In der vierteljährlichen Umfrage vom August äusserten sich die Unternehmen etwas weniger pessimistisch als vor Jahresfrist.

Die Konsumentenpreise blieben im dritten Quartal mit einer Teuerung von 0,2% erneut annähernd stabil. Die Produzentenpreise sanken gegenüber dem Vorjahr um 0,8%, verglichen mit einem Rückgang von 1% in der Vorperiode.

Auf dem Arbeitsmarkt besserte sich die Lage geringfügig. Die Zahl der Beschäftigten stieg im dritten Quartal wiederum, während die Arbeitslosenquote von 3,5% auf 3,3% zurückging. Das Verhältnis zwischen angebotenen Stellen und Stellensuchenden erhöhte sich auf 0,7. Vor Jahresfrist hatte dieser Wert mit 0,61 seinen Tiefpunkt erreicht.

Im dritten Quartal lagen die Einfuhren erneut beträchtlich stärker über dem Vorjahreswert als die Ausfuhren. Der Handelsbilanzüberschuss schrumpfte auf 2,3 Bio. Yen, verglichen mit 3,1 Bio. Yen vor Jahresfrist. Der Überschuss der Ertragsbilanz fiel von 2,2% auf 1,4% des Bruttoinlandprodukts.

Die japanischen Währungsbehörden belassen die Geldpolitik im dritten Quartal unverändert. Der Diskontsatz betrug weiterhin 0,5%, der Dreimonatssatz des Yen am Euromarkt 0,4%. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen verringerte sich im Laufe des dritten Quartals leicht und sank im September unter 3%. Die Geldmenge  $M_2+CD$ , welche als geldpolitischer Indikator dient, lag im dritten Quartal um 3,6% über dem Niveau des Vorjahres und wuchs damit etwas stärker als in der Vorperiode.

## **Deutschland**

In Deutschland nahm das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode mit 1,5% stark zu, nachdem es im ersten Quartal zurückgegangen war. Im Vorjahresvergleich betrug der Anstieg 1,1% (1. Quartal: 0,3%). Das kräftige Wachstum war teilweise auf den witterungsbedingten Nachholbedarf bei den Bau-

investitionen zurückzuführen. Mit Ausnahme der weiterhin nur geringfügig wachsenden Ausrüstungsinvestitionen zogen jedoch auch die übrigen Nachfragekomponenten, insbesondere der private Konsum und die Exporte, an. Da gleichzeitig die Importe schrumpften, trug der Aussenhandel erheblich zum Wachstum des Bruttoinlandprodukts im zweiten Quartal bei.

Im dritten Quartal festigte sich die konjunkturelle Erholung. Gemäss ersten Angaben wuchs das reale Bruttoinlandprodukt um 1% gegenüber der Vorperiode. In der verarbeitenden Industrie weitete sich die Produktion aus, und die Kapazitätsauslastung stieg – erstmals seit einem Jahr – wieder an. Dank vermehrter Bestellungen aus dem Ausland erhöhte sich der Auftragseingang weiter. Die Produzentenstimmung verbesserte sich dementsprechend; sie lag aber immer noch deutlich tiefer als im Vorjahr. In der Bauindustrie stabilisierte sich die Lage. Obschon die Auftragseingänge in der Baubranche seit Jahresbeginn wieder leicht stiegen, fehlen bis anhin deutliche Zeichen einer Trendwende.

Die Arbeitsgemeinschaft der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute prognostizierte in ihrem Herbstgutachten ein Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts von 1,5% für das laufende Jahr und von 2,5% für das Jahr 1997. Die Institute korrigierten damit ihre Prognosen vom Frühjahr deutlich nach oben. Im Jahre 1997 dürften die wichtigsten Wachstumsimpulse von den Exporten sowie von den Ausrüstungsinvestitionen ausgehen.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt blieb im dritten Quartal unverändert schlecht. Die Beschäftigung stagnierte gegenüber der Vorperiode; sie unterschritt das Vorjahresniveau um 1%. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich im September auf 10,5% und lag damit um fast einen Prozentpunkt höher als vor Jahresfrist.

Die Teuerung auf Konsumentenstufe betrug weiterhin 1,5%. Auf Produzentenstufe setzte sich der Preisrückgang, der Anfang 1996 begonnen hatte, verstärkt fort.

Die konjunkturelle Flaute schlug sich spürbar in den öffentlichen Haushalten nieder. Aufgrund ge-

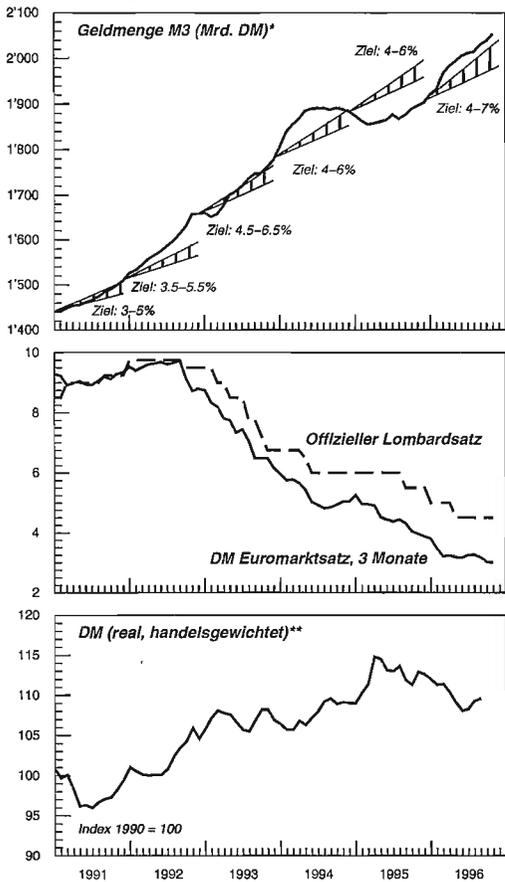
ringerer Steuereinnahmen sowie höherer Ausgaben für Arbeitsbeschaffungsmassnahmen und Arbeitslosenentschädigung dürfte das Defizit der öffentlichen Haushalte (einschliesslich der Sozialversicherungen) im Jahre 1996 insgesamt 3,5% des Bruttoinlandprodukts betragen. Im Budget des Bundeshaushalts für das Jahr 1997 kürzte die Regierung die Ausgaben um rund 2,5%, um das gesamte Defizit der öffentlichen Haushalte auf 2,5% zu senken.

Die Deutsche Bundesbank beliess den Diskont- und den Lombardsatz im dritten Quartal unverän-

dert bei 2,5% bzw. 4,5%, senkte indessen den Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte Ende August von 3,3% auf 3%. Die Rendite langfristiger Staatspapiere ging von 6,6% im Juni auf 6% im Oktober zurück.

Die Geldmenge  $M_3$  wuchs im dritten Quartal mit einer Jahresrate von 8,6% erneut langsamer als im Vorquartal. Sie lag jedoch noch immer über dem von der Bundesbank auf 4–7% festgelegten Zielkorridor. Während die kürzerfristigen Termingelder weiter abgebaut wurden, erhöhten sich der Bargeldumlauf sowie die Sicht- und Spareinlagen.

**Grafik 5: Deutschland**



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

\*\* Quelle: OECD

**Frankreich**

In Frankreich bildete sich das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal um 0,4% zurück und lag noch um 0,5% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Mit Ausnahme des staatlichen Konsums sanken alle Nachfragekomponenten gegenüber der Vorperiode. Während der private Konsum noch um 1,3% über dem Vorjahresstand lag, erhöhten sich die Investitionen lediglich um 0,8%. Sowohl die Exporte als auch die Importe nahmen gegenüber dem Vorjahr leicht ab.

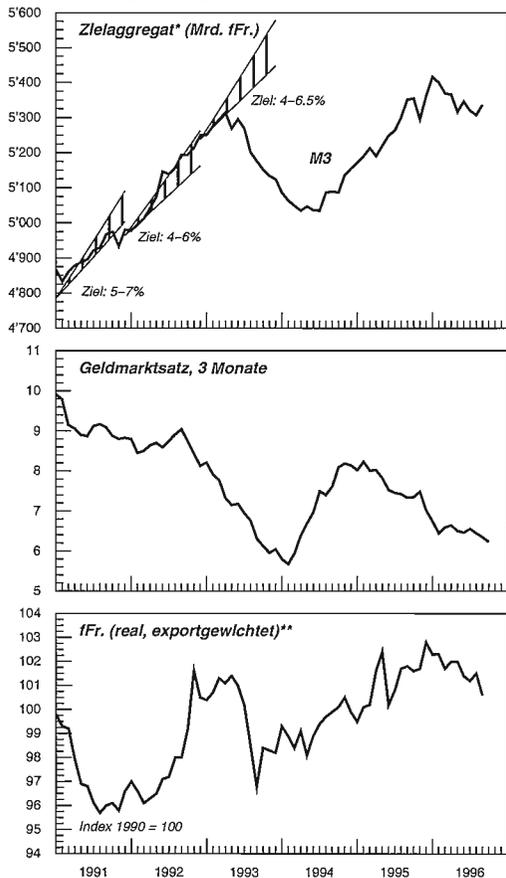
Für das dritte Quartal gab es Zeichen einer konjunkturellen Besserung. Gemäss ersten Schätzungen erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt um 0,9% und stieg damit gegenüber dem Vorjahr um 1,4%. Auch die Industrieproduktion wuchs wieder. Gemäss der im November durchgeführten Unternehmensumfrage nahmen die Lager in den meisten Sektoren ab; sie wurden jedoch weiterhin als überhöht beurteilt. Die steigenden Auftragseingänge aus dem Ausland deuten auf eine Belebung der Exporte hin. Die Unternehmen beurteilten die kurzfristigen Produktionsaussichten jedoch nach wie vor zurückhaltend, und die Konsumentenstimmung verharrte auf einem sehr tiefen Niveau.

Die Beschäftigung stagnierte im zweiten Quartal sowohl gegenüber der Vorperiode als auch im Vorjahresvergleich. Während die Zahl der Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor zunahm, bildete sie sich in der Bauwirtschaft und in der Industrie stark zurück. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich bis September leicht auf 12,6%.

Die Teuerung fiel zwischen Juni und September um 0,5 Prozentpunkte auf 1,6%. Der deutliche Rückgang ist einerseits auf die von Juni bis August leicht sinkenden Konsumentenpreise und andererseits auf den Wegfall des Basiseffekts, den die Erhöhung der Mehrwertsteuer im August 1995 bewirkt hatte, zurückzuführen.

Im September präsentierte die französische Regierung den Staatshaushalt für das Jahr 1997. Das gesamte Defizit der öffentlichen Hand soll auf 3% des Bruttoinlandprodukts gesenkt werden.

**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

Um das Staatsdefizit (ohne Sozialversicherungen) auf 284 Mrd. Francs bzw. 2,9% des BIP zu reduzieren, wurden die nominellen Staatsausgaben auf dem Stand von 1996 eingefroren. Zu diesem Zweck ist unter anderem der Abbau von 5600 Stellen vorgesehen. Zusätzliche Einnahmen von 38 Mrd. Francs (0,45% des BIP) sollen dem Staat durch die Übernahme der Pensionskasse der Telecom zufließen. Das Budget enthält ausserdem eine Senkung der Einkommenssteuer um 25 Mrd. Francs, die allerdings zu einem grossen Teil durch eine Erhöhung der Steuern auf Tabak, Brennstoffe und Alkohol kompensiert wird. Das Defizit der Sozialversicherungen soll durch die Begrenzung der Ausgaben sowie durch die Ausweitung der Beitragspflicht auf Renten und Vermögenseinkommen von 51 Mrd. auf 30 Mrd. Francs (0,3% des BIP) vermindert werden. Zusätzlich wird mit Überschüssen der lokalen Gebietskörperschaften in Höhe von 0,2% des Bruttoinlandprodukts gerechnet.

Die französische Zentralbank lockerte die Geldpolitik im dritten Quartal vorsichtig weiter. Von Juni bis Oktober senkte sie den Interventionssatz in kleinen Schritten um insgesamt 0,35 Prozentpunkte auf 3,2%, während sie den Pensionssatz nach einer Senkung im Juli unverändert bei 4,75% belies. Der Dreimonatssatz des Franc am Euromarkt bildete sich von 3,9% im Juni auf 3,6% im September zurück. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen sank um 0,4 Prozentpunkte auf 6,2%.

Die Geldmenge  $M_3$  bildete sich weiter zurück. Im dritten Quartal lag das Aggregat um 0,1% unter dem Stand vor Jahresfrist. Das von der Banque de France mittelfristig angestrebte Wachstum von  $M_3$  beträgt 5%. Die gesamte inländische Verschuldung wuchs weniger stark als im Vorquartal.

### Grossbritannien

In Grossbritannien stieg das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal um 0,5% und lag um 2,1% über seinem Vorjahresniveau (1. Quartal: 1,9%). Der private Konsum erhöhte sich gegenüber der Vorperiode um 0,9%, während der staatliche Konsum stagnierte. Die Investitionen zogen kräftig an und übertrafen erstmals seit einem Jahr

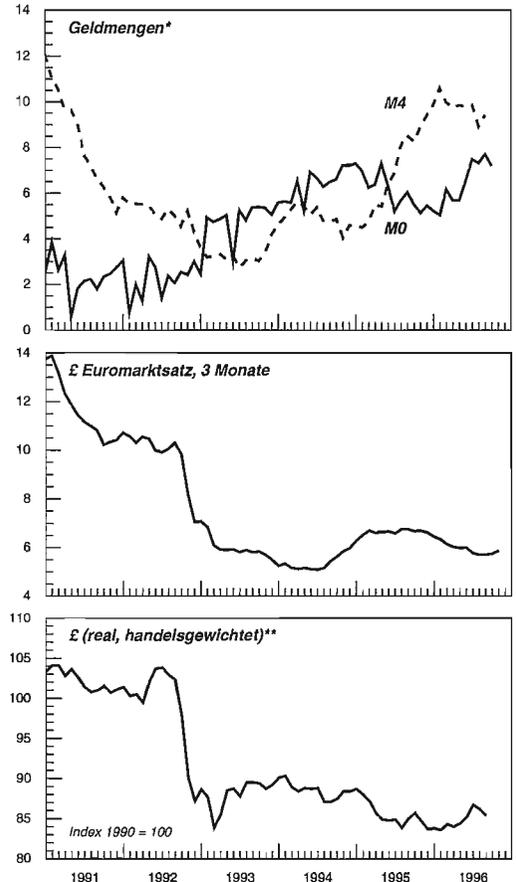
ihr Vorjahresniveau. Diese Zunahme ist hauptsächlich auf das Wachstum der Unternehmensinvestitionen zurückzuführen. Die Exporte erhöhten sich mit 2,5% erheblich stärker als in der Vorperiode.

Im dritten Quartal gewann der Konjunkturaufschwung weiter an Kraft. Das Bruttoinlandprodukt wuchs um 0,8% und lag um 2,3% über dem Vorjahresniveau. Der private Konsum wuchs erneut kräftig. Die Detailhandelsumsätze lagen deutlich über ihrem Vorjahresniveau, und der Index der Konsumentenstimmung erreichte den höchsten Stand seit 1988. Im Produktionssektor verbesserte sich die Lage: Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg gegenüber dem Vorquartal, nachdem sie im ersten Halbjahr gesunken war. Die Lager wurden weiter abgebaut. Der kurzfristige Frühindikator, der das Volumen an Konsumkrediten, die Konsumentenstimmung, die Anzahl der neuregistrierten Automobile und die Bestellungseingänge in der Industrie berücksichtigt, erhöhte sich gegen Ende des Quartals stark.

Die Arbeitslosenquote sank von 7,7% im zweiten auf 7,5% im dritten Quartal. Im Oktober erreichte sie mit 7,2% den tiefsten Stand seit fünf Jahren. Vor Jahresfrist hatte sie noch 8,2% betragen. Die Teuerung bildete sich sowohl auf Konsum- als auch auf Produzentenstufe zurück. Auf Konsumstufe sank sie nur wenig auf 2,2%, während die Basisinflation, welche die Hypothekarzinsen nicht berücksichtigt, bei 2,8% verharrte. Auf Produktionsstufe fiel die Teuerung um 0,8 Prozentpunkte auf 2,1%. Im Oktober beschleunigte sich der Preisanstieg jedoch deutlich: Die Basisinflation erhöhte sich auf 3,1%, und die Teuerung auf Produktionsstufe stieg auf 2,3%.

Am 30. Oktober erhöhten die britischen Währungsbehörden den Leitzinssatz um 0,25 Prozentpunkte auf 6%. Sie begründeten die Massnahme mit dem anhaltend kräftigen Wirtschaftswachstum und der zunehmenden Gefahr, das für die Basisinflation angestrebte Ziel von 2,5% zu verfehlen. Der dreimonatige Euromarktsatz erhöhte sich von Juni bis Oktober leicht auf 5,9%. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen sank von 8,1% auf 7,6%. Gemäss dem Inflationsbericht vom November rechnet die Bank of England trotz

**Grafik 7: Grossbritannien**



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

\*\* Quelle: OECD

der Zinserhöhung nicht damit, das Inflationsziel im Frühjahr 1997 zu erreichen. Sie geht davon aus, dass die aufgrund der anhaltend starken Binnennachfrage schrumpfende Produktionslücke den inflationären Druck in nächster Zeit verstärken wird.

Die Geldmenge  $M_0$  wuchs erneut stärker als im Vorquartal. Sie erhöhte sich innert Jahresfrist um 7,2%. Der angestrebte Bereich für das Wachstum von  $M_0$  beträgt 0–4%. Das breit definierte Aggregat  $M_4$  stieg um 9,4% und übertraf den angestrebten Bereich von 3–9% ebenfalls.

## Italien

In Italien trübte sich die konjunkturelle Lage im zweiten Quartal. Das reale Bruttoinlandprodukt bildete sich gegenüber der Vorperiode um 0,4% zurück. Es wuchs damit im Vorjahresvergleich noch um 0,7%. Diese deutliche Verlangsamung ist hauptsächlich auf den starken Lagerabbau und die rückläufigen Exporte zurückzuführen. Auch der private Konsum und die Investitionen wuchsen schwächer. Die konjunkturelle Abflachung widerspiegelte sich in einem deutlichen Rückgang der Importe.

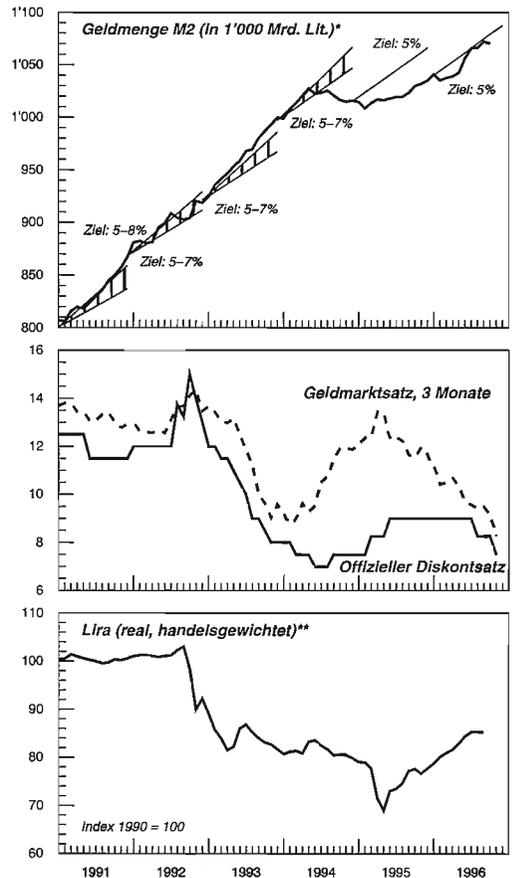
Im dritten Quartal nahm das reale Bruttoinlandprodukt wieder zu, es übertraf indessen den Vorjahreswert lediglich um 0,5%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie lag deutlich unter dem Vorjahresniveau. Der Bestellungseingang aus dem Inland blieb schwach, wobei sich die Auftragslage bei den Investitionsgütern besonders verschlechterte. Die Lager erhöhten sich nur geringfügig. Für die kommenden Monate wird mit einem nur leichten Anstieg der Produktion gerechnet. Die Konsumentenstimmung verdüsterte sich wieder, nachdem sie sich im zweiten Quartal leicht verbessert hatte.

Die Beschäftigung lag nur leicht über dem Stand vor Jahresfrist, während die Arbeitslosenquote bei 12,2% verharrte. Die Teuerung bildete sich weiter zurück. Im Oktober betrug sie 3%, verglichen mit 5,7% vor Jahresfrist. Auch auf der Produzentenstufe liess der Preisauftrieb stark nach. Im Juli blieben die Preise für Industrieprodukte unverändert, während die Grosshandelspreise um 1,3% stiegen. Im Vorjahr hatten die entsprechenden Teuerungsraten noch 8,7% bzw. 11,6% betragen. Die Löhne stiegen dagegen erneut stärker. Im dritten Quartal lagen sie nominell um 4% über dem Stand vor Jahresfrist und nahmen damit auch real zu. In dieser Entwicklung widerspiegelt sich der im Jahre 1993 zwischen den Sozialpartnern ausgehandelte Modus, der alle zwei Jahre die Nominallöhne um die Differenz zwischen der prognostizierten und der effektiven Teuerung ausgleicht.

Der im September präsentierte Staatshaushalt für das Jahr 1997 sieht eine massive Reduktion des Defizits um 62,5 Bio. Lire vor. Damit soll es auf

3,1% des Bruttoinlandprodukts gedrückt werden, gegenüber 6,6% im Jahre 1996. Mit Ausgabenkürzungen im Bereich des Gesundheits- und Fürsorgewesens, beim Staatspersonal und bei den regionalen Körperschaften sollen 25 Bio. Lire eingespart werden. Über die Bekämpfung der Steuerhinterziehung und eine Erhöhung der Lotteriesteuer sollen dem Staat Mehreinnahmen in Höhe von 12,5 Bio. Lire zufließen. Für die restlichen 25 Bio. ist unter anderem eine Sondersteuer («Steuer für Europa») geplant. Die Defizitreduktion soll die Verschuldungsquote des Staates von

**Grafik 8: Italien**



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

\*\* Quelle: OECD

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

### 1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

### 1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

### 1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1992	1993	1994	1995	1996		1996			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA <sup>a)</sup>	7,5	6,9	6,1	5,6	5,4	5,2	5,4	5,1	5,2	5,2
Japan	2,2	2,5	2,9	3,2	3,5	3,3	3,4	3,3	3,3	3,4
Deutschland	7,7	8,9	9,6	9,5	10,4	10,4	10,3	10,3	10,5	10,6
Frankreich <sup>a)</sup>	10,4	11,7	12,3	11,8	12,4	12,5	12,4	12,5	12,6	12,6
Grossbritannien <sup>b)</sup>	9,7	10,3	9,3	8,3	7,7	7,5	7,6	7,5	7,4	7,2
Italien	10,7	10,2	11,3	12,0	12,2	12,2	12,2			
Schweiz <sup>c)</sup>	2,6	4,5	4,7	4,2	4,5	4,7	4,6	4,7	4,8	4,9

<sup>a)</sup> ab 1994 neue Erhebungsgrundlage

<sup>b)</sup> ausgenommen Schulabgänger

<sup>c)</sup> registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990; für die offiziellen, nicht saisonbereinigten Ziffern: vgl. Tabelle 5

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

	1992	1993	1994	1995	1995			1996		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	-61,5	-99,9	-148,4	-148,2	-41,0	-37,7	-30,4	-34,9	-38,8	
Japan	112,6	131,6	130,2	111,0	30,6	27,2	22,7	19,1	14,7	16,1
Deutschland <sup>a)</sup>	-19,2	-14,8	-20,6	-21,7	-4,9	-4,7	-8,6	-4,0	-7,9	
Frankreich <sup>a)</sup>	3,6	9,4	7,8	16,9	4,7	0,6	2,9	6,9	3,8	
Grossbritannien <sup>a)</sup>	-17,9	-16,2	-3,7	-4,6	-1,5	-1,7	-1,9	-1,2	0,7	
Italien <sup>a) b)</sup>	-28,6	11,3	15,1	27,4	7,3	9,0	7,3	5,9	11,1	
Schweiz <sup>b)</sup>	15,1	19,4	17,9	21,1	4,6	5,0	5,7	5,9	4,3	4,3

<sup>a)</sup> ab 1993: Die Daten der EU-Länder sind aufgrund statistischer Umstellungen stark verspätet verfügbar und mit grösseren Unsicherheiten behaftet.

<sup>b)</sup> nicht saisonbereinigt

122,3% im laufenden Jahr auf 120,6% im Jahre 1997 verringern.

Die italienische Zentralbank senkte am 24. Juli und am 24. Oktober den Diskont- und den Lombardsatz um insgesamt je 1,5 Prozentpunkte auf 7,5% bzw. 9%, nachdem sich die Teuerung deutlich zurückgebildet hatte. Der Dreimonatssatz der Lira am Euromarkt ging in der Folge ebenfalls zurück. Im dritten Quartal betrug er noch 8,5%, gegenüber 9% in der Vorperiode. Die langfristigen Zinssätze sanken um 0,5 Prozentpunkte auf 9,4%.

Das Wachstum der Geldmenge  $M_2$  verstärkte sich im dritten Quartal. Das Aggregat lag um 4,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand und erreichte den von der Banca d'Italia festgelegten Zielpfad von 5%.

## C. Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

### 1. Realwirtschaftlicher Bereich

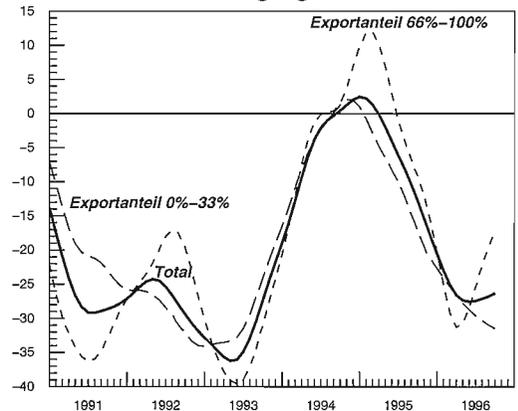
#### **Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion**

In der Schweiz verstärkten sich die rezessiven Tendenzen im dritten Quartal. Das reale Bruttoinlandprodukt bildete sich saisonbereinigt gegenüber dem Vorquartal weiter zurück und lag um 0,7% unter dem Vorjahresniveau (2. Quartal: -0,5%). Der private Konsum sank sowohl gegenüber der Vorperiode als auch gegenüber dem Vorjahr. Die Bauinvestitionen nahmen weiterhin ab, während der Staatskonsum leicht über dem Vorjahresniveau lag. Einziger Lichtblick bei den Komponenten der Binnennachfrage waren die realen Ausrüstungsinvestitionen. Sie wuchsen sowohl gegenüber der Vorperiode als auch gegenüber dem Vorjahr deutlich beschleunigt. Da der grösste Teil der Ausrüstungsgüter importiert wird, trugen sie nur wenig zur inländischen Wertschöpfung bei. Die realen Einfuhren von Gütern und Dienstleistungen nahmen im dritten Quartal kräftig zu, während die realen Exporte nur noch abgeschwächt wuchsen.

Gemäss dem Konjunkturtest der KOF-ETH verharnte die durchschnittliche Kapazitätsauslastung

in der Industrie mit 82,9% auf dem Niveau des Vorquartals und lag damit weiterhin unter dem mehrjährigen Durchschnitt von 84,5%. Der Indikator «Geschäftsgang in der Industrie insgesamt» blieb ebenfalls unverändert auf dem tiefen Stand des zweiten Quartals. Dies deutet auf eine weiter nachlassende gesamtwirtschaftliche Aktivität hin. Dabei hielt die konjunkturelle Abwärtsentwicklung bei den binnenorientierten Branchen unvermindert an, während sich die Erholungszeichen im Exportsektor mehrten. Die exportorientierten Unternehmen meldeten eine Stabilisierung des Bestellungseingangs gegenüber dem Vorjahr. Verglichen mit dem Vorquartal stiegen die Bestellungen sogar leicht. Die Produktion nahm gegenüber der Vorperiode nicht mehr weiter ab, doch lag sie immer noch deutlich unter ihrem Vorjahresniveau. Die Binnenindustrie verzeichnete dagegen weiterhin sinkende Bestellungen. Um eine weitere Aufstockung der bereits als überhöht beurteilten Lager an Fertigprodukten zu vermeiden, wurde die Produktion gegenüber der Vorperiode erneut deutlich gedrosselt. Besonders ausgeprägt war der Produktionsrückgang in der Industrie Steine und Erden sowie in der Bekleidungs- und Textilindustrie.

**Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie\***

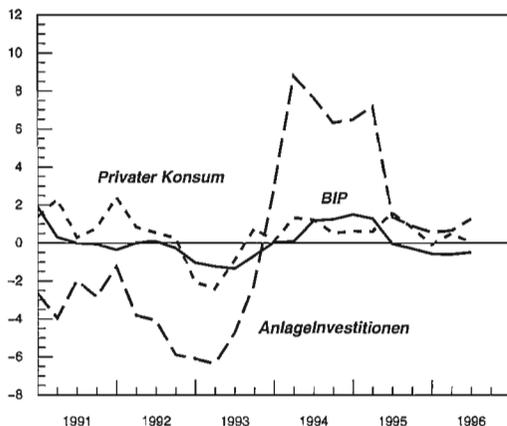


Geglättet, total und nach Exportanteilen

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

Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

**Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt\***



\* Veränderung in Prozent gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: BfK

Die sich vergrößernde Kluft zwischen der Binnen- und der Exportindustrie zeigte sich auch in der Beurteilung der nahen Zukunft. Für die kommenden Monate rechnen die exportorientierten Unternehmen mit steigenden Bestelleingängen und einer höheren Produktion. Der grösste Anstieg wird in den stark exportorientierten Industrien Chemie und Papier erwartet. Die inlandsorientierten Unternehmen erwarten dagegen für das vierte Quartal anhaltend sinkende Auftrags-eingänge und planen weitere Produktionskürzungen.

### **Konsum**

Die realen privaten Konsumausgaben nahmen im dritten Quartal saisonbereinigt ab, nachdem sie im zweiten Quartal noch leicht zugenommen hatten. Gegenüber dem Vorjahr fielen sie um 0,3%.

Die Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag sanken gegenüber der Vorperiode und lagen deutlich unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Umsätze von Nahrungs- und Genussmitteln sowie Bekleidungsartikeln und Textilwaren nahmen markant ab. Bei den übrigen Güterklassen wurde vor allem bei den dauerhaften Konsumgütern – mit Ausnahme der Personenwagen – weniger ab-

gesetzt. Die Zahl der Übernachtungen inländischer Gäste sank stärker als in der Vorperiode. Sie lag um 4,2% (2. Quartal: -2,8%) unter dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Die Ergebnisse des KOF-ETH-Konjunkturtests für den Detailhandel weisen für die kommenden Monate auf eine Fortsetzung des unbefriedigenden Geschäftsgangs hin. Die Unternehmen erwarten eine weiterhin rückläufige Nachfrage.

Gemäss der im Oktober 1996 durchgeführten Umfrage des Bundesamtes für Konjunkturfragen verbesserte sich die Konsumentenstimmung zum ersten Mal seit Mitte 1995 leicht. Die Konsumenten stufte die Wirtschaftsentwicklung sowie ihre finanzielle Lage weniger pessimistisch ein als in der Vorperiode. Ausserdem beurteilten sie die zukünftige Wirtschaftslage deutlich besser. Der Restrukturierungsprozess, der zur Zeit in der Industrie sowie im Dienstleistungssektor im Gang ist, drückte jedoch auf den Index der Arbeitsplatzsicherheit. Der Indexstand ist zur Zeit nicht mehr weit vom Tiefpunkt vom Oktober 1992 entfernt.

### **Investitionen**

Die realen Anlageinvestitionen wuchsen gegenüber dem zweiten Quartal saisonbereinigt. Sie lagen damit um 2,9% über ihrem Vorjahresniveau (2. Quartal: 1,3%).

Die Bauinvestitionen, die seit Anfang 1995 ununterbrochen gesunken waren, setzten ihre Talfahrt fort. Sie lagen um 1,9% unter ihrem Vorjahresniveau (2. Quartal: -2,9%). Die offenen Baukredite nahmen innert Jahresfrist um 19,4% ab, und die Zementlieferungen sanken im dritten Quartal um 9,1% unter ihren Vorjahreswert. Die Indikatoren des monatlichen Konjunkturtests und des vierteljährlichen Bautests der KOF-ETH deuten einheitlich auf eine anhaltend schrumpfende Aktivität in der Baubranche hin. In der Industrie Steine und Erden verschlechterte sich der Indikator Geschäftsgang im dritten Quartal, nachdem er sich in der Vorperiode stabilisiert hatte. Die Bestelleingänge dieser Zulieferbranche nahmen stärker ab als im zweiten Quartal, was auf eine weitere Reduktion der Bauaktivität schliessen

**Tabelle 2: Investitionstätigkeit** (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1992	1993	1994	1995	1995			1996		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Importe von Investitionsgütern, real	-10,3	-4,1	13,6	17,9	17,7	9,6	16,7	1,6	-1,1	7,3
Auftragseingang Maschinenindustrie aus dem Inland, nominal	-16,1	-8,1	3,5	-7,0	-3,3	-10,7	-20,1	-17,4	-3,4	3,0
Zementlieferungen, real	-9,8	-5,5	8,6	-7,8	-5,1	-9,2	-10,9	-14,2	-11,3	-9,1
Offene Baukredite, nominal	-19,3	-13,5	7,6	-5,3	-5,7	-5,7	-9,0	-13,1	-13,8	-19,4
Auftragseingang im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	-10,9	5,9	5,0	-1,9	5,7	-11,4	-3,8	-15,0	-20,3	-13,9
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal, Total	-10,2	-3,4	-5,8	-1,0	0,4	-3,6	-1,0	-10,2	-15,8	-18,4
Bauteuerung <sup>1</sup>	6,1	3,4	1,5	2,7	2,8	2,4	2,4	1,0	0,7	0,7

<sup>1</sup> Produktionskostenindex Sparte 1 des SBV

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

lässt. Die Bautätigkeit im Bauhauptgewerbe nahm im dritten Quartal erneut markant ab. Der Auftragsbestand wurde deutlich schlechter beurteilt als im Vorquartal. Davon waren die Sparten Hoch- und Tiefbau gleichermassen betroffen. Im Hochbau drückte der zunehmende Leerbestand an Gewerberäumen und Wohnungen auf die Preise. Nach einer vorübergehenden Stabilisierung im zweiten Quartal setzte sich der Preiszerfall im dritten Quartal fort.

Für die kommenden Monate rechnen die Bauunternehmer beider Sparten mit weiter abnehmenden Auftragseingängen, abnehmender Beschäftigung und anhaltend sinkenden Preisen.

Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen im dritten Quartal erneut kräftig. Sie übertrafen ihren Vorjahreswert um 12,1% (2. Quartal: 8%). Die importierten Investitionsgüter, die zwischen 85% und 95% der schweizerischen Ausrüstungsinvestitionen ausmachen, lagen um 7,3% über ihrem Vorjahresniveau. Dieser hohe Zuwachs ist jedoch teilweise auf die Importe von Flugzeugkomponenten zurückzuführen, die sich im dritten Quartal verdoppelten. Ohne diesen Sonderfaktor betrug das Wachstum lediglich etwa 4%. Der Geschäfts-

gang in der Metallindustrie sowie der Maschinen- und Apparateindustrie verschlechterte sich. Gemäss der Quartalsumfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) lagen die Bestellungen aus dem Inland erneut leicht unter ihrem Vorjahresniveau (-3%). Der Arbeitsvorrat in der Maschinenindustrie nahm von 4,3 auf 4,1 Monate ab.

### **Aussenhandel**

Die realen Güterexporte zogen im dritten Quartal wieder etwas an, nachdem sie in der Vorperiode gesunken waren. Im Vorjahresvergleich wuchsen sie um 1,4%. Während die Konsumgüterausfuhren um 2,3% abnahmen, stiegen die Exporte von Investitionsgütern mit 4,2% wieder stärker. Zum ersten Mal seit einem Jahr lagen auch die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten wieder über dem Vorjahresniveau (2,4%).

Dank der lebhafteren Nachfrage nach Investitionsgütern nahmen die Ausfuhren der Maschinen- und Elektronikindustrie sowie der Fahrzeugindustrie überdurchschnittlich stark zu. Besonders stark erhöhte sich die Nachfrage nach

**Tabelle 3: Aussenhandel<sup>1</sup>** (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

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

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

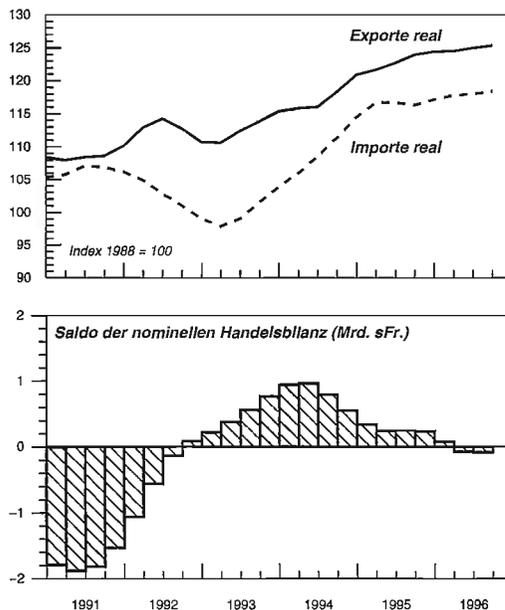
Krafterzeugungs- und Metallbearbeitungsmaschinen. Aber auch die Exporte von Metallwaren und Präzisionsinstrumenten stiegen wieder, nachdem sie in der Vorperiode zurückgegangen waren. Die schwächer wachsenden Ausfuhren von pharmazeutischen Produkten beeinträchtigt das Gruppenresultat der chemischen Industrie

deutlich. Die Verkäufe von Uhren sowie von Textilwaren nahmen erneut stark ab.

