

**Geld, Währung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 4
Dezember / décembre 1992**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	301
Sommaire	302
Sommario	303
Abstracts	304
<hr/>	
Die Geldpolitik im Jahre 1993	305
La politique monétaire en 1993	307
La politica monetaria nel 1993	309
Swiss monetary policy in 1993	311
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungs Lage	313
Situation économique et monétaire	339
<hr/>	
Erich Spöndli: Wechselkursregime und Inflation: Österreich und die Schweiz im Vergleich	365
<hr/>	
Catherine Marrel: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1991	384
Les investissements directs suisses à l'étranger en 1991	389
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	394
Chronique monétaire	395
<hr/>	
Inhaltsverzeichnis 1992	
Table des matières 1992	396

Übersicht

Die Geldpolitik im Jahre 1993 (S. 305–306)

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank führt im Einvernehmen mit dem Bundesrat ihre auf Preisstabilität ausgerichtete mittelfristige Geldpolitik fort. Sie orientiert sich im Jahre 1993 weiterhin am Ziel, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Durchschnitt von drei bis fünf Jahren um ein Prozent auszuweiten. Die Nationalbank fördert damit die Preisstabilität auf mittlere Frist und belässt der Wirtschaft einen ausreichenden Wachstumsspielraum.

Wirtschafts- und Währungslage (S. 313–337)

Im dritten Quartal 1992 gewann die Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten an Kraft, während sich das Wirtschaftswachstum in Europa und in Japan weiter abschwächte. Die konjunkturelle Lage verdüsterte sich dabei vor allem in Deutschland. In den meisten europäischen Ländern nahm die Zahl der Arbeitslosen zu. Dagegen sank die Teuerung von Juni bis September im Durchschnitt der OECD-Länder weiter. Angesichts der günstigen Teuerungsaussichten lockerten die amerikanischen und japanischen Währungsbehörden ihren geldpolitischen Kurs nochmals geringfügig. In Europa stand die Geldpolitik im Zeichen wachsender Spannungen im Europäischen Währungssystem. Diese führten im September und November zu Paritätsanpassungen sowie zum Austritt der Lira und des Pfundes aus dem Wechselkursmechanismus des EWS.

In der Schweiz lag das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal erneut unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Wie in den beiden Vorquartalen wurde die Konjunktur vor allem von den Exporten gestützt. Während die Investitionstätigkeit erneut abnahm, stagnierte der private Konsum. Die Arbeitslosenquote stieg weiter. Die Teuerung bildete sich von Juli bis November zurück. Die Fortschritte beim Teuerungsabbau sowie die Erstarkung des Frankens liessen ab Juli die kurzfristigen Zinssätze zurückgehen. Die Nationalbank lockerte ihre Geldpolitik leicht und liess diesen Zinsrückgang zu.

Wechselkursregime und Inflation: Österreich und die Schweiz im Vergleich (S. 365–383)

Die Schweiz und Österreich verfolgen eine grundsätzlich verschiedene Geldpolitik. Während die Schweizerische Nationalbank autonom Preisstabilität zu erreichen versucht, fixiert die Österreichische Nationalbank den Kurs des Schillings gegenüber der D-Mark. In der zweiten Hälfte der achtziger Jahre war die österreichische Teuerung etwas geringer als die schweizerische. Die Schweiz hätte durch einen fixen Wechselkurs zur D-Mark ebenfalls von der tiefen deutschen Inflationsrate profitieren können, falls das schweizerische Preisniveau sich kurzfristig und präzise gemäss der Kaufkraftparität gegenüber Deutschland entwickelt hätte. Preis- und Wechselkursanpassungsgleichungen für verschiedene Perioden zeigen jedoch, dass in Österreich wie in der Schweiz kurzfristig grosse Abweichungen von der Kaufkraftparität auftreten. Durch eine Fixierung des Wechselkurses lässt sich somit nicht automatisch eine tiefere Inflationsrate importieren.

Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland (S. 384–388)

Die Auslandsinvestitionen der in der Schweiz domizilierten Unternehmen betragen 1991 9,4 Mrd. Franken; dies sind 0,6 Mrd. mehr als im Vorjahr. Ein Grossteil der Kapitalflüsse ging in die EG- und EFTA-Länder. Die Verlagerung der Direktinvestitionstätigkeit von den Industrie- zu den Dienstleistungsunternehmen setzte sich fort. Ende 1991 belief sich der Kapitalbestand der schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland auf 102 Mrd. Franken. Der überwiegende Teil davon befindet sich in den OECD-Ländern.