Nach Ländern gegliedert erhöhten sich die nominalen Ausfuhren in die OECD-Länder, während jene in den Nicht-OECD-Raum sanken. Die Exporte in die EU lagen wieder über dem Vorjahresniveau, nachdem sie im ersten Halbjahr zurückgegangen waren. Die Ausfuhren nach Deutschland nahmen im dritten Quartal zwar erneut ab, jedoch deutlich weniger stark als in der Vorperiode. In die übrigen wichtigen europäischen Absatzländer konnte dagegen deutlich mehr exportiert werden. Die Ausfuhren nach Frankreich, Italien und Grossbritannien wuchsen kräftig. Besonders kräftig erholte sich die Nachfrage aus Spanien und Portugal. Während die Exporte in die Vereinigten Staaten weiter stark expandierten, lagen jene nach Japan nur wenig über dem Vorjahresniveau. Ausserhalb der OECD bildeten sich die Ausfuhren deutlich zurück, was auf die gesunkenen Lieferungen in die Entwicklungsländer zurückzuführen ist. Die Exporte nach Osteuropa nahmen dagegen verstärkt zu.

Obschon sich die inländische Nachfrage zurückbildete und sich der Franken im Vorjahresvergleich abschwächte, nahmen die realen Warenimporte im dritten Quartal wieder zu (3,5%). Am stärksten stiegen die Einfuhren von Investitionsgütern (7,3%). Die Einfuhren von Krafterzeugungs- und Büromaschinen übertrafen indessen das Vorjahresergebnis ebenfalls deutlich. Die Importe von Konsumgütern nahmen mit 4% gleich

**Grafik 11: Aussenhandel\***



\* Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

stark zu wie in der Vorperiode. Die Bezüge von Rohstoffen und Halbfabrikaten sanken dagegen leicht (-0,4%).

Gemäss dem Mittelwertindex bildeten sich die Ausfuhrpreise weiter zurück (-0,5%). Die Importpreise nahmen ebenfalls ab (-1,1%).

Die nominellen Einfuhren nahmen im dritten Quartal im Vorjahresvergleich stärker zu als die Ausfuhren. Der Handelsbilanzüberschuss fiel dadurch um 0,2 Mrd. auf 0,4 Mrd. Franken. Der Überschuss der Dienstleistungsbilanz sank um 0,3 Mrd. auf 2,9 Mrd. Franken. Die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr gingen erneut zurück, und die Bankkommissionen erhöhten sich nur leicht. Der Aktivsaldo bei den Arbeits- und Kapitaleinkommen blieb gegenüber dem Vorjahresquartal unverändert (3,5 Mrd. Franken). Der Überschuss der Ertragsbilanz ging im dritten Quartal gegen-

über dem Vorjahr um 0,6 Mrd. auf 5,3 Mrd. Franken zurück.

### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal saisonbereinigt ab. Sie sank gegenüber der Vorperiode um 0,5% und lag damit um 1% tiefer als vor Jahresfrist. Die Vollzeitstellen verminderten sich sowohl gegenüber dem Vorquartal (-0,6%) als auch im Vorjahresvergleich (-1,3%), während die Zahl der Teilzeitstellen um 0,7% bzw. 0,6% stieg. Der Stellenabbau fiel in der Industrie und im Bau-sektor erneut besonders stark aus. Die Zahl der Beschäftigten lag um 1,9% bzw. 3,9% unter dem Vorjahresstand. In fast allen Industriebranchen, auch in der Maschinenindustrie (-1,2%), nahm sie gegenüber der Vorperiode verstärkt ab. Einzig die Elektronikindustrie wies gegenüber der Vor-

**Tabelle 4: Ertragsbilanz<sup>1</sup> (in Milliarden Franken)**

	1993	1994 <sup>a)</sup>	1995 <sup>b)</sup>	1995 <sup>b)</sup>			1996 <sup>c)</sup>		
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
<b>Einnahmen</b>									
Warenexporte	96,8	99,4	99,8	25,1	23,9	26,2	25,1	25,3	24,3
<i>Spezialhandel (Total 2)</i>	93,3	95,8	96,2	24,2	23,0	25,3	24,2	24,4	23,5
Dienstleistungsexporte	31,7	31,4	30,9	7,5	9,0	6,4	8,4	7,6	8,9
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	37,0	36,7	37,4	9,2	9,3	9,5	8,7	9,2	9,5
Laufende Übertragungen aus dem Ausland	3,7	3,5	3,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Total Einnahmen</b>	169,2	171,0	171,6	42,7	43,1	43,0	43,1	43,0	43,7
<b>Ausgaben</b>									
Warenimporte	94,4	97,2	98,8	25,2	23,4	25,4	25,5	25,5	24,2
<i>Spezialhandel (Total 2)</i>	89,8	92,6	94,5	24,1	22,4	24,2	24,3	24,4	23,1
Dienstleistungsimporte	14,8	15,3	16,0	4,2	5,8	3,3	2,8	4,3	6,0
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	23,5	25,9	23,4	5,9	5,8	5,7	5,6	5,8	6,0
Laufende Übertragungen an das Ausland	7,9	8,2	8,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
<b>Total Ausgaben</b>	140,5	146,5	146,6	37,4	37,2	36,5	36,0	37,7	38,4
<b>Saldi</b>									
Waren	2,4	2,2	1,0	-0,1	0,4	0,8	-0,4	-0,2	0,1
<i>Spezialhandel (Total 2)</i>	3,5	3,2	1,8	0,1	0,6	1,0	-0,1	0,0	0,4
Dienste	16,9	16,1	14,9	3,3	3,2	3,1	5,6	3,3	2,9
Arbeits- und Kapitaleinkommen	13,5	10,8	13,9	3,3	3,5	3,8	3,1	3,4	3,5
Laufende Übertragungen	-4,2	-4,7	-4,9	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3
<b>Saldo der Ertragsbilanz</b>	28,7	24,4	25,0	5,3	5,9	6,6	7,1	5,3	5,3

<sup>1</sup> Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

<sup>a)</sup> revidiert

<sup>b)</sup> provisorisch

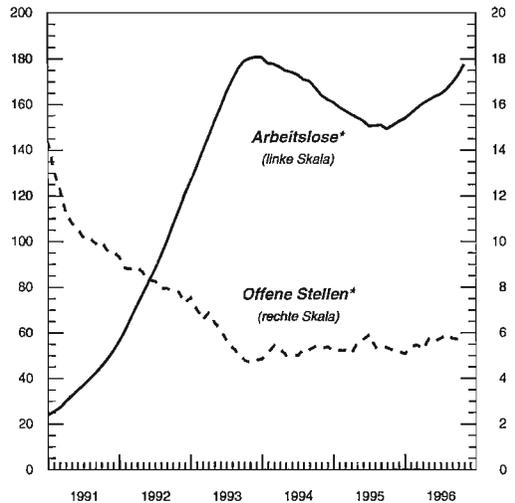
<sup>c)</sup> vorläufige Schätzung

periode (2,4%) und im Vorjahresvergleich (1,6%) einen deutlichen Beschäftigungszuwachs auf. Auch im Dienstleistungssektor erreichte die Beschäftigung das Vorjahresniveau nicht mehr ganz (-0,2%), nachdem sie im Vorquartal noch zugenommen hatte. Arbeitsplätze wurden vor allem im Handel (-1,6%), im Gastgewerbe (-3,1%) und bei den Banken (-1,1%) abgebaut. Im tertiären Sektor verzeichneten nur die Versicherungen eine deutlich höhere Beschäftigung (4,3%).

Der saisonbereinigte Manpower-Stellenindex, der seit Juni 1995 rückläufig war, setzte seine Talfahrt im dritten Quartal fort. Die bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen nahmen dagegen zu. Saisonbereinigt erhöhte sich die Zahl bereits zum dritten aufeinanderfolgenden Mal leicht. Angesichts der geringen Zunahmen kann jedoch nicht von einer Trendwende gesprochen werden.

Die Arbeitslosigkeit erhöhte sich im dritten Quartal weiter. Zwischen Juni und September stieg die Zahl der Arbeitslosen um 7600 auf 172 300 Personen (saisonbereinigt). Die Arbeitslosenquote erreichte damit 4,8%, gegenüber 4,1% ein Jahr zuvor. In der Westschweiz und im Tessin verhartete sie bei 6,5%, während sie in der deutschen Schweiz leicht auf 3,9% stieg. Am stärksten nahm die Zahl der Langzeitarbeitslosen, d. h. der Personen, die seit 12 Monaten oder länger ohne Arbeit sind, zu. Die Zahl der neu registrierten Arbeitslosen stieg weniger stark.

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**



\* In Tausend, saison- und extremwertbereinigt

Quelle: BIGA

Bis November stieg die Zahl der Arbeitslosen auf 183 500 Personen, und die Arbeitslosenquote erhöhte sich auf 5,1%.

Die Zahl der Kurzarbeiter nahm saisonbereinigt von 13 900 im zweiten auf 12 900 im dritten Quartal ab. Vor einem Jahr hatte sie bei 12 100 gelegen. In den von der Kurzarbeit am stärksten

**Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)**

	1993	1994	1995	1995			1996			1996			
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten <sup>1</sup>	-2,8	-1,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	-0,4	-0,1				
Vollzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	-3,4	-2,2	-1,3	-1,3	-1,6	-1,4	-1,3	-0,8	-1,3				
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	4,5	4,7	4,2	4,2	4,0	4,2	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,8
Arbeitslose <sup>3</sup>	163 135	171 038	153 316	151 662	145 096	151 860	165 354	162 164	163 900	161 586	163 705	166 409	174 107
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	42 046	22 600	9 917	10 680	6 575	9 756	17 055	15 655	6 942	6 174	5 302	9 350	12 332
Gemeldete offene Stellen <sup>3</sup>	5 743	5 224	5 401	6 557	5 536	4 406	5 294	6 338	5 773	6 246	5 850	5 224	5 344

<sup>1</sup> Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

<sup>3</sup> Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten.

Quellen: BIGA, BfS

betroffenen Wirtschaftszweigen Textilindustrie, Metall- und Maschinenindustrie und im Bausektor sank die Kurzarbeit am deutlichsten. Dies dürfte jedoch vor allem eine Folge der hohen Zahl von Entlassungen in diesen Branchen sein.

### Preise

Die Teuerung bildete sich von Juli bis September nochmals leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 0,6% zurück. Im Durchschnitt betrug sie im dritten Quartal ebenfalls 0,6%. Sowohl bei den Waren als auch bei den Dienstleistungen war die Teuerung rückläufig: Während die Preise für Waren innert Jahresfrist leicht sanken (-0,1%), verteuerten sich die Dienstleistungen nur noch um 1,1% (2. Quartal: 1,3%). Zu diesem Rückgang trug erneut die Entwicklung der Wohnungsmieten bei: Der Preisauftrieb verlangsamte sich von 1,2% im Juli auf 1% im September. Die Preise der Nahrungsmittel sanken deutlich. Dagegen verteuerte sich das Heizöl im dritten Quartal markant um 17% gegenüber dem Vorjahr.

Die Teuerung der inländischen Güter bildete sich von 1,0% im zweiten auf 0,9% im dritten Quartal zurück. Die Preise für ausländische Güter lagen um 0,2% unter ihrem Vorjahresniveau. Im Oktober

bildete sich die Inlandteuerung leicht auf 0,8% zurück, während sich die Teuerung bei den Auslandsgütern infolge der steigenden Heizölpreise auf 1% erhöhte. Insgesamt lag der Konsumentenpreisindex um 0,8% über dem Vorjahresstand. Im November sank die Jahresteuerung leicht auf 0,7%.

Der Produzenten- und Importpreisindex (Index des Gesamtangebotes) setzte seinen Rückgang fort. Er lag im dritten Quartal um 2,8% unter dem Vorjahresstand (2. Quartal: -2,3%). Die Produzentenpreise sanken innert Jahresfrist um 2,1%, die Importpreise um 4,7%. Erneut waren bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten die grössten Preisrückgänge zu verzeichnen. Auf Produzentenstufe sanken insbesondere die Preise für landwirtschaftliche Produkte, für Papier- und Metallserzeugnisse und für chemische Produkte. Im Oktober lag der Index des Gesamtangebotes um 2,5% unter seinem Vorjahresstand.

## 2. Monetärer Bereich

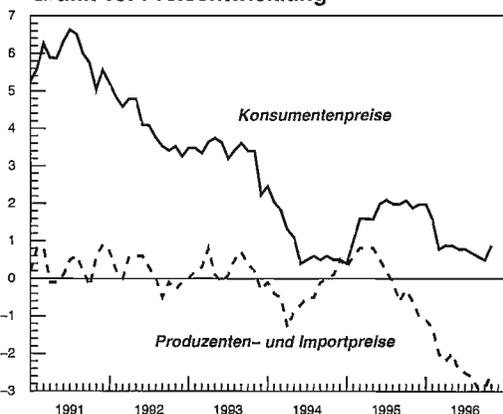
### Geldpolitik und Geldaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge stieg im dritten Quartal auf durchschnittlich 31 349 Mio. Franken. Sie lag damit um 3,6% (auf Jahresrate hochgerechnet 4,9%) über ihrem Stand im vierten Quartal 1995. Damit kletterte die Notenbankgeldmenge um gut 100 Mio. Franken bzw. 0,4% über den mittelfristigen Zielpfad, nachdem sie diesen im zweiten Quartal noch um 0,5% unterschritten hatte.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge übertraf die für das dritte Quartal veröffentlichte Prognose um 249 Mio. Franken. Wie schon im Vorquartal war die Abweichung gegenüber der Prognose hauptsächlich auf den kräftigen Anstieg der Giro Guthaben zurückzuführen. Mit 3019 Mio. Franken lagen diese um 239 Mio. Franken höher als im zweiten Quartal. Gegenüber ihrem Stand vor Jahresfrist nahmen sie um 17,7% zu. Die andere Komponente der Notenbankgeldmenge, der Notenumlauf, erhöhte sich um 2,4%.

Die kräftige Ausweitung der Giro Guthaben und damit auch der Notenbankgeldmenge überzeich-

Grafik 13: Preisentwicklung\*



\* Veränderung in Prozent gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bfs

net den Expansionsgrad der Geldpolitik etwas. Der ausgeprägte Anstieg der Nachfrage der Banken nach Giroguthaben widerspiegelt hauptsächlich Umschichtungen der Kassaliquidität von Postcheck- zu Giroguthaben. Die zusätzliche Nachfrage nach Giroguthaben führte am Geldmarkt zu Zinsanspannungen. Nachdem die Nationalbank das Geldangebot an die veränderte Nachfrage angepasst hatte, entspannte sich die Lage am Geldmarkt wieder deutlich. Die Nationalbank senkte den Diskontsatz mit Wirkung ab 27. September um 0,5 Prozentpunkte auf 1%. Sie brachte damit zum Ausdruck, dass die Rückkehr der Geldmarktsätze auf das Niveau von Anfang 1996 mit ihren geldpolitischen Absichten in Einklang stand.

Das Wachstum der Geldaggregate  $M_1$  und  $M_2$  verlangsamte sich im dritten Quartal auf 11,2% bzw. 10,9%, da alle Komponenten mit Ausnahme des Bargeldumlaufs deutlich langsamer wuchsen als

**Tabelle 7: Geldaggregate<sup>1</sup> (Definition 1995)**

	$M_1$	$M_2$	$M_3$
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995	6,8	4,9	2,2
1995 3. Q.	8,3	6,1	2,8
4. Q.	10,7	9,1	3,0
1996 1. Q. <sup>P</sup>	13,5	14,9	6,1
2. Q. <sup>P</sup>	12,9	14,2	7,4
3. Q. <sup>P</sup>	11,2	10,9	7,4
1996 April <sup>P</sup>	15,8	16,5	7,9
Mai <sup>P</sup>	11,9	13,6	6,9
Juni <sup>P</sup>	11,1	12,4	7,4
Juli <sup>P</sup>	11,7	11,4	7,6
Aug. <sup>P</sup>	9,8	10,1	7,1
Sept. <sup>P</sup>	11,9	11,3	7,6
Okt. <sup>P</sup>	10,6	10,3	7,6

<sup>1</sup> Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

<sup>P</sup> provisorisch

$M_1$  = Bargeldumlauf + Sichteinlagen + Transaktionskonti

$M_2$  =  $M_1$  + Spareinlagen

$M_3$  =  $M_2$  + Termineinlagen

**Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten**

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in Prozent <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in Prozent <sup>2</sup>	NBGM <sup>1,3</sup>	SBNBGM <sup>1,4</sup>	Veränderung in Prozent <sup>2</sup>	Veränderung in Prozent <sup>9</sup>
1991	26 442	2,2	2 832	-6,2	29 274	29 247	1,1	1,4
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 <sup>5</sup>	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1995 <sup>5</sup> 3. Q.	27 229	0,4	2 563	2,2	29 792	30 174	0,3	1,6
4. Q.	27 896	0,8	2 653	5,4	30 549	30 246	1,4	1,4
1996 <sup>5</sup> 1. Q.	28 150	1,3	2 646	5,3	30 797	30 685 <sup>P</sup>	2,2 <sup>P</sup>	5,9 <sup>P</sup>
2. Q.	28 068	2,5	2 784	8,5	30 852	30 987 <sup>P</sup>	3,1 <sup>P</sup>	5,0 <sup>P</sup>
3. Q.	27 880	2,4	3 019	17,6	30 899	31 349 <sup>P</sup>	3,9 <sup>P</sup>	4,9 <sup>P</sup>
1996 <sup>5</sup> April	28 064	2,2	2 697	5,4	30 761	30 823 <sup>P</sup>	2,4 <sup>P</sup>	4,6 <sup>P</sup>
Mai	28 087	2,9	2 806	11,1	30 893	31 142 <sup>P</sup>	3,8 <sup>P</sup>	6,0 <sup>P</sup>
Juni	28 052	2,6	2 850	8,9	30 902	30 995 <sup>P</sup>	3,0 <sup>P</sup>	4,3 <sup>P</sup>
Juli	28 133	2,8	2 743	14,4	30 876	31 156 <sup>P</sup>	3,8 <sup>P</sup>	4,5 <sup>P</sup>
August	27 756	2,2	3 214	24,1	30 970	31 538 <sup>P</sup>	4,3 <sup>P</sup>	5,7 <sup>P</sup>
Sept.	27 752	2,1	3 099	14,7	30 851	31 353 <sup>P</sup>	3,5 <sup>P</sup>	4,4 <sup>P</sup>
Okt.	27 914	2,5	3 175	24,7	31 089	31 723 <sup>P</sup>	4,9 <sup>P</sup>	5,3 <sup>P</sup>
Nov.	28 152	3,0	3 290	25,6	31 442	31 760 <sup>P</sup>	5,1 <sup>P</sup>	5,0 <sup>P</sup>

<sup>1</sup> In Millionen Franken; Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten.

<sup>2</sup> Gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

<sup>3</sup> NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

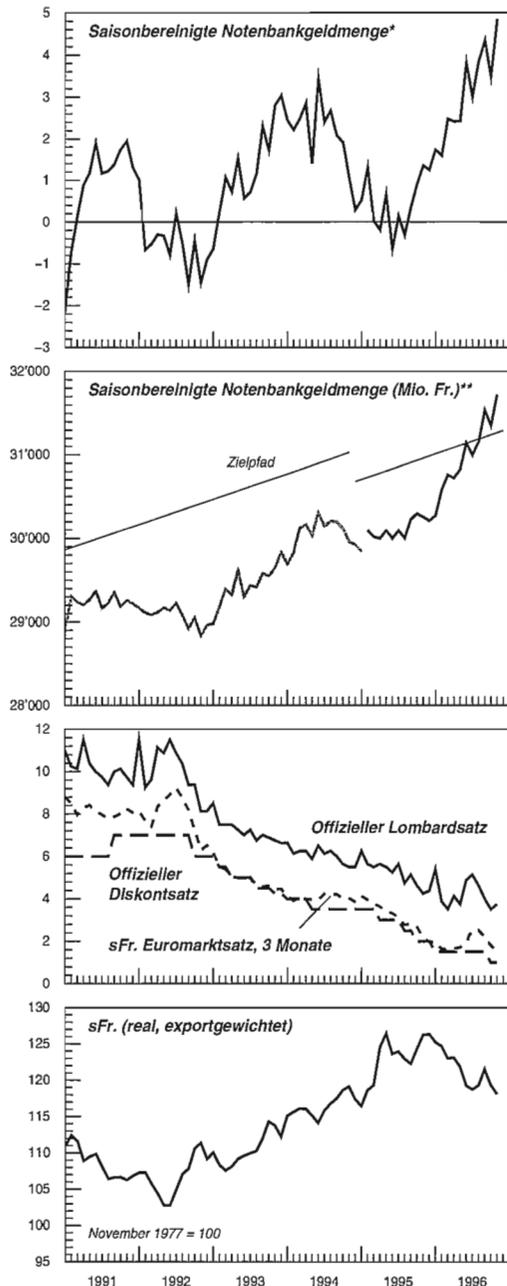
<sup>4</sup> SBNBGM = Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert durch die entsprechenden Saisonfaktoren

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

<sup>6</sup> 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.

<sup>P</sup> provisorisch

**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

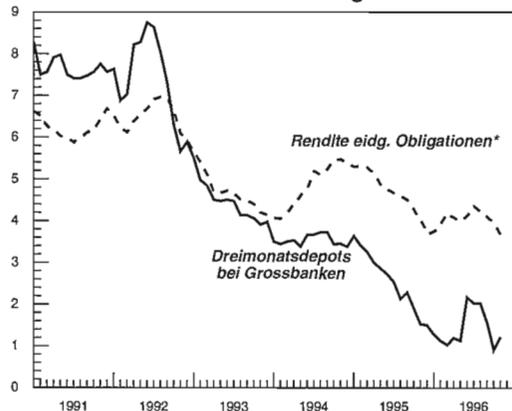
in der Vorperiode. Am deutlichsten verlangsamte sich das Wachstum der Spareinlagen. Sie stiegen im Vorjahresvergleich noch um 10,8%, gegenüber 15,2% im zweiten Quartal. Die Geldmenge  $M_3$  lag erneut um 7,4% über dem Vorjahresstand, da sich der zinsbedingte Rückgang der Termineinlagen stark verminderte. Im dritten Quartal unterschritten diese den Vorjahresstand um 4,3%, gegenüber einer Abnahme von 13,4% in der Vorperiode.

**Geldmarkt**

Im Oktober lagen die Geldmarktsätze deutlich tiefer als drei Monate zuvor. Der Tagesgeldsatz sank von 2,2% auf 1,4%. Auch die dreimonatigen Sätze bildeten sich um rund einen Prozentpunkt zurück. Damit betrug der entsprechende Eurofrankensatz noch 1,6%, der Depotsatz bei Grossbanken 1,2% und die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen 1,4%.

Da die Frankensätze stärker zurückgingen als die D-Mark- und Dollarsätze, erhöhte sich der Zinsnachteil von Frankenanlagen. Im Oktober lag der Frankensatz für dreimonatige Depots am Euromarkt um durchschnittlich 1,5 Prozentpunkte unter dem D-Markensatz und 3,8 Prozentpunkte unter dem Dollarsatz. Im Juni hatte die entsprechende Differenz noch 0,8 bzw. 2,9 Prozentpunkte betragen.

**Grafik 15: Zinssatzentwicklung**



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

**Devisenmarkt**

Der Franken schwächte sich im September gegenüber allen wichtigen Währungen wieder ab, nachdem er im Juli und August an Wert zugelegt hatte. Der nominelle, exportgewichtete Wechselkurs lag damit im Oktober auf gleichem Niveau wie im Juli.

Mit knapp 1,26 Franken pro Dollar bewegte sich der Kurs des Frankens Ende Oktober wieder auf einem leicht tieferen Niveau als im Juli. Gegenüber dem japanischen Yen war die Kurskorrektur

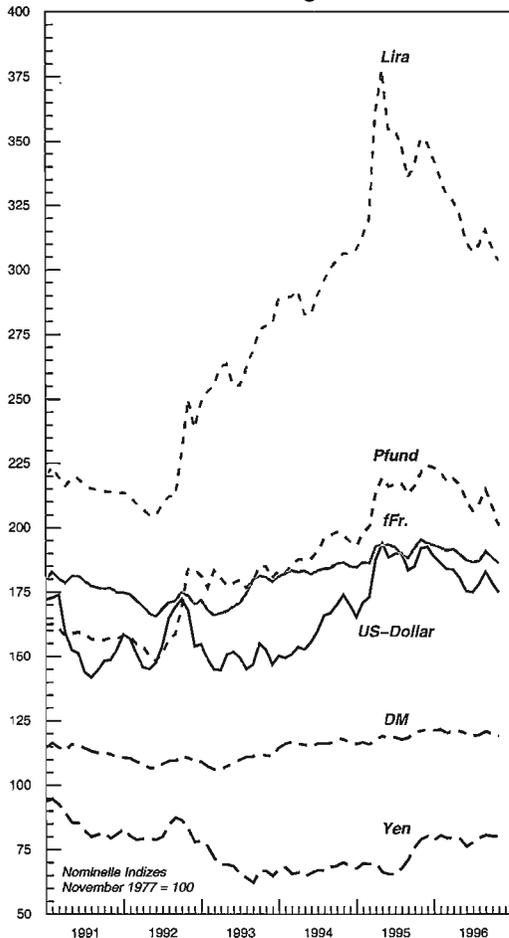
in der zweiten Quartalshälfte geringer; Ende Oktober schloss der Franken immer noch 3% stärker als im Juli.

Im Vergleich zur D-Mark und den anderen am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Währungen entwickelte sich der Franken ähnlich. Mit einem Kurs von 83,10 Franken pro 100 D-Mark bzw. 24,60 Franken pro 100 Franc wurde der Franken gegenüber diesen beiden Währungen Ende Oktober leicht schwächer gehandelt als im Juli.

Gegenüber dem britischen Pfund und der italienischen Lira, die nicht am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligt sind, schwächte sich der Franken Ende September deutlich ab. Von Anfang Juli bis Ende Oktober verlor er gegenüber diesen beiden Währungen insgesamt um 5,3% bzw. 1,8% an Wert.

Der reale, exportgewichtete Wechselkurs des Frankens verharrte im dritten Quartal auf dem gleichen Niveau wie drei Monate zuvor. Er lag damit 2,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand (2. Quartal: -3,8%). Gegenüber der D-Mark blieb der reale Aussenwert im Vorjahresvergleich unverändert; gegenüber dem amerikanischen Dollar wertete sich der Franken jedoch um 5,6% ab. Am stärksten fiel die Tieferbewertung im Verhältnis zur italienischen Lira (-11,8%) aus. Gegenüber dem französischen Franc und dem britischen Pfund büsste der Franken im Vergleich zum Vorjahresquartal real 2,3% bzw. 3,5% an Wert ein. Gegenüber dem Yen erhöhte er sich dagegen um 12,2%.

**Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



**Kapitalmarkt und Zinsstruktur**

Die Kapitalmarktsätze gingen von Juli bis Ende Oktober zurück. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen nahm um insgesamt 0,6 Prozentpunkte auf 3,7% ab. Da die kurzfristigen Zinssätze stärker sanken, stieg die Differenz zwischen der Rendite der langfristigen Obligationen und derjenigen der neuemittierten dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft von 1,8 auf 2,3 Prozentpunkte. Die Zinskurve wurde damit deutlich steiler.

Die durchschnittlichen Sätze neuer Kassenobligationen der Kantonalbanken lagen Anfang Oktober um 0,4 Prozentpunkt tiefer als drei Monate zuvor. Die variablen Sätze auf neuen und alten ersten Hypotheken blieben bis Ende September unverändert. Im Oktober reduzierte jedoch mehr als die Hälfte der Institute den Satz für neue variable Hypotheken um einen viertel Prozentpunkt auf 4,75% und stellten einen gleich grossen Rückgang für Althypotheken im ersten Quartal 1997 in Aussicht. Die durchschnittliche Verzinsung gewöhnlicher Spareinlagen lag Anfang Oktober weiterhin bei 2,4%.

Nach einer Abschwächung im Juli erholten sich die Aktienkurse in den folgenden drei Monaten wieder. Der Swiss-Performance-Gesamtindex lag Anfang November wieder auf dem Niveau von Anfang Juli.

Die von den Banken nach Begebungsdatum gemeldeten Schweizerfranken-Anleihen betragen im dritten Quartal insgesamt 16,1 Mrd. Franken. Obschon sich die Zinssätze am schweizerischen Kapitalmarkt seit Ende Juli entspannten, lag das Anleihenvolumen im Ausland- und im Inlandbereich um 17% bzw. 15% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Besonders stark verminderte sich das Emissionsgeschäft im September.

Im Inlandbereich konnte die kräftige Zunahme der Emissionen des Bundes die rückläufige Kapitalnachfrage der übrigen Emittenten nicht kompensieren. Die Emission gewöhnlicher Anleihen (Straights) sank innert Jahresfrist um 4% auf 6,6 Mrd. Franken. Da lediglich für 100 Mio. eigenkapitalbezogene Anleihen begeben wurden, erhöhte sich der Anteil der Straights am inländischen Emissionsvolumen auf 99%.

Im Auslandbereich nahm die Emission gewöhnlicher Anleihen um 24% auf 6,8 Mrd. Franken ab, während 3% mehr eigenkapitalgebundene Anleihen und 43% mehr übrige Anleihen begeben wurden. Aufgrund der unterschiedlichen Entwicklung sank der Anteil der Straights am Gesamtbetrag ausländischer Anleihen innert Jahresfrist von 79% auf 72%. Gut ein Drittel der aufgelegten Anleihen waren Privatplazierungen (2. Quartal: 25%). Der Anteil der westeuropäischen Schuldner am Total der Franken-Anleihen ausländischer Schuldner verringerte sich im Vorjahresvergleich von 56% auf 54% und jener der nordamerikanischen Schuldner von 11% auf 7%. Dagegen stiegen der Anteil japanischer Schuldner und jener der übrigen Regionen von 11% auf 17% bzw. von 20% auf 22%. Die internationalen Entwicklungsorganisationen, auf die vor Jahresfrist noch 2% des Emissionstotals entfallen waren, gelangten auch

**Tabelle 8: Schweizerfranken-Anleihen<sup>1</sup> (in Milliarden Franken<sup>2</sup>)**

	1995	1995				1996		
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
<b>Total</b>	<b>63,6</b>	<b>17,1</b>	<b>12,2</b>	<b>19,3</b>	<b>15,0</b>	<b>16,9</b>	<b>14,1</b>	<b>16,1</b>
Straights	52,9	15,0	9,9	15,8	12,2	14,6	11,0	13,4
Eigenkapitalbezogene Anleihen	9,6	1,9	2,2	3,1	2,3	1,7	2,5	2,3
Andere <sup>3</sup>	1,2	0,2	0,1	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4
<b>Total Inländische Schuldner</b>								
Straights	23,9	7,7	3,6	6,9	5,6	5,4	5,5	6,6
Eigenkapitalbezogene Anleihen	1,6	0,2	0,1	1,0	0,4	0,1	0,5	0,1
Andere <sup>3</sup>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>25,6</b>	<b>7,9</b>	<b>3,7</b>	<b>7,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>
<b>Total Ausländische Schuldner</b>								
Straights	29,0	7,2	6,2	8,9	6,6	9,1	5,5	6,8
Eigenkapitalbezogene Anleihen	8,0	1,8	2,1	2,2	1,9	1,6	2,0	2,2
Andere <sup>3</sup>	1,0	0,2	0,1	0,3	0,4	0,6	0,5	0,4
<b>Total</b>	<b>37,9</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>11,4</b>	<b>8,9</b>	<b>11,3</b>	<b>8,1</b>	<b>9,4</b>

<sup>1</sup> Von den Banken gemeldete Geschäfte, nach Begebungsdatum

<sup>2</sup> Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

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

im dritten Quartal nicht an den Schweizer Kapitalmarkt.

### Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der monatlich meldenden Banken betrug am Ende des dritten Quartals 1415 Mrd. Franken und übertraf damit den Stand des Vorquartals um 2,4%. Dieser Anstieg ist zu einem grossen Teil auf die kräftige Ausdehnung des Interbankgeschäfts zurückzuführen. Das Kreditgeschäft nahm auch im dritten Quartal nur leicht zu.

Die Netto-Finanzaktiva (flüssige Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) stiegen im dritten Quartal stark und lagen um 2,1% über dem Stand des Vorquartals. Die einzelnen Unterpositionen trugen unterschiedlich zur Veränderung bei: Die

flüssigen Mittel, deren Anteil am Total der Finanzaktiva allerdings gering ist, stiegen am stärksten an. Ins Gewicht fiel indessen das kräftige Wachstum der Wertschriftenbestände, die ihr Vorquartalsniveau um gut 6% übertrafen. Die Wechsel und Geldmarktpapiere lagen am Ende des dritten Quartals unter dem Vorquartalsstand. Der Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren) verminderte sich aufgrund der kräftiger wachsenden Kreditoren auf rund 1 Mrd. Franken.

Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen Mittel) belief sich in der Unterlegungsperiode vom 20. August bis zum 19. September 1996 auf 122%; dies entspricht dem Wert vor Jahresfrist. Der Liquiditätsgrad der Grossbanken lag bei 103%, jener der Kantonalbanken bei 120%, während die Regionalbanken und Raiffeisenkassen beinahe

**Tabelle 9: Bankbilanzen**

(Veränderung der Jahres- bzw. Quartalsendwerte gegenüber dem Vorjahr in Prozent)<sup>1</sup>

	1991	1992	1993	1994*	1995				Stand (in Mrd. Fr.)
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	
<b>Bilanzsumme</b>	3,4	3,3	5,8	0,8	9,8	16,8	16,5	18,3	1414,5
<b>Netto-Finanzaktiva<sup>2</sup></b>	-0,5	15,8	12,3	3,8	27,9	52,7	37,3	25,2	211,9
Flüssige Mittel	-2,0	-2,5	1,2	-6,2	1,5	-0,9	1,5	2,4	11,0
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)	-14,3	-7,1	-26,1	-26,2	-2,9	0,3	4,4	2,4	2,4
Wechsel und Geldmarktpapiere	-12,6	16,0	1,3	12,2	19,9	52,4	34,1	35,3	45,3
Wertschriften	14,1	6,3	41,3	1,5	12,4	21,4	13,6	23,8	153,2
<b>Kredite</b>	5,9	1,9	1,6	0,6	-2,4	1,0	2,2	5,2	742,2
Inländische Kredite	4,5	1,7	0,9	2,4	2,4	3,6	3,8	3,2	582,4
Debitoren	2,6	0,3	-2,8	0,6	0,8	4,7	2,8	3,9	139,1
Bewilligte Baukredite	-5,6	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-16,4	-19,2	-19,9	23,6
Beanspruchte Baukredite	4,6	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-17,0	-21,5	-19,3	13,2
Hypotheken	5,1	3,5	1,8	3,9	3,4	3,7	4,9	3,2	420,5
Ausländische Kredite	11,1	2,6	4,0	-5,4	-19,4	-8,7	-3,7	13,3	159,7
<b>Kundengelder</b>	4,5	3,2	2,4	2,0	-0,3	6,9	7,3	8,3	749,1
Kreditoren auf Sicht	-1,6	5,1	19,8	-4,9	7,2	22,6	19,9	24,4	117,5
Kreditoren auf Zeit	5,9	2,4	-8,3	6,8	-10,0	-0,2	3,4	6,0	298,9
Spar- und Depositenkonti	5,5	7,4	21,5	4,8	12,2	16,6	14,0	11,5	264,5
Kassenobligationen	3,8	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-13,2	-13,0	-13,1	68,2
<b>Obligationen und Pfandbriefe</b>	7,8	5,7	5,7	2,6	8,5	6,3	5,7	3,3	93,6
<b>Treuhandgelder</b>	0,2	0,8	-10,9	-4,3	-7,7	3,9	9,4	14,6	279,6

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

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

\* definitive Werte

doppelt so viele liquide Mittel hielten wie gesetzlich erforderlich.

Die Kredite lagen Ende September um 0,9% höher als drei Monate zuvor und übertrafen den Vorjahresstand um 5%. Während die ausländischen Kredite kräftig stiegen, bildeten sich die inländischen gegenüber dem Vorquartal um 0,5% zurück. Sie lagen gut 3% über dem Vorjahresniveau. Die Debitoren sanken gegenüber Juni um rund 3%, während die Hypothekarforderungen nahezu unverändert blieben. Die Entwicklung der Baukredite widerspiegelt die hartnäckige Krise im Baugewerbe: Von Juni bis September nahmen die von den Banken gewährten Baukreditlimiten sowie die tatsächlich beanspruchten Baukredite um 4% bzw. knapp 3% ab und lagen damit weiter deutlich unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

Die Kundengelder nahmen im dritten Quartal lediglich um 0,8% zu; sie lagen indessen im September immer noch um 8,3% höher als vor Jahresfrist. Während sich die Dollar-Einlagen, die rund einen Sechstel der Kundengelder ausmachen, erhöhten, stagnierten die auf Franken lautenden Kundengelder. Innerhalb der Frankengelder führte der Rückgang der kurzfristigen Zinssätze zu einer Zunahme der Sicht- und Spareinlagen zulasten der Kreditoren auf Zeit. Die Kasensobligationen sanken ebenfalls.

Die Treuhandgelder erhöhten sich im Laufe des dritten Quartals um 3,6 Mrd. Franken oder 1,3%. Im Vorjahresvergleich weiteten sich die Bestände gar um 14,6% aus. Der überwiegende Teil der Treuhandanlagen lautete auf Fremdwährungen (88%); davon entfielen rund zwei Drittel auf den Dollar.



# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance  
du 12 décembre 1996\*

## A. Aperçu

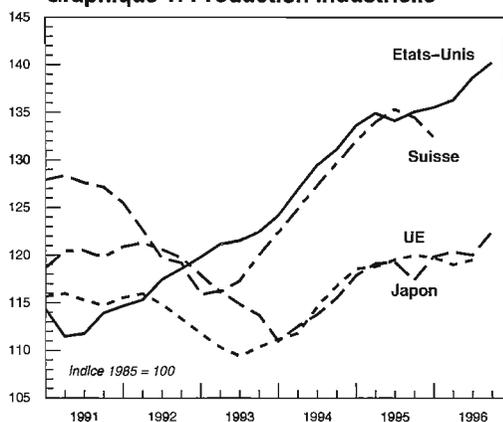
### 1. Etranger

#### Evolution de la conjoncture

Au troisième trimestre de 1996, la conjoncture s'est améliorée dans la zone de l'OCDE. Elle est toutefois restée meilleure dans les pays anglosaxons que dans ceux de l'Europe continentale. Aux Etats-Unis, la vigoureuse croissance économique a marqué un ralentissement, réduisant ainsi le risque d'une surchauffe. La reprise a gagné en vigueur et en étendue au Royaume-Uni, et une amélioration de la conjoncture s'est profilée sur le continent. En Allemagne et en France, le produit intérieur brut réel et la production industrielle ont recommencé à augmenter. Dans l'industrie également, le climat est devenu un peu plus favorable. Etant donné la demande intérieure toujours morose, les principales impulsions sont venues des exportations. L'économie italienne a stagné. Stimulé par la demande étrangère, le redressement conjoncturel s'est poursuivi au Japon.

Le marasme économique, qui avait touché l'Europe continentale au second semestre de 1995, a laissé une empreinte profonde sur le marché du travail. Le taux de chômage a augmenté depuis le début de l'année en Allemagne et en France, alors qu'il est resté à un niveau élevé en Italie. Sur le marché du travail britannique, en revanche, la situation a continué à s'améliorer. Au troisième trimestre, le taux de chômage s'inscrivait à 7,2% dans ce pays; il était donc sensiblement inférieur

Graphique 1: Production industrielle



Sources: OCDE, Principaux Indicateurs économiques et OFS

au taux moyen de 10,8% enregistré dans l'UE. Aux Etats-Unis, le taux de chômage est resté bas (5,2%), même en comparaison à long terme; au Japon, il a diminué légèrement pour s'établir à 3,3%.

Mesuré aux prix à la consommation, le renchérissement a reculé dans la zone de l'OCDE (sans la Turquie). Il s'inscrivait à 3,3% en août, contre 3,7% en juin; dans les pays de l'UE, le renchérissement moyen était de 2,3%.

#### Politique économique

La politique monétaire des grands pays industrialisés a continué à refléter les écarts observés dans la situation économique. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale a maintenu inchangé le taux de l'argent au jour le jour (taux des fonds fédéraux), la croissance économique ayant faibli au troisième trimestre et aucun danger inflationniste ne s'étant dessiné. Les autorités monétaires britanniques ont par contre relevé à fin octobre leur taux d'intervention, en raison de la vigueur de la croissance et d'un assombrissement des perspectives

\* Le rapport a été approuvé le 14 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.

en matière d'inflation. Sur le continent européen, les banques centrales ont assoupli leur politique. Le repli des taux d'intérêt à court terme s'est ainsi poursuivi légèrement. La Banque d'Italie a réduit les taux lombard et d'escompte à fin juillet et à fin octobre; la baisse a été de 1,5 point au total. A fin août, la Banque fédérale d'Allemagne a diminué de 0,3 point le taux des prises en pension de titres. La plupart des instituts d'émission européens lui ont emboîté le pas. Au Japon, les rémunérations à court terme sont restées proches du taux officiel de l'escompte, soit 0,5%.

Après une forte hausse au premier semestre, les taux à long terme se sont repliés un peu aux Etats-Unis. En Europe, un changement dans l'appréciation de l'UEM, une faible conjoncture et une tendance à la baisse des rémunérations à court terme ont entraîné un recul des taux à long terme. Cette évolution a été particulièrement prononcée en France et en Italie.

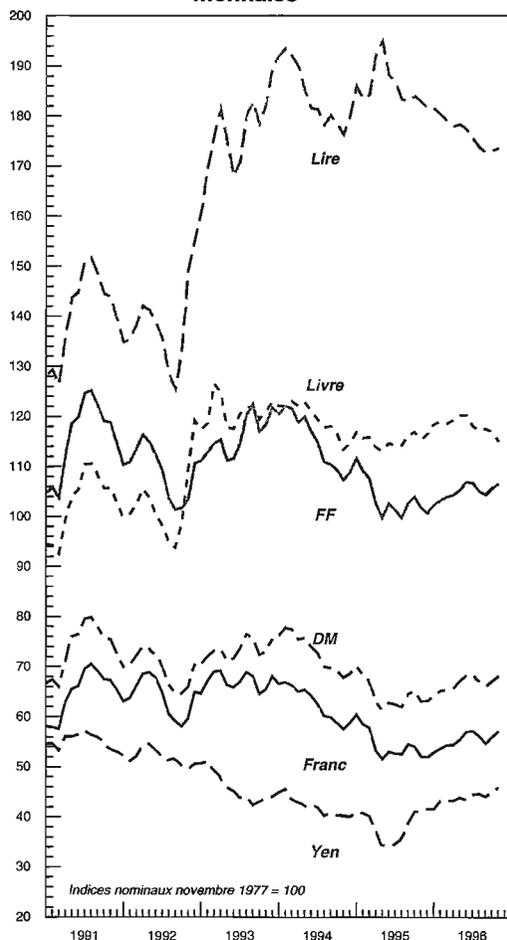
Les budgets pour 1997 que les pays de l'UE ont publiés sont le reflet d'une politique toujours restrictive en cette matière. Tous ces pays s'efforcent de réduire leurs déficits pour les ramener, d'ici à fin 1997, à 3% du produit intérieur brut, soit à la valeur de référence fixée dans le Traité de Maastricht. En Allemagne et en Italie, des coupes sombres sont prévues dans les dépenses, alors qu'en France, les dépenses publiques ne devraient pas varier en termes nominaux. Pour l'exercice 1996, les comptes de l'Etat américain ont enregistré un excédent de dépenses qui, de manière surprenante, mais grâce à des recettes accrues, a diminué fortement pour s'inscrire à 1,5% du produit intérieur brut; le budget pour 1997 se solde par un déficit plus élevé.

### Marchés des changes

Le dollar des Etats-Unis s'est revalorisé nettement à partir du mois d'août. Face au mark allemand et au yen japonais, son cours a progressé de respectivement 0,7% et 3,5% entre le début de juillet et la fin d'octobre. Passant à fr. 1,26, il a haussé un peu moins fortement vis-à-vis du franc suisse. Au troisième trimestre, le cours réel du dollar, pondéré par les exportations, dépassait de 5,1% le niveau observé un an auparavant.

Au sein du Système monétaire européen (SME), la situation est restée calme au troisième trimestre également. S'inscrivant à 2,5%, l'écart entre la plus forte et la plus faible des monnaies a augmenté très légèrement dans le mécanisme de change. En octobre, la livre irlandaise occupait la première place, et le franc français, la dernière. Depuis le 12 octobre, le mark finlandais participe au mécanisme de change du SME. Son cours-pivot a été fixé à 5,80661 marks finlandais pour un Ecu, ce qui correspond à 3,04 marks finlandais pour un mark allemand. Le 23 novembre, la lire italienne a réintégré le mécanisme de change

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



qu'elle avait quitté en septembre 1992. Son cours-pivot est de 1906,48 liras pour un Ecu, soit 990 liras pour un mark allemand.

Alors que le dollar se raffermissait, le mark allemand a perdu du terrain à partir d'août face à la plupart des monnaies du SME. Le franc français a également subi des pressions à la baisse, étant donné qu'un assouplissement de la politique monétaire était attendu du fait de la faiblesse de la conjoncture. Par rapport au mark allemand, il s'est redressé en septembre et a retrouvé, en octobre, son niveau de juillet. Pondérés par les exportations, les cours réels du franc français et du mark allemand s'établissaient 0,7% et 2,8% au-dessous des niveaux enregistrés au troisième trimestre de 1995.

Le mouvement de hausse des monnaies qui font partie du SME mais ne participent pas au mécanisme de change a continué à partir d'août, après avoir été interrompu au début du troisième trimestre en raison de la faiblesse passagère du dollar. Face au mark allemand, les cours de la livre sterling et de la lire italienne étaient, à fin octobre, 3,9% et 0,6% au-dessus de leur niveau de juillet. Les cours réels de ces deux monnaies, pondérés par les exportations, ont augmenté de 1,7% et de 10,1% entre le troisième trimestre de 1995 et la période correspondante de 1996.

Le yen japonais est resté soumis à des pressions à la baisse. Après un raffermissement passager au début du trimestre, il a perdu du terrain par la suite. En octobre, il a enregistré son niveau le plus bas depuis janvier 1994 par rapport au dollar, puisque le cours de cette monnaie était de 112 yens. Le cours réel du yen, pondéré par le commerce extérieur, s'inscrivait 17,8% au-dessous de son niveau observé un an auparavant.

### ***Coopération monétaire internationale***

Les ministres des finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix ont approuvé les nouveaux accords d'emprunt (NAE) à leur réunion d'automne. Les NAE sont des arrangements parallèles aux Accords généraux d'emprunt (AGE). Ils permettent au Fonds monétaire international (FMI) de lever jusqu'à 34 mil-

liards de DTS auprès des membres du Groupe des Dix et de quatorze autres pays. Ces fonds serviront à faire face à une détérioration du système monétaire international pour autant que les propres ressources du FMI ne suffisent pas. Le Groupe des Dix assurera le financement des NAE à hauteur de 80% environ.

Pour que le FMI puisse recourir aux NAE en faveur d'un pays participant, il faut que l'octroi d'un crédit soit nécessaire afin de prévenir ou de contrecarrer une détérioration du système monétaire international et que ses ressources n'y suffisent pas à elles seules. Pour un pays non participant, les conditions fixées sont encore plus draconiennes. Premièrement, il faut que les problèmes de balance des paiements soient tels qu'ils menacent par leur ampleur ou leur nature le système monétaire international. Secondement, les crédits alloués au titre des NAE sont liés obligatoirement à l'adoption par ce pays de mesures de politique économique.

Le Conseil d'administration du FMI a adopté un compromis sur un nouveau financement de la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR) et sur l'initiative de désendettement. Après une période transitoire de quatre ans, soit en 2005 ou un peu plus tôt, la FASR pourra ainsi devenir une facilité autofinancée. Elle servira aussi d'instrument pour permettre au FMI de participer à l'initiative de désendettement. Grâce à la FASR, des crédits sont accordés à des conditions privilégiées aux plus pauvres pays membres du FMI. Cette initiative a été prise par la Banque mondiale et le FMI afin de ramener à un niveau supportable le fardeau de la dette des pays pauvres très lourdement endettés. Le Club de Paris et d'autres créanciers participent également à cette initiative.

A la mi-septembre, le FMI a ouvert un site intitulé «bulletin board» sur Internet. Les pays membres qui se sont engagés à respecter la «norme spéciale de diffusion des données» y indiquent quelles sont les données statistiques qu'ils publient et à quelle périodicité. Cette norme porte sur des données concernant les finances publiques, le secteur réel, le secteur financier et la balance des paiements. Elle doit aider le FMI dans sa tâche de surveillance. A la mi-septembre, les pays adhérant au «special data dissemination

standard» étaient au nombre de trente-quatre. En outre, dix-huit pays figurent pour le moment au «bulletin board»<sup>1</sup>.

## 2. Suisse

Au troisième trimestre, les tendances à la récession se sont encore accentuées en Suisse. Le produit intérieur brut réel a diminué; il s'établissait 0,7% au-dessous de son niveau du troisième trimestre de 1995. La consommation privée a reculé, et la construction a continué son repli. En revanche, les investissements en biens d'équipement ont une nouvelle fois fait preuve de dynamisme. Les exportations de biens ont de leur côté progressé de nouveau, grâce à la demande un peu plus soutenue de la part des pays européens. Elles ne sont toutefois restées que légèrement au-dessus du niveau observé un an auparavant. Comme les importations ont marqué une croissance plus forte que celle des exportations, la contribution du commerce extérieur au produit intérieur brut réel a été négative dans l'ensemble.

Selon l'enquête menée dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités de production s'est maintenu au niveau du deuxième trimestre, soit à 82,9%. Alors qu'une nouvelle détérioration de la marche des affaires a été observée dans les entreprises travaillant pour le marché intérieur, une reprise s'est dessinée dans l'industrie d'exportation. Pour le quatrième trimestre, l'industrie axée sur le marché intérieur s'attendait à un recul des commandes et de la production. Les entreprises exportatrices faisaient quant à elles preuve d'un optimisme prudent.

L'emploi a poursuivi son repli au troisième trimestre. Il était inférieur de 1% à son niveau de la période correspondante de 1995. Le taux de chômage a augmenté une nouvelle fois, passant à 4,8%.

Au troisième trimestre, le renchérissement a faibli pour s'établir à 0,6%. La vigoureuse augmenta-

tion des prix du mazout a été compensée notamment par un nouveau ralentissement de la hausse des loyers. En octobre et en novembre, le renchérissement s'inscrivait à 0,8% et à 0,7%.

La monnaie centrale désaisonnalisée atteignait 31,3 milliards de francs au troisième trimestre. Elle dépassait ainsi de plus de 200 millions de francs la prévision que la Banque nationale avait publiée en juillet. Par rapport au quatrième trimestre de 1995, elle a progressé de 3,6% ou de 4,9% en taux annualisé. L'agrégat était supérieur de 0,4% au sentier de croissance à moyen terme, alors qu'il s'était établi 0,5% au-dessous de celui-ci au deuxième trimestre. Si les billets en circulation ont augmenté conformément à ce qui était prévu, la demande d'avoirs en comptes de virements s'est accrue à un rythme étonnamment vigoureux. Cette évolution s'explique en partie par des modifications dans la composition des disponibilités bancaires. Les banques ont en effet renforcé leurs avoirs en comptes de virements à la Banque nationale au détriment de leurs avoirs en comptes de chèques postaux. Pour le quatrième trimestre, la Banque nationale table sur un volume de monnaie centrale désaisonnalisée de 31,6 milliards de francs. L'agrégat devrait ainsi enregistrer une croissance annuelle de 4,5%. En octobre, il a évolué largement selon les prévisions. En particulier, les importants transferts au sein des liquidités ont cessé.

Après avoir marqué une forte hausse au deuxième trimestre, les rémunérations à court terme ont fléchi nettement au trimestre suivant. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois s'établissait en moyenne à 1,6% en octobre; il était ainsi inférieur de près de un point à son niveau de juillet. La tendance à la baisse des taux a reflété surtout l'approvisionnement plus ample du marché en liquidités. Ainsi, la Banque nationale a pu contrecarrer des tensions sur le marché monétaire, dues à la modification de la demande d'avoirs en comptes de virements. A fin septembre, elle a ramené en outre le taux de l'escompte de 1½% à 1%.

Les taux à long terme ont eux aussi reculé. De juillet à octobre, le rendement moyen des obligations de la Confédération a diminué d'un demi-point pour s'inscrire à 3,7%.

<sup>1</sup> Adresse Internet: <http://dsbb.imf.org>.

Le cours réel du franc, pondéré par les exportations, s'est replié en septembre, alors qu'il avait progressé en août. En moyenne du troisième trimestre, il s'inscrivait au même niveau qu'à la période précédente; un recul de 2,6% a été observé en comparaison annuelle.

## **B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés**

### ***Etats-Unis***

Au troisième trimestre, la forte croissance de l'économie américaine a faibli. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel a augmenté de 2% en taux annualisé, contre 4,7% au deuxième trimestre. Il dépassait ainsi de 2,2% son niveau du troisième trimestre de 1995. La consommation privée a progressé beaucoup plus lentement qu'au premier semestre, tandis que la consommation publique a légèrement diminué. Les exportations n'ont enregistré qu'une hausse modeste. En revanche, les investissements sont restés le soutien de la croissance, notamment du côté des biens d'équipement qui ont connu un nouvel essor. Sous l'effet de la demande intérieure toujours vive, les importations se sont encore accrues vigoureusement.

La production industrielle a augmenté quelque peu du deuxième au troisième trimestre et a dépassé de 3,6% le niveau observé un an auparavant. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production s'est inscrit à 83,4%, soit légèrement au-dessus du chiffre enregistré au deuxième trimestre. Après avoir fortement progressé en juillet et en août, le nombre de personnes occupées s'est accru moins rapidement en septembre. Le taux de chômage a passé de 5,4% au deuxième trimestre à 5,2% au trimestre suivant.

Les principaux indicateurs annoncent, dans l'ensemble, une expansion économique toujours modérée. L'indice des indicateurs avancés a progressé plus lentement au troisième trimestre. Dans l'industrie manufacturière, les entrées de commandes n'ont enregistré qu'une faible hausse; les commandes de biens durables ont même diminué. Du côté de la construction, le

nombre des mises en chantier a lui aussi reculé, ce qui préfigure un repli des investissements au cours des prochains mois. En revanche, la vigoureuse remontée de l'indice de confiance des consommateurs indique un redressement de la demande.

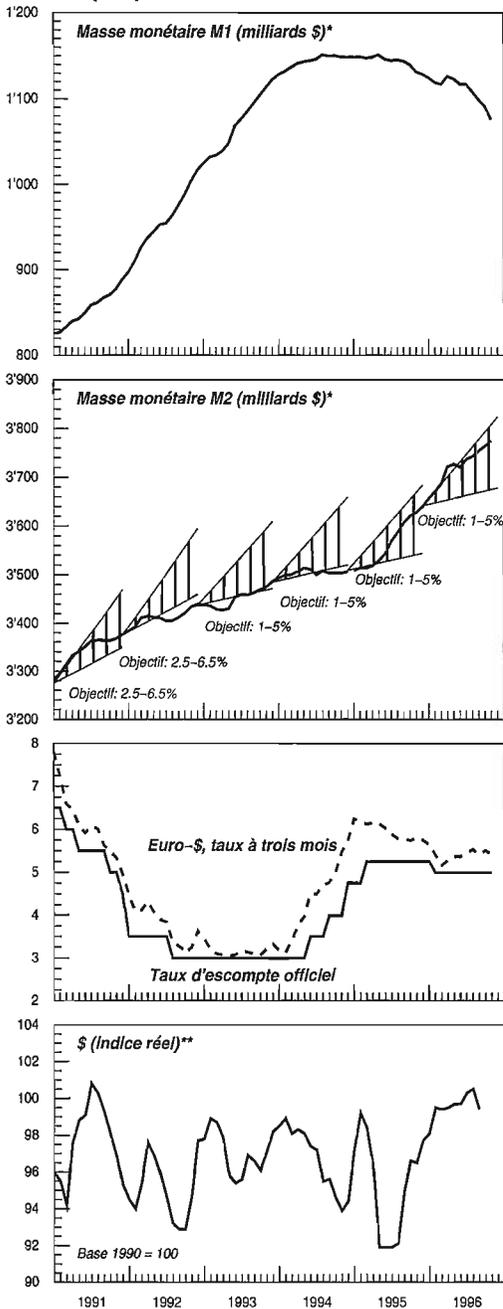
Bien que l'économie américaine soit dans une phase d'expansion depuis 1991, l'inflation n'a encore donné aucun signe d'accélération. Au troisième trimestre, la hausse des prix à la consommation s'est inscrite à 2,9%, soit au même niveau qu'au deuxième trimestre. Les prix à la production ont augmenté de 2,7%; leur progression a donc légèrement dépassé celle du trimestre précédent. Elle s'explique avant tout par les prix des matières premières, qui ont fait un bond de 12% en un an. Quant aux prix des produits semi-finis, ils sont restés presque stables.

Les importations ayant progressé plus fortement que les exportations au troisième trimestre, le déficit de la balance commerciale s'est de nouveau creusé sensiblement. Il a passé de 43 milliards de dollars en 1995 à 52 milliards l'année suivante. Le solde passif de la balance courante a atteint 73,6 milliards de dollars au premier semestre de 1996 (2% du produit intérieur brut), contre 68,6 milliards au second semestre de 1995.

Pour l'exercice qui a pris fin en septembre 1996, le déficit des comptes de l'Etat fédéral s'est établi à 107 milliards de dollars; il était donc nettement inférieur au montant de 161 milliards figurant au projet de budget. Ce résultat s'explique principalement par les recettes fiscales plus élevées du fait de la conjoncture favorable. Le solde passif a fléchi à 1,4% du produit intérieur brut, soit à son niveau le plus bas depuis 1974. Contrairement à l'année précédente, le Congrès et le gouvernement ont adopté en temps voulu le nouveau budget. Un ralentissement de la croissance étant prévu pour l'exercice 1997, l'excédent de dépenses devrait augmenter de nouveau pour atteindre 169 milliards de dollars. Les Etats-Unis estiment cependant toujours pouvoir rétablir l'équilibre budgétaire d'ici à l'an 2002.

Etant donné les signes plus nets de tassement de la conjoncture, la banque centrale américaine a renoncé à relever ses taux directeurs au troisième

**Graphique 3: Etats-Unis**



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

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

trimestre. Depuis janvier 1996, le taux de l'escompte est fixé à 5%, et celui des fonds fédéraux, à 5,25%. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt se sont inscrits à 5,5% en moyenne, soit à un niveau à peine supérieur à celui du trimestre précédent. Les rendements des emprunts émis à dix ans par l'Etat ont par contre légèrement diminué, passant à 6,8% à fin septembre.

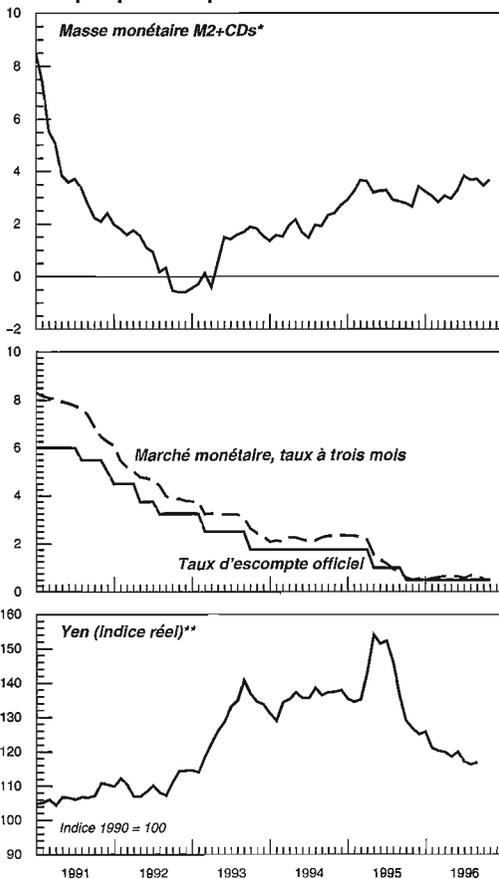
Au troisième trimestre, la croissance des agrégats  $M_2$  et  $M_3$  s'est ralentie. En taux annualisé,  $M_2$  a augmenté de 2,7% et  $M_3$ , de 4,3%; tous deux évoluaient ainsi à l'intérieur de leur corridor de croissance, fixé entre 1 et 5% pour  $M_2$  et entre 2 et 6% pour  $M_3$ . Après avoir stagné au deuxième trimestre, la masse monétaire  $M_1$  a légèrement diminué au trimestre suivant.

**Japon**

Au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel du Japon a diminué de 0,7%, après avoir augmenté de 2,9% au trimestre précédent. En comparaison annuelle, il s'est accru de 4%, contre 5,4% au premier trimestre. Le ralentissement économique enregistré d'un trimestre à l'autre est dû avant tout à la baisse de la consommation, privée et publique, et aux impulsions moins fortes provenant des programmes de relance conjoncturelle. Alors qu'ils avaient enregistré une hausse vigoureuse au cours des trimestres précédents, les investissements en travaux d'infrastructure engagés par les pouvoirs publics n'ont guère progressé. La croissance des investissements du secteur privé en biens d'équipement s'est légèrement accélérée; par contre, celle de la construction privée a été beaucoup moins marquée qu'au premier trimestre. Les exportations ont repris une évolution ascendante mais sont restées sensiblement inférieures au niveau observé un an auparavant.

Etant donné la forte augmentation de la production industrielle au troisième trimestre, le taux d'utilisation des capacités de production s'est accru. Les impulsions sont venues principalement de la demande étrangère. Alors que les entrées de commandes de la clientèle étrangère ont progressé vigoureusement, celles de la clientèle japonaise ont chuté. La consommation privée

**Graphique 4: Japon**



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

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

notamment est restée faible, à l'exception des ventes de voitures. Par rapport au trimestre précédent, l'activité a baissé dans la construction également. Lors de l'enquête trimestrielle du mois d'août, les entreprises se sont montrées un peu moins pessimistes qu'un an auparavant.

Les prix à la consommation sont restés presque stables au troisième trimestre, le renchérissement s'inscrivant à 0,2%. En comparaison annuelle, les prix à la production ont reculé de 0,8%, contre 1% à la période précédente.

La situation s'est améliorée quelque peu sur le marché du travail. Le nombre des personnes occupées a augmenté de nouveau au troisième trimestre, et le taux de chômage a fléchi de 0,2% pour s'inscrire à 3,3%. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a passé à 0,7. Un an auparavant, il était descendu à son plus bas niveau, soit à 0,61.

Au troisième trimestre, la progression annuelle des importations a été une nouvelle fois largement supérieure à celle des exportations. L'excédent de la balance commerciale a diminué, passant de 3,1 billions de yens au troisième trimestre de 1995 à 2,3 billions au trimestre correspondant de 1996. Le solde actif de la balance courante a reculé de 2,2% à 1,4% du produit intérieur brut.

Les autorités monétaires japonaises n'ont pas modifié leur politique au troisième trimestre. Le taux de l'escompte est resté inchangé à 0,5%, et la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-yens, à 0,4%. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a légèrement faibli au cours du troisième trimestre pour descendre au-dessous de 3% en septembre. La masse monétaire  $M_2 + CD$ , qui sert d'indicateur monétaire, dépassait de 3,6%, au troisième trimestre, le niveau observé un an auparavant; sa croissance s'est donc accélérée quelque peu d'un trimestre à l'autre.

## **Allemagne**

En Allemagne, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,5% au deuxième trimestre, après avoir diminué durant les trois premiers mois de l'année. En comparaison annuelle, sa croissance a atteint 1,1%, contre 0,3% au premier trimestre. Cette vigoureuse expansion s'explique en partie par le besoin de rattrapage dans le domaine des investissements en constructions qui avaient été freinés par le mauvais temps. A l'exception des investissements en biens d'équipement, dont la progression est restée faible, les autres composantes de la demande, notamment la consommation privée et les exportations, se sont redressées. Les importations ayant simultanément reculé, le commerce extérieur a contribué dans

une large mesure à l'accroissement du produit intérieur brut au deuxième trimestre.

Au troisième trimestre, la reprise conjoncturelle s'est raffermie. Selon de premières données, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1% d'un trimestre à l'autre. La production de l'industrie manufacturière a progressé, et le taux d'utilisation des capacités de production a enregistré sa première hausse depuis un an. Grâce aux commandes plus nombreuses en provenance de l'étranger, les carnets de commandes ont continué à s'étoffer. De ce fait, les producteurs étaient plus optimistes, mais le climat est resté sensiblement moins bon qu'un an auparavant. La situation s'est stabilisée dans la construction. Les entrées de commandes ont été en légère augmentation dans cette branche depuis le début de l'année, mais aucun signe sensible d'un renversement de tendance n'est apparu jusqu'à présent.

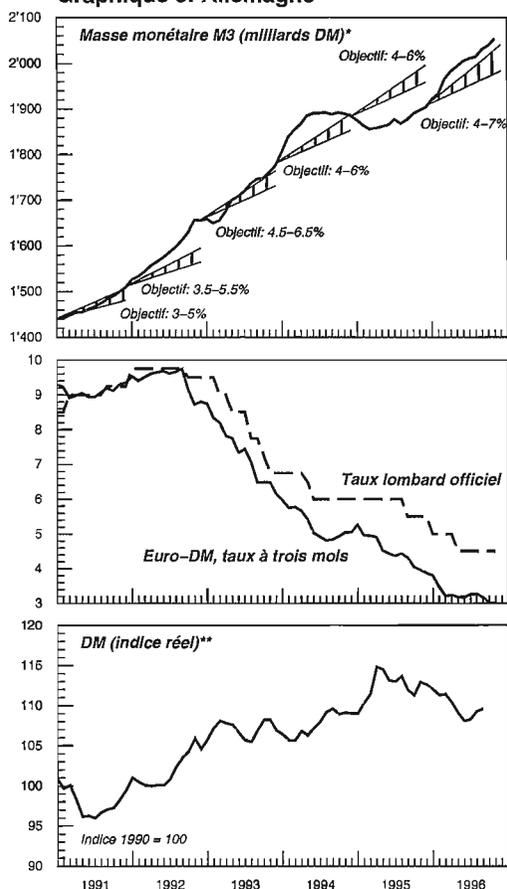
Selon le rapport publié cet automne par les instituts allemands de recherches conjoncturelles, la croissance du produit intérieur brut réel devrait atteindre 1,5% cette année et 2,5% en 1997. Ces instituts ont donc nettement revu à la hausse leurs prévisions du printemps. En 1997, l'expansion économique sera soutenue principalement par les exportations et les investissements en biens d'équipement.

Au troisième trimestre, la situation est restée mauvaise sur le marché du travail. L'emploi a stagné par rapport à la période précédente; en comparaison annuelle, il a reculé de 1%. Le taux de chômage a passé à 10,5% en septembre; en l'espace d'une année, il a donc augmenté de près d'un point.

La hausse des prix à la consommation s'est maintenue à 1,5%. Le mouvement de repli des prix à la production, qui avait débuté au début de 1996, a continué à un rythme accéléré.

Le marasme conjoncturel a eu des effets sensibles sur les finances publiques. Etant donné la diminution des recettes fiscales et l'accroissement des dépenses pour des mesures destinées à créer des emplois ainsi que pour des indemnités de chômage, le déficit public (y compris les assurances sociales) devrait atteindre 3,5% du produit

**Graphique 5: Allemagne**



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

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

intérieur brut en 1996. En vue de ramener le déficit public global à 2,5% du produit intérieur brut, le gouvernement a réduit les dépenses d'environ 2,5% dans le budget fédéral pour 1997.

La Banque fédérale d'Allemagne a laissé le taux de l'escompte à 2,5% et le taux lombard à 4,5% au troisième trimestre. A fin août, par contre, elle a abaissé le taux appliqué aux prises en pension de titres de 3,3% à 3%. Le rendement des em-

prunts à long terme émis par l'Etat a fléchi, passant de 6,6% en juin à 6% en octobre.

Au troisième trimestre, la masse monétaire  $M_3$  s'est accrue à un taux annualisé de 8,6%, soit de nouveau plus lentement qu'à la période précédente. Mais l'agrégat évoluait toujours au-dessus de son corridor de croissance, fixé entre 4 et 7% par la Banque fédérale d'Allemagne. Alors que les dépôts à très court terme ont continué à diminuer, le numéraire en circulation, les dépôts à vue et les fonds d'épargne ont augmenté.

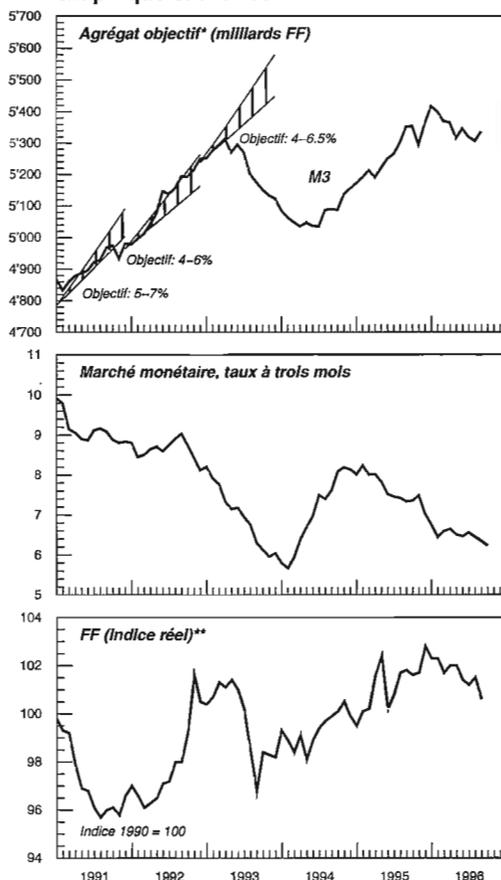
## France

En France, le produit intérieur brut réel a diminué de 0,4% au deuxième trimestre. Il ne dépassait plus que de 0,5% le niveau observé un an auparavant. A l'exception de la consommation publique, toutes les composantes de la demande ont reculé du premier au deuxième trimestre. Alors que la consommation privée était encore supérieure de 1,3% à son niveau du trimestre correspondant de 1995, les investissements n'ont progressé que de 0,8%. Tant les exportations que les importations ont fléchi par rapport au deuxième trimestre de 1995.

Une amélioration de la conjoncture s'est dessinée au troisième trimestre. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,9% d'un trimestre à l'autre et de 1,4% par rapport au troisième trimestre de 1995. La production industrielle a elle aussi renoué avec la croissance. D'après l'enquête effectuée en novembre, les stocks ont diminué dans la plupart des secteurs; les entreprises les considéraient toutefois toujours comme excessifs. Les entrées de commandes plus nombreuses en provenance de l'étranger annoncent une reprise des exportations. Mais les entreprises sont restées prudentes en ce qui concerne les perspectives de production à court terme, et le climat de consommation est demeuré à un niveau très bas.

Au deuxième trimestre, l'emploi a stagné tant par rapport à la période précédente qu'en comparaison annuelle. Alors que le nombre des emplois a progressé dans le secteur des services, il a fortement diminué dans la construction et dans

Graphique 6: France



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

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

l'industrie. Le taux de chômage a augmenté faiblement pour s'inscrire à 12,6% en septembre.

Entre juin et septembre, le renchérissement a fléchi, passant de 2,1% à 1,6%. Ce recul important s'explique à la fois par le léger repli des prix à la consommation entre juin et août et par la disparition de l'effet de base dû au relèvement de la TVA en août 1995.

En septembre, le gouvernement français a présenté le budget pour 1997, qui prévoit de réduire le déficit public global à 3% du produit intérieur

brut. Pour ramener le déficit de l'Etat (sans la Sécurité sociale) à 284 milliards de francs français (2,9% du PIB), les dépenses publiques ont été gelées, en termes nominaux, à leur montant de 1996. Afin d'atteindre cet objectif, on envisage notamment la suppression de 5 600 emplois. La reprise de la caisse de pensions de France Télécom devrait rapporter 38 milliards de francs français (0,45% du PIB) de recettes supplémentaires à l'Etat. Le budget comprend en outre une baisse de l'impôt sur le revenu de 25 milliards de francs français, qui sera cependant en grande partie compensée par une hausse des taxes sur le tabac, les carburants et l'alcool. Grâce à la limitation des dépenses et à l'élargissement de l'assiette de la contribution sociale généralisée à tous les revenus découlant des assurances sociales et de l'épargne, le déficit de la Sécurité sociale devrait passer de 51 milliards de francs français à 30 milliards (0,3% du PIB). L'Etat table en outre sur des surplus de recettes provenant des administrations des collectivités locales; ces recettes devraient s'élever à 0,2% du produit intérieur brut.

Au troisième trimestre, la Banque de France a continué à assouplir prudemment sa politique. Elle a ramené son taux des appels d'offres, en plusieurs petites étapes, de 3,55% à 3,2% entre juin et octobre. Après avoir réduit en juillet son taux des prises en pension, elle l'a laissé inchangé à 4,75%. La rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs a fléchi de 3,9% en juin à 3,6% en septembre. Quant au rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat, il a reculé de 0,4% point pour s'inscrire à 6,2%.

La masse monétaire  $M_3$  a continué à diminuer. Au troisième trimestre, cet agrégat était inférieur de 0,1% au niveau observé un an auparavant. La Banque de France a fixé à 5% l'objectif de croissance à moyen terme de  $M_3$ . L'endettement intérieur total a augmenté moins fortement qu'au trimestre précédent.

### **Royaume-Uni**

Au Royaume-Uni, le produit intérieur brut réel a progressé de 0,5% du premier au deuxième trimestre et de 2,2% en comparaison annuelle (pre-

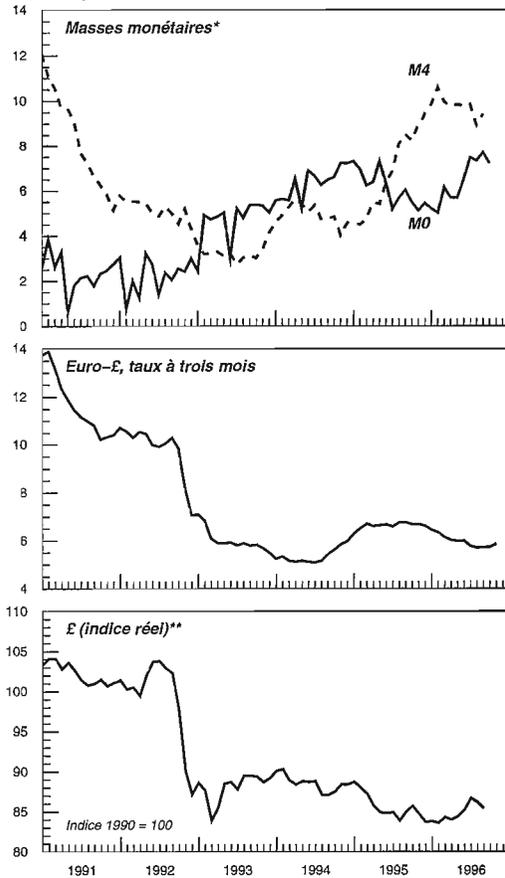
mier trimestre: 1,9%). La consommation privée a augmenté de 0,9% par rapport au premier trimestre, alors que la consommation publique a stagné. Les investissements ont enregistré une hausse vigoureuse; ils ont ainsi dépassé pour la première fois depuis un an leur niveau du trimestre correspondant de l'année précédente. Cet essor s'explique principalement par les investissements plus élevés des entreprises. La progression des exportations s'est accélérée d'un trimestre à l'autre pour atteindre 2,5%.

Au troisième trimestre, la reprise économique a encore gagné en vigueur. Le produit intérieur brut a augmenté de 0,8% d'un trimestre à l'autre et de 2,3% par rapport au troisième trimestre de 1995. La consommation privée s'est accrue de nouveau sensiblement. Les chiffres d'affaires du commerce de détail ont été nettement supérieurs au niveau observé un an auparavant, et l'indice du climat de consommation a atteint son point culminant depuis 1988. En outre, la production de l'industrie manufacturière a progressé d'un trimestre à l'autre, alors qu'elle avait reculé au premier semestre. Les stocks se sont réduits une nouvelle fois. L'indicateur avancé, qui porte sur le court terme et prend en considération le volume des crédits à la consommation, le climat de consommation, le nombre des nouvelles immatriculations de voitures et les entrées de commandes dans l'industrie, a enregistré une hausse substantielle à la fin du trimestre.

Le taux de chômage a passé de 7,7% au deuxième trimestre à 7,5% au trimestre suivant. En octobre, il est descendu à 7,2%, son niveau le plus bas depuis cinq ans. Un an auparavant, il était encore de 8,2%. Le renchérissement s'est replié tant du côté de la consommation que de celui de la production. L'indice des prix à la consommation a diminué quelque peu pour s'établir à 2,2%, alors que l'inflation de base, qui est calculée sans les taux hypothécaires, est restée à 2,8%. La hausse des prix à la production a reculé de 0,8% pour s'inscrire à 2,1%. En octobre, par contre, le renchérissement a marqué une forte accélération: l'inflation de base a atteint 3,1% et l'augmentation des prix à la production 2,3%.

Le 30 octobre, les autorités monétaires britanniques ont relevé leur taux directeur de 5,75% à

**Graphique 7: Royaume-Uni**



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

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

6%. Elles ont justifié cette mesure par l'expansion économique toujours vigoureuse et le danger accru d'une inflation de base supérieure à l'objectif fixé à 2,5%. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois en livres a augmenté légèrement entre juin et octobre pour s'établir à 5,9%. Le rendement des emprunts émis à dix ans par l'Etat a fléchi, passant de 8,1% à 7,6%. Selon le rapport qu'elle a publié en novembre sur l'inflation, la Banque d'Angleterre estime qu'elle ne parviendra pas à atteindre, au printemps 1997, son objectif en matière d'inflation. Les capacités de production inutilisées se

raréifiant de plus en plus du fait de la demande intérieure toujours forte, les pressions inflationnistes devraient se renforcer dans un proche avenir.

La croissance de la masse monétaire  $M_0$  s'est de nouveau accélérée par rapport au trimestre précédent. En l'espace d'une année, cet agrégat a progressé de 7,2%. L'objectif de croissance de  $M_0$  est fixé entre 0 et 4%. La masse monétaire  $M_4$ , qui répond à une définition plus large, a enregistré une expansion de 9,4%; elle évoluait donc elle aussi au-dessus de sa fourchette de 3 à 9%.

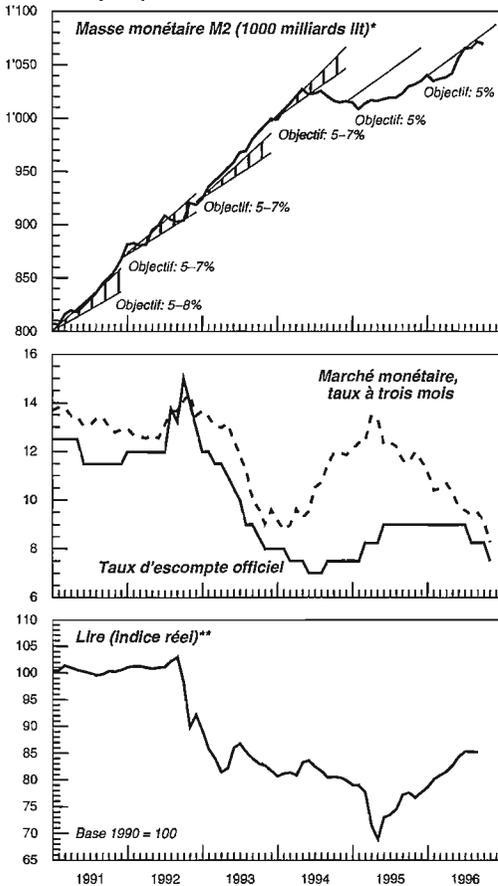
### Italie

Au deuxième trimestre, la conjoncture s'est assombrie en Italie. Le produit Intérieur brut réel a diminué de 0,4% par rapport au trimestre précédent. En comparaison annuelle, il ne s'est accru que de 0,7%. Ce ralentissement sensible est dû avant tout à la forte réduction des stocks et au recul des exportations. La croissance de la consommation privée et des investissements a elle aussi fléchi. L'affaiblissement de la conjoncture s'est reflété dans la baisse substantielle des importations.

Le produit intérieur brut réel a augmenté au troisième trimestre. Il ne dépassait toutefois que de 0,5% le niveau enregistré un an auparavant. La production de l'industrie manufacturière a marqué un net repli par rapport au trimestre correspondant de 1995. Les entrées de commandes de la clientèle italienne sont restées faibles; elles ont notamment diminué du côté des biens d'équipement. Les stocks n'ont guère progressé. Au cours des prochains mois, la hausse de la production devrait être très hésitante. Le climat de consommation, qui avait bénéficié d'une légère embellie au deuxième trimestre, est redevenu morose.

En comparaison annuelle, l'emploi a peu augmenté, et le taux de chômage est resté à 12,2%. Le renchérissement a continué à diminuer. D'octobre 1995 à octobre 1996, il a reculé de 2,7% pour s'inscrire à 3%. La hausse des prix à la production s'est elle aussi fortement ralentie. En juillet, les prix des produits industriels sont restés inchangés, tandis que les prix de gros se sont

**Graphique 8: Italie**



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

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

accrus de 1,3%. Un an auparavant, les premiers avaient encore progressé de 8,7% et les seconds de 11,6%. En revanche, les salaires ont enregistré une nouvelle accélération. Au troisième trimestre, ils dépassaient de 4%, en termes nominaux, leur niveau du trimestre correspondant de 1995 et avaient crû en termes réels également. Cette augmentation a découlé de l'accord conclu en 1993 entre les partenaires sociaux. Selon cet accord, la différence entre le renchérissement prévu et la hausse effective des prix est prise en compte tous les deux ans dans les salaires nominaux.

Le projet de budget pour 1997, qui a été présenté en septembre, prévoit de réduire le déficit de 62,5 billions de lire. L'excédent de dépenses, qui atteint 6,6% du produit intérieur brut en 1996, sera ainsi ramené à 3,1% en 1997. Des compressions de dépenses qui toucheront le domaine social et de la santé, celui du personnel de l'Etat et des collectivités publiques, permettront d'économiser 25 billions de lire. En outre, la lutte contre l'évasion fiscale et le relèvement de l'imposition des gains de la loterie rapporteront à l'Etat 12,5 billions de lire. Quant aux 25 billions de lire restants, ils seront couverts par un impôt spécial, l'«impôt pour l'Europe». La réduction du déficit ramènera l'endettement public de 122,3% en 1996 à 120,6% en 1997.

Le renchérissement ayant sensiblement diminué, la Banque d'Italie a abaissé ses taux directeurs, le 24 juillet et le 24 octobre. Le taux de l'escompte a ainsi passé de 9% à 7,5% et le taux lombard de 10,5% à 9%. Par la suite, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-lires a elle aussi fléchi. Au troisième trimestre, elle s'inscrivait à 8,5%, contre 9% au trimestre précédent. En outre, les taux à long terme ont reculé de 0,5 point pour s'établir à 9,4%.

L'expansion de la masse monétaire  $M_2$  s'est accélérée au troisième trimestre. Cet agrégat était supérieur de 4,4% au niveau observé un an auparavant; il a donc atteint 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*

En Suisse, les tendances à la récession se sont encore accentuées au troisième trimestre. Le produit intérieur brut a de nouveau diminué d'un trimestre à l'autre en données corrigées des variations saisonnières. Il s'inscrivait 0,7% au-dessous de son niveau du troisième trimestre de 1995 (deuxième trimestre: -0,5%). La consommation privée a reculé, tant par rapport au trimestre

## Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

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

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

	1992	1993	1994	1995	1996		1996			
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	3,1	3,0	2,6	2,8	2,9	2,9	3,0	2,9	3,0	3,0
Japon	1,7	1,2	0,7	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,5
Allemagne	5,1	4,5	2,7	1,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,4	1,5
France	2,4	2,1	1,7	1,8	2,4	1,8	2,3	1,6	1,6	1,8
Royaume-Uni	3,7	1,6	2,5	3,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,7
Italie	5,3	4,2	3,9	5,4	4,2	3,5	3,6	3,4	3,4	3,0
Suisse	4,0	3,3	0,9	1,8	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,8

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

	1992	1993	1994	1995	1996		1996			
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis <sup>a)</sup>	7,5	6,9	6,1	5,6	5,4	5,2	5,4	5,1	5,2	5,2
Japon	2,2	2,5	2,9	3,2	3,5	3,3	3,4	3,3	3,3	3,4
Allemagne	7,7	8,9	9,6	9,5	10,4	10,3	10,3	10,3	10,5	10,6
France <sup>a)</sup>	10,4	11,7	12,3	11,8	12,4	12,5	12,4	12,5	12,6	12,6
Royaume-Uni <sup>b)</sup>	9,7	10,3	9,3	8,3	7,7	7,5	7,6	7,5	7,4	7,2
Italie	10,7	10,2	11,3	12,0	12,2	12,2	12,2			
Suisse <sup>c)</sup>	2,6	4,5	4,7	4,2	4,5	4,7	4,6	4,7	4,8	4,9

<sup>a)</sup> Depuis 1994, nouvelle méthode d'enquête

<sup>b)</sup> Sans les jeunes sortant de l'école

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

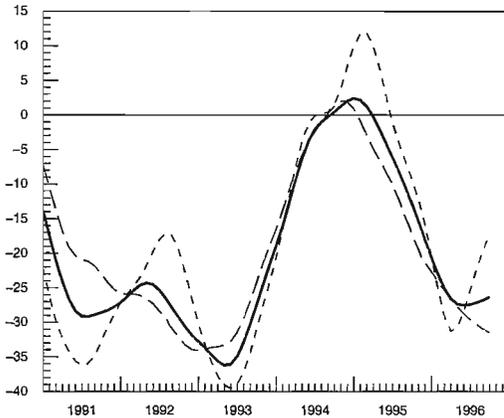
### 1.4 Balance des transactions courantes (solde en milliards de dollars, données cvs)

	1992	1993	1994	1995	1995			1996		
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	-61,5	-99,9	-148,4	-148,2	-41,0	-37,7	-30,4	-34,9	38,8	
Japon	112,6	131,6	130,2	111,0	30,6	27,2	22,7	19,1	14,7	16,1
Allemagne <sup>a)</sup>	-19,2	-14,8	-20,6	-21,7	-4,9	-4,7	-8,6	-4,0	-7,9	
France <sup>a)</sup>	3,6	9,4	7,8	16,9	4,7	0,6	2,9	6,9	3,8	
Royaume-Uni <sup>a)</sup>	-17,9	-16,2	-3,7	-4,6	-1,5	-1,7	-1,9	-1,2	0,7	
Italie <sup>a)</sup> <sup>b)</sup>	-28,6	11,3	15,1	27,4	7,3	9,0	7,3	5,9	11,1	
Suisse <sup>b)</sup>	15,1	19,4	17,9	21,1	4,6	5,0	5,7	5,9	4,3	4,3

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

<sup>b)</sup> Variations saisonnières non déduites

**Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie\***



Série lissée; total et répartition selon la part des exportations.

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

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

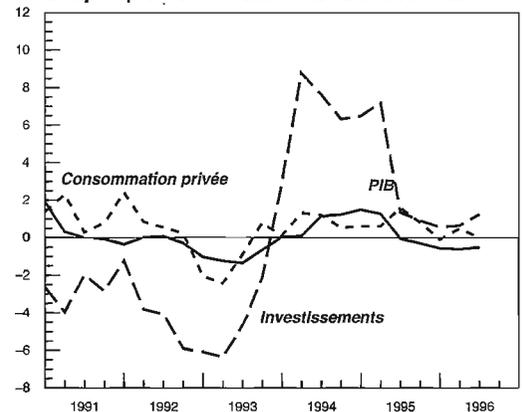
précédent que d'une année à l'autre. Les investissements en constructions ont continué à fléchir, alors que la consommation publique s'établissait à un niveau légèrement supérieur à celui de la période correspondante de 1995. Parmi les composantes de la demande intérieure, seuls les investissements en biens d'équipement ont apporté une note positive au tableau. En termes réels, leur progression s'est accélérée nettement par rapport au trimestre précédent, mais aussi en comparaison annuelle. Etant donné que la majeure partie des biens d'équipement est importée, cette composante n'a guère contribué à l'amélioration du produit intérieur brut. Les importations de biens et de services ont vivement augmenté en volume durant le troisième trimestre, alors que les exportations ont enregistré un ralentissement de leur expansion.

Selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux moyen d'utilisation des capacités techniques dans l'industrie n'a pas varié d'un trimestre à l'autre

(82,9%). Il est donc resté inférieur à la moyenne de 84,5%, calculée sur une longue période. L'indice de la marche des affaires dans l'industrie a lui aussi stagné au niveau peu élevé du trimestre précédent. Ce phénomène indique un ralentissement persistant de l'activité économique. Les branches axées sur le marché intérieur sont toujours en repli, tandis que du côté des entreprises à vocation exportatrice, les signes d'une reprise se sont multipliés. Dans ces entreprises, les entrées de commandes se sont stabilisées en comparaison annuelle; elles sont même en légère progression par rapport au deuxième trimestre. La production a cessé de fléchir d'un trimestre à l'autre, mais son niveau est resté nettement inférieur à celui de la période correspondante de 1995. Les entreprises travaillant pour le marché domestique ont par contre de nouveau enregistré une baisse des carnets de commandes. Elles ont une fois encore réduit sensiblement leur production de produits finis d'un trimestre à l'autre, afin d'éviter un alourdissement des stocks qu'elles considèrent déjà comme trop élevés. Le recul de la production a été particulièrement marqué dans l'industrie de la pierre et de la terre ainsi que dans les industries du textile et de l'habillement.

L'écart croissant entre les entreprises opérant sur le marché intérieur et celles qui sont axées sur

**Graphique 10: Produit intérieur brut réel\***



\* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFQC

les exportations est également apparu dans les prévisions à court terme. Les branches exportatrices s'attendent en effet, pour les mois à venir, à une progression des entrées de commandes et de la production. La chimie et le papier, deux branches qui exportent une grande part de leur production, escomptent des hausses particulièrement fortes. Les entreprises à vocation domestique prévoient par contre un nouveau repli des carnets de commandes au quatrième trimestre et une poursuite de la baisse de la production.

### **Consommation**

En données corrigées des variations saisonnières, les dépenses réelles de consommation du secteur privé ont diminué au troisième trimestre, après une faible hausse au trimestre précédent. Elles ont reculé de 0,3% par rapport au troisième trimestre de 1995.

D'un trimestre à l'autre, les chiffres d'affaires du commerce de détail se sont repliés par jour ouvrable, pour s'inscrire à un niveau nettement inférieur à celui de la période correspondante de 1995. La baisse a été particulièrement marquée dans les produits alimentaires, les boissons et tabacs ainsi que dans le textile et l'habillement. Les ventes des autres catégories de marchandises ont aussi fléchi, notamment celles de biens durables, à l'exception des voitures. Le nombre des nuitées de la clientèle suisse a diminué plus fortement qu'au deuxième trimestre. Il a régressé de 4,2% par rapport à la période correspondante de 1995 (deuxième trimestre: -2,8%).

Selon les résultats de l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ sur le commerce de détail, il faut s'attendre à une nouvelle dégradation de la marche des affaires dans les mois à venir. Les entrepreneurs pensent que la demande va continuer à fléchir.

L'enquête menée en octobre 1996 par l'Office des questions conjoncturelles indique que le climat de consommation s'est amélioré légèrement pour la première fois depuis l'été 1995. Les consommateurs portaient une appréciation moins pessimiste qu'au deuxième trimestre sur l'évolution économique et leur situation financière. Ils es-

comptaient en outre une reprise conjoncturelle. Les restructurations dans l'industrie, mais aussi dans le tertiaire, ont toutefois influé négativement sur l'indice de la sécurité de l'emploi. Cet indice a presque égalé son niveau le plus bas, enregistré en octobre 1992.

### **Investissements**

Par rapport au deuxième trimestre, les investissements ont augmenté en termes réels et en données corrigées des variations saisonnières. Ils dépassaient de 2,9% le volume du troisième trimestre de 1995 (deuxième trimestre: 1,3%).

Le recul des investissements en constructions – un mouvement qui est observé depuis le début de 1995 – a continué au troisième trimestre. Il était de 1,9% en comparaison annuelle (deuxième trimestre: -2,9%). En l'espace d'une année, les limites ouvertes dans le domaine des crédits de construction ont fléchi de 19,4%, et les livraisons de l'industrie du ciment, de 9,1%. L'enquête mensuelle du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ et l'enquête trimestrielle sur la construction, effectuée par le même centre, indiquent toutes deux une poursuite du ralentissement de l'activité dans la construction. Après s'être stabilisée au deuxième trimestre, la marche des affaires dans l'industrie de la pierre et de la terre s'est de nouveau détériorée. La diminution des entrées de commandes s'est en effet accélérée dans cette branche au troisième trimestre, signe manifeste d'une nouvelle dégradation de la situation dans la construction. Dans le secteur principal de la construction, l'activité a connu, comme les trimestres précédents, un net fléchissement. Les carnets de commandes ont fait l'objet d'un jugement nettement moins favorable qu'au trimestre précédent; cette appréciation a touché le bâtiment et le génie civil dans la même mesure. Les prix dans le secteur du bâtiment ont subi des pressions à la baisse en raison du nombre croissant de locaux commerciaux et d'appartements vacants. Après une stabilisation passagère au deuxième trimestre, ils ont en effet continué à fléchir.

Pour les mois à venir, les entrepreneurs du bâtiment et du génie civil s'attendent à de nouvelles

baisses des entrées de commandes et des prix ainsi qu'à une détérioration de l'emploi.

Les investissements en biens d'équipement ont de nouveau progressé vigoureusement au troisième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1995, ils se sont accrus de 12,1% (deuxième trimestre: 8%). Les importations de biens d'équipement, qui représentent 85% à 95% des investissements suisses en biens d'équipement, ont été supérieurs de 7,3% au montant atteint un an auparavant. Cette forte expansion s'explique en partie par les importations de pièces détachées pour avions, dont le volume a doublé au troisième trimestre. Abstraction faite de ce facteur exceptionnel, la croissance ne serait que de 4% environ. La marche des affaires dans la métallurgie ainsi que dans l'industrie des machines et des appareils s'est détériorée. Selon l'enquête trimestrielle que la Société suisse des constructeurs de machines a menée auprès de ses membres, les commandes de la clientèle suisse étaient une nouvelle fois inférieures au niveau du trimestre correspondant de 1995 (-3%). Quant à la réserve de travail, elle a reculé de 4,3 à 4,1 mois.

## Commerce extérieur

Les exportations de marchandises ont marqué une légère hausse en volume au troisième trimestre, après avoir reculé au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, elles ont progressé de 1,4%. Les exportations de biens de consommation ont diminué de 2,3%, alors que celles de biens d'équipement ont de nouveau augmenté plus vigoureusement (4,2%). Pour la première fois depuis une année, les livraisons à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis se sont inscrites au-dessus du niveau du trimestre correspondant de 1995 (2,4%).

Grâce à la demande plus vive de biens d'équipement, les livraisons à l'étranger de l'industrie des machines et de l'électronique, de même que celles de véhicules, ont augmenté à un rythme supérieur à la moyenne. La hausse de la demande a été particulièrement forte dans le domaine des machines pour le travail des métaux et dans celui des machines motrices. Les ventes à l'étranger d'articles en métal et d'instruments de précision ont elles aussi progressé, après avoir accusé une baisse au deuxième trimestre. Le résultat global

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

	1992	1993	1994	1995	1995			1996		
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	-10,3	-4,1	13,6	17,9	17,7	9,6	16,7	1,6	-1,1	7,3
Entrées de commandes suisses dans l'industrie des machines <sup>1</sup>	-16,1	-8,1	3,5	-7,0	-3,3	-10,7	-20,1	-17,4	-3,4	3,0
Livraisons de ciment (volume)	-9,8	-5,5	8,6	-7,8	-5,1	-9,2	-10,9	-14,2	-11,3	-9,1
Crédits de construction non utilisés <sup>1</sup>	-19,3	-13,5	7,6	-5,3	-5,7	-5,7	-9,0	-13,1	-13,8	-19,4
Secteur principal de la construction										
- entrées de commandes <sup>1</sup>	-10,9	5,9	5,0	-1,9	5,7	-11,4	-3,8	-15,0	-20,3	-13,9
- carnets de commandes <sup>1</sup>	-10,2	-3,4	-5,8	-1,0	0,4	-3,6	-1,0	-10,2	-15,8	-18,4
Renchérissement dans la construction <sup>2</sup>	6,1	3,4	1,5	2,7	2,8	2,4	2,4	1,0	0,7	0,7

<sup>1</sup> En termes nominaux

<sup>2</sup> Indice des coûts de production de la SSE, catégorie de travaux 1

**Tableau 3: Commerce extérieur<sup>1</sup>** (variation en % par rapport à l'année précédente)

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

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

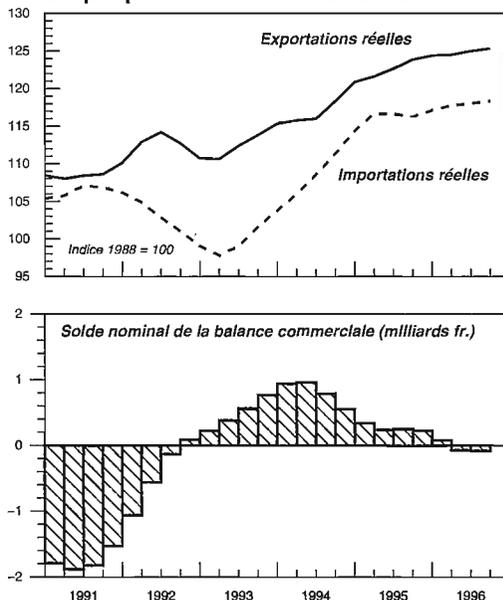
Source: Direction générale des douanes fédérales

de l'industrie chimique a pâti nettement du ralentissement de la croissance des exportations de produits pharmaceutiques. Les ventes à l'étranger de l'industrie textile et de l'horlogerie ont encore diminué sensiblement.

Les exportations vers la zone de l'OCDE ont augmenté en valeur, tandis que celles vers les pays n'appartenant pas à cette organisation se sont repliées. Après avoir reculé au premier et au deuxième trimestre, les fournitures vers l'UE étaient de nouveau supérieures au niveau du trimestre correspondant de 1995. Les exportations vers l'Allemagne ont une fois encore fléchi, mais dans une mesure nettement moins importante qu'au deuxième trimestre. En revanche, les ventes aux autres principaux marchés européens, la France, l'Italie et le Royaume-Uni en particulier, ont progressé vivement. La demande émanant de l'Espagne et du Portugal a enregistré une reprise particulièrement vigoureuse. Les exportations vers les Etats-Unis ont continué à croître à un rythme soutenu, alors que les ventes au Japon n'ont que très faiblement augmenté par rapport au troisième trimestre de 1995. Vers les pays non membres de l'OCDE, les exportations ont marqué un net repli à la suite du fléchissement des livraisons aux pays en développement. Les fournitures aux pays de l'Est se sont en revanche accrues plus fortement.

Au troisième trimestre, les importations de marchandises ont augmenté de 3,5% en volume, bien que la demande intérieure ait légèrement reculé et

**Graphique 11: Commerce extérieur\***



\* Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

que le franc suisse se soit affaibli en comparaison annuelle. La hausse la plus importante a été enregistrée par les importations de biens d'équipement (7,3%). Les achats à l'étranger de machines motrices et de machines de bureau ont également atteint un niveau bien supérieur à celui du trimestre correspondant de 1995. La progression des importations de biens de consommation est restée à peu près stable d'un trimestre à l'autre (4%). Les achats de matières premières et de produits semi-finis ont quant à eux reculé de 0,4%.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation ont de nouveau diminué (-0,5%). Il en a été de même pour les prix à l'importation (-1,1%).

Par rapport au troisième trimestre de 1995, les importations ont augmenté, en valeur, plus fortement que les exportations. L'excédent dégagé par la balance commerciale a par conséquent régressé de 0,2 milliard pour s'inscrire à 0,4 milliard de francs. En outre, le solde actif de la balance

des services a reculé de 0,3 milliard, passant à 2,9 milliards de francs. Les recettes tirées du tourisme se sont une nouvelle fois repliées, alors que les commissions bancaires ont marqué une légère hausse. L'excédent des revenus de facteurs est resté inchangé à 3,5 milliards de francs. Quant à celui de la balance des transactions courantes, il s'est inscrit à 5,3 milliards de francs, contre 5,9 milliards au troisième trimestre de 1995.

### Emploi et marché du travail

Au troisième trimestre, l'emploi a reculé en données corrigées des variations saisonnières. La baisse a été de 0,5% d'un trimestre à l'autre et de 1% en un an. Alors que le nombre des postes à plein temps a fléchi de 0,6% par rapport au deuxième trimestre et de 1,3% en comparaison annuelle, celui des postes à temps partiel a augmenté de 0,7% et de 0,6%. Dans l'industrie et la construction, les pertes d'emplois ont de nouveau été lourdes. En comparaison annuelle, le

**Tableau 4: Balance des transactions courantes<sup>1</sup> (en milliards de francs)**

	1993	1994 <sup>a)</sup>	1995 <sup>b)</sup>	1995 <sup>b)</sup>			1996 <sup>c)</sup>		
				2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
<b>Recettes</b>									
Exportations de biens	96,8	99,4	99,8	25,1	23,9	26,2	25,1	25,3	24,3
<i>Commerce spécial (total 2)</i>	93,3	95,8	96,2	24,2	23,0	25,3	24,2	24,4	23,5
Exportations de services	31,7	31,4	30,9	7,5	9,0	6,4	8,4	7,6	8,9
Revenus du travail et des capitaux	37,0	36,7	37,4	9,2	9,3	9,5	8,7	9,2	9,5
Transferts courants	3,7	3,5	3,5	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Total des recettes</b>	169,2	171,0	171,6	42,7	43,1	43,0	43,1	43,0	43,7
<b>Dépenses</b>									
Importations de biens	94,4	97,2	98,8	25,2	23,4	25,4	25,5	25,5	24,2
<i>Commerce spécial (total 2)</i>	89,8	92,6	94,5	24,1	22,4	24,2	24,3	24,4	23,1
Importations de services	14,8	15,3	16,0	4,2	5,8	3,3	2,8	4,3	6,0
Revenus du travail et des capitaux	23,5	25,9	23,4	5,9	5,8	5,7	5,6	5,8	6,0
Transferts courants	7,9	8,2	8,4	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
<b>Total des dépenses</b>	140,5	146,5	146,6	37,4	37,2	36,5	36,0	37,7	38,4
<b>Soldes</b>									
Biens	2,4	2,2	1,0	-0,1	0,4	0,8	-0,4	-0,2	0,1
<i>Commerce spécial (total 2)</i>	3,5	3,2	1,8	0,1	0,6	1,0	-0,1	0,0	0,4
Services	16,9	16,1	14,9	3,3	3,2	3,1	5,6	3,3	2,9
Revenus du travail et des capitaux	13,5	10,8	13,9	3,3	3,5	3,8	3,1	3,4	3,5
Transferts courants	-4,2	-4,7	-4,9	-1,2	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3
<b>Solde des transactions courantes</b>	28,7	24,4	25,0	5,3	5,9	6,6	7,1	5,3	5,3

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

<sup>a)</sup> Chiffres révisés

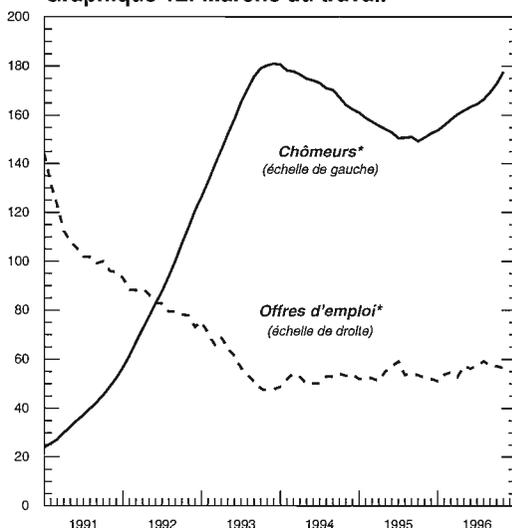
<sup>b)</sup> Chiffres provisoires

<sup>c)</sup> Selon de premières estimations

nombre des personnes occupées dans ces deux secteurs a en effet baissé de respectivement 1,9% et 3,9%. Dans presque toutes les branches de l'industrie, celle des machines incluse (-1,2%), l'emploi a reculé à un rythme accéléré. L'électronique a été la seule branche où le nombre des personnes occupées a augmenté sensiblement, tant par rapport au trimestre précédent (2,4%) que par rapport à la période correspondante de 1995 (1,6%). Dans les services, l'emploi a été légèrement inférieur au niveau du troisième trimestre de 1995 (-0,2%), tandis qu'il avait encore progressé au trimestre précédent. Les suppressions d'emplois ont touché avant tout le commerce (-1,6%), la restauration (-3,1%) et les banques (-1,1%). Seules les assurances ont enregistré une hausse marquée (4,3%) dans le tertiaire.

L'indice Manpower des offres d'emploi, en repli depuis juin 1995, a poursuivi son mouvement à la baisse au troisième trimestre. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a toutefois augmenté. En données corrigées des variations saisonnières, il s'est donc inscrit en hausse pour la troisième fois consécutive. On ne saurait cependant parler d'un revirement de tendance, les progressions n'étant guère élevées.

Graphique 12: Marché du travail



\* En milliers; données cvs et sans les valeurs extrêmes

Source: OFIAMT

Le chômage a continué à augmenter au troisième trimestre. De juin à septembre, l'effectif des chômeurs s'est élevé en effet de 7600 unités, passant ainsi à 172 300 (données corrigées des variations

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

	1993	1994	1995	1995			1996			1996				
				2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.	
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel <sup>1</sup>	-2,8	-1,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,1	-0,4	-0,1					
Personnes occupées à plein temps <sup>1</sup>	-3,4	-2,2	-1,3	-1,3	-1,6	-1,4	-1,3	-0,8	-1,3					
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	4,5	4,7	4,2	4,2	4,0	4,2	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,8	
Chômeurs <sup>3</sup>	163 135	171 038	153 316	151 662	145 096	151 860	165 354	162 164	163 900	161 586	163 705	166 409	174 107	
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>3</sup>	42 046	22 600	9 917	10 680	6 575	9 756	17 055	15 655	6 942	6 174	5 302	9 350	12 332	
Places vacantes annoncées <sup>3</sup>	5 743	5 224	5 401	6 557	5 536	4 406	5 294	6 338	5 773	6 246	5 850	5 224	5 344	

<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente

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

<sup>3</sup> En regard des années et des trimestres figurent des moyennes des valeurs mensuelles

Sources: OFIAMT, OFS

saisonniers). Le taux de chômage atteignait 4,8%, contre 4,1% un an auparavant. Il s'est stabilisé à 6,5% en Suisse romande et au Tessin, mais s'est légèrement accru en Suisse alémanique (3,9%). Le nombre des chômeurs de longue durée, c'est-à-dire les personnes qui sont sans emploi depuis 12 mois ou davantage, a enregistré la hausse la plus prononcée. Quant au nombre des chômeurs nouvellement recensés, il a augmenté moins fortement.

En novembre, le nombre des chômeurs s'élevait à 183 500. Il en a résulté un taux de chômage de 5,1%.

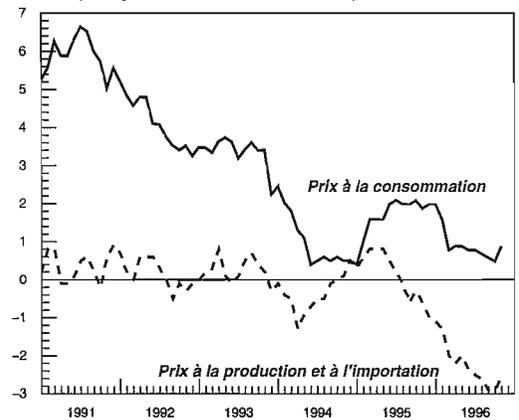
L'effectif des chômeurs partiels a passé de 13 900 au deuxième trimestre à 12 900 au trimestre suivant. Un an auparavant, il était de 12 100. La baisse la plus marquée a été enregistrée dans les branches les plus touchées par le chômage partiel, à savoir l'industrie textile, l'industrie des machines, la métallurgie et la construction. Cette évolution s'explique certainement en grande partie par le nombre élevé des licenciements.

## Prix

De juillet à septembre, le renchérissement s'est replié de 0,1 % pour s'inscrire à 0,6%. Au troisième trimestre, il s'établissait à 0,6% en moyenne. En comparaison annuelle, les prix des marchandises ont diminué de 0,1%, alors que dans les services, ils n'ont progressé que de 1,1% (deuxième trimestre: 1,3%). Ce dernier repli est dû aux loyers, puisque leur hausse a passé de 1,2% en juillet à 1% en septembre. Si les prix des produits alimentaires ont baissé sensiblement, ceux du mazout se sont accrus de 17% par rapport au troisième trimestre de 1995.

Le renchérissement des marchandises d'origine suisse s'est replié; il était de 1% au deuxième trimestre, contre 0,9% au troisième trimestre. Les prix des marchandises étrangères ont également diminué, soit de 0,2% en comparaison annuelle. En octobre, le renchérissement des marchandises suisses a faibli pour s'inscrire à 0,8%, alors que dans les marchandises étrangères, il a passé à 1%, augmentation imputable essentiellement au prix du mazout. Au troisième trimestre, l'indice

Graphique 13: Evolution des prix\*



\* Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: OFS

des prix à la consommation dépassait de 0,8% le niveau de la période correspondante de 1995. En novembre, le renchérissement annuel était de 0,7%.

L'indice des prix à la production et à l'importation (indice des prix de l'offre totale) a continué son mouvement de repli. Au troisième trimestre, il s'établissait 2,8% au-dessous de son niveau de la période correspondante de 1995 (deuxième trimestre: -2,3%). Les prix à la production ont baissé de 2,1% en un an, et les prix à l'importation, de 4,7%. Les plus forts reculs de prix ont été enregistrés une nouvelle fois du côté des matières premières et des produits semi-finis. Au niveau de la production, les prix des matières premières, des articles en papier et en métal ainsi que des produits chimiques ont diminué. En octobre, l'indice des prix de l'offre totale s'établissait 2,5% au-dessous de son niveau du mois correspondant de 1995.

## 2. Evolution monétaire

### Politique monétaire et agrégats monétaires

La monnaie centrale désaisonnalisée atteignait 31 349 millions de francs en moyenne du troisième trimestre. Elle dépassait ainsi de 3,6% (en taux

annualisé: 4,9%) le niveau du quatrième trimestre de 1995. L'agrégat a été supérieur de plus de 100 millions de francs, ou de 0,4%, au sentier de croissance à moyen terme, alors qu'il s'était établi 0,5% au-dessous de celui-ci au deuxième trimestre.

Au troisième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée s'inscrivait 249 millions de francs au-dessus du montant qui avait été prévu pour cette période. Comme au deuxième trimestre, cet écart est dû principalement à la forte hausse des avoirs en comptes de virements. Ces derniers atteignaient 3019 millions de francs, soit 239 millions de plus qu'au deuxième trimestre. Ils ont augmenté de 17,7% par rapport à la période correspondante de 1995. Les billets en circulation, l'autre composante de la monnaie centrale, ont progressé de 2,4%.

La croissance vigoureuse des avoirs en comptes de virements et, partant, celle de la monnaie centrale excèdent un peu le degré d'expansion donné à la politique monétaire. L'accroissement considérable de la demande des banques en matière d'avoirs en comptes de virements a reflété essentiellement les transferts de fonds des avoirs en comptes de chèques vers les avoirs en comptes de virements. La demande supplémentaire d'avoirs en comptes de virements a entraîné des tensions du côté des taux à court terme. L'offre de monnaie ayant été adaptée à cette demande, la situation s'est détendue nettement sur le marché monétaire. La Banque nationale a ramené le taux de l'escompte de 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% à 1% à compter du 27 septembre. Elle a voulu montrer ainsi que l'abaissement des taux à court terme à leur niveau du début de l'année était conforme à ses intentions en matière de politique monétaire.