Sommaire

La politique monétaire en 1993 (p. 307–308)

La Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, en accord avec le Conseil fédéral, de poursuivre sa politique monétaire axée à moyen terme sur la stabilité du niveau des prix. En 1993, elle continuera à viser son objectif qui consiste à augmenter d'un pour-cent par année, en moyenne d'une période de trois à cinq ans, la monnaie centrale dessaisonnalisée. Ainsi, la Banque nationale s'attache à promouvoir la stabilité des prix à moyen terme, tout en donnant à l'économie une marge suffisante pour la croissance.

Situation économique et monétaire (p. 339–364)

Au troisième trimestre de 1992, la reprise économique a gagné en vigueur aux Etats-Unis, mais la croissance a continué à faiblir en Europe et au Japon. La conjoncture s'est assombrie en Allemagne avant tout. Le nombre des chômeurs a augmenté dans la plupart des pays européens. En revanche, le renchérissement a marqué un nouveau repli, en moyenne de la zone de l'OCDE. Les perspectives en matière de renchérissement étant favorables, les autorités monétaires américaines et japonaises ont assoupli légèrement leur politique. En Europe, la politique monétaire a été marquée par les tensions croissantes qui ont secoué le Système monétaire européen. En septembre et en novembre, ces tensions ont entraîné des adaptations de parités ainsi que la sortie de la lire et de la livre sterling du mécanisme de change du SME.

En Suisse, le produit intérieur brut réel était, au troisième trimestre également, inférieur à son niveau de la période correspondante de 1991. Comme les deux trimestres précédents, des impulsions sont venues essentiellement des exportations. La consommation privée a stagné, et les investissements ont de nouveau reculé. Le taux de chômage a continué à augmenter. Entre juillet et novembre, le renchérissement a poursuivi son mouvement de repli. Les succès obtenus dans la lutte contre l'inflation et le raffermissement du franc ont fait baisser les taux d'intérêt à court terme à partir de juillet. La

Banque nationale, qui a légèrement assoupli sa politique monétaire, ne s'est pas opposée à cette baisse.

Régime de change et inflation – Une comparaison entre l'Autriche et la Suisse (p. 365–383)

La Suisse et l'Autriche poursuivent des politiques monétaires fondamentalement différentes. Tandis que la Banque nationale suisse tente de maintenir de façon autonome la stabilité des prix, les autorités monétaires autrichiennes ont rattaché le schilling au mark allemand. Dans la seconde moitié des années quatre-vingt, le renchérissement autrichien était un peu inférieur à celui de la Suisse. En rattachant le franc au mark, la Suisse aurait pu elle aussi profiter du faible taux d'inflation allemand, à condition toutefois que son niveau des prix eût suivi, à court terme et rigoureusement, la parité des pouvoirs d'achat avec l'Allemagne. Or des équations d'ajustement des prix et du cours de change pour diverses périodes montrent que d'importants écarts existent, en Autriche comme en Suisse, par rapport à la parité des pouvoirs d'achat. L'adoption d'une relation de change fixe ne permet donc pas à un pays d'importer automatiquement une inflation plus faible.

Les investissements directs suisses à l'étranger en 1991 (p. 389–393)

Les exportations de capitaux des entreprises suisses en vue d'investissements directs ont porté sur 9,4 milliards de francs en 1991, contre 8,8 milliards l'année précédente. Les pays de la CE et de l'AELE ont été les principaux bénéficiaires de ce flux de capitaux. La part des entreprises appartenant au secteur des services a continué à augmenter au détriment de celle des entreprises industrielles. A la fin de 1991, le volume des investissements directs suisses à l'étranger s'élevait à 102 milliards de francs. Ce montant était investi en grande majorité dans les Etats membres de l'OCDE.

Sommario

La politica monetaria svizzera nel 1993 (p. 309–310)

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera ha deciso, d'intesa con il Consiglio federale, di mantenere una politica monetaria a medio termine volta alla stabilità dei prezzi. Anche nel 1993 perseguirà un obiettivo di crescita della base monetaria destagionalizzata dell'uno per cento nella media di tre a cinque anni. In questo modo la Banca nazionale favorisce la stabilità dei prezzi a medio termine e lascia all'economia un sufficiente margine di crescita.