**Tableau 6: Monnaie centrale**

	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	MC <sup>1,3</sup>	MCD <sup>1,4</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Variation en % <sup>6</sup>
1991	26 442	2,2	2 832	-6,2	29 274	29 247	1,1	1,4
1992	26 467	0,1	2 553	-9,9	29 020	29 056	-0,7	-1,0
1993	26 871	1,5	2 654	4,0	29 525	29 498	1,5	2,8
1994	27 369	1,9	2 681	1,0	30 051	30 070	1,9	0,6
1995 <sup>5</sup>	27 573	0,7	2 574	-0,2	30 147	30 129	0,5	1,4
1995 <sup>5</sup> 3 <sup>e</sup> trim.	27 229	0,4	2 563	2,2	29 792	30 174	0,3	1,6
4 <sup>e</sup> trim.	27 896	0,8	2 653	5,4	30 549	30 246	1,4	1,4
1996 <sup>5</sup> 1 <sup>er</sup> trim.	28 150	1,3	2 646	5,3	30 797	30 685 <sup>P</sup>	2,2 <sup>P</sup>	5,9 <sup>P</sup>
2 <sup>e</sup> trim.	28 068	2,5	2 784	8,5	30 852	30 987 <sup>P</sup>	3,1 <sup>P</sup>	5,0 <sup>P</sup>
3 <sup>e</sup> trim.	27 880	2,4	3 019	17,6	30 899	31 349 <sup>P</sup>	3,9 <sup>P</sup>	4,9 <sup>P</sup>
1996 <sup>5</sup> avril	28 064	2,2	2 697	5,4	30 761	30 823 <sup>P</sup>	2,4 <sup>P</sup>	4,6 <sup>P</sup>
mai	28 087	2,9	2 806	11,1	30 893	31 142 <sup>P</sup>	3,8 <sup>P</sup>	6,0 <sup>P</sup>
juin	28 052	2,6	2 850	8,9	30 902	30 995 <sup>P</sup>	3,0 <sup>P</sup>	4,3 <sup>P</sup>
juillet	28 133	2,8	2 743	14,4	30 876	31 156 <sup>P</sup>	3,8 <sup>P</sup>	4,5 <sup>P</sup>
août	27 756	2,2	3 214	24,1	30 970	31 538 <sup>P</sup>	4,3 <sup>P</sup>	5,7 <sup>P</sup>
sept.	27 752	2,1	3 099	14,7	30 851	31 353 <sup>P</sup>	3,5 <sup>P</sup>	4,4 <sup>P</sup>
oct.	27 914	2,5	3 175	24,7	31 089	31 723 <sup>P</sup>	4,9 <sup>P</sup>	5,3 <sup>P</sup>
nov.	28 152	3,0	3 290	25,6	31 442	31 760 <sup>P</sup>	5,1 <sup>P</sup>	5,0 <sup>P</sup>

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

<sup>2</sup> Par rapport à la période correspondante de l'année précédente

<sup>3</sup> Monnaie centrale = billets en circulation + avoirs en comptes de virements

<sup>4</sup> Monnaie centrale désaisonnalisée = monnaie centrale, divisée par les coefficients saisonniers

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

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

<sup>P</sup> Chiffres provisoires

**Tableau 7: Agrégats monétaires<sup>1</sup>**  
(Définition 1995)

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1991	1,9	1,7	2,7
1992	2,0	2,8	2,1
1993	10,5	16,1	3,9
1994	5,6	10,2	5,1
1995	6,8	4,9	2,24
1995 3 <sup>e</sup> trim.	8,3	6,1	2,8
4 <sup>e</sup> trim.	10,7	9,1	3,0
1996 1 <sup>er</sup> trim. <sup>P</sup>	13,5	14,9	6,1
2 <sup>e</sup> trim. <sup>P</sup>	12,9	14,2	7,4
3 <sup>e</sup> trim. <sup>P</sup>	11,2	10,9	7,4
1996 avril <sup>P</sup>	15,8	16,5	7,9
mai <sup>P</sup>	11,9	13,6	6,9
juin <sup>P</sup>	11,1	12,4	7,4
juillet <sup>P</sup>	11,7	11,4	7,6
août <sup>P</sup>	9,8	10,1	7,1
sept. <sup>P</sup>	11,9	11,3	7,6
oct. <sup>P</sup>	10,6	10,3	7,6

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

<sup>P</sup> Chiffres provisoires

M<sub>1</sub> = Numéraire en circulation + dépôts à vue + comptes de transactions

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + dépôts d'épargne

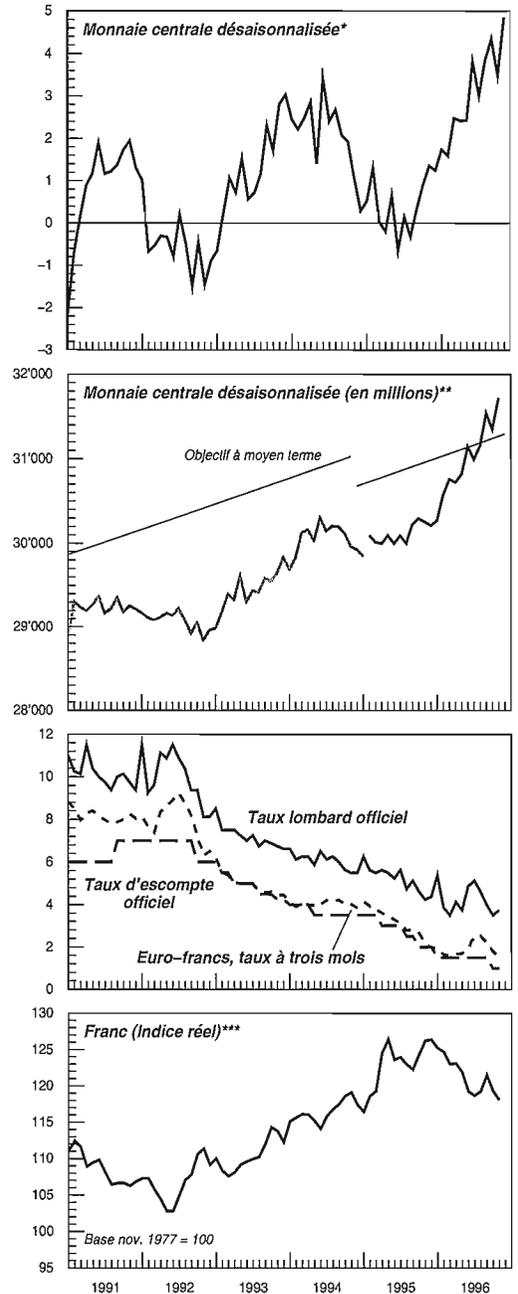
M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + dépôts à terme

La croissance des agrégats monétaires M<sub>1</sub> et M<sub>2</sub> s'est ralentie au troisième trimestre, passant à 11,2% et 10,9%. Toutes les composantes, à l'exception du numéraire, ont augmenté dans une mesure sensiblement moins forte qu'au deuxième trimestre. Le ralentissement le plus prononcé a été enregistré du côté des fonds d'épargne. En comparaison annuelle, ceux-ci ont progressé de 10,8%, contre 15,2% au deuxième trimestre. La masse monétaire M<sub>3</sub> s'inscrivait une nouvelle fois 7,4% au-dessus du niveau enregistré un an auparavant. Le repli des dépôts à terme, dû à l'évolution des taux d'intérêt, a en effet nettement marqué le pas. Au troisième trimestre, ces dépôts ont diminué de 4,3% par rapport à la période correspondante de 1995 (deuxième trimestre: -13,4%).

### Marché monétaire

En octobre, les taux à court terme s'inscrivaient à des niveaux nettement inférieurs à ceux qui avaient été observés trois mois auparavant. Le taux de l'argent au jour le jour a diminué de 2,2%

**Graphique 14: Suisse**

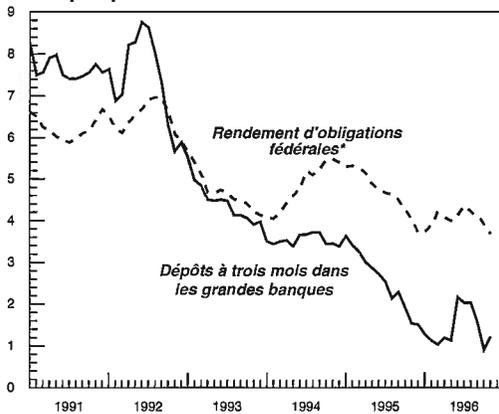


\* Variation en % par rapport à l'année précédente

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

\*\*\* Cours pondéré par les exportations

**Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt**



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

à 1,4%. De même, les rémunérations servies sur les dépôts à trois mois ont reculé de un point de pourcentage environ, passant ainsi à 1,6% sur le marché des euro-francs, à 1,2% dans les grandes banques et à 1,4% pour les créances comptables sur la Confédération (rendement à l'émission).

Les taux suisses ayant fléchi plus fortement que les taux allemands et américains, l'écart d'intérêt défavorisant les placements en francs s'est creusé. En octobre, le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs était inférieur en moyenne de 1,5 et de 3,8 points aux taux allemands et américains correspondants. En juin, la différence avait été de respectivement 0,8 et 2,9 points.

### Marché des changes

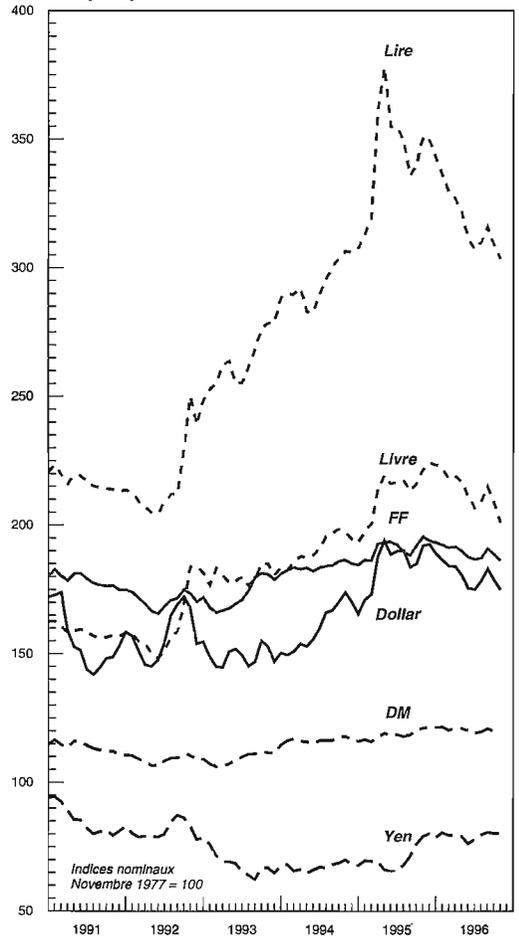
Après avoir progressé en juillet et en août, le franc a de nouveau faibli en septembre face à toutes les principales monnaies. Pondéré par les exportations, l'indice du cours nominal du franc s'inscrivait ainsi en octobre au même niveau qu'en juillet.

Par rapport au dollar, qui valait près de fr. 1,26 à fin octobre, le franc se situait à un niveau légè-

rement inférieur à celui de juillet. Vis-à-vis du yen japonais, la correction de cours a été plus faible dans la deuxième moitié du troisième trimestre; à fin octobre, le franc était encore supérieur de 3% à son niveau de juillet.

Face au mark allemand et aux autres monnaies participant au mécanisme de change du SME, le franc a évolué de manière similaire. A fin octobre, il s'échangeait à des niveaux légèrement inférieurs à ceux de juillet par rapport au mark allemand et au franc français, puisque les cours de ces monnaies étaient de fr. 83,10 et de fr. 24,60.

**Graphique 16: Variations du franc\***



\* En termes de quelques monnaies étrangères

Vis-à-vis de la livre sterling et de la lire italienne, qui ne participent pas au mécanisme de change, le franc a fléchi nettement vers la fin de septembre. De début juillet à fin octobre, il a reculé de 5,3% et de 1,8% face à ces deux monnaies.

Au troisième trimestre, le cours réel pondéré du franc est resté au même niveau qu'au deuxième trimestre. Il s'inscrivait ainsi 2,6% au-dessous du niveau observé un an auparavant (deuxième trimestre: -3,8%). Face au mark allemand, sa valeur extérieure réelle n'a pas varié en comparaison annuelle. Le franc a toutefois reculé de 5,6% par rapport au dollar. Il a enregistré la plus forte baisse (-11,8%) vis-à-vis de la lire italienne. Le franc a marqué des reculs de 2,3% et de 3,5% face à la livre sterling et au franc français, alors qu'il a haussé de 12,2% par rapport au yen.

### Marché des capitaux et structure des taux d'intérêt

De juillet à fin octobre, les rendements se sont repliés sur le marché des capitaux. Le rendement moyen des emprunts fédéraux a diminué de 0,6 point pour s'établir à 3,7%. Comme le recul des taux à court terme a été plus marqué, l'écart entre le rendement des obligations à long terme

et celui des nouvelles créances comptables à trois mois sur la Confédération a passé de 1,8 à 2,3 points. La pente des taux d'intérêt est devenue ainsi nettement plus raide.

Les taux appliqués aux nouvelles obligations de caisse émises par les banques cantonales étaient, début octobre, de 0,4 point inférieurs en moyenne à ceux qui avaient été observés trois mois auparavant. Les taux variables sur les hypothèques anciennes et nouvelles sont restés inchangés jusqu'à fin septembre. En octobre, plus de la moitié des établissements ont ramené de 5% à 4,75% le taux variable sur les nouvelles hypothèques et ont fait part de leur intention d'abaisser également d'un quart de point, au premier trimestre de 1997, le taux variable sur les anciennes hypothèques. Au début d'octobre, le taux moyen des dépôts d'épargne ordinaires se chiffrait encore à 2,4%.

Après un accès de faiblesse en juillet, les cours des actions se sont redressés pendant les trois mois suivants. Début novembre, l'indice SPI était au même niveau que début juillet.

Les emprunts en francs suisses que les banques ont annoncés d'après leur date d'émission ont porté sur 16,1 milliards de francs au troisième tri-

**Tableau 8: Emprunts en francs suisses<sup>1</sup> (en milliards de francs<sup>2</sup>)**

	1995	1995				1996		
		1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
<b>Total</b>	<b>63,6</b>	<b>17,1</b>	<b>12,2</b>	<b>19,3</b>	<b>15,0</b>	<b>16,9</b>	<b>14,1</b>	<b>16,1</b>
Emprunts classiques	52,9	15,0	9,9	15,8	12,2	14,6	11,0	13,4
Emprunts liés à des actions	9,6	1,9	2,2	3,1	2,3	1,7	2,5	2,3
Autres <sup>3</sup>	1,2	0,2	0,1	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4
<b>Total des débiteurs suisses</b>								
Emprunts classiques	23,9	7,7	3,6	6,9	5,6	5,4	5,5	6,6
Emprunts liés à des actions	1,6	0,2	0,1	1,0	0,4	0,1	0,5	0,1
Autres <sup>3</sup>	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>25,6</b>	<b>7,9</b>	<b>3,7</b>	<b>7,9</b>	<b>6,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>
<b>Total des débiteurs étrangers</b>								
Emprunts classiques	29,0	7,2	6,2	8,9	6,6	9,1	5,5	6,8
Emprunts liés à des actions	8,0	1,8	2,1	2,2	1,9	1,6	2,0	2,2
Autres <sup>3</sup>	1,0	0,2	0,1	0,3	0,4	0,6	0,5	0,4
<b>Total</b>	<b>37,9</b>	<b>9,2</b>	<b>8,5</b>	<b>11,4</b>	<b>8,9</b>	<b>11,3</b>	<b>8,1</b>	<b>9,4</b>

<sup>1</sup> Opérations annoncées par les banques, selon la date d'émission

<sup>2</sup> Des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis

<sup>3</sup> 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 variables

mestre. Bien que les rendements à long terme aient reculé depuis fin juillet, les volumes des emprunts de débiteurs suisses et étrangers se sont inscrits 17% et 15% au-dessous des niveaux enregistrés un an auparavant. Les émissions ont accusé une baisse particulièrement sensible en septembre.

Dans le compartiment suisse, la vive hausse des émissions de la Confédération n'a pu compenser la demande de capitaux, en repli, de la part des autres emprunteurs. Les emprunts ordinaires («straights») ont diminué de 4% par rapport au troisième trimestre de 1995, s'inscrivant ainsi à 6,6 milliards de francs. Comme 100 millions de francs seulement revenaient aux emprunts liés à des actions, la part des emprunts ordinaires au total des émissions suisses s'est accrue pour atteindre 99%.

Dans le segment étranger, les émissions d'emprunts ordinaires ont régressé de 24% pour s'établir à 6,8 milliards de francs, alors que les emprunts liés à des actions ont augmenté de 3% et les autres emprunts, de 43%. Du fait de ces évolutions divergentes, la part des emprunts ordinaires au total des émissions étrangères a passé de 79% à 72% en un an. Plus d'un tiers des émissions étaient des placements privés (deuxième trimestre: 25%). La part des débiteurs d'Europe occidentale à l'ensemble des émissions étrangères en francs a diminué de 56% à 54% en comparaison annuelle, et celle des débiteurs d'Amérique du Nord, de 11% à 7%. En revanche, la part des débiteurs japonais et celle des autres régions ont augmenté respectivement de 11% à 17% et de 20% à 22%. Les organisations internationales de développement, auxquelles revenait une part de 2% au troisième trimestre de 1995, n'ont pas recouru au marché suisse des capitaux pendant la période considérée.

### ***Bilans bancaires et crédits***

A la fin du troisième trimestre, la somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignait 1415 milliards de francs. Elle dépassait ainsi de 2,4% le montant de fin juin. Cette progression est due en grande partie à la

forte croissance des opérations interbancaires. Les crédits n'ont augmenté que légèrement au troisième trimestre également.

Les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires ainsi que titres) ont progressé fortement au troisième trimestre. Ils étaient supérieurs de 2,1% au niveau du trimestre précédent. Les disponibilités, dont la part au total des placements financiers est faible, se sont accrues le plus vigoureusement. Les titres ont marqué une hausse de plus de 6%. Par contre, les effets de change et papiers monétaires s'inscrivaient, à fin septembre, au-dessous de leur niveau de fin juin. Quant au solde des opérations interbancaires (avoirs en banque moins engagements en banque), il a reculé pour s'établir à un milliard de francs, en raison de la vive expansion des engagements en banque.

Le degré de liquidité I (disponibilités en pour-cent des fonds exigés) s'est chiffré à 122% pour la période d'application allant du 20 août au 19 septembre 1996. Ce taux correspond à celui que les banques avaient annoncé pour la même période de 1995. Les grandes banques et les banques cantonales affichaient des degrés de liquidité de 103% et de 120%, alors que les banques régionales et les banques Raiffeisen enregistraient des niveaux presque deux fois supérieurs au minimum légal.

A fin septembre, les crédits étaient supérieurs de 0,9% au montant de fin juin et de 5% au volume de la fin du troisième trimestre de 1995. Tandis que les crédits à la clientèle étrangère ont augmenté vigoureusement, les prêts à la clientèle suisse ont diminué de 0,5% par rapport au deuxième trimestre. Mais ces prêts ont progressé de plus de 3% en comparaison annuelle. De fin juin à fin septembre, les comptes courants débiteurs ainsi que les avances et prêts à terme fixe sans garantie hypothécaire ont reculé d'environ 3%. De leur côté, les créances hypothécaires sont restées presque inchangées. L'évolution des crédits de construction reflète la crise tenace dans ce secteur. Entre juin et septembre, les limites ouvertes par les banques et les crédits de construction effectivement utilisés ont régressé de 4% et de près de 3%. Aussi se sont-ils inscrits une nouvelle

## Tableau 9: Bilans bancaires

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

	1991	1992	1993	1994*	1995				Etat (mrd fr.)
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	
<b>Somme des bilans</b>	3,4	3,3	5,8	0,8	9,8	16,8	16,5	18,3	1 414,5
<b>Placements financiers nets<sup>2</sup></b>	-0,5	15,8	12,3	3,8	27,9	52,7	37,3	25,2	211,9
Liquidités	-2,0	-2,5	1,2	-6,2	1,5	-0,9	1,5	2,4	11,0
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrd fr.)</i>	-14,3	-7,1	-26,1	-26,2	-2,9	0,3	4,4	2,4	2,4
Effets de change et papiers monétaires	-12,6	16,0	1,3	12,2	19,9	52,4	34,1	35,3	45,3
Titres	14,1	6,3	41,3	1,5	12,4	21,4	13,6	23,8	153,2
<b>Crédits</b>	5,9	1,9	1,6	0,6	-2,4	1,0	2,2	5,2	742,2
Crédits à des résidents	4,5	1,7	0,9	2,4	2,4	3,6	3,8	3,2	582,4
c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	2,6	0,3	-2,8	0,6	0,8	4,7	2,8	3,9	139,1
Crédits de construction									
Limites	-5,6	-5,8	-12,4	0,5	-13,2	-16,4	-19,2	-19,9	23,6
Montants utilisés	4,6	-0,8	-13,5	-4,3	-12,0	-17,0	-21,5	-19,3	13,2
Hypothèques	5,1	3,5	1,8	3,9	3,4	3,7	4,9	3,2	420,5
Crédits à des non-résidents	11,1	2,6	4,0	-5,4	-19,4	-8,7	-3,7	13,3	159,7
<b>Fonds de la clientèle</b>	4,5	3,2	2,4	2,0	-0,3	6,9	7,3	8,3	749,1
Créanciers à vue	-1,6	5,1	19,8	-4,9	7,2	22,6	19,9	24,4	117,5
Créanciers à terme	5,9	2,4	-8,3	6,8	-10,0	-0,2	3,4	6,0	298,9
Fonds d'épargne	5,5	7,4	21,5	4,8	12,2	16,6	14,0	11,5	264,5
Obligations de caisse	3,8	-2,0	-12,5	-11,4	-8,2	-13,2	-13,0	-13,1	68,2
<b>Emprunts obligataires et lettres de gage</b>	7,8	5,7	5,7	2,6	8,5	6,3	5,7	3,3	93,6
<b>Opérations fiduciaires</b>	0,2	0,8	-10,9	-4,3	-7,7	3,9	9,4	14,6	279,6

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

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

\* Chiffres définitifs

fois nettement au-dessous de leur niveau du troisième trimestre de 1995.

Les fonds de la clientèle n'ont augmenté que de 0,8% au cours du troisième trimestre. Mais ils dépassaient toujours de 8,3% leur niveau de fin septembre 1995. Si les dépôts en dollars, qui représentent un sixième des fonds de la clientèle, ont progressé, ceux en francs ont stagné. Au sein du compartiment en francs, le recul des rémunérations à court terme a entraîné une

augmentation des dépôts à vue et des fonds d'épargne au détriment des créanciers à terme. Les bons de caisse ont fléchi également.

Au cours du troisième trimestre, les fonds fiduciaires ont augmenté de 3,6 milliards de francs ou de 1,3%. En comparaison annuelle, ils ont même enregistré une croissance de 14,6%. Les placements fiduciaires étaient libellés à raison de 88% en monnaies étrangères; de cette part, les deux tiers revenaient au dollar.

# Commentaire au rapport du groupe des Dix consacré à la résolution des crises de liquidité des débiteurs souverains

Umberto Schwarz\*

## 1. Introduction

Les crises de liquidité des débiteurs souverains constituent une récurrence de l'histoire financière internationale. La dernière en date a touché le Mexique en 1994–95. Le gouvernement mexicain s'est trouvé confronté à un manque de liquidités internationales alors qu'il avait un large stock de dettes à court terme indexées au dollar. A cette occasion, la communauté internationale, y compris le Fonds monétaire international, a mis sur pied un paquet financier considérable, d'un montant de près de 40 milliards de dollars. Elle a recouru à cette solution car aucune des solutions qui ont fait leur preuve dans le passé n'a pu être appliquée. D'une part, à la différence de la situation qui prévalait lors de la crise de la dette des années quatre-vingts, les établissements bancaires ne constituaient pas les principaux créanciers du Mexique en 1994–95. Par conséquent, les règles qui ont prévalu à la restructuration de la dette (extension de la maturité ou renonciation à une part des intérêts ou du capital d'une dette) lors de la décennie passée n'ont pas pu être appliquées. D'autre part, les associations de détenteurs d'obligations qui, depuis la fin du siècle passé jusqu'au début de la Deuxième Guerre mondiale, représentaient les créanciers en cas de crise n'ont pas pu être mises à partie car elles étaient tombées en désuétude.

Cette aide massive a conduit la communauté internationale à s'interroger sur la pertinence d'un tel effort. Lors du sommet de Halifax en juin 1995, les chefs d'Etat et de gouvernement des pays du groupe des Sept ont encouragé les ministres et les gouverneurs des banques centrales des pays du groupe des Dix à étudier la problématique de la résolution des crises de liquidité des débiteurs

souverains. Un groupe de travail, composé de représentants des ministères des finances et des banques centrales des pays du groupe des Dix ainsi que d'experts en provenance d'organisations internationales, a été institué à cet effet. Sous les auspices des suppléants des ministres et gouverneurs, ce groupe de travail a préparé un rapport qui a été rendu public en mai 1996 (Group of Ten, 1996). Le rapport aboutit à sept conclusions qui sont reproduites en annexe à ce commentaire. Parmi celles-ci, trois sont particulièrement intéressantes et seront analysées plus en détail. Le rapport, premièrement, fait appel au marché afin qu'il introduise dans les contrats de dette obligataire de débiteurs souverains des clauses ayant pour but de faciliter la désignation de représentants des créanciers et de permettre à la communauté des créanciers de procéder à des votes à la majorité qualifiée. Deuxièmement, le rapport rappelle que les créanciers des débiteurs souverains, y compris les créanciers obligataires, ne doivent pas compter sur un financement officiel à grande échelle en cas de crise de liquidité d'un débiteur souverain. Le rapport, troisièmement, recommande au Fonds monétaire international d'étudier la possibilité d'étendre aux arriérés sur dette obligataire sa pratique de prêt à des pays présentant des arriérés de paiements.

Cet article a pour objet d'analyser ces propositions à l'aide de l'histoire de la dette internationale et de la littérature sur la dette souveraine. La signification des nouvelles dispositions contractuelles sera examinée dans la section 3. L'annonce du rapport du groupe des Dix selon laquelle le marché ne doit plus compter sur une protection officielle fera l'objet de la section 4. L'opportunité d'étendre la pratique de prêt du Fonds monétaire international à des pays présentant des arriérés de paiements sur des dettes obligataires sera analysée dans la section 5. Les conclusions seront présentées dans la section 6. Au préalable, la spécificité de la dette souveraine sera rappelée dans la section 2.

\* Direction des relations monétaires internationales de la Banque nationale suisse.

## 2. La spécificité de la dette souveraine

Si l'on fait abstraction de considérations morales, un débiteur rationnel, qu'il soit privé ou souverain, ne rembourse sa dette que si le coût du remboursement est inférieur au coût qui résulte de la pénalisation que le créancier est capable de lui infliger dans le cas où il refuse de rembourser sa dette. A l'encontre d'un débiteur privé, cette pénalisation peut prendre plusieurs formes. Le créancier peut s'approprier le collatéral reçu en contrepartie de l'octroi du crédit. Il peut aussi chercher à liquider les actifs du débiteur en faisant jouer la procédure de banqueroute sous la juridiction de laquelle le contrat de dette a été conclu. A l'encontre d'un débiteur souverain en revanche, aucune de ces deux pénalisations n'est généralement applicable. D'une part, les débiteurs souverains sont souvent incapables d'offrir un collatéral en quantité suffisante pour couvrir leur dette extérieure. D'autre part, les créanciers des débiteurs souverains ne possèdent généralement pas les instruments juridiques nécessaires pour contraindre de tels débiteurs à faire face à leurs obligations. Il n'existe en effet pas de procédure internationale de banqueroute à l'encontre des débiteurs souverains et, comme le rappelle le rapport, il existe des obstacles fondamentaux à la création d'une telle procédure (Group of Ten, 1996, p. 8).

Dans la réalité cependant, les débiteurs souverains ne répudient généralement pas leur dette et le marché international du crédit pour des débiteurs souverains n'est pas asséché. Par conséquent, d'autres mécanismes de pénalisation doivent exister. On en compte essentiellement deux. Selon le premier, un débiteur souverain qui répudie sa dette subit une perte de réputation qui lui ferme ultérieurement l'accès au marché international du crédit. Eaton et Gersowitz (1981) ainsi que Cole et Kehoe (1991) et Cole, Dow et English (1995) adoptent une telle explication. Selon le deuxième mécanisme de pénalisation, un débiteur souverain qui répudie sa dette se heurtera à des difficultés pour effectuer ses échanges commerciaux. Bulow et Rogoff (1989) illustrent ce mécanisme; ils font l'hypothèse que ces difficultés sont le résultat de l'action des créanciers privés devant les tribunaux en vue de faire saisir les biens et avoirs du débiteur souverain dans le pays des créanciers.

Dans le premier cas, le jeu entre le débiteur souverain et son créancier peut s'expliciter de la façon suivante. Lorsque le débiteur ne peut pas s'engager de façon crédible à rembourser sa dette – ce qui est le cas pour un débiteur souverain – il maximisera son utilité inter-temporelle en tenant compte de deux contraintes. La première est générale et s'applique à tous les types de débiteurs. Selon celle-ci, la valeur présente de la consommation du débiteur ne peut pas excéder la valeur présente de sa production totale.<sup>1</sup> La seconde est spécifique aux débiteurs souverains et prévoit que, à aucun moment, le débiteur ne doit avoir une charge de la dette si importante que la valeur présente de sa consommation après une répudiation de sa dette serait supérieure à celle qu'il aurait s'il continuait d'assurer le service de sa dette (*incentive compatibility constraint*). Concrètement, cela signifie, selon Eaton et Gersowitz (1981), que le créancier fixera un plafond pour le crédit qu'il est disposé à allouer à un débiteur souverain afin que le débiteur n'ait jamais un niveau d'endettement tel qu'il lui soit profitable de répudier sa dette.

Grossman et Van Huyck (1988) apportent une touche de réalisme à cette explication. Ils constatent tout d'abord que, historiquement, on compte peu de répudiation complète de la dette. En revanche, des défauts partiels associés à des situations économiques difficiles sont fréquemment apparus au cours des XIX<sup>e</sup> et XX<sup>e</sup> siècles. Ils constatent ensuite que les débiteurs souverains sont usuellement capables d'emprunter à nouveau. Ils interprètent ainsi la dette souveraine comme une créance contingente, permettant au débiteur de faire supporter au créancier au moins une partie de ses risques. Cette interprétation implique que les créanciers distinguent les défauts excusables, qui n'interrompent pas l'accès au marché du crédit, de la répudiation qui, elle, est inexcusable et serait sanctionnée par la fermeture de l'accès au marché du crédit.<sup>2</sup>

1 L'endettement permettra à la consommation d'excéder la production lors de certaines périodes. Si le débiteur vivait en autarcie financière, la consommation devrait être égale à la production dans chaque période.

2 La littérature concernant la dette souveraine est résumée par Eaton et Fernandez (1995) et Cohen (1994). Dooley (1994) présente la littérature en conjonction avec la chronologie de la crise de l'endettement des années quatre-vingts.

### 3. Les dispositions contractuelles

Une des principales conclusions du rapport du groupe des Dix est qu'il serait désirable que l'on inclue dans les instruments de dette souveraine des dispositions contractuelles facilitant, dans le cas d'une crise, la consultation et la coopération entre les débiteurs et leurs créanciers privés ainsi qu'au sein de la communauté des créanciers. Trois types de clauses sont évoqués.

Le premier type de clauses concerne la représentation collective. La désignation de représentants aurait pour objet de faciliter la communication entre les détenteurs d'une même obligation, entre les porteurs de titres différents et entre les créanciers et leur débiteur. Le rapport (p. 14) estime que, en cas de crise de liquidité, l'existence de telles dispositions devrait permettre de rendre une restructuration de la dette internationale plus rapide et plus aisée.

Un deuxième type de clauses devrait permettre que les termes et conditions des contrats d'obligation puissent être modifiés à l'aide d'un vote à majorité qualifiée et non pas seulement à l'unanimité. Une telle modification s'appliquerait à tous les créanciers porteurs d'un même titre. Le rapport (p. 15) estime que de telles clauses auraient pour effet de faciliter la restructuration dans la mesure où elles empêcheraient une minorité de créanciers de bloquer le processus.

Un troisième type de clauses aurait pour effet, d'une part, de dissuader les créanciers d'entreprendre des actions ralentissant le processus de restructuration et, d'autre part, d'obliger les débiteurs à traiter les créanciers de manière équitable. Ce type de clauses recouvre les clauses de partage, de non-discrimination et de traitement comparable. Les clauses de partage auraient pour objectif d'empêcher que certains créanciers recherchent un traitement préférentiel en cas de paiement partiel de la part du débiteur. Ces clauses diminueraient l'incitation des créanciers à entreprendre des actions individuelles en justice. En effet, si l'action de ces créanciers devait être couronnée de succès, ils devraient partager les actifs ou les paiements obtenus avec les autres créanciers (p. 15). Les clauses de non-discrimination et de traitement comparable assureraient un

traitement équitable des créanciers par le débiteur. Les clauses de non-discrimination interdiraient au débiteur d'accorder des conditions plus favorables à certains créanciers lors d'une restructuration de sa dette. Si le débiteur enfreignait cette disposition, le créancier lésé pourrait demander l'accélération des paiements à son égard. Les clauses de traitement comparable auraient pour effet de contraindre le débiteur à exiger le cas échéant des concessions comparables de la part de tous ses créanciers (p.16).

La suggestion d'introduire ces clauses intervient après une modification de la structure de l'endettement international. Depuis la fin des années quatre-vingts, les mouvements de capitaux en direction des économies de marché émergentes se sont fortement accrus et la dette obligataire a acquis une importance croissante. Ces changements dans le volume et la nature des flux de capitaux ont été accompagnés par une modification de la communauté des investisseurs. Les investisseurs institutionnels sont devenus une source notable de financement. En revanche, les banques commerciales ont perdu la prédominance qu'elles avaient durant les années septante et quatre-vingts. Par rapport à leur capital, leur engagement dans les pays en développement est considérablement plus bas qu'il ne l'était durant les années quatre-vingts.

Une telle situation n'est pas sans précédent. Depuis la moitié du XIX<sup>e</sup> siècle et jusqu'au début de la Deuxième Guerre mondiale, l'essentiel de la dette internationale était entre les mains de créanciers du secteur non-bancaire. Durant cette période, les pays d'Amérique latine notamment ont souvent été confrontés à des difficultés pour faire face à leurs engagements extérieurs. Eichengreen et Portes (1989) ont étudié comment les crises de liquidité étaient traitées dans l'Entre-deux-guerres. Les porteurs de créances obligataires étaient regroupés au sein d'associations de détenteurs d'obligations. Lorsqu'un débiteur souverain interrompait le service de sa dette, un comité regroupant des délégués des associations nationales de détenteurs d'obligations était mis sur pied. Il était chargé de négocier avec le débiteur un rééchelonnement et éventuellement une remise de la dette. Lorsqu'un accord avait été conclu, le comité proposait aux créanciers

d'échanger leurs anciennes obligations, dont le service était interrompu, par des obligations portant de nouvelles conditions. Ainsi, les associations de détenteurs d'obligations ont facilité dans le passé la restructuration de la dette des débiteurs souverains en évitant que le débiteur souverain renégocie les conditions du contrat avec chacun des débiteurs pris individuellement. En d'autres termes, elles ont contribué à abaisser les coûts de la renégociation de la dette souveraine.

Le principal défaut de la procédure fondée sur les associations était que les négociations entre comités et débiteurs duraient généralement fort longtemps (Eichengreen et Portes, 1995). En outre, il convient d'ajouter que, actuellement, l'infrastructure dans le domaine de la dette souveraine n'existe plus. Durant les années quatre-vingts, Fernandez-Ansola et Laursen (1995) rapportent que six cas de restructurations de dettes obligataires ont été recensés sans qu'aucun comité officiel de détenteurs d'obligations ait été impliqué. La plus importante association de détenteurs d'obligations, le *Council of Foreign Bondholders*, qui était une association britannique fondée au siècle passé, a été dissoute récemment. En Suisse, l'Association suisse des banquiers dans le cadre de sa *Commission pour la protection des intérêts financiers suisses à l'étranger* poursuit ses efforts afin de faire respecter les droits des porteurs de parts d'obligation d'un emprunt en souffrance; ces dernières années toutefois, cette commission ne s'est occupée que de dettes obligataires du secteur privé.

Les diverses clauses suggérées par le rapport tentent toutes de répondre aux problèmes qui surgissent lorsqu'un débiteur souverain est confronté à plusieurs créanciers. Aucune des clauses proposées – qu'il s'agisse des clauses relatives à la représentation ou aux modalités de vote ainsi qu'à celles relatives au partage des paiements partiels, à la non-discrimination ou au traitement comparable – n'aurait de signification dans un monde avec un seul créancier. Lorsqu'un débiteur est confronté à plusieurs créanciers, la littérature sur la dette souveraine a relevé plusieurs problèmes. Mentionnons notamment celui du cavalier seul (*free-rider*) (voir Eaton et Fernandez, 1995, pp. 43-45). Lors d'une restructuration de la dette,

chaque créancier pris individuellement a intérêt à attendre que les autres créanciers remettent la partie de la dette que le débiteur ne peut plus servir. Lorsque les autres créanciers auront abandonné une partie de la dette, le créancier qui n'aura pas participé à l'opération aura fait un gain en capital du fait de l'accroissement du prix de marché de sa créance. Une restructuration laisse en effet inchangée la valeur présente du flux de paiements du pays débiteur mais abaisse la quantité nominale de la dette en circulation. Par conséquent, aucun créancier n'a d'incitation à participer à un tel exercice. Les créanciers ont chacun intérêt à faire cavalier seul. Ainsi, toute disposition contractuelle affaiblissant la position de chaque créancier individuel devrait faire diminuer l'intensité des problèmes suscités par le manque de coordination entre créanciers. Ceci est notamment le cas des clauses prévoyant que les termes et conditions du contrat d'obligation peuvent être modifiée par une décision prise avec une majorité qualifiée. De telles clauses éliminent les créanciers marginaux qui empêcheraient une décision unanime d'être prise. Elles rendent une politique d'opposition dépendante de la capacité à créer une coalition de créanciers minoritaires. Remarquons enfin que les clauses de partage, de non-discrimination et de traitement comparable ont aussi pour but d'atténuer les problèmes de cavalier seul, ainsi que le mentionne le rapport du groupe des Dix (p. 16).

Cependant l'atténuation du problème du cavalier seul comporte aussi des risques. Elle peut notamment accroître le risque moral (*moral hazard*) du débiteur souverain. Il est vrai que dans la grande majorité des cas, les débiteurs souverains ne répudient pas sans bonne raison leur dette. En général, les débiteurs souverains ne cessent d'assurer le service de leur dette que lorsqu'ils sont réellement incapables de le faire, c'est-à-dire lorsque leurs réserves de devises s'avèrent insuffisantes. Cependant le fait que les débiteurs souverains n'ont généralement pas recours à l'arme de la répudiation n'exclut pas que, mis en présence d'une possibilité de restructuration plus aisée de la dette, ils soient incités à adopter des politiques économiques trop expansives, incompatibles à long terme avec le respect de leurs engagements extérieurs. Ce changement dans les incitations constitue un risque moral. Si l'on tient

compte de ce risque moral, alors la présence de clauses, rendant la dette moins contraignante en facilitant une éventuelle restructuration de la dette, n'a pas que des effets positifs. En effet elle diminue l'acuité du problème posé par la multiplicité des créanciers au prix d'une augmentation de ce risque. Ainsi, il existe un *trade-off* entre risque moral et difficulté de restructuration.

En partant de ce *trade-off*, on peut déterminer la structure optimale de la dette. Dans le contexte de la dette privée, Bolton et Scharfstein (1996) montrent que les firmes présentant un risque élevé doivent chercher à maximiser leur valeur de liquidation. Elles le font notamment en empruntant chez un seul créancier et en adoptant des règles de vote qui facilitent la vente d'actifs ou la restructuration. Inversement, il est optimal pour des firmes présentant peu de risques d'avoir une structure de la dette rendant un défaut stratégique moins intéressant.<sup>3</sup> Pour ce faire, elles s'endettent auprès de multiples créanciers et adoptent des règles de votes rendant plus complexe la vente d'actifs ou la restructuration.

Malgré les différences entre la dette souveraine et la dette privée, ces conclusions nous paraissent offrir une certaine pertinence pour la compréhension des clauses dans le contexte de la dette souveraine. S'il est indubitable que la maximisation de la valeur de liquidation n'a pas de signification dans le contexte de la dette souveraine, on peut néanmoins lui trouver une analogie dans le concept de la minimisation de la perte de réputation. Ainsi, un débiteur souverain confronté à un risque relativement important de subir une crise de liquidité devrait chercher une structure de la dette permettant une restructuration de celle-ci relativement aisée afin de minimiser le risque de perdre sa réputation. Il l'obtiendrait en cherchant une structure qui minimiserait l'acuité du problème posé par la multiplicité des créanciers. Le débiteur souverain présentant un risque élevé aurait ainsi une plus forte propension à s'endetter auprès des banques commerciales ou à émettre une dette obligataire comportant des clauses réduisant la dimension du problème posé par la multiplicité des créanciers. Ainsi, d'après cette analogie, plus la probabilité d'une crise de liquidité est élevée et plus l'existence de clauses serait profitable.

En conclusion, l'introduction de clauses facilitant notamment la représentation et la prise de décision dans les contrats de dette peut être positivement appréciée. Ces clauses devraient diminuer l'acuité du problème posé par la multiplicité des créanciers en abaissant les coûts de renégociation de la dette. Certes, comme toute institution facilitant la restructuration, elles peuvent augmenter le risque moral des débiteurs. Il convient cependant de pondérer les inconvénients résultant de l'augmentation de ce risque avec ceux découlant de la difficulté de la renégociation qui existe dans la situation actuelle. Compte tenu du *trade-off* entre facilité de restructuration et risque moral, il convient de créer une institution qui tienne compte de ces deux contraintes. Une institution qui faciliterait par trop la restructuration serait aussi peu souhaitable que l'absence d'institution. Les clauses proposées par le rapport du groupe des Dix paraissent satisfaire à ces contraintes.

#### 4. L'absence de protection officielle

Dans leur rapport, les gouvernements et banques centrales des pays réunis au sein du groupe des Dix ont annoncé que ni le pays débiteur, ni leurs créanciers ne doivent s'attendre, lors d'une crise, à être protégés des conséquences financières négatives par un financement officiel à grande échelle. La question se pose donc de savoir si cette annonce, dans le jeu entre débiteurs souverains, créanciers privés et gouvernements des pays des créanciers, est crédible. L'absence de crédibilité pourrait conduire, lors d'interruption du service de la dette, à des situations bloquées car débiteurs et créanciers, au lieu de se mettre activement à la recherche d'une solution, attendront que les gouvernements des créanciers se portent à l'aide des débiteurs souverains.

Dans un modèle avec un débiteur souverain, un créancier et son gouvernement, Bulow et Rogoff (1989) montrent que le gouvernement du créancier ne peut s'engager de façon crédible à rester

<sup>3</sup> Par défaut stratégique, on entend une situation dans laquelle le débiteur pourrait faire face à ses obligations mais choisit volontairement de ne pas le faire afin de tenter d'obtenir de la part de ses créanciers de meilleures conditions.

en dehors de la négociation de restructuration. Pour aboutir à ce résultat, ils s'appuient essentiellement sur l'hypothèse que le créancier privé est à même d'imposer des sanctions commerciales au pays débiteur. Ces sanctions sont le résultat des actions judiciaires menées par le créancier auprès des tribunaux de son pays. Ces actions ont pour effet d'empêcher les échanges commerciaux entre le pays débiteur et le pays créancier. Si les échanges commerciaux entre ces deux pays sont suffisamment importants, le gouvernement du pays du créancier aura une forte incitation à faciliter les accords de restructuration en faisant des paiements compensatoires (*sidepayments*) afin d'éviter que les autres agents – importateurs et exportateurs – du pays de résidence du créancier ne soient affectés par ces sanctions. Ces auteurs apportent donc une réponse négative à la question de la crédibilité d'une annonce de non-intervention. Cette réponse doit être qualifiée.

Le modèle de Bulow et Rogoff (1989) considère un jeu ne comportant qu'un seul épisode (*one-shot game*). Cependant, il convient de considérer aussi la conséquence de l'action du gouvernement sur le comportement des acteurs dans les épisodes ultérieurs. Cette conséquence tient essentiellement en une augmentation du risque moral. En se déclarant prêt à offrir des paiements compensatoires lorsqu'un débiteur souverain a des difficultés de paiements, le gouvernement crée un risque moral qui augmente la probabilité de réalisation dans le futur d'un défaut aussi bien chez ce débiteur que chez les autres débiteurs. Une telle déclaration peut prendre plusieurs formes. Elle peut consister en une assurance explicite sous la forme de la création d'une institution facilitant la restructuration de la dette. Elle peut aussi être implicite: en procédant à un sauvetage financier, le gouvernement annonce implicitement qu'il est prêt à faire des paiements compensatoires. En présence d'une telle assurance, les créanciers prêtent des fonds sans tenir suffisamment compte des risques que ces opérations impliquent naturellement et les débiteurs sont incités à adopter des politiques trop expansives, incompatibles à long terme avec le respect de leurs engagements extérieurs. Ainsi, la prise en compte de l'augmentation du risque moral induite par l'action du gouvernement du créancier affai-

blit les conclusions de Bulow et Rogoff en augmentant le coût total d'une politique d'intervention.

Les gouvernements en annonçant ne pas vouloir effectuer de sauvetages des créanciers privés émettent un signal. Ce signal sera crédible s'il est coûteux. Un tel coût apparaîtra si le comportement effectivement adopté devait ne pas correspondre pas à celui annoncé par le signal. Ce coût consiste en une perte de réputation; il se rencontre notamment dans les modèles d'annonces de politique monétaire ou d'imposition du capital (Persson et Tabellini, 1990). Dans le jeu qui nous préoccupe, si les gouvernements ne veulent pas perdre leur réputation, ils chercheront à l'avenir à se comporter comme ils l'ont annoncé. La prise en compte de l'effet sur la réputation des gouvernements d'une politique de sauvetage financier alors même qu'une politique de non-intervention a été annoncée accroît le coût d'une politique activiste.

En conclusion, si les gouvernements des pays de résidence des créanciers peuvent trouver dans certaines circonstances un bénéfice à intervenir en cas de défaut de paiement d'un débiteur souverain, les coûts d'une telle action ne doivent pas être sous-estimés. Ces coûts proviennent de la prise en compte du risque moral induit par l'action du gouvernement ainsi que de la perte de la réputation qui suivrait une politique activiste alors même qu'une politique de non-intervention a été annoncée. L'annonce contenue dans le rapport du groupe des Dix gagnera encore en crédibilité si, lors de la prochaine crise, les intentions qui y sont décrites seront confirmées par des actions appropriées.

Certes, dans la discussion publique, notamment lors de la crise des années quatre-vingts, il a moins été question de la protection des échanges, comme dans le modèle ci-dessus, que de la préservation de la stabilité du système bancaire comme justification à l'intervention du gouvernement. Ainsi, selon Dooley (1994), durant les années quatre-vingts, un certain sauvetage financier (*bailout*) des créanciers bancaires s'est produit; durant cet épisode, les gouvernements des pays industrialisés sont intervenus en procurant des fonds aux pays débiteurs afin qu'ils puis-

sent continuer d'assurer le service de leur dette: étant donné un flux de paiements donné, tout crédit supplémentaire accordé à un débiteur est en fait un paiement à ses créanciers. Si l'on accepte ce point de vue, il convient aussi de constater que la nouvelle structure de l'endettement international caractérisée par un rôle plus modeste de la dette bancaire a diminué le bénéfice d'une politique d'intervention pour les gouvernements des pays industrialisés. En effet, le coût systémique de difficultés financières apparaissant dans le secteur non-bancaire est moins important que lorsque des difficultés similaires apparaissent dans le secteur bancaire. De fait, durant les épisodes de défaut des années trente, les gouvernements sont restés plutôt à l'écart des renégociations entre débiteurs souverains et créanciers (Eichengreen et Portes, 1989).

Par conséquent, la nouvelle structure de l'endettement international a encore fait dire à Dooley en 1994 (p. 40) qu'un sauvetage financier des créanciers ne devrait pas se reproduire à l'avenir. On pourrait rétorquer que l'attitude adoptée par la communauté internationale à l'égard de la menace de défaut du Mexique au début de 1995 semble démentir cette assertion. Il convient cependant de remarquer que ce pays constitue un cas particulier en raison de sa proximité avec les Etats-Unis et de la primauté des liens qui unissent ces deux nations (voir, par exemple, Lipson, 1989, p. 212). Ainsi, le Mexique a toujours bénéficié d'un traitement de faveur. Il n'est par conséquent pas possible de généraliser à partir de l'expérience faite avec la dette mexicaine. Ceci constitue un message supplémentaire du rapport du groupe des Dix.

## **5. La politique de prêt du Fonds monétaire international**

Le rapport du groupe des Dix prend note de la politique actuelle du Fonds monétaire international qui prévoit que, dans des circonstances exceptionnelles, des prêts peuvent être accordés afin de soutenir des programmes d'ajustement avant qu'un accord complet et définitif pour le règlement des arriérés ne soit établi entre un débiteur souverain et ses créanciers privés. Le rapport avance ensuite qu'il serait opportun que le Con-

seil d'administration du Fonds monétaire international réétudie sa politique actuelle dans ce domaine et examine si le champ de son application pourrait être étendu à d'autres formes de dette qui ne sont actuellement pas couvertes par sa politique, tout en observant la prudence nécessaire et en respectant une stricte conditionnalité.

La pratique habituelle du Fonds monétaire international consiste à n'accorder des prêts qu'à des pays ne présentant pas d'arriérés de paiements ou ayant conclu un accord avec leurs créanciers pour la restructuration de leurs dettes. Néanmoins, il est arrivé dans le passé que le Fonds déroge à cette règle. Cela s'est produit notamment à la fin des années quatre-vingts, lors des négociations de restructuration de la dette entre certains pays en développement et les banques commerciales internationales. Le Fonds a recouru à cette pratique lorsqu'un pays, ayant adopté un programme de stabilisation économique, menait des négociations avec ses créanciers afin de restructurer sa dette et que ceux-ci retardaient l'aboutissement des négociations afin de pouvoir obtenir le maximum de concessions possibles de sa part. Le Fonds en accordant un prêt soulageait la pression que les créanciers exerçaient sur le débiteur. En d'autres termes, le Fonds affaiblissait la force des créanciers dans la guerre d'usure qui les opposait à leur débiteur. Ce faisant, le Fonds prenait fait et cause pour le débiteur de deux façons. Il apportait une certaine légitimation *ex post* à l'interruption du service de la dette et il cautionnait *ex ante* le plan de restructuration de la dette sur la base des perspectives ouvertes par l'adoption d'un programme d'ajustement économique. La question la plus immédiate que cette proposition suscite est celle de l'opportunité de l'extension de la pratique de crédit du Fonds monétaire international.

Les conséquences de la politique du Fonds monétaire international consistant à prêter des fonds à des pays présentant des arriérés de paiements sont explicitement analysées par Wells (1993). Dans un modèle de renégociation de la dette entre un débiteur et son créancier, il analyse les effets de la pratique de prêt du FMI sur le processus et le résultat de la négociation. Dans ce modèle, le FMI accorde un crédit d'un montant prédéterminé et il a le choix entre rendre l'octroi

de ce crédit contingent à un accord entre le débiteur et son créancier ou à l'accorder indépendamment d'un tel accord. Le FMI ne participe cependant pas aux négociations. Sa politique de prêt influence donc de façon passive le résultat et le déroulement des négociations.

Les principales caractéristiques du jeu décrit par Wells peuvent être résumées de la façon suivante. Le débiteur n'a qu'à un seul créancier. Le débiteur refuse de rembourser sa dette. La sanction imposée par le créancier consiste à exclure le débiteur du marché international du crédit. Le jeu consiste donc à déterminer le prix auquel le débiteur rachètera (remboursera) sa dette afin de pouvoir à nouveau accéder au marché du crédit. La détermination du prix se fait après une série d'offres et de contre-offres. Le débiteur peut être plus ou moins impatient. Le créancier lui-même est dans tous les cas moins impatient que le débiteur. Le coût de la sanction sera plus élevé pour le débiteur impatient que pour le débiteur patient. Le débiteur impatient sera donc disposé à payer plus que le débiteur patient. Le créancier ne connaît pas le degré d'impatience du débiteur, c'est-à-dire le type du débiteur. Le créancier forme à cet égard une probabilité subjective. Le résultat du jeu est notamment donné par le prix de rachat et par le temps utilisé pour aboutir à un résultat.

Sans tierce partie – c'est-à-dire sans le FMI –, le jeu de négociation se déroule de la façon suivante. Si le créancier attribue à l'hypothèse que le débiteur est impatient une probabilité suffisamment élevée, il demandera le prix plus élevé possible. Si le débiteur est effectivement de ce type, il acceptera immédiatement. En revanche, si le débiteur est patient, il refusera l'offre et attendra suffisamment longtemps pour réussir à convaincre le créancier qu'il est effectivement patient et fera une contre-offre avec un prix minimum. En revanche si le créancier attribue à l'hypothèse que le débiteur est impatient une probabilité suffisamment faible, il offrira d'emblée le prix minimum et les deux types de débiteurs accepteront immédiatement l'offre.

L'entrée du FMI dans ce jeu a des conséquences bien différentes selon que le FMI rend l'octroi du crédit dépendant ou non de la réalisation d'un ac-

cord du débiteur avec son créancier. Si le FMI ne pratique pas une politique de prêt à des pays présentant des arriérés, il rend effectivement son crédit dépendant de la réalisation d'un accord du débiteur avec son créancier. L'accord acquiert donc plus de valeur pour le débiteur. Le créancier sachant cela demandera plus pour le rachat de la dette. Aussi bien le débiteur patient que le débiteur impatient accepteront de payer plus. La probabilité augmente qu'un prix élevé soit demandé. Le délai de réponse du créancier augmente, accroissant l'inefficacité du processus.

En revanche, si le FMI pratique une politique de prêt à des pays présentant des arriérés, le prix d'équilibre diminue car le créancier sait qu'il aura à affronter un adversaire plus patient qu'il ne l'aurait été sans le crédit du FMI. De même, la durée du processus de négociation diminue en ce cas. La réduction de la dette est plus importante et plus rapide dans ce cas. Il est clair que le FMI ne doit accorder qu'une part du crédit souhaité par le débiteur. En effet, si le FMI accordait tout le crédit souhaité, le débiteur n'aurait plus aucune incitation à rembourser son créancier. En outre l'octroi effectif d'un crédit n'est pas nécessaire, l'annonce crédible de l'intention d'accorder des prêts à des pays présentant des arriérés aboutit aux mêmes conclusions. Il suffit en effet que le créancier croie avoir affaire à un débiteur plus fort pour qu'il ajuste ses probabilités et donc ses offres de rachat en conséquence.

La question qui se pose dans ce contexte est celle de la robustesse de ces conclusions à la modification de l'environnement financier observée depuis le début des années nonante. Il convient d'examiner si les différences entre le jeu entre débiteurs souverains et banques commerciales et celui qui pourrait se dérouler à l'avenir entre débiteurs souverains et créanciers obligataires sont de nature à affaiblir, voire à modifier, les conclusions de Wells (1993). Il y a au moins deux différences qui nous paraissent d'importance.

Une première différence est liée aux caractéristiques de la communauté des créanciers. A la fin des années quatre-vingts, lorsque le Fonds a annoncé qu'il ferait des prêts malgré des arriérés, la communauté des créanciers était déjà organisée et était déjà dotée des institutions nécessaires

pour négocier avec les débiteurs (Club de Londres). En revanche aujourd'hui, la communauté des créanciers obligataires n'est pas organisée comme l'était celle des banques créancières. Par conséquent, le problème de la multiplicité des créanciers se pose dans le cas actuel avec plus d'acuité. En d'autres termes, l'hypothèse que le débiteur n'est confronté qu'à un seul créancier est moins inoffensive. Concrètement, cela pourrait signifier que dans la situation actuelle l'annonce par le FMI d'une politique de prêt malgré des arriérés obligataires pourrait avoir un effet incitatif contre-productif sur les créanciers. Il est possible qu'une telle annonce réduise les incitations des créanciers à établir les institutions nécessaires pour négocier avec les débiteurs s'ils savent que ceux-ci ont accès à une source de crédit hors du marché. En effet, l'existence d'une telle source de crédit diminue les coûts résultant de l'absence d'une institution facilitant la restructuration de la dette. Si ce scénario est plausible, l'annonce d'une politique de prêt malgré des arriérés obligataires irait à l'encontre du message exprimé par le rapport, à savoir que tous les créanciers, y compris les détenteurs d'avoirs obligataires, doivent accepter le principe de renégocier le montant de la dette dans le cas d'une crise de liquidité.

Une deuxième différence prend en considération le risque moral qui affecte le comportement du débiteur. Lors de la crise de la dette des années quatre-vingts, la politique de prêt malgré la présence d'arriérés de paiements n'est entrée en vigueur qu'après que les débiteurs eurent fortement ajusté leurs économies au début des années quatre-vingts. Il n'est pas certain que les pays débiteurs auraient eu une aussi forte incitation à ajuster leur économie s'ils avaient su dès le départ que le Fonds leur viendrait ultérieurement en aide. Dans le cas qui nous concerne, annoncer maintenant que le FMI pratiquera une politique de prêt en présence d'arriérés sur dettes obligataires pourrait occasionner un risque moral supplémentaire dans la mesure où le débiteur saurait maintenant déjà qu'en cas de difficultés de paiements il pourrait compter sur des crédits du FMI avant même

d'avoir obtenu un accord de restructuration avec ses créanciers obligataires. Il est clair cependant que la conditionnalité attachée aux prêts du FMI atténue ce risque.

En conclusion, ces considérations permettent de mettre en question l'utilité d'une politique de prêt à des pays présentant des arriérés de paiements dans les circonstances actuelles mais elles ne permettent pas de la rejeter. Elles montrent cependant qu'il est en tout cas impératif que le FMI ne pratique une telle politique de prêt que de façon très prudente et associée à une forte conditionnalité.

## 6. Conclusions

Les propositions avancées par le groupe des Dix paraissent dans l'ensemble opportunes et raisonnables. Premièrement, les dispositions contractuelles concernant la représentation, le vote à majorité qualifiée, ainsi que le partage, la non-discrimination et le traitement comparable, devraient avoir pour effet de diminuer l'acuité du problème que pose la multiplicité des créanciers. Elles devraient permettre de faciliter la restructuration de la dette obligataire d'un débiteur souverain confronté à une crise de liquidité sans pour autant créer de risques supplémentaires. Deuxièmement, si les gouvernements des pays de résidence des créanciers peuvent trouver un certain bénéfice à intervenir en cas de défaut de paiement d'un débiteur souverain, les coûts d'une telle action ne doivent pas être sous-estimés. Ces coûts proviennent de la prise en compte du risque moral induit par l'action des gouvernements ainsi que de la perte de la réputation qui suivrait une politique activiste alors même qu'une politique de non-intervention a été annoncée. Troisièmement, il apparaît que l'utilité d'une politique de prêt à des pays présentant des arriérés de paiements sur des dettes obligataires n'est pas clairement établie dans les circonstances actuelles. Il est donc impératif que le FMI ne pratique une telle politique que de façon très prudente et associée à une forte conditionnalité.

## Références bibliographiques

- Bolton, Patrick et David S. Scharfstein. 1996. Optimal Debt Structure and the Number of Creditors. *Journal of Political Economy* 104, 1–25.
- Bulow, Jeremy et Kenneth Rogoff. 1989. Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt. In: Jacob A. Frenkel, Michael P. Dooley et Peter Wickham (éds), *Analytical Issues in Debt*. Washington D. C.: International Monetary Fund.
- Cohen, Daniel. 1994. Growth and External Debt. In: Frederick van der Ploeg (éd.), *The Handbook of International Macroeconomics*. Oxford: Basil Blackwell.
- Cole, Harold L. et Patrick J. Kehoe. 1991. Reputation with Multiple Relationships: Reviving Reputation Models of Debt. Research Department Staff Report 137. Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Cole, Harold L., James Dow et William B. English. 1995. Default, Settlement, and Signalling: Lending Resumption in a Reputational Model of Sovereign Debt. *International Economic Review* 36, 365–385.
- Dooley, Michael P. 1994. A Retrospective on the Debt Crisis. NBER Working Paper No. 4963.
- Eaton, Jonathan et Raquel Fernandez. 1995. Sovereign Debt. NBER Working Paper No. 5131. Préparé pour: Gene M. Grossman et Kenneth S. Rogoff (éds), *Handbook of International Economics*, vol. 3. Amsterdam: North-Holland.
- Eaton, Jonathan et Mark Gersovitz. 1981. Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. *Review of Economic Studies* 48, 289–309.
- Eichengreen, Barry et Richard Portes. 1989. After the Deluge: Default, Negotiation, and Readjustment during the Interwar Years. In: Barry Eichengreen et Peter H. Lindert (éds), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. Cambridge: MIT Press.
- Eichengreen, Barry et Richard Portes. 1995. Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors. London: Centre for Economic Policy Research.
- Fernandez-Ansola, Juan Jose et Thomas Laurssen. 1995. Historical Experience with Bond Financing to Developing Countries. Working Paper 95/27. International Monetary Fund.
- Grossman, Herschel I. et John B. Van Huyck. 1988. Sovereign Debt as a Contingent Claim: Excusable Default, Repudiation, and Reputation. *The American Economic Review* 78, 1088–1097.
- Group of Ten. 1996. The Resolution of Sovereign Liquidity Crises. A report to the Ministers and Governors prepared under the auspices of the Deputies.
- Lipson, Charles. 1989. International Debt National Security: Comparing Victorian Britain and Postwar America. In: Barry Eichengreen et Peter H. Lindert (éds), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*. Cambridge: MIT Press.
- Persson, Torsten et Guido Tabellini. 1990. *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*. Chur: Harwood Academic Publishers.
- Wells, Robin. 1993. Tolerance of Arrearages: How IMF Loan Policy Can Effect Debt Reduction. *The American Economic Review* 83, 621–633.

## Annexe

### **Conclusions du rapport du groupe des Dix<sup>4</sup>**

*First, it is essential to maintain the basic principles that the terms and conditions of all debt contracts are to be met in full and that market discipline must be preserved. However, in exceptional cases, a temporary suspension of debt payments by the debtor may be unavoidable as part of the process of crisis resolution and as a way of gaining time to put in place a credible adjustment programme.*

*Second, neither debtor countries nor their creditors should expect to be insulated from adverse financial consequences by the provision of large-scale official financing in the event of a crisis. Markets are equipped, or should be equipped, to assess the risks involved in lending to sovereign borrowers and to set the prices and other terms of the instruments accordingly. There should be no presumption that any type of debt will be exempt from payments suspensions or restructurings in the event of a future sovereign liquidity crisis.*

*Third, current flexible, case-by-case practices and procedures, as they have evolved over the years, are an appropriate starting point for approaches to sovereign liquidity crisis. They emphasise the importance of adjustment efforts of the debtor country and place principal responsibility for workouts on the debtors and creditors, with the debtor country having primary responsibility for setting the process on a co-operative footing. Improvements in practices and procedures should continue to be evolutionary.*

*Fourth, international bankruptcy procedures and other formal arrangements do not appear to provide, in current circumstances or in the foreseeable future, a feasible or appropriate way of dealing with sovereign liquidity crisis. However, further study by private sector entities may be warranted.*

*Fifth, further consideration should be given in appropriate forums to ways in which financial systems in emerging market economies could be strengthened in order to reduce the risks they might pose in the event of a sovereign liquidity crisis.*

*Sixth, a market-led process to develop for inclusion in sovereign debt instruments contractual provisions that facilitate consultation and cooperation between debtors and their private creditors, as well as within the creditor community, in the event of crisis would be desirable. Market initiatives would deserve official support as appropriate.*

*And seventh, note was taken of current policies of the IMF that provide, under exceptional circumstances, for lending in support of effective adjustment programmes prior to full and final resolution of a sovereign borrower's arrears to private creditors. It would be advisable for the IMF Executive Board to review existing policy in this area and to consider whether the scope of its application should be extended to other forms of debt not now covered, while remaining mindful of the need for prudence and the maintenance of strict conditionality.*

---

<sup>4</sup> Group of Ten, 1996, pp. i-ii.



# Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1995

---

## 1. Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland

### **Kapitalexporte**

Die Kapitalexporte für Direktinvestitionen im Ausland gingen im Jahre 1995 um 0,4 Mrd. auf 14,4 Mrd. Franken zurück. Sie lagen damit immer noch deutlich über dem Durchschnitt der letzten 5 Jahre von 11,8 Mrd. Franken. Der Rückgang ist auf geringere Kapitalabflüsse für Übernahmen und Kapitalerhöhungen zurückzuführen, die sich um 1,6 Mrd. auf 9,6 Mrd. Franken verminderten. Die reinvestierten Erträge im Ausland stiegen um 0,2 Mrd. auf 3,7 Mrd. Franken. Diese Mittel stammten aus den zurückbehaltenen Gewinnen der Tochtergesellschaften im Ausland.

Die Kapitalexporte im Jahre 1995 konzentrierten sich stark auf die Vereinigten Staaten, Deutschland, Belgien und auf die Niederlande, die zusammen zwei Drittel der Mittel auf sich vereinten. Die Kapitalexporte in die Vereinigten Staaten stiegen auf 6 Mrd. Franken und erreichten den höchsten Wert seit 1985. Das Kapital diente hauptsächlich der Finanzierung von Übernahmen, die bereits im Vorjahr getätigt worden waren. Die Kapitalexporte nach Grossbritannien und Frankreich sanken markant. Im Vorjahr hatten Übernahmen der Banken bzw. der Industriefirmen die Kapitalexporte in diese Länder stark steigen lassen. Die Kapitalexporte nach Deutschland übertrafen erstmals seit 1989 wieder den Betrag von einer Milliarde Franken. Die Kapitalexporte nach Mittel- und Osteuropa verdreifachten sich auf 0,9 Mrd. Franken und gingen praktisch ausschliesslich in die Tschechische Republik (0,6 Mrd.) und nach Polen (0,2 Mrd.).

Nach Branchen gegliedert verminderten sich die Kapitalexporte der Gruppen «Chemie und Kunststoffe» sowie der «Banken». Trotz des Rückgangs tätigte die Chemie- und Kunststoffindustrie im Jahre 1995 wie in den beiden Vorjahren von allen Branchen am meisten Kapitalexporte. Bei den

Finanz- und Holdinggesellschaften floss Kapital in die Schweiz zurück, weil die ausländisch beherrschten Finanz- und Holdinggesellschaften das Kapital ihrer Tochtergesellschaften im Ausland um eine Milliarde Franken abbauten. Die Kapitalexporte der Branchen «Handel» und «Versicherungen» stiegen im Jahre 1995 kräftig.

### **Kapitalbestand**

Der Kapitalbestand schweizerischer Unternehmen im Ausland wuchs im Jahre 1995 um 11,2% auf 164,3 Mrd. Franken. Rund die Hälfte des Kapitalbestandes befand sich in den westeuropäischen Ländern, ein Viertel entfiel auf die Vereinigten Staaten. Von den übrigen Regionen fallen noch Lateinamerika mit einem Anteil von 15% und Asien mit 6% ins Gewicht. Der Kapitalbestand zeigt deutlicher als die jährlichen Kapitalexporte die relative Bedeutung eines Standortes für die schweizerischen Investoren, da er die Entwicklung der Direktinvestitionstätigkeit über einen längeren Zeitraum widerspiegelt. Zwischen 1985 und 1995 gewannen die Standorte Europa und Lateinamerika zulasten der Vereinigten Staaten. Der Anteil der Kapitalbestände in den USA verminderte sich wechsellkursbedingt innerhalb von 10 Jahren von gut 30% auf knapp 25%. Der Anstieg des lateinamerikanischen Anteils ist im wesentlichen auf die Rolle der Karibik als Drehscheibe für die Direktinvestitionen zurückzuführen. Der Anteil Lateinamerikas ohne Karibik ist in den letzten 10 Jahren deutlich gesunken. In den Jahren 1985–1995 verschob sich das Gewicht vom Industrie- zum Dienstleistungssektor. Innerhalb von 10 Jahren stieg der Anteil der Dienstleistungsbranchen am Kapitalbestand von 20% auf 50% an.

### **Personal**

Der Personalbestand der schweizerischen Tochtergesellschaften im Ausland nahm im Jahre 1995 um 3% oder 42 000 Personen auf 1,44 Mio. Personen zu. Im Vergleich zum Vorjahr schwächte

sich die Zunahme leicht ab. Seit 1986 stieg die Zahl der im Ausland beschäftigten Personen im Durchschnitt um 5,7%. (In der Zuwachsrate von 5,7% ist die statistisch bedingte Zunahme von 1993 infolge des grösseren Erhebungskreises nicht enthalten.) Von 10 Branchengruppen wiesen 7 höhere Personalbestände im Ausland aus als im Vorjahr. Zu den grössten Arbeitgebern im Ausland zählt die Branchengruppe «Nahrungsmittel und übrige Industrie» mit rund 294 000 Beschäftigten im Ausland; die Branchengruppe «Elektronik, Energie Optik und Uhren» beschäftigte 260 000 Personen.

Nach Regionen gegliedert nahm der Personalbestand in Mittel- und Osteuropa (44,4%) und in Asien (18,6%) besonders stark zu. Dagegen verminderte sich der Personalbestand in Westeuropa (-0,5%) und in Nordamerika (-4,5%).

## 2. Die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz

### Kapitalimporte

Die Kapitalimporte für Direktinvestitionen in der Schweiz gingen im Jahre 1995 um fast die Hälfte auf 2,6 Mrd. Franken zurück. Wie bereits in den Vorjahren überdeckten die von Jahr zu Jahr stark schwankenden Kapitalbewegungen der ausländischen Finanz- und Holdinggesellschaften die Entwicklung bei den übrigen Branchen. Ohne die Finanz- und Holdinggesellschaften stiegen die Kapitalimporte um 1,5 Mrd. auf 3,4 Mrd. Franken.

Kapitalimporte (in Mrd. Franken)	1993	1994	1995
Total	-0,1	4,6	2,6
davon ausländische Finanz- und Holdinggesellschaften	-0,9	1,7	-0,8
Total ohne ausländische Finanz- und Holdinggesellschaften	0,8	1,9	3,4

Die Kapitalimporte aus Westeuropa betragen im Jahre 1995 2,5 Mrd. gegenüber 2,3 Mrd. Franken im Vorjahr. Die Kapitalimporte aus den Niederlanden nahmen markant von 0,4 Mrd. auf 1,9 Mrd. Franken zu. Frankreich und Italien dagegen zogen Kapital aus der Schweiz ab. Die Kapitalzuflüsse

aus den Vereinigten Staaten gingen von 2,5 Mrd. auf 0,4 Mrd. Franken zurück. Japan zog erneut Kapital aus der Schweiz ab (0,3 Mrd.).

Die Kapitalimporte, die in Industrieunternehmen flossen, stiegen um 0,3 Mrd. auf 1,4 Mrd. Franken. Die Direktinvestitionen im Dienstleistungssektor sanken dagegen massiv um über 2 Mrd. auf 1,2 Mrd. Franken. Die Direktinvestitionen in der Bankbranche nahmen stark ab. Die Finanz- und Holdinggesellschaften sowie die Handelsgesellschaften zahlten sogar Kapital ans Ausland zurück.

### Kapitalbestand

Der ausländische Kapitalbestand in der Schweiz erhöhte sich im Jahre 1995 um 2,9% auf 65,7 Mrd. Franken. Zwei Drittel des Bestandes befinden sich in der Hand von westeuropäischen Unternehmen, und ein Viertel entfällt auf amerikanische Unternehmen. Alle Branchengruppen mit Ausnahme der Banken wiesen im Jahre 1995 höhere Bestände aus als im Vorjahr. Die Abnahme bei den Banken ist eine Folge der Umteilung der bis Ende 1994 dem Bankengesetz unterstellten Finanzgesellschaften zur Gruppe der Finanz- und Holdinggesellschaften. Ohne diese Reklassierung weisen die Banken ebenfalls einen leichten Zuwachs aus, hingegen geht der Kapitalbestand der Finanz- und Holdinggesellschaften zurück.