Situazione economica e monetaria (p. 313–364)

Nel corso del terzo trimestre del 1992 si è affermata la ripresa congiunturale negli Stati Uniti, mentre in Europa e nel Giappone la crescita economica ha continuato a rallentare. La congiuntura si è deteriorata soprattutto in Germania. Nella maggior parte dei Paesi europei il numero dei disoccupati è aumentato. Il rincaro medio della zona dell'OCSE si è invece ancora leggermente ridotto da giugno a settembre. Prevedendo uno sviluppo favorevole dei prezzi, le autorità monetarie statunitensi e giapponesi hanno ancora una volta lievemente allentato il corso della loro politica monetaria. In Europa, la politica monetaria è stata caratterizzata dalle crescenti tensioni all'interno del Sistema monetario europeo, che hanno condotto ad aggiustamenti delle parità nei mesi di settembre e di novembre e all'uscita della lira italiana e della lira sterlina dal meccanismo dei cambi dello SME.

In Svizzera, nel terzo trimestre, il prodotto interno lordo reale è di nuovo stato inferiore a quello registrato nel medesimo periodo del 1991. Come nei due trimestri precedenti, la congiuntura era sostenuta soprattutto dalle esportazioni. Gli investimenti hanno continuato a diminuire e il consumo privato è ristagnato. Il tasso di disoccupazione è ancora cresciuto. Il rincaro si è ridotto tra luglio e novembre. In seguito al rallentamento del rincaro e all'apprezzamento del franco svizzero, i tassi d'interesse a breve sono diminuiti nel corso dell'estate. La Banca nazionale ha seguito una politica monetaria

leggermente meno restrittiva, favorendo questo calo.

Regime dei cambi e inflazione: un confronto tra l'Austria e la Svizzera (p. 365–383)

La Svizzera e l'Austria applicano politiche monetarie fondamentalmente differenti. Mentre la Banca nazionale svizzera cerca di mantenere autonomamente la stabilità dei prezzi, quella austriaca fissa il corso dello scellino rispetto al marco tedesco. Nella seconda metà degli anni ottanta, il rincaro in Austria era leggermente inferiore a quello svizzero. Con un cambio fisso rispetto al marco tedesco, anche la Svizzera avrebbe potuto approfittare del basso tasso d'inflazione della Germania, purché il livello dei prezzi in Svizzera rispecchiasse precisamente e a corto termine l'evolversi della parità del potere d'acquisto rispetto alla Germania. Equazioni d'aggiustamento dei prezzi e dei tassi di cambio per differenti periodi rivelano tuttavia che sia in Austria sia in Svizzera si hanno a breve termine deviazioni importanti rispetto alla parità del potere d'acquisto. Di conseguenza, fissando il tasso di cambio, non si importa automaticamente un tasso d'inflazione più basso.

Investimenti diretti svizzeri all'estero nel 1991 (p. 384–393)

Nel 1991, le imprese domiciliate in Svizzera hanno investito all'estero un importo di 9,4 miliardi di franchi, 0,6 miliardi più che nel 1990. Buona parte dei capitali sono fluiti verso i Paesi della CE e dell'AELS. Gli investimenti diretti sono operati sempre meno in imprese industriali e sempre più nel settore dei servizi. Alla fine del 1991 gli investimenti diretti svizzeri all'estero ammontavano a 102 miliardi di franchi, di cui la grande maggioranza si situa nei Paesi dell'OCSE.

Abstracts

Monetary policy in 1993 (pp. 311–312)

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, intends to continue its existing medium-term monetary policy, which is geared to price stability. In 1993, the Swiss National Bank will again adhere to its target of increasing the seasonally-adjusted monetary base by an annual average of one percent over a three to five-year period. By this policy, the Swiss National Bank is seeking to promote price stability in the medium term while allowing the economy sufficient leeway for growth.

Economic and monetary developments (pp. 313–364)

In the third quarter of 1992 the economic upturn in the USA gained momentum while economic growth in Europe and Japan continued to taper off. Business activity saw a particularly marked worsening in Germany. The unemployment rate rose in most European countries. Inflation, on the other hand, continued to fall slightly on balance in the OECD between June and September. In view of the improved inflation outlook, the US and Japanese monetary authorities effected another slight easing of monetary policy. In Europe, monetary policy was overshadowed by the strains in the European Monetary System. This led to realignments in September and November and to the departure of the lira and the pound sterling from the exchange rate mechanism (ERM).