## 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 usw.) 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 Kapitalbestandes 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) usw. 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 Kapitalexporte 1)**

(in Millionen Franken)

	1993	1994 r	1995 p		1993	1994 r	1995 p
<b>1. Industrieländer</b>	<b>9600</b>	<b>14290</b>	<b>13961</b>	<b>2. Schwellenländer</b>	<b>1293</b>	<b>863</b>	<b>-55</b>
<b>EU</b>	<b>2697</b>	<b>6873</b>	<b>6207</b>	<b>Asien</b>	<b>710</b>	<b>760</b>	<b>-242</b>
Belgien	889	-551	1042	Hongkong	300	420	-547
Dänemark	-3	166	21	Korea (Süd-)	12	29	19
Deutschland	-245	784	1171	Malaysia	104	8	17
Finnland	2)	2)	56	Philippinen	74	14	-8
Frankreich	1451	1287	127	Singapur	127	110	175
Griechenland	26	95	54	Taiwan	70	93	61
Irland	215	191	346	Thailand	23	86	41
Italien	-281	148	424	<b>Lateinamerika</b>	<b>582</b>	<b>103</b>	<b>186</b>
Luxemburg	137	412	200	Argentinien	46	47	28
Niederlande	-550	1078	1143	Brasilien	308	-54	127
Österreich	2)	2)	89	Chile	106	27	35
Portugal	-22	34	27	Mexiko	122	84	-3
Schweden	2)	2)	85				
Spanien	-122	-81	572	<b>3. Entwicklungsländer</b>	<b>2056</b>	<b>-392</b>	<b>487</b>
Vereinigtes Königreich 3)	1202	3309	851	<b>Afrika</b>	<b>25</b>	<b>54</b>	<b>25</b>
<b>EFTA</b>	<b>593</b>	<b>1174</b>	<b>41</b>	<i>davon</i>			
<i>davon</i>				Ägypten	12	33	34
Österreich	246	557	4)	Elfenbeinküste	-10	-6	6
Schweden	69	535	4)	Marokko	6	-1	8
<b>Mittel- und Osteuropa</b>	<b>162</b>	<b>334</b>	<b>901</b>	Nigeria	6	14	-2
<i>davon</i>				<b>Asien, Ozeanien</b>	<b>140</b>	<b>246</b>	<b>459</b>
Kroatien	6	14	4	<i>davon</i>			
Polen	38	159	236	China	32	168	342
Russische Föderation	-8	56	37	Indien	56	31	13
Tschechische Republik	54	34	573	Indonesien	21	15	46
Ungarn	34	52	31	Libanon	-27	3	9
<b>Übriges Europa</b>	<b>32</b>	<b>24</b>	<b>121</b>	Pakistan	3	-17	23
<i>davon</i>				Saudi-Arabien	2	33	4
Türkei	41	-8	96	Vereinigte Arabische Emirate	7	10	3
<b>Nordamerika</b>	<b>5722</b>	<b>6105</b>	<b>5934</b>	<b>Lateinamerika (inkl. Karibik)</b>	<b>1891</b>	<b>-692</b>	<b>2</b>
Kanada	407	825	-166	<i>davon</i>			
Vereinigte Staaten	5315	5280	6100	Costa Rica	-3	-16	45
<b>Übrige Industrieländer</b>	<b>394</b>	<b>-220</b>	<b>756</b>	Ecuador	15	4	11
Japan	88	-268	-35	Guatemala	19	-5	4
Südafrika	37	48	151	Kolumbien	19	90	7
Australien	273	-6	609	Panama	17	442	83
Neuseeland	-4	7	31	Peru	2	9	19
				Uruguay	40	56	92
				Venezuela	46	-1	-5
				<b>Total</b>	<b>12949</b>	<b>14761</b>	<b>14392</b>

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 (Jahresende)**

(in Millionen Franken)

	1993	1994 r	1995 p
<b>1. Industrieländer</b>	<b>105413</b>	<b>118579</b>	<b>132520</b>
<b>EU</b>	<b>61133</b>	<b>66589</b>	<b>78234</b>
Belgien	3417	3209	3891
Dänemark	498	799	551
Deutschland	12214	12436	13507
Finnland	1)	1)	868
Frankreich	12593	12849	12538
Griechenland	316	402	417
Irland	1596	1748	2569
Italien	5370	4957	5314
Luxemburg	2829	3285	3454
Niederlande	7929	9149	11248
Österreich	1)	1)	2488
Portugal	449	579	663
Schweden	1)	1)	3044
Spanien	2788	2672	3220
Vereinigtes Königreich 2)	11134	14506	14463
<b>EFTA</b>	<b>5788</b>	<b>6293</b>	<b>717</b>
davon			
Österreich	2312	2526	3)
Schweden	2158	2030	3)
<b>Mittel- und Osteuropa</b>	<b>699</b>	<b>994</b>	<b>1887</b>
davon			
Kroatien	39	77	99
Polen	128	276	485
Russische Föderation	10	6	62
Tschechische Republik	234	198	831
Ungarn	137	193	207
<b>Übriges Europa</b>	<b>388</b>	<b>547</b>	<b>579</b>
davon			
Türkei	308	271	414
<b>Nordamerika</b>	<b>30488</b>	<b>36967</b>	<b>43990</b>
Kanada	3283	4320	3458
Vereinigte Staaten	27205	32647	40532
<b>Übrige Industrieländer</b>	<b>6918</b>	<b>7190</b>	<b>7115</b>
Japan	3974	4154	3597
Südafrika	817	761	883
Australien	1964	2102	2467
Neuseeland	163	173	168

	1993	1994 r	1995 p
<b>2. Schwellenländer</b>	<b>10560</b>	<b>12188</b>	<b>12477</b>
<b>Asien</b>	<b>3618</b>	<b>4846</b>	<b>4647</b>
Hongkong	1485	2214	1819
Korea (Süd-)	187	213	215
Malaysia	341	382	384
Philippinen	213	255	254
Singapur	606	749	911
Taiwan	381	523	541
Thailand	404	509	523
<b>Lateinamerika</b>	<b>6942</b>	<b>7342</b>	<b>7830</b>
Argentinien	443	443	491
Brasilien	4214	4605	4385
Chile	413	846	1517
Mexiko	1872	1448	1437
<b>3. Entwicklungsländer</b>	<b>19506</b>	<b>16890</b>	<b>19310</b>
<b>Afrika</b>	<b>1142</b>	<b>1152</b>	<b>1178</b>
davon			
Ägypten	114	139	157
Elfenbeinküste	96	70	84
Marokko	197	230	263
Nigeria	40	56	42
<b>Asien, Ozeanien</b>	<b>1159</b>	<b>1300</b>	<b>1609</b>
davon			
China	80	263	474
Indien	168	195	173
Indonesien	201	201	261
Libanon	79	77	88
Pakistan	109	84	106
Saudi-Arabien	218	238	191
Vereinigte Arabische Emirate	54	61	56
<b>Lateinamerika (inkl. Karibik)</b>	<b>17205</b>	<b>14438</b>	<b>16524</b>
davon			
Costa Rica	96	70	120
Ecuador	189	196	180
Guatemala	58	42	53
Kolumbien	414	439	552
Panama	676	1218	-348
Peru	72	76	95
Uruguay	126	144	81
Venezuela	315	217	232
<b>Total</b>	<b>135479</b>	<b>147656</b>	<b>164308</b>

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 (Jahresende)

	1993	1994 r	1995 p		1993	1994 r	1995 p
<b>1. Industrieländer</b>	<b>1096335</b>	<b>1111173</b>	<b>1120566</b>	<b>2. Schwellenländer</b>	<b>150813</b>	<b>182286</b>	<b>197204</b>
<b>EU</b>	<b>644848</b>	<b>619316</b>	<b>709768</b>	<b>Asien</b>	<b>56660</b>	<b>77658</b>	<b>85784</b>
Belgien	28073	26005	28348	Hongkong	10033	12540	13255
Dänemark	7980	11731	11039	Korea (Süd-)	3631	4068	4365
Deutschland	224482	211103	204404	Malaysia	8505	12791	14635
Finnland 1)	1)	1)	14005	Philippinen	7312	10560	11728
Frankreich	128486	128976	122790	Singapur	7873	7637	8590
Griechenland	5987	6238	6192	Taiwan	3075	5873	6914
Irland	3085	3177	4386	Thailand	16231	24189	26297
Italien	67335	61231	64092	<b>Lateinamerika</b>	<b>94153</b>	<b>104628</b>	<b>111420</b>
Luxemburg	1027	1353	1459	Argentinien	9017	8602	9790
Niederlande	28010	29452	28348	Brasilien	56293	63954	67409
Österreich 1)	1)	1)	41940	Chile	9351	12425	13048
Portugal	8692	11797	11399	Mexiko	19492	19647	21173
Schweden 1)	1)	1)	40338	<b>3. Entwicklungsländer</b>	<b>89572</b>	<b>102188</b>	<b>120021</b>
Spanien	50361	37394	40528	<b>Afrika</b>	<b>25450</b>	<b>27480</b>	<b>24364</b>
Vereinigtes Königreich 2)	91330	90859	90500	<i>davon</i>			
<b>EFTA</b>	<b>102725</b>	<b>108932</b>	<b>14751</b>	Ägypten	8103	5630	6315
<i>davon</i>				Elfenbeinküste	1233	1214	1340
Österreich	41600	43488	3)	Marokko	2956	3560	3259
Schweden	37348	40349	3)	Nigeria	5399	4532	5297
<b>Mittel- und Osteuropa</b>	<b>34293</b>	<b>42667</b>	<b>61597</b>	<b>Asien, Ozeanien</b>	<b>32333</b>	<b>41554</b>	<b>62393</b>
<i>davon</i>				<i>davon</i>			
Kroatien	2441	2498	2903	China	4034	8620	16490
Polen	5798	9622	16744	Indien	12348	12339	21449
Russische Föderation	1371	2052	4123	Indonesien	4714	5960	8534
Tschechische Republik	14464	12260	20170	Libanon	1229	1050	1152
Ungarn	4549	7640	7766	Pakistan	3109	2919	3301
<b>Übriges Europa</b>	<b>5581</b>	<b>6595</b>	<b>6673</b>	Saudi-Arabien	2539	3169	2544
<i>davon</i>				Vereinigte Arabische Emirate	958	2056	2307
Türkei	5406	5953	6252	<b>Lateinamerika (inkl. Karibik)</b>	<b>31789</b>	<b>33154</b>	<b>33264</b>
<b>Nordamerika</b>	<b>241743</b>	<b>257472</b>	<b>245971</b>	<i>davon</i>			
Kanada	25764	26026	27446	Costa Rica	2031	2387	3233
Vereinigte Staaten	215979	231446	218525	Ecuador	2571	4111	3421
<b>Übrige Industrieländer</b>	<b>67145</b>	<b>76191</b>	<b>81806</b>	Guatemala	588	1128	1245
Japan	21661	29358	28044	Kolumbien	7643	9071	9138
Südafrika	20746	21625	25601	Panama	2922	1344	1476
Australien	21326	21965	24583	Peru	1607	1895	2213
Neuseeland	3412	3243	3578	Uruguay	659	650	693
				Venezuela	9633	8150	6831
				<b>Total</b>	<b>1336720</b>	<b>1395647</b>	<b>1437791</b>

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 1)  
(in Millionen Franken)

	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	<b>6814</b>	<b>10043</b>	<b>8838</b>
Textilien und Bekleidung	21	-8	43
Chemie und Kunststoffe	2876	4916	3273
Metalle und Maschinen	569	1375	1423
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	636	1116	1086
Nahrungsmittel, übrige Industrien und Bau	2711	2645	3013
<b>Dienste</b>	<b>6135</b>	<b>4718</b>	<b>5553</b>
Handel	1807	605	1674
Finanz- und Holdinggesellschaften	1695	380	-490
<i>davon ausländisch beherrschte Finanz- und Holdinggesellschaften 2)</i>	1360	32	-1035
Banken	417	1494	1308
Versicherungen	2194	1487	2209
Übrige Dienste	21	752	852
<b>Total</b>	<b>12949</b>	<b>14761</b>	<b>14392</b>

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  
(in Millionen Franken)

	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	<b>66593</b>	<b>70857</b>	<b>82723</b>
Textilien und Bekleidung	648	830	923
Chemie und Kunststoffe	25614	25481	31794
Metalle und Maschinen	9618	10163	10679
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	12476	14139	16098
Nahrungsmittel, übrige Industrien und Bau	18237	20244	23229
<b>Dienste</b>	<b>68886</b>	<b>76800</b>	<b>81585</b>
Handel	8460	9321	10572
Finanz- und Holdinggesellschaften	27658	29989	28065
<i>davon ausländisch beherrschte Finanz- und Holdinggesellschaften 1)</i>	24755	26520	-1035
Banken	10815	13293	14072
Versicherungen	17697	19170	23567
Übrige Dienste	4256	5027	5309
<b>Total</b>	<b>135479</b>	<b>147656</b>	<b>164308</b>

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**

	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	<b>837575</b>	<b>902534</b>	<b>921364</b>
Textilien und Bekleidung	20673	45179	44697
Chemie und Kunststoffe	173590	185242	175832
Metalle und Maschinen	131973	140435	147448
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	246464	263601	259728
Nahrungsmittel, übrige Industrien und Bau	264875	268077	293659
<b>Dienste</b>	<b>499145</b>	<b>493113</b>	<b>516427</b>
Handel	86847	80290	84802
Finanz- und Holding- gesellschaften	230152	232716	235978
<i>davon ausländisch beherrschte Finanz- und Holdinggesellschaften 1)</i>	211468	215878	218278
Banken	17218	18110	23084
Versicherungen	72238	64561	66312
Übrige Dienste	92690	97436	106251
<b>Total</b>	<b>1336720</b>	<b>1395647</b>	<b>1437791</b>

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

p provisorisch

r revidiert

**Tabelle 1.7**  
**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland**  
**Kapitalexport 1) nach Kapitalart**  
(in Millionen Franken)

	Kredite			Eigenkapital						Total		
	1993	1994 r	1995 p	Reinvestierte Erträge			Übriges Eigenkapital			1993	1994 r	1995 p
<b>Industrielländer</b>	<b>1500</b>	<b>-1008</b>	<b>2496</b>	<b>2672</b>	<b>2009</b>	<b>2941</b>	<b>5428</b>	<b>13288</b>	<b>8523</b>	<b>9600</b>	<b>14290</b>	<b>13961</b>
EU	-641	-605	1139	924	164	1225	2415	7314	3843	2697	6873	6207
EFTA	-14	202	2	388	624	36	220	349	3	593	1174	41
Mittel-, Osteuropa	43	70	29	8	13	-53	112	251	925	162	334	901
Übriges Europa	12	-12	21	-5	2	28	26	34	72	32	24	121
Nordamerika	2327	-615	1030	1396	1095	1625	1999	5625	3279	5722	6105	5934
Übrige Industrieländer 2)	-226	-48	275	-38	113	79	658	-285	402	394	-220	756
<b>Schwellenländer</b>	<b>21</b>	<b>597</b>	<b>-542</b>	<b>592</b>	<b>800</b>	<b>289</b>	<b>680</b>	<b>-535</b>	<b>197</b>	<b>1293</b>	<b>863</b>	<b>-55</b>
Asien 3)	-7	566	-519	362	254	198	355	-60	80	710	760	-242
Lateinamerika 4)	28	31	-23	230	547	92	325	-475	118	582	103	186
<b>Übrige Entwicklungsländer</b>	<b>-612</b>	<b>471</b>	<b>-868</b>	<b>1667</b>	<b>648</b>	<b>481</b>	<b>1001</b>	<b>-1510</b>	<b>874</b>	<b>2056</b>	<b>-392</b>	<b>487</b>
Afrika	3	8	1	-40	5	-20	62	41	44	25	54	25
Asien, Ozeanien	33	95	31	55	53	-4	52	98	432	140	246	459
Lateinamerika 5)	-648	368	-900	1652	590	504	888	-1650	398	1891	-692	2
<b>Total</b>	<b>909</b>	<b>61</b>	<b>1087</b>	<b>4931</b>	<b>3457</b>	<b>3711</b>	<b>7109</b>	<b>11244</b>	<b>9594</b>	<b>12949</b>	<b>14761</b>	<b>14392</b>

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**  
**Kapitalimport nach Herkunftsländern 1)**  
(in Millionen Franken)

	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrielländer</b>	<b>-428</b>	<b>4572</b>	<b>2555</b>
<b>EU</b>	<b>-743</b>	<b>1784</b>	<b>2465</b>
<i>davon</i>			
Belgien	59	47	23
Dänemark	-19	-2	0
Deutschland	-156	777	390
Frankreich	125	232	-33
Italien	-373	22	-65
Luxemburg	-60	374	179
Niederlande	-246	406	1884
Österreich	2)	2)	30
Schweden	2)	2)	374
Spanien	1	6	7
Vereinigtes Königreich	-76	-68	133
<b>EFTA</b>	<b>117</b>	<b>540</b>	<b>0</b>
<i>davon</i>			
Österreich	95	-13	3)
Schweden	45	543	3)
<b>Übriges Europa</b>	<b>10</b>	<b>-2</b>	<b>42</b>
<i>davon</i>			
Türkei	8	5	12
<b>Nordamerika</b>	<b>10</b>	<b>2273</b>	<b>363</b>
Kanada	122	-177	16
Vereinigte Staaten	-112	2450	346
<b>Übrige Industrieländer</b>	<b>178</b>	<b>-23</b>	<b>-315</b>
<i>davon</i>			
Japan	178	-23	-315
<b>Schwellenländer</b>	<b>37</b>	<b>-10</b>	<b>16</b>
<b>Entwicklungsländer</b>	<b>268</b>	<b>42</b>	<b>14</b>
Afrika	2	2	2
Asien	144	43	41
<i>davon</i>			
Israel	34	22	36
Lateinamerika (inkl. Karibik)	123	-4	-29
<b>Total</b>	<b>-123</b>	<b>4604</b>	<b>2585</b>

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

2) bis 1994 Mitglied der EFTA

3) ab 1995 Mitglied der EU

p provisorisch

r revidiert

**Tabelle 2.2**
**Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz**  
**Kapitalbestand nach Herkunftsländern (Jahresende)**  
(in Millionen Franken)

	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrielländer</b>	<b>55946</b>	<b>62667</b>	<b>64668</b>
<b>EU</b>	<b>34925</b>	<b>39333</b>	<b>44809</b>
<i>davon</i>			
Belgien	439	401	449
Dänemark	185	165	153
Deutschland	6601	7948	7816
Frankreich	10160	9532	9903
Italien	5920	5550	5481
Luxemburg	362	1634	1844
Niederlande	8133	11033	11807
Österreich	1)	1)	357
Schweden	1)	1)	3503
Spanien	240	177	183
Vereinigtes Königreich	2860	2696	3042
<b>EFTA</b>	<b>3344</b>	<b>3726</b>	<b>21</b>
<i>davon</i>			
Österreich	211	211	2)
Schweden	2783	3157	2)
<b>Übriges Europa</b>	<b>162</b>	<b>152</b>	<b>195</b>
<i>davon</i>			
Türkei	68	78	79
<b>Nordamerika</b>	<b>13975</b>	<b>15856</b>	<b>16382</b>
Kanada	446	330	333
Vereinigte Staaten	13530	15526	16049
<b>Übrige Industrieländer</b>	<b>3540</b>	<b>3600</b>	<b>3262</b>
<i>davon</i>			
Japan	3538	3600	3262
<b>Schwellenländer</b>	<b>73</b>	<b>47</b>	<b>65</b>
<b>Entwicklungsländer</b>	<b>1258</b>	<b>1114</b>	<b>929</b>
Afrika	57	59	61
Asien	753	693	588
<i>davon</i>			
Israel	363	306	397
Lateinamerika (inkl. Karibik)	448	362	280
<b>Total</b>	<b>57277</b>	<b>63827</b>	<b>65662</b>

1) bis 1994 Mitglied der EFTA

2) ab 1995 Mitglied der EU

p provisorisch

r revidiert

**Tabelle 2.3****Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz****Kapitalimport 1)**

(in Millionen Franken)

	Total			davon EU und EFTA			davon Nordamerika		
	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	<b>-3</b>	<b>1074</b>	<b>1368</b>	<b>-42</b>	<b>762</b>	<b>1131</b>	<b>69</b>	<b>314</b>	<b>215</b>
Chemie und Kunststoffe	122	378	231	29	190	71	123	191	160
Metalle und Maschinen	-100	-20	-30	-99	-19	-29	0	0	-1
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	18	645	482	33	528	402	-15	117	80
Übrige Industrien und Bau	-43	71	686	-5	64	687	-39	7	-24
<b>Dienste</b>	<b>-120</b>	<b>3530</b>	<b>1217</b>	<b>-583</b>	<b>1562</b>	<b>1334</b>	<b>-59</b>	<b>1959</b>	<b>148</b>
Handel	24	820	-32	-68	129	404	80	770	-38
Finanz- und Holdinggesellschaften	-889	1741	-765	-538	735	-824	-440	986	68
Banken 2)	537	556	79	29	503	-112	82	-20	48
Versicherungen und übrige Dienste	208	414	1935	-6	195	1866	219	222	69
<b>Total</b>	<b>-123</b>	<b>4604</b>	<b>2585</b>	<b>-626</b>	<b>2324</b>	<b>2465</b>	<b>10</b>	<b>2273</b>	<b>363</b>

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. Die umgeteilten Finanzgesellschaften zahlten im Jahr 1995 80 Millionen Franken ans Ausland zurück.

p provisorisch

r revidiert

**Tabelle 2.4**  
**Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz**  
**Kapitalbestand**  
(in Millionen Franken)

	Total			davon EU und EFTA			davon Nordamerika		
	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	<b>6067</b>	<b>8457</b>	<b>9418</b>	<b>4428</b>	<b>6026</b>	<b>7208</b>	<b>1600</b>	<b>2405</b>	<b>2188</b>
Chemie und Kunststoffe	1065	2447	2372	301	795	948	725	1625	1424
Metalle und Maschinen	419	378	505	390	351	479	29	28	26
Elektronik, Energie, Optik und Uhren	3641	4496	4927	2889	4020	4430	752	476	497
Übrige Industrien und Bau	942	1136	1613	848	861	1351	94	275	241
<b>Dienste</b>	<b>51210</b>	<b>55371</b>	<b>56244</b>	<b>33841</b>	<b>37033</b>	<b>37622</b>	<b>12375</b>	<b>13452</b>	<b>14193</b>
Handel	8787	10995	11427	2778	4570	5223	5327	5842	6016
Finanz- und Holdinggesellschaften	26866	26891	28070	21865	21792	22548	4635	4768	5275
Banken 1)	14042	15421	13949	8643	9577	7996	1450	1873	1958
Versicherungen und übrige Dienste	1515	2064	2799	555	1094	1855	963	970	944
<b>Total</b>	<b>57277</b>	<b>63827</b>	<b>65662</b>	<b>38269</b>	<b>43059</b>	<b>44830</b>	<b>13975</b>	<b>15856</b>	<b>16382</b>

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. Der Kapitalbestand der umgeteilten Unternehmen betrug Ende 1995 1420 Millionen Franken.

p provisorisch

r revidiert

**Tabelle 2.5**

**Ausländische Direktinvestitionen in der Schweiz**

**Kapitalimporte 1) nach Kapitalart**

(in Millionen Franken)

	Kredite			Eigenkapital						Total		
	1993	1994 r	1995 p	Reinvestierte Erträge			Übriges Eigenkapital			1993	1994 r	1995 p
	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrielländer</b>	-1413	592	-623	915	3731	727	70	250	2452	-428	4572	2555
EU und EFTA	-639	345	-361	448	1688	396	-435	291	2430	-626	2324	2465
Mittel-, Osteuropa	0	0	0	1	1	0	1	-8	30	2	-7	30
Übriges Europa	0	-1	-1	0	6	9	8	0	4	8	5	12
Nordamerika	-751	307	-105	407	2001	377	354	-35	90	10	2273	363
Übrige Industrieländer 2)	-23	-59	-157	59	35	-55	143	1	-103	178	-23	-315
<b>Schwellenländer</b>	-5	-3	0	2	-6	9	40	0	8	37	-10	16
<b>Entwicklungsländer</b>	8	-13	-39	49	55	48	211	-1	5	268	42	14
Mittlerer Osten	0	0	0	46	39	37	95	-1	3	140	39	40
Übrige Entwicklungsländer	8	-13	-39	4	16	11	117	0	2	128	3	-26
<b>Total</b>	<b>-1411</b>	<b>575</b>	<b>-662</b>	<b>967</b>	<b>3780</b>	<b>784</b>	<b>321</b>	<b>249</b>	<b>2464</b>	<b>-123</b>	<b>4604</b>	<b>2585</b>

1) Minus (-) bedeutet Kapitalrückfluss ins Ausland (Desinvestition).

2) Japan, Südafrika, Australien, Neuseeland

p provisorisch

r revidiert



# L'évolution des investissements directs en 1995

---

## 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 sur 14,4 milliards de francs en 1995, soit un montant inférieur de 0,4 milliard à celui de 1994. Elles étaient donc toujours nettement supérieures à la moyenne de 11,8 milliards de francs observée ces cinq dernières années. Le recul s'explique par la contraction des flux de capitaux affectés à des acquisitions d'entreprises et à des augmentations de capital de sociétés, flux qui ont passé de 11,2 milliards à 9,6 milliards de francs. Les revenus réinvestis à l'étranger se sont élevés à 3,7 milliards de francs, progressant ainsi de 0,2 milliard. Ils provenaient des bénéficiaires maintenus dans les filiales à l'étranger.

En 1995, les flux de capitaux se sont largement concentrés sur les Etats-Unis, l'Allemagne, la Belgique et les Pays-Bas, qui ont absorbé ensemble les deux tiers des fonds exportés. Le flux vers les Etats-Unis a augmenté pour atteindre 6 milliards de francs, son plus haut niveau depuis 1985. Les fonds ont servi principalement au financement d'acquisitions faites l'année précédente. Les exportations de capitaux vers le Royaume-Uni et la France ont diminué fortement. L'année précédente, les rachats d'entreprises effectués par les banques et par l'industrie avaient entraîné un gonflement des flux en direction de ces pays. Les capitaux exportés vers l'Allemagne ont franchi le seuil du milliard de francs pour la première fois depuis 1989. Le flux vers l'Europe centrale et orientale a triplé, passant à 0,9 milliard de francs; la République tchèque (0,6 milliard) et la Pologne (0,2 milliard) en ont été les grands bénéficiaires.

Ventilées par branches, les exportations de capitaux des familles «chimie et plastique» ainsi que «banques» ont régressé en 1995. L'industrie chimique et des matières plastiques n'en a pas

moins enregistré, comme au cours des deux années précédentes, le flux de capitaux le plus important de toutes les branches. Quant aux sociétés financières et holdings, elles ont rapatrié des fonds en Suisse, celles en mains étrangères ayant procédé à des désinvestissements pour un montant de un milliard de francs. Les capitaux exportés par les branches du «commerce» et des «assurances» ont marqué une progression vigoureuse en 1995.

### *Volume des capitaux d'investissement direct*

En 1995, le volume des capitaux d'investissement direct suisses à l'étranger a augmenté de 11,2% pour atteindre 164,3 milliards de francs. Près de la moitié de ce montant était investi dans les pays d'Europe occidentale et un quart aux Etats-Unis. Parmi les autres régions, l'Amérique latine avait une part de 15% et l'Asie, de 6%. Le volume des capitaux d'investissement direct fait mieux ressortir que les flux annuels l'importance relative d'un lieu d'implantation pour les investisseurs suisses. Il reflète en effet l'évolution des investissements directs sur une période prolongée. Entre 1985 et 1995, l'Europe et l'Amérique latine ont gagné en importance au détriment des Etats-Unis. En l'espace de dix ans, la part de ce dernier pays dans le volume des capitaux d'investissement direct a passé, du fait de l'évolution des cours de change, d'un peu plus de 30% à tout juste 25%. Le poids accru de l'Amérique latine est dû principalement au rôle de plaque tournante que joue la zone des Caraïbes pour les investissements directs. Sans celle-ci, la part de l'Amérique latine a nettement baissé entre 1985 et 1995. Pendant cette période, la part des entreprises de services au total des capitaux d'investissement direct a passé de 20% à 50%, alors que celle des entreprises industrielles a diminué proportionnellement.

### *Personnel*

En 1995, l'effectif du personnel des filiales étrangères d'entreprises suisses a augmenté de

3%, soit de 42 000 personnes, pour atteindre 1,44 million de personnes. La progression s'est légèrement ralentie d'une année à l'autre. Depuis 1986, le nombre des personnes occupées à l'étranger s'est accru en moyenne de 5,7% (ce chiffre ne tient pas compte du gonflement enregistré en 1993 en raison de l'extension du nombre des entreprises entrant dans la statistique). Parmi les dix familles de branches, sept ont vu l'effectif de leur personnel augmenter en 1995. La famille «alimentation et autres industries», qui comptait en 1995 quelque 294 000 personnes hors de nos frontières, figure parmi les principaux employeurs suisses à l'étranger; la famille «électronique, énergie, optique et horlogerie» occupait, quant à elle, 260 000 personnes.

La répartition par régions montre que l'effectif du personnel a progressé de 44,4% en Europe centrale et orientale ainsi que de 18,6% en Asie, tandis qu'il a diminué de 0,5% en Europe occidentale et de 4,5% en Amérique du Nord.

## 2. Les investissements directs étrangers en Suisse

### *Importations de capitaux*

En 1995, les importations de capitaux en vue d'investissements directs en Suisse ont diminué de près de moitié pour s'établir à 2,6 milliards de francs. Comme précédemment, les mouvements de capitaux des sociétés financières et holdings étrangères ont masqué l'évolution enregistrée dans les autres branches, car ils fluctuent fortement d'une année à l'autre. Sans les sociétés financières et holdings, les importations de capitaux ont augmenté de 1,5 milliard de francs pour atteindre 3,4 milliards.

Importations de capitaux (en mrd de francs)	1993	1994	1995
Total	-0,1	4,6	2,6
dont sociétés financières et holdings étrangères	-0,9	1,7	-0,8
Total sans les sociétés financières et holdings étrangères	0,8	1,9	3,4

Les capitaux importés d'Europe occidentale se sont inscrits à 2,5 milliards de francs en 1995, contre 2,3 milliards l'année précédente. Le flux émanant des Pays-Bas s'est fortement accentué, passant de 0,4 à 1,9 milliard de francs. Par contre, la France et l'Italie ont retiré des fonds de Suisse. Les capitaux en provenance des Etats-Unis ont porté sur 0,4 milliard de francs, contre 2,5 milliards en 1994. Quant au Japon, il a rapatrié une nouvelle fois des fonds (0,3 milliard).

Les importations de capitaux qui ont été investis dans des entreprises industrielles ont augmenté de 0,3 milliard pour atteindre 1,4 milliard de francs. Dans le secteur tertiaire, les investissements directs ont marqué par contre un reploi de plus de 2 milliards de francs et se sont inscrits à 1,2 milliard. Ils ont diminué fortement dans les banques. Les sociétés financières et holdings ainsi que les entreprises opérant dans le négoce ont même remboursé des capitaux à l'étranger.

### *Volume des capitaux d'investissement direct*

En 1995, le volume des capitaux d'investissement direct étrangers en Suisse a augmenté de 2,9% pour s'inscrire à 65,7 milliards de francs. De ce montant, les deux tiers sont entre les mains d'entreprises d'Europe occidentale et un quart est détenu par des sociétés américaines. D'une année à l'autre, le volume des investissements directs étrangers a progressé dans toutes les familles de branches, à l'exception des banques. La diminution enregistrée dans cette famille est due au transfert des sociétés financières dans le groupe des sociétés financières et holdings. Jusqu'à fin 1994, les sociétés financières étaient en effet soumises à la loi sur les banques. Abstraction faite de ce transfert, le volume des capitaux d'investissement direct a également marqué une légère progression dans les banques; par contre, il s'est contracté dans les sociétés financières et holdings.

## 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 bénéfices réinvestis. Ceux-ci représentent la part du résultat d'exploitation qui n'est pas distribuée. Ils permettent à l'investisseur direct de renforcer sa position sans avoir à exporter, au sens strict, des capitaux. En outre, 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 r	1995 p		1993	1994 r	1995 p
<b>1. Pays industrialisés</b>	<b>9600</b>	<b>14290</b>	<b>13961</b>	<b>2. Pays nouv. industrialisés</b>	<b>1293</b>	<b>863</b>	<b>-55</b>
<b>UE</b>	<b>2697</b>	<b>6873</b>	<b>6207</b>	<b>Asie</b>	<b>710</b>	<b>760</b>	<b>-242</b>
Belgique	889	-551	1042	Hong Kong	300	420	-547
Danemark	-3	166	21	Corée (Sud)	12	29	19
Allemagne	-245	784	1171	Malaisie	104	8	17
Finlande	2)	2)	56	Philippines	74	14	-8
France	1451	1287	127	Singapour	127	110	175
Grèce	26	95	54	Taiwan	70	93	61
Irlande	215	191	346	Thaïlande	23	86	41
Italie	-281	148	424	<b>Amérique latine</b>	<b>582</b>	<b>103</b>	<b>186</b>
Luxembourg	137	412	200	Argentine	46	47	28
Pays-Bas	-550	1078	1143	Brésil	308	-54	127
Autriche	2)	2)	89	Chili	106	27	35
Portugal	-22	34	27	Mexique	122	84	-3
Suède	2)	2)	85				
Espagne	-122	-81	572	<b>3. Autres pays en développ.</b>	<b>2056</b>	<b>-392</b>	<b>487</b>
Royaume-Uni 3)	1202	3309	851	<b>Afrique</b>	<b>25</b>	<b>54</b>	<b>25</b>
<b>AELE</b>	<b>593</b>	<b>1174</b>	<b>41</b>	<i>dont</i>			
<i>dont</i>				Egypte	12	33	34
Autriche	246	557	4)	Côte d'Ivoire	-10	-6	6
Suède	69	535	4)	Maroc	6	-1	8
<b>Europe centrale et orientale</b>	<b>162</b>	<b>334</b>	<b>901</b>	Nigéria	6	14	-2
<i>dont</i>				<b>Asie, Océanie</b>	<b>140</b>	<b>246</b>	<b>459</b>
Croatie	6	14	4	<i>dont</i>			
Pologne	38	159	236	Chine	32	168	342
Fédération de Russie	-8	56	37	Inde	56	31	13
République tchèque	54	34	573	Indonésie	21	15	46
Hongrie	34	52	31	Liban	-27	3	9
<b>Reste de l'Europe</b>	<b>32</b>	<b>24</b>	<b>121</b>	Pakistan	3	-17	23
<i>dont</i>				Arabie saoudite	2	33	4
Turquie	41	-8	96	Emirats arabes unis	7	10	3
<b>Amérique du Nord</b>	<b>5722</b>	<b>6105</b>	<b>5934</b>	<b>Amérique latine</b>			
Canada	407	825	-166	<b>(y compris les Caraïbes)</b>	<b>1891</b>	<b>-692</b>	<b>2</b>
Etats-Unis	5315	5280	6100	<i>dont</i>			
<b>Autres pays industrialisés</b>	<b>394</b>	<b>-220</b>	<b>756</b>	Costa Rica	-3	-16	45
Japon	88	-268	-35	Equateur	15	4	11
Afrique du Sud	37	48	151	Guatemala	19	-5	4
Australie	273	-6	609	Colombie	19	90	7
Nouvelle-Zélande	-4	7	31	Panama	17	442	83
				Pérou	2	9	19
				Uruguay	40	56	92
				Venezuela	46	-1	-5
				<b>Total</b>	<b>12949</b>	<b>14761</b>	<b>14392</b>

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 Ile 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**  
 (en millions de francs)

	1993	1994 r	1995 p		1993	1994 r	1995 p
<b>1. Pays industrialisés</b>	<b>105413</b>	<b>118579</b>	<b>132520</b>	<b>2. Pays nouv. industrialisés</b>	<b>10560</b>	<b>12188</b>	<b>12477</b>
<b>UE</b>	<b>61133</b>	<b>66589</b>	<b>78234</b>	<b>Asie</b>	<b>3618</b>	<b>4846</b>	<b>4647</b>
Belgique	3417	3209	3891	Hong Kong	1485	2214	1819
Danemark	498	799	551	Corée (Sud)	187	213	215
Allemagne	12214	12436	13507	Malaisie	341	382	384
Finlande	1)	1)	868	Philippines	213	255	254
France	12593	12849	12538	Singapour	606	749	911
Grèce	316	402	417	Taiwan	381	523	541
Irlande	1596	1748	2569	Thaïlande	404	509	523
Italie	5370	4957	5314	<b>Amérique latine</b>	<b>6942</b>	<b>7342</b>	<b>7830</b>
Luxembourg	2829	3285	3454	Argentine	443	443	491
Pays-Bas	7929	9149	11248	Brésil	4214	4605	4385
Autriche	1)	1)	2488	Chili	413	846	1517
Portugal	449	579	663	Mexique	1872	1448	1437
Suède	1)	1)	3044				
Espagne	2788	2672	3220	<b>3. Autres pays en développ.</b>	<b>19506</b>	<b>16890</b>	<b>19310</b>
Royaume-Uni 2)	11134	14506	14463	<b>Afrique</b>	<b>1142</b>	<b>1152</b>	<b>1178</b>
<b>AELE</b>	<b>5788</b>	<b>6293</b>	<b>717</b>	<i>dont</i>			
<i>dont</i>				Egypte	114	139	157
Autriche	2312	2526	3)	Côte d'Ivoire	96	70	84
Suède	2158	2030	3)	Maroc	197	230	263
<b>Europe centrale et orientale</b>	<b>699</b>	<b>994</b>	<b>1887</b>	Nigéria	40	56	42
<i>dont</i>				<b>Asie, Océanie</b>	<b>1159</b>	<b>1300</b>	<b>1609</b>
Croatie	39	77	99	<i>dont</i>			
Pologne	128	276	485	Chine	80	263	474
Fédération de Russie	10	6	62	Inde	168	195	173
République tchèque	234	198	831	Indonésie	201	201	261
Hongrie	137	193	207	Liban	79	77	88
<b>Reste de l'Europe</b>	<b>388</b>	<b>547</b>	<b>579</b>	Pakistan	109	84	106
<i>dont</i>				Arabie saoudite	218	238	191
Turquie	308	271	414	Emirats arabes unis	54	61	56
<b>Amérique du Nord</b>	<b>30488</b>	<b>36967</b>	<b>43990</b>	<b>Amérique latine</b>			
Canada	3283	4320	3458	<b>(y compris les Caraïbes)</b>	<b>17205</b>	<b>14438</b>	<b>16524</b>
Etats-Unis	27205	32647	40532	<i>dont</i>			
<b>Autres pays industrialisés</b>	<b>6918</b>	<b>7190</b>	<b>7115</b>	Costa Rica	96	70	120
Japon	3974	4154	3597	Equateur	189	196	180
Afrique du Sud	817	761	883	Guatemala	58	42	53
Australie	1964	2102	2467	Colombie	414	439	552
Nouvelle-Zélande	163	173	168	Panama	676	1218	-348
				Pérou	72	76	95
				Uruguay	126	144	81
				Venezuela	315	217	232
				<b>Total</b>	<b>135479</b>	<b>147656</b>	<b>164308</b>

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

2) Y compris Guernesey, Jersey et Ile 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 r	1995 p
<b>1. Pays industrialisés</b>	<b>1096335</b>	<b>1111173</b>	<b>1120566</b>
<b>UE</b>	<b>644848</b>	<b>619316</b>	<b>709768</b>
Belgique	28073	26005	28348
Danemark	7980	11731	11039
Allemagne	224482	211103	204404
Finlande 1)	1)	1)	14005
France	128486	128976	122790
Grèce	5987	6238	6192
Irlande	3085	3177	4386
Italie	67335	61231	64092
Luxembourg	1027	1353	1459
Pays-Bas	28010	29452	28348
Autriche 1)	1)	1)	41940
Portugal	8692	11797	11399
Suède 1)	1)	1)	40338
Espagne	50361	37394	40528
Royaume-Uni 2)	91330	90859	90500
<b>AELE</b>	<b>102725</b>	<b>108932</b>	<b>14751</b>
<i>dont</i>			
Autriche	41600	43488	3)
Suède	37348	40349	3)
<b>Europe centrale et orientale</b>	<b>34293</b>	<b>42667</b>	<b>61597</b>
<i>dont</i>			
Croatie	2441	2498	2903
Pologne	5798	9622	16744
Fédération de Russie	1371	2052	4123
République tchèque	14464	12260	20170
Hongrie	4549	7640	7766
<b>Reste de l'Europe</b>	<b>5581</b>	<b>6595</b>	<b>6673</b>
<i>dont</i>			
Turquie	5406	5953	6252
<b>Amérique du Nord</b>	<b>241743</b>	<b>257472</b>	<b>245971</b>
Canada	25764	26026	27446
Etats-Unis	215979	231446	218525
<b>Autres pays industrialisés</b>	<b>67145</b>	<b>76191</b>	<b>81806</b>
Japon	21661	29358	28044
Afrique du Sud	20746	21625	25601
Australie	21326	21985	24583
Nouvelle-Zélande	3412	3243	3578

	1993	1994 r	1995 p
<b>2. Pays nouv. industrialisés</b>	<b>150013</b>	<b>182286</b>	<b>197201</b>
<b>Asie</b>	<b>56660</b>	<b>77658</b>	<b>85784</b>
Hong Kong	10033	12540	13255
Corée (Sud)	3631	4068	4365
Malaisie	8505	12791	14635
Philippines	7312	10560	11728
Singapour	7873	7637	8590
Taiwan	3075	5873	6914
Thaïlande	16231	24189	26297
<b>Amérique latine</b>	<b>94153</b>	<b>104828</b>	<b>111420</b>
Argentine	9017	8602	9790
Brésil	56293	63954	67409
Chili	9351	12425	13048
Mexique	19492	19647	21173
<b>3. Autres pays en développ.</b>	<b>89572</b>	<b>102188</b>	<b>120021</b>
<b>Afrique</b>	<b>25450</b>	<b>27480</b>	<b>24364</b>
<i>dont</i>			
Égypte	8103	5830	6315
Côte d'Ivoire	1233	1214	1340
Maroc	2956	3560	3259
Nigéria	5399	4532	5297
<b>Asie, Océanie</b>	<b>32333</b>	<b>41554</b>	<b>62393</b>
<i>dont</i>			
Chine	4034	8620	16490
Inde	12348	12339	21449
Indonésie	4714	5960	8534
Liban	1229	1050	1152
Pakistan	3109	2919	3301
Arabie saoudite	2539	3169	2544
Emirats arabes unis	958	2056	2307
<b>Amérique latine</b>			
<i>(y compris les Caraïbes)</i>	<b>31789</b>	<b>33154</b>	<b>33264</b>
<i>dont</i>			
Costa Rica	2031	2387	3233
Equateur	2571	4111	3421
Guatemala	588	1128	1245
Colombie	7643	9071	9138
Panama	2922	1344	1476
Pérou	1607	1895	2213
Uruguay	659	650	693
Venezuela	9633	8150	6831
<b>Total</b>	<b>1336720</b>	<b>1395647</b>	<b>1437791</b>

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

2) Y compris Guernesey, Jersey et Ile 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 1)  
(en millions de francs)

	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	<b>6814</b>	<b>10043</b>	<b>8838</b>
Textile et habillement	21	-8	43
Chimie et plastique	2876	4916	3273
Métallurgie et machines	569	1375	1423
Electronique, énergie, optique et horlogerie	636	1116	1086
Produits alimentaires, autres industries et bâtiment	2711	2645	3013
<b>Services</b>	<b>6135</b>	<b>4718</b>	<b>5553</b>
Commerce	1807	605	1674
Sociétés financières et holdings	1695	380	-490
<i>dont sociétés financières et holdings en mains étrangères 2)</i>	<i>1360</i>	<i>32</i>	<i>-1035</i>
Banques	417	1494	1308
Assurances	2194	1487	2209
Autres services	21	752	852
<b>Total</b>	<b>12949</b>	<b>14761</b>	<b>14392</b>

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  
(en millions de francs)

	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	<b>66593</b>	<b>70857</b>	<b>82723</b>
Textile et habillement	648	830	923
Chimie et plastique	25614	25481	31794
Métallurgie et machines	9618	10163	10679
Electronique, énergie, optique et horlogerie	12476	14139	16098
Produits alimentaires, autres industries et bâtiment	18237	20244	23229
<b>Services</b>	<b>68886</b>	<b>76800</b>	<b>81585</b>
Commerce	8460	9321	10572
Sociétés financières et holdings	27658	29989	28065
<i>dont sociétés financières et holdings en mains étrangères 1)</i>	<i>24755</i>	<i>26520</i>	<i>24537</i>
Banques	10815	13293	14072
Assurances	17697	19170	23567
Autres services	4256	5027	5309
<b>Total</b>	<b>135479</b>	<b>147656</b>	<b>164308</b>

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**

	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	<b>837575</b>	<b>902534</b>	<b>921364</b>
Textile et habillement	20673	45179	44697
Chimie et plastique	173590	185242	175832
Métallurgie et machines	131973	140435	147448
Electronique, énergie, optique et horlogerie	246464	263601	259728
Produits alimentaires, autres industries et bâtiment	264875	268077	293659
<b>Services</b>	<b>499145</b>	<b>493113</b>	<b>516427</b>
Commerce	86847	80290	84802
Sociétés financières et holdings	230152	232716	235978
<i>dont sociétés financières et holdings en mains étrangères 1)</i>	211468	215878	218278
Banques	17218	18110	23084
Assurances	72238	64561	66312
Autres services	92690	97436	106251
<b>Total</b>	<b>1336720</b>	<b>1395647</b>	<b>1437791</b>

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

(en millions de francs)

	Crédits			Fonds propres						Total		
	1993	1994 r	1995 p	Bénéfices réinvestis			Autres fonds propres			1993	1994 r	1995 p
<b>Pays industrialisés</b>	<b>1500</b>	<b>-1008</b>	<b>2496</b>	<b>2672</b>	<b>2009</b>	<b>2941</b>	<b>5428</b>	<b>13288</b>	<b>8523</b>	<b>9600</b>	<b>14290</b>	<b>13961</b>
UE	-641	-605	1139	924	164	1225	2415	7314	3843	2697	6873	6207
AELE	-14	202	2	388	624	36	220	349	3	593	1174	41
Europe centrale et orientale	43	70	29	8	13	-53	112	251	925	162	334	901
Reste de l'Europe	12	-12	21	-5	2	28	26	34	72	32	24	121
Amérique du Nord	2327	-615	1030	1396	1095	1625	1999	5625	3279	5722	6105	5934
Autres pays industrialisés 2)	-226	-48	275	-38	113	79	658	-285	402	394	-220	756
<b>Pays nouvellement industrialisés</b>	<b>21</b>	<b>597</b>	<b>-542</b>	<b>592</b>	<b>800</b>	<b>289</b>	<b>680</b>	<b>-535</b>	<b>197</b>	<b>1293</b>	<b>863</b>	<b>-55</b>
Asie 3)	-7	566	-519	362	254	198	355	-60	80	710	760	-242
Amérique latine 4)	28	31	-23	230	547	92	325	-475	118	582	103	186
<b>Pays en développement</b>	<b>-612</b>	<b>471</b>	<b>-868</b>	<b>1667</b>	<b>648</b>	<b>481</b>	<b>1001</b>	<b>-1510</b>	<b>874</b>	<b>2056</b>	<b>-392</b>	<b>487</b>
Afrique	3	8	1	-40	5	-20	62	41	44	25	54	25
Asie, Océanie	33	95	31	55	53	-4	52	98	432	140	246	459
Amérique latine 5)	-648	368	-900	1652	590	504	888	-1650	398	1891	-692	2
<b>Total</b>	<b>909</b>	<b>61</b>	<b>1087</b>	<b>4931</b>	<b>3457</b>	<b>3711</b>	<b>7109</b>	<b>11244</b>	<b>9594</b>	<b>12949</b>	<b>14761</b>	<b>14392</b>

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 r	1995 p
<b>Pays industrialisés</b>	<b>-428</b>	<b>4572</b>	<b>2555</b>
<b>UE</b>	<b>-743</b>	<b>1784</b>	<b>2465</b>
<i>dont</i>			
Belgique	59	47	23
Danemark	-19	-2	0
Allemagne	-156	777	390
France	125	232	-33
Italie	-373	22	-65
Luxembourg	-60	374	179
Pays-Bas	-246	406	1884
Autriche	2)	2)	30
Suède	2)	2)	374
Espagne	1	6	7
Royaume-Uni	-76	-68	133
<b>AELE</b>	<b>117</b>	<b>540</b>	<b>0</b>
<i>dont</i>			
Autriche	95	-13	3)
Suède	45	543	3)
<b>Reste de l'Europe</b>	<b>10</b>	<b>-2</b>	<b>42</b>
<i>dont</i>			
Turquie	8	5	12
<b>Amérique du Nord</b>	<b>10</b>	<b>2273</b>	<b>363</b>
Canada	122	-177	16
Etats-Unis	-112	2450	346
<b>Autres pays industrialisés</b>	<b>178</b>	<b>-23</b>	<b>-315</b>
<i>dont</i>			
Japon	178	-23	-315
<b>Pays nouvellement industrialisés</b>	<b>37</b>	<b>-10</b>	<b>16</b>
<b>Pays en développement</b>	<b>268</b>	<b>42</b>	<b>14</b>
Afrique	2	2	2
Asie	144	43	41
<i>dont</i>			
Israël	34	22	36
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	123	-4	-29
<b>Total</b>	<b>-123</b>	<b>4604</b>	<b>2585</b>

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

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

3) 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 r	1995 p
<b>Pays industrialisés</b>	<b>55946</b>	<b>62667</b>	<b>64668</b>
<b>UE</b>	<b>34925</b>	<b>39333</b>	<b>44809</b>
<i>dont</i>			
Belgique	439	401	449
Danemark	185	165	153
Allemagne	6601	7948	7816
France	10160	9532	9903
Italie	5920	5550	5481
Luxembourg	362	1634	1844
Pays-Bas	8133	11033	11807
Autriche	1)	1)	357
Suède	1)	1)	3503
Espagne	240	177	183
Royaume-Uni	2860	2696	3042
<b>AELE</b>	<b>3344</b>	<b>3726</b>	<b>21</b>
<i>dont</i>			
Autriche	211	211	2)
Suède	2783	3157	2)
<b>Reste de l'Europe</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>195</b>
<i>dont</i>			
Turquie	68	78	79
<b>Amérique du Nord</b>	<b>13975</b>	<b>15856</b>	<b>16382</b>
Canada	446	330	333
Etats-Unis	13530	15526	16049
<b>Autres pays industrialisés</b>	<b>3540</b>	<b>3600</b>	<b>3262</b>
<i>dont</i>			
Japon	3538	3600	3262
<b>Pays nouvellement industrialisés</b>	<b>73</b>	<b>47</b>	<b>65</b>
<b>Pays en développement</b>	<b>1258</b>	<b>1114</b>	<b>929</b>
Afrique	57	59	61
Asie	753	693	588
<i>dont</i>			
Israël	363	306	397
Amérique latine (y compris les Caraïbes)	448	362	280
<b>Total</b>	<b>57277</b>	<b>63827</b>	<b>65662</b>

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

2) Dès 1995, membre de l'UE

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

### Tableau 2.3

#### Investissements directs étrangers en Suisse

#### Importations de capitaux 1)

(en millions de francs)

	Total			dont UE et AELE			dont Amérique du Nord		
	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	-3	1074	1368	-42	762	1131	69	314	215
Chimie et plastique	122	378	231	29	190	71	123	191	160
Métallurgie et machines	-100	-20	-30	-99	-19	-29	0	0	-1
Electronique, énergie, optique et horlogerie	18	645	482	33	528	402	-15	117	80
Autres industries et bâtiment	-43	71	686	-5	64	687	-39	7	-24
<b>Services</b>	-120	3530	1217	-583	1562	1334	-59	1959	148
Commerce	24	820	-32	-68	129	404	80	770	-38
Sociétés financières et holdings	-889	1741	-765	-538	735	-824	-440	986	68
Banques 2)	537	556	79	29	503	-112	82	-20	48
Assurances et autres services	208	414	1935	-6	195	1866	219	222	69
<b>Total</b>	<b>-123</b>	<b>4604</b>	<b>2585</b>	<b>-626</b>	<b>2324</b>	<b>2465</b>	<b>10</b>	<b>2273</b>	<b>363</b>

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'. Les sociétés financières ainsi transférées ont exporté des capitaux, en 1995, pour 80 millions de francs.

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

**Tableau 2.4**  
**Investissements directs étrangers en Suisse**  
**Etat à la fin de l'année**  
(en millions de francs)

	Total			dont UE et AELE			dont Amérique du Nord		
	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p	1993	1994 r	1995 p
<b>Industrie</b>	<b>6067</b>	<b>8457</b>	<b>9418</b>	<b>4428</b>	<b>6026</b>	<b>7208</b>	<b>1600</b>	<b>2405</b>	<b>2188</b>
Chimie et plastique	1065	2447	2372	301	795	948	725	1625	1424
Métallurgie et machines	419	378	505	390	351	479	29	28	26
Electronique, énergie, optique et horlogerie	3641	4496	4927	2889	4020	4430	752	476	497
Autres industries et bâtiment	942	1136	1613	848	861	1351	94	275	241
<b>Services</b>	<b>51210</b>	<b>55371</b>	<b>56244</b>	<b>33841</b>	<b>37033</b>	<b>37622</b>	<b>12375</b>	<b>13452</b>	<b>14193</b>
Commerce	8787	10995	11427	2778	4570	5223	5327	5842	6016
Sociétés financières et holdings	26866	26891	28070	21865	21792	22548	4635	4768	5275
Banques 1)	14042	15421	13949	8643	9577	7996	1450	1873	1958
Assurances et autres services	1515	2064	2799	555	1094	1855	963	970	944
<b>Total</b>	<b>57277</b>	<b>63827</b>	<b>65662</b>	<b>38269</b>	<b>43059</b>	<b>44830</b>	<b>13975</b>	<b>15856</b>	<b>16382</b>

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'. Le volume des capitaux d'investissement direct des entreprises ainsi transférées s'élevait à 1420 millions de francs à fin 1995.

p Chiffres provisoires

r Chiffres révisés

## Tableau 2.5

Investissements directs étrangers en Suisse  
 Importations de capitaux 1) selon le type de capital  
 (en millions de francs)

	Crédits			Fonds propres						Total		
	1993	1994	r 1995 p	Bénéfices réinvestis			Autres fonds propres			1993	1994	r 1995 p
	1993	1994	r 1995 p	1993	1994	r 1995 p	1993	1994	r 1995 p	1993	1994	r 1995 p
<b>Pays industrialisés</b>	<b>-1413</b>	<b>592</b>	<b>-623</b>	<b>915</b>	<b>3731</b>	<b>727</b>	<b>70</b>	<b>250</b>	<b>2452</b>	<b>-428</b>	<b>4572</b>	<b>2555</b>
UE et AELE	-639	345	-361	448	1688	396	-435	291	2430	-626	2324	2465
Europe centrale et orientale	0	0	0	1	1	0	1	-8	30	2	-7	30
Reste de l'Europe	0	-1	-1	0	6	9	8	0	4	8	5	12
Amérique du Nord	-751	307	-105	407	2001	377	354	-35	90	10	2273	363
Autres pays industrialisés 2)	-23	-59	-157	59	35	-55	143	1	-103	178	-23	-315
<b>Pays nouvellement industrialisés</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-6</b>	<b>9</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>37</b>	<b>-10</b>	<b>16</b>
<b>Pays en développement</b>	<b>8</b>	<b>-13</b>	<b>-39</b>	<b>49</b>	<b>55</b>	<b>48</b>	<b>211</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>268</b>	<b>42</b>	<b>14</b>
Moyen-Orient	0	0	0	46	39	37	95	-1	3	140	39	40
Autres pays en développement	8	-13	-39	4	16	11	117	0	2	128	3	-26
<b>Total</b>	<b>-1411</b>	<b>575</b>	<b>-662</b>	<b>967</b>	<b>3780</b>	<b>784</b>	<b>321</b>	<b>249</b>	<b>2464</b>	<b>-123</b>	<b>4604</b>	<b>2585</b>

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 1995

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 1995 um 2,0% auf 990,1 Mrd. Franken. Die Verpflichtungen nahmen um 4,4% auf 640,1 Mrd. Franken zu. Damit sank das schweizerische Nettovermögen im Ausland um 2,2% auf 350 Mrd. Franken. Im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt bildete sich das Nettovermögen von 97,8% im Vorjahr auf 92,7% im Jahre 1995 zurück. Bereits im Vorjahr war der Anteil der Nettoaktiven am Bruttosozialprodukt zurückgegangen.

Der Rückgang des Nettoauslandvermögens ist wechselkursbedingt. Da der Fremdwährungsanteil an den Aktiven doppelt so gross ist wie an den

Passiven, fällt die Tieferbewertung der ausländischen Währungen bei den Auslandguthaben stärker ins Gewicht. Zu konstanten Wechselkursen nahm das Nettoauslandvermögen um rund 9% auf 391 Mrd. Franken zu.

### Zusammensetzung der Auslandaktiven

Die Portfolioanlagen, auf die rund 40% der Auslandaktiven entfallen, stiegen infolge von Wertpapierkäufen um 12 Mrd. auf 396,3 Mrd. Franken. Seit 10 Jahren nehmen die Direktinvestitionsbestände als einzige Anlageform ununterbrochen zu. Ihr Anteil an den Aktiven erhöhte sich in dieser Zeit von 10% auf 17%. Die Auslandguthaben der Nationalbank gingen im Jahre 1995 erneut zurück. Sie betragen Ende 1995 noch 56 Mrd. Franken. Dies entspricht dem tiefsten Stand seit 1991 (52,4 Mrd.). Ihr Anteil an den Aktiven ging von 9,5% im Jahre 1985 auf 5,7% 1995 zurück. Die Bankkredite nahmen infolge rückläufiger Kredite an ausländische Nichtbanken leicht ab. Der Anteil der Bankkredite an den Aktiven bildete sich in den letzten Jahren infolge der wachsenden Verbriefung der Forderungen, die bei den Portfolioanlagen ausgewiesen werden, tendenziell zurück. Er betrug 1995 rund 22% gegenüber 30% im Jahre 1985.

**Tabelle 1: Auslandvermögen der Schweiz**

	Aktiven in Mrd. Fr.	Passiven in Mrd. Fr.	netto in Mrd. Fr.	Aktiven in % des BSP	Passiven in % des BSP	netto in % des BSP
1985	526,4	298,1	228,4	218,1	123,5	94,6
1990	731,7	449,8	281,9	223,4	137,3	86,1
1991	798,6	479,1	319,5	230,5	138,3	92,2
1992	853,4	510,9	342,4	241,9	144,8	97,1
1993	957,6	598,0	359,6	267,2	166,8	100,3
1994	970,7	612,9	357,8	265,5	167,6	97,8
1995	990,1	640,1	350,0	262,2	169,5	92,7

**Tabelle 2: Zusammensetzung der Auslandaktiven (in Mio. Franken)**

	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Veränderung 95/94 in %
Direktinvestitionen	52 458	85 153	102 117	107 477	135 479	147 656	164 308	11,3
Portfolioinvestitionen	196 737	245 542	289 564	317 803	399 375	384 043	396 312	3,2
Bankkredite	157 411	174 871	175 928	187 929	199 140	215 879	213 489	-1,1
Treuhandgelder <sup>1</sup>	43 780	92 502	91 219	93 063	78 546	76 464	64 503	-15,6
Öffentliche Hand	1 407	1 610	1 472	1 294	1 308	1 360	1 438	5,7
Nationalbank	50 045	49 227	52 350	59 198	60 708	59 669	55 987	-6,2
Übrige Aktiven <sup>2</sup>	24 592	82 823	85 941	86 596	83 015	85 608	94 076	9,9
<b>Total</b>	<b>526 430</b>	<b>731 728</b>	<b>798 591</b>	<b>853 360</b>	<b>957 571</b>	<b>970 679</b>	<b>990 113</b>	<b>2,0</b>
Davon kurzfristige Anlagen in %	38,4	41,7	38,7	38,1	33,3	34,7	33,5	

<sup>1</sup> Anlagen der Inländer im Ausland

<sup>2</sup> Forderungen aus Lieferantenkrediten, Darlehen, Bankeneinlagen usw. der Versicherungen und der nichtfinanziellen Unternehmen ans Ausland.

### Zusammensetzung der Verpflichtungen gegenüber dem Ausland

Die ausländischen Portfolioanlagen in der Schweiz und die Verpflichtungen der Banken gegenüber dem Ausland bilden mit je rund einem Drittel den grössten Teil der Auslandpassiven. Die Portfolioanlagen stiegen wegen Wertpapierkäufen und der markanten Kurssteigerungen an der Börse um 12,7% auf 240 Mrd. Franken. Die Verpflichtungen der Banken gingen wechselkursbedingt um 6% auf 207,5 Mrd. Franken zurück. Ihr Anteil an den Passiven verminderte sich im Jahre 1995 um 4 Prozentpunkte auf 32%. Der Direktinvestitionsbestand stieg um 2,9% auf 65,7 Mrd. Franken.

<sup>1</sup> Mangels vollständiger Angaben muss die währungsmässige Zusammensetzung der ausländischen Wertpapiere teilweise geschätzt werden.

### Währungsgliederung

Der Anteil der auf Schweizerfranken lautenden Aktiven nahm von 27,9% im Vorjahr auf 30,8% im Jahre 1995 zu. Ausschlaggebend für den Zuwachs waren die Umschichtungen von Fremdwährungs- zu Frankentiteln bei den Portfolioanlagen<sup>1</sup>. Der Anteil der US-Dollaranlagen ging von 30,3% auf 27,8% und jener der DM-Anlagen von 12% auf 10,8% zurück. Der Anteil der Anlagen in übrigen Währungen nahm leicht zu.

Bei den Verpflichtungen dominierten jene in Schweizerfranken noch deutlicher als im Vorjahr. Ihr Anteil nahm von 61,7% auf 63,9% zu lasten der Verpflichtungen in US-Dollar und DM zu. Die Passiven in den übrigen Währungen stiegen von 12,8% im Vorjahr auf 13,6% im Jahre 1995.

**Tabelle 3: Zusammensetzung der Auslandpassiven (in Mio. Franken)**

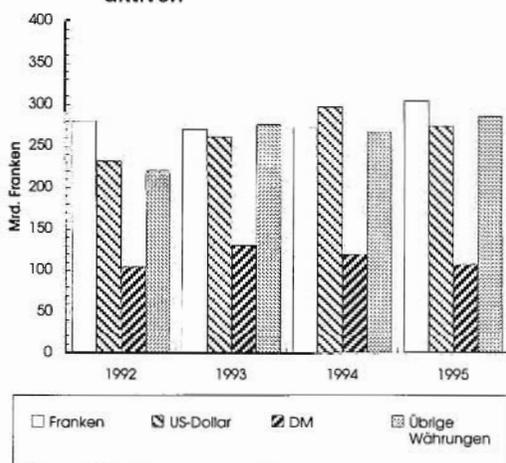
	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Veränderung 95/94 in %
Direktinvestitionen	20 886	43 648	47 642	47 399	57 277	63 827	65 662	2,9
Portfolioinvestitionen	99 462	121 497	139 784	158 981	239 902	212 987	239 975	12,7
Bankkredite	123 477	172 224	177 762	181 411	188 533	220 683	207 485	-6,0
Privater Immobilienbesitz	9 366	12 566	13 377	14 555	16 006	17 080	18 708	9,5
Öffentliche Hand	nv	51	49	166	284	338	653	93,2
Nationalbank	128	60	115	55	189	47	43	-7,9
Übrige Passiven <sup>1</sup>	44 747	99 764	100 382	108 357	95 771	97 949	107 562	9,8
<b>Total</b>	<b>298 065</b>	<b>449 810</b>	<b>479 111</b>	<b>510 924</b>	<b>597 961</b>	<b>612 911</b>	<b>640 088</b>	<b>4,4</b>
Davon kurzfristige Anlagen in %	50,3	53,0	51,0	49,5	40,7	45,1	41,7	

<sup>1</sup> Verpflichtungen aus Lieferantenkrediten, Darlehen usw. der Versicherungen und der nichtfinanziellen Unternehmen ans Ausland.

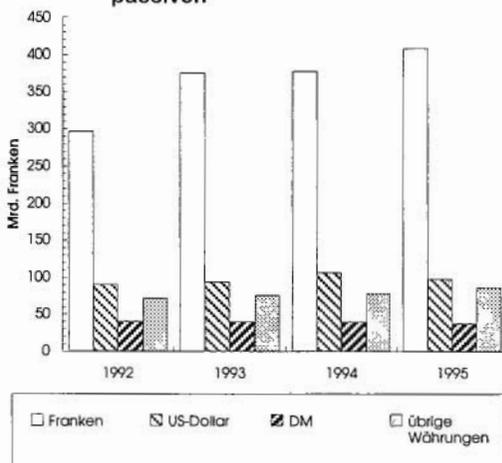
**Tabelle 4: Gliederung der Auslandaktiven und -passiven nach Währungen (in Prozent)**

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

**Grafik 1: Währungsgliederung der Auslandaktiven**



**Grafik 2: Währungsgliederung der Auslandpassiven**



## La position extérieure nette de la Suisse en 1995

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. Ces actifs et passifs sont, à la fin de l'année, 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 la valeur comptable. Les immeubles détenus en Suisse par des étrangers sont comptabilisés à leur valeur d'acquisition.

En 1995, les avoirs suisses à l'étranger ont progressé de 2,0% pour s'inscrire à 990,1 milliards de francs. En hausse de 4,4%, les engagements atteignaient 640,1 milliards de francs. Ainsi, la position extérieure nette de la Suisse s'établissait à 350,0 milliards de francs, ce qui représente une baisse de 2,2%. En pourcentage du produit national brut, elle a diminué, passant de 97,8% en 1994 à 92,7% en 1995; un repli avait déjà été enregistré l'année précédente.

Le recul de la position extérieure nette est lié à l'évolution des cours de change. La part libellée en monnaies étrangères étant deux fois plus élevée à l'actif qu'au passif, la dépréciation des monnaies étrangères face au franc a eu un impact

plus marqué sur les avoirs à l'étranger. A cours de change constants, la position extérieure nette aurait progressé d'environ .9% pour atteindre 391 milliards de francs.

### Composition des actifs à l'étranger

Les investissements de portefeuille, qui représentent environ 40% du total des actifs à l'étranger, ont augmenté de 12 milliards de francs à la suite d'achats de valeurs mobilières; ils atteignaient 396,3 milliards de francs. Seule catégorie à avoir progressé sans interruption depuis dix ans, les investissements directs ont vu leur part à l'ensemble des actifs passer dans le même temps de 10% à 17%. Les avoirs détenus à l'étranger par la Banque nationale ont une nouvelle fois diminué; à fin 1995, ils s'établissaient à 56 milliards de francs, leur plus bas niveau depuis 1991 (52,4 milliards). De 9,5% en 1985, leur part au total des actifs a reculé à 5,7%. Les crédits bancaires ont régressé du fait de la contraction du volume des prêts accordés au secteur non bancaire étranger. Au cours des dernières années, leur poids dans les actifs a fléchi en raison de la tendance à la titrisation, tendance qui renforce les investissements de portefeuille. Leur part était d'environ 22% à fin 1995, contre 30% dix ans auparavant.

**Tableau 1: Position extérieure nette de la Suisse**

	Actifs en mrds de francs	Passifs en mrds de francs	Position nette en mrds de francs	Actifs en % du PNB	Passifs en % du PNB	Position nette en % du PNB
1985	526,4	298,1	228,4	218,1	123,5	94,6
1990	731,7	449,8	281,9	223,4	137,3	86,1
1991	798,6	479,1	319,5	230,5	138,3	92,2
1992	853,4	510,9	342,4	241,9	144,8	97,1
1993	957,6	598,0	359,6	267,2	166,8	100,3
1994	970,7	612,9	357,8	265,5	167,6	97,8
1995	990,1	640,1	350,0	262,2	169,5	92,7

**Tableau 2: Composition des actifs à l'étranger** (en millions de francs)

	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Variation en % entre fin 1994 et fin 1995
Investissements directs	52 458	85 153	102 117	107 477	135 479	147 656	164 308	11,3
Investissements de portefeuille	196 737	245 542	289 564	317 803	399 375	384 043	396 312	3,2
Crédits bancaires	157 411	174 871	175 928	187 929	199 140	215 879	213 489	-1,1
Fonds fiduciaires <sup>1</sup>	43 780	92 502	91 219	93 063	78 546	76 464	64 503	-15,6
Collectivités publiques	1 407	1 610	1 472	1 294	1 308	1 360	1 438	5,7
Banque nationale	50 045	49 227	52 350	59 198	60 708	59 669	55 987	-6,2
Autres actifs <sup>2</sup>	24 592	82 823	85 941	86 596	83 015	85 608	94 076	9,9
<b>Total</b>	<b>526 430</b>	<b>731 728</b>	<b>798 591</b>	<b>853 360</b>	<b>957 571</b>	<b>970 679</b>	<b>990 113</b>	<b>2,0</b>
dont placements à court terme (en %)	38,4	41,7	38,7	38,1	33,3	34,7	33,5	

<sup>1</sup> Placements à l'étranger de résidents

<sup>2</sup> Créances sur l'étranger découlant de crédits fournisseurs, de prêts, de dépôts en banque, etc., des assurances et des établissements non financiers.

### Composition des passifs envers l'étranger

Les investissements de portefeuille étrangers en Suisse et les engagements des banques envers des non-résidents constituent les principaux postes des passifs envers l'étranger, avec des parts d'un tiers environ. En progression de 12,7% à la suite d'achats de valeurs mobilières et de la forte hausse des cours boursiers, les investissements de portefeuille atteignaient 240 milliards de francs. Les engagements des banques ont diminué de 6%, passant à 207,5 milliards de francs. Leur repli s'explique par l'évolution des cours de

change. En 1995, leur part au total des passifs a régressé de 4 points pour s'établir à 32%. En augmentation de 2,9%, le volume des capitaux d'investissement direct s'élevait à 65,7 milliards de francs à fin 1995.

### Répartition par monnaies

La part des actifs libellés en francs suisses s'inscrivait à 30,8% à fin 1995, contre 27,9% un an auparavant. Cet accroissement s'explique par des remaniements de portefeuille au profit des

**Tableau 3: Composition des passifs envers l'étranger** (en millions de francs)

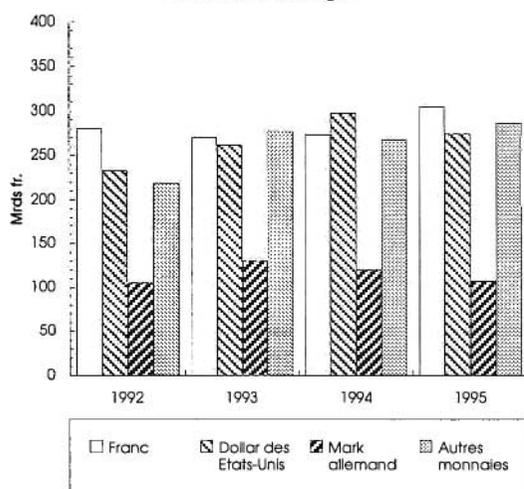
	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Variation en % entre fin 1994 et fin 1995
Investissements directs	20 886	43 648	47 642	47 399	57 277	63 827	65 662	2,9
Investissements de portefeuille	99 462	121 497	139 784	158 981	239 902	212 987	239 975	12,7
Crédits bancaires	123 477	172 224	177 762	181 411	188 533	220 683	207 485	-6,0
Immeubles appartenant à des non-résidents	9 366	12 566	13 377	14 555	16 006	17 080	18 708	9,5
Collectivités publiques	nv	51	49	166	284	338	653	93,2
Banque nationale	128	60	115	55	189	47	43	-7,9
Autres passifs <sup>1</sup>	44 747	99 764	100 382	108 357	95 771	97 949	107 562	9,8
<b>Total</b>	<b>298 065</b>	<b>449 810</b>	<b>479 111</b>	<b>510 924</b>	<b>597 961</b>	<b>612 911</b>	<b>640 088</b>	<b>4,4</b>
dont placements à court terme (en %)	50,3	53,0	51,0	49,5	40,7	45,1	41,7	

<sup>1</sup> Engagements envers l'étranger découlant de crédits fournisseurs, de prêts, etc., des assurances et des établissements non financiers.

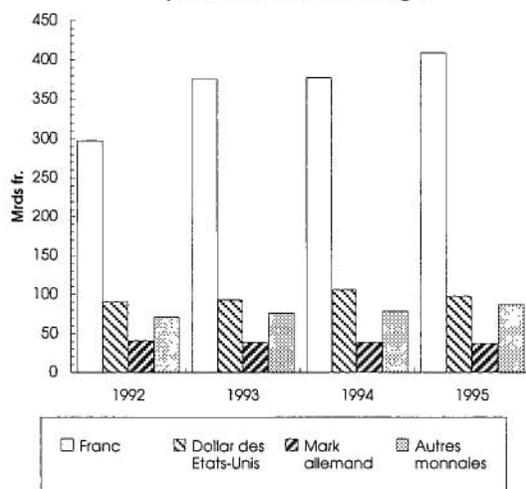
**Tableau 4: Répartition par monnaies des actifs et passifs extérieurs (en pour-cent)**

	Actifs				Passifs			
	1992	1993	1994	1995	1992	1993	1994	1995
Franc suisse	32,8	28,3	27,9	30,8	58,3	62,9	61,7	63,9
Dollar des Etats-Unis	27,2	27,4	30,3	27,8	17,9	15,8	17,4	15,2
Mark allemand	12,3	13,7	12,0	10,8	8,1	6,6	6,5	5,9
Autres monnaies	25,8	28,9	28,1	29,0	14,0	12,8	12,8	13,6
Métaux précieux	1,8	1,7	1,6	1,6	1,8	1,9	1,6	1,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

**Graphique 1: Répartition par monnaies des actifs à l'étranger**



**Graphique 2: Répartition par monnaies des passifs envers l'étranger**



titres en francs<sup>1</sup>. La part des placements en dollars des Etats-Unis a reculé de 30,3% à 27,8%, et celle des placements en marks allemands a régressé de 12% à 10,8%. En revanche, celle des placements libellés dans les autres monnaies a légèrement augmenté.

Du côté des engagements, le rôle dominant du franc suisse s'est encore accru. La part des engagements en francs a augmenté, passant de

61,7% à 63,9%. Sa progression s'est faite au détriment des engagements en dollars des Etats-Unis et en marks allemands. Les passifs libellés dans les autres monnaies représentaient 13,6% du total des engagements à fin 1995, contre 12,8% à fin 1994.

<sup>1</sup> A défaut de données complètes, la répartition par monnaies des placements en titres étrangers doit être en partie estimée.

# Geld- und währungspolitische Chronik

## Chronique monétaire

---

### Senkung des Diskontsatzes

Mit Wirkung ab 27. September 1996 senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 1%.

### Erneuerung des Notenmonopols

Am 28. November 1996 nahm der Nationalrat als Zweitrat den Bundesbeschluss über die Erneuerung des ausschliesslichen Rechts der Schweizerischen Nationalbank zur Ausgabe von Banknoten für weitere 20 Jahre an, nachdem der Ständerat bereits am 16. September 1996 der Vorlage zugestimmt hatte. Die letzte Erneuerung erfolgte durch Beschluss der Bundesversammlung vom 15. September 1976 und gilt bis zum 20. Juni 1997.

Gestützt auf Artikel 39 der Bundesverfassung steht dem Bund das alleinige Recht zur Ausgabe von Banknoten zu. Er darf dieses nur unter Vorbehalt des Rückkaufsrechts an die SNB übertragen. Zur Wahrung dieses Rückkaufsrechts muss alle 20 Jahre das Ausgabeprivileg erneuert werden.

### Réduction du taux de l'escompte

A compter du 27 septembre 1996, la Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% à 1%.

### Renouvellement du privilège d'émission

Le 28 novembre 1996, le Conseil national a adopté l'arrêté fédéral renouvelant, pour une période de vingt ans, le privilège d'émission de la Banque nationale suisse. Le Conseil des Etats avait déjà approuvé cet arrêté le 16 septembre 1996. Le dernier renouvellement du privilège d'émission avait été opéré par décision de l'Assemblée fédérale du 15 septembre 1976 et a effet jusqu'au 20 juin 1997.

En vertu de l'article 39 de la constitution, le droit exclusif d'émettre des billets de banque appartient à la Confédération. Celle-ci peut en concéder l'exercice à la BNS, sous réserve d'un droit de rachat. Pour sauvegarder ce droit de rachat, le privilège d'émission est accordé pour une période renouvelable de vingt ans.

# Inhaltsverzeichnis 14. Jahrgang, 1996

## Table des matières, 14<sup>e</sup> année, 1996

---

<b>Konjunkturberichte / Rapports conjuncturels</b> . . . . .	Heft bulletin	Seite page
Wirtschafts- und Währungslage . . . . .	1	9
	2	85
	3	197
	4	297
Situation économique et monétaire . . . . .	1	35
	2	111
	3	223
	4	323
 <b>Artikel und Referate</b>		
Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahre 1995 / La position extérieure nette de la Suisse en 1995 . . . . .	4	389
Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahre 1995 / L'évolution des investissements directs en 1995 . . . . .	4	361
Die Geldpolitik im Jahre 1997 / La politique monétaire en 1997 / La politica monetaria nel 1997 / Monetary policy in 1997 . . . . .	4	289
Lüscher, Barbara und Ruoss, Eveline: Entwicklung der potentiellen Produktion in der Schweiz . . . . .	1	61
Lusser, Markus: Auf dem Weg zu einer neuen schweizerischen Geldverfassung . . . . .	2	155
Lusser, Markus: Generalversammlungsreferat vom 19. April 1996/ Exposé à l'Assemblée générale du 19 avril 1996 . . . . .	2	143
Peytrignet, Michel: Stabilité économétrique des agrégats monétaires suisse . . . . .	3	251
Schwarz, Umberto: Commentaire au rapport du groupe des Dix consacré à la résolution des crises de liquidité des débiteurs souverains . . . . .	4	349
Zurlinden, Mathias: Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank 1986–1994 . . . . .	2	163
Schönenberger, Jakob: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 19. April 1996 / Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 19 avril 1996 . . . . .	2	139
 <b>Geld- und währungspolitische Chronik / Chronique monétaire</b> . . . . .	1	75
	2	188
	3	279
	4	395