In Switzerland, real GDP in the third quarter was again below the year-back figure. As in both of the previous quarters, business activity was buoyed up chiefly by exports. While investments continued to fall, private consumption was flat. The unemployment rate was up again. Between July and November, inflation showed a renewed fall. This, together with the strengthening of the Swiss franc, prompted a slide in short-term interest rates from July onwards. The National Bank eased its monetary policy slightly to allow rates to fall.

Exchange rate policies and inflation: a comparison between Austria and Switzerland (pp. 365–383)

Switzerland and Austria have adopted fundamentally different monetary policies. While the Swiss National Bank seeks to achieve monetary stability through its own, independent efforts, the Austrian National Bank keeps the schilling pegged to the D-mark. In the second half of the 1980s, inflation was slightly lower in Austria than in Switzerland. If it had pegged its currency to the D-mark, Switzerland could also have benefited from Germany's low inflation rate; this assumes, however, that Swiss prices would have adjusted themselves promptly and accurately in line with Swiss/German purchasing power parities. Comparisons of price and exchange rate adjustments over various periods do in fact point to large short-term fluctuations in purchasing power parities in both Austria and Switzerland. Pegging the exchange rate would not, therefore, have automatically enabled Switzerland to import a lower inflation rate.

Swiss direct investments abroad (pp. 384–393)

In 1991, foreign investments by Swiss-based companies totalled Sfr 9.4 billion, i.e. Sfr 0.6 billion more than in the previous year. A large portion of these funds was invested in the EC and EFTA countries. The trend from industrial to service-sector investments continued. At the end of 1991, Swiss direct investments abroad amounted to Sfr 102 billion. By far the larger part of this sum is invested in OECD countries.

Die Geldpolitik der Nationalbank im Jahre 1993

1. Einleitung

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank setzt im Einvernehmen mit dem Bundesrat seine auf Preisstabilität ausgerichtete mittelfristige Geldpolitik fort. Es orientiert sich im Jahre 1993 weiterhin am Ziel, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Durchschnitt von drei bis fünf Jahren um ein Prozent auszuweiten. Die Nationalbank fördert damit die Preisstabilität auf mittlere Frist und belässt der Wirtschaft einen ausreichenden Wachstumsspielraum.

Die Nationalbank geht davon aus, dass die Zunahme der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge 1993 über dem mittelfristigen Ziel liegen wird. Da aus konjunkturellen Gründen kaum mit einer starken Belebung der Liquiditätsnachfrage der Wirtschaft zu rechnen ist, darf im Jahresverlauf eine weitere Rückbildung des Zinsniveaus am Geldmarkt erwartet werden. Die Nationalbank behält sich wie in den letzten Jahren vor, vom mittelfristigen Wachstumspfad vorübergehend abzuweichen, wenn unerwartete Entwicklungen an den Devisen- und Finanzmärkten die Preisstabilität bei ausgeglichener gesamtwirtschaftlicher Entwicklung zu beeinträchtigen drohen.

2. Rückblick auf die Geldpolitik im Jahre 1992

Ende 1991 war die Nationalbank davon ausgegangen, dass das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge im Jahre 1992 über dem mittelfristigen Ziel von 1% liegen werde. Die Entwicklung dieses Aggregats entsprach indessen nicht diesen Erwartungen. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge dürfte im vierten Quartal 1992 den entsprechenden Vorjahresstand um schätzungsweise 1% unterschreiten und rund 28,9 Mrd. Franken betragen. Dies ist vor allem auf zwei Gründe zurückzuführen.

Die Geldnachfrage fiel – erstens – angesichts der schwachen Konjunktur geringer als veranschlagt

aus. Die Teuerungsentwicklung entsprach zwar den Prognosen der Nationalbank. Das reale Bruttoinlandsprodukt bildete sich indessen leicht zurück, während die Nationalbank ein Wachstum von 1% vorausgesagt hatte.

Die Nationalbank nahm – zweitens – im Frühjahr auf die Wechselkursentwicklung Rücksicht. Ende Februar begann sich der Schweizer Franken gegenüber den europäischen Währungen deutlich abzuschwächen. Dies löste einen erneuten Anstieg der kurz- und langfristigen Zinssätze aus. Die Nationalbank befürchtete, dass der Wertverlust des Frankens die Teuerung über eine Erhöhung der Preise importierter Güter schüren werde.

Im Sommer begann sich die Überzeugung durchzusetzen, dass sich die schweizerische Teuerung definitiv auf dem Rückzug befinde. Der Schweizer Franken gewann wieder an Stärke, und die inländischen Zinssätze begannen zu sinken. Die Turbulenzen im Europäischen Währungssystem und die damit verbundene weitere Festigung des Frankens beschleunigten den Zinsrückgang. Am Geldmarkt weitete sich die Zinsdifferenz zu Deutschland auf über 2 Prozentpunkte aus.

Der Zinsrückgang war angesichts der Unterschreitung des mittelfristigen Geldmengenziels erwünscht. Daher unterstützte ihn die Nationalbank. Sie stellte den Banken Notenbankgeld sukzessive zu günstigeren Bedingungen zur Verfügung und senkte gleichzeitig in zwei Schritten den Diskontsatz. Die Nationalbank rechnet damit, dass sich der Zinsrückgang in den kommenden Monaten wieder in einer Zunahme der Nachfrage nach Banknoten und damit nach Notenbankgeld äussern wird. Sie hat also die Massnahmen, die zur Erreichung ihres mittelfristigen Geldmengenziels erforderlich sind, eingeleitet.

3. Aussichten für das Jahr 1993

Als Folge des Zinsrückgangs dürfte die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1993

wieder steigen. Es ist sogar damit zu rechnen, dass das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge das mittelfristige Ziel in der absehbaren Zukunft vorübergehend überschreiten wird. Wenn sich die Zinsen auf tieferem Niveau stabilisieren werden, dürfte das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge wieder sinken und sich dem mittelfristigen Ziel von 1% annähern. Ein ähnliches Anpassungsmuster war schon Anfang der achtziger Jahre anlässlich des damaligen Zinsrückgangs beobachtet worden.

Die vorübergehende Überschreitung ist notwendig, wenn die Nationalbank ihr mittelfristiges Ziel im Durchschnitt einer Periode von bis zu fünf Jahren erreichen will. Ausgangspunkt für die Berechnung des mehrjährigen Durchschnitts ist das vierte Quartal 1989. Die Anpassung der Geldnachfrage an die neuen Liquiditätsvorschriften und die Einführung des Interbank-Zahlungssystems SIC waren Ende 1989 weitgehend abgeschlossen. Ferner hatte die Nationalbank einen grossen Teil des Liquiditätsüberhangs von 1987 und Anfang 1988 abgebaut.

Allerdings fiel die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1990 deutlich unter den mittelfristigen Zielpfad, da die Nationalbank – angesichts der virulenten Teuerung – bis zum Spätsommer 1990 einen restriktiveren Kurs als ursprünglich beabsichtigt steuerte. In der Periode 1990–92 lag daher das effektive Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge um durchschnittlich 1,7 Prozentpunkte unter dem

mittelfristigen Ziel, wie der folgenden Tabelle entnommen werden kann:

Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge (Veränderung gegenüber dem 4. Quartal des Vorjahres)		
	Mittelfristiges Ziel (%)	Effektives Wachstum (%)
1990	*	-2,5
1991	1	1,4
1992	1	-1,1**
Jährlicher Durchschnitt	1	-0,7**

* Das mittelfristige Ziel wurde erst Ende 1990 festgelegt
 ** Schätzung

Somit muss das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge vorübergehend deutlich über 1% steigen, damit das mittelfristige Ziel erreicht werden kann. Bei diesen Berechnungen ist allerdings zu beachten, dass der effektive Restriktionsgrad der Geldpolitik möglicherweise etwas geringer war, als dies die Entwicklung der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge zum Ausdruck bringt. Vor allem im Jahre 1991 verringerten die Banken – gemessen an den Girogut haben – ihre Liquiditätsnachfrage noch einmal.

Die Nationalbank erwartet im Jahre 1993 einen weiteren Rückgang der Teuerung. Diese dürfte bis Ende des Jahres auf 2,5% sinken. Falls der Benzinzoll nicht heraufgesetzt wird, dürfte sie sogar 2% erreichen. Das Realwachstum wird voraussichtlich auch im Jahre 1993 stagnieren. Mit einer Konjunkturbelebung ist frühestens gegen Ende des Jahres zu rechnen.

La politique monétaire suisse en 1993

1. Introduction

La Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, en accord avec le Conseil fédéral, de poursuivre sa politique monétaire axée à moyen terme sur la stabilité du niveau des prix. En 1993, elle continuera à viser son objectif qui consiste à augmenter de 1% par année, en moyenne d'une période de trois à cinq ans, la monnaie centrale dessaisonnalisée. Ainsi, la Banque nationale s'attache à promouvoir la stabilité des prix à moyen terme, tout en laissant à l'économie une marge suffisante pour la croissance.

La Banque nationale estime que la progression de la monnaie centrale dessaisonnalisée sera supérieure, en 1993, à l'objectif à moyen terme. Etant donné que la demande de liquidités de l'économie ne devrait pas, pour des motifs conjoncturels, enregistrer une substantielle reprise, un nouveau repli du niveau des taux d'intérêt sur le marché monétaire peut être attendu au cours de l'année. La Banque nationale se réserve, comme les années précédentes, de s'écarter temporairement du sentier de croissance à moyen terme si des développements inattendus sur les marchés des changes ou sur les marchés financiers menacent de nuire à la stabilité des prix et à une évolution économique plus équilibrée.

2. Un aperçu de l'année 1992

A la fin de 1991, la Banque nationale était partie de l'hypothèse que la progression de la monnaie centrale dessaisonnalisée, en 1992, serait un peu supérieure à l'objectif à moyen terme de 1%. L'évolution de l'agrégat n'a toutefois pas correspondu à cette attente. Au quatrième trimestre de 1992, la monnaie centrale dessaisonnalisée devrait s'inscrire à 28,9 milliards de francs environ, soit à un niveau inférieur d'approximativement 1% à celui de la période correspondante de 1991. Deux facteurs expliquent, pour l'essentiel, l'écart par rapport à ce qui était prévu.

Premièrement, la demande de monnaie est restée, du fait de la faiblesse de la conjoncture, en deçà de ce qui était prévu. L'évolution du renchérissement a correspondu aux prévisions de la Banque nationale. Par contre, le produit intérieur brut réel a diminué légèrement, alors que l'institut d'émission avait tablé sur une croissance de 1%.

Secondement, la Banque nationale a tenu compte, au printemps, de l'évolution des cours de change. A fin février, le franc suisse a commencé à faiblir nettement face aux monnaies européennes. Les taux d'intérêt à court et long terme ont augmenté de nouveau. La Banque nationale craignit alors que la baisse du franc sur les marchés des changes n'attisât le renchérissement par une hausse des prix des biens importés.

En été, les marchés ont eu de plus en plus la conviction que le renchérissement battait définitivement en retraite. Le franc suisse s'est raffermi, et les taux d'intérêt ont de nouveau diminué. Les turbulences au sein du Système monétaire européen et la nouvelle revalorisation du franc suisse qu'elles ont entraînée ont accéléré la baisse des taux d'intérêt. Sur le marché monétaire, l'écart par rapport aux taux allemands s'est creusé pour atteindre plus de 2 points.

Le repli des taux d'intérêt était souhaitable, étant donné que la monnaie centrale évoluait au-dessous de l'objectif à moyen terme. Aussi la Banque nationale l'a-t-elle soutenu, en mettant de la monnaie centrale à la disposition des banques à des conditions graduellement plus avantageuses et en réduisant à deux reprises son taux de l'escompte. L'institut d'émission s'attend à ce que la baisse des taux d'intérêt se traduise, ces prochains mois, par une reprise de la demande de billets de banque et, partant, de monnaie centrale. Il a par conséquent posé les jalons qui lui permettront d'atteindre son objectif monétaire à moyen terme.

3. Les perspectives pour l'année 1993

Du fait de la baisse des taux d'intérêt, la monnaie centrale dessaisonnalisée devrait renouer avec la croissance en 1993. Il faut même s'attendre à ce que son expansion soit, dans un proche avenir, temporairement supérieure à l'objectif à moyen terme. Quand le repli des taux d'intérêt prendra fin, le rythme de progression de la monnaie centrale dessaisonnalisée devrait de nouveau faiblir et se rapprocher de l'objectif à moyen terme de 1%. L'agrégat avait déjà enregistré une évolution semblable lors de la baisse des taux d'intérêt du début des années quatre-vingt.

Une croissance temporairement supérieure au rythme de 1% est nécessaire si la Banque nationale veut atteindre son objectif en moyenne d'une période allant jusqu'à cinq ans. La moyenne pluriannuelle est calculée à partir du quatrième trimestre de 1989. L'adaptation de la demande de monnaie aux nouvelles dispositions sur les liquidités bancaires et à la mise en service du système de paiements interbancaires SIC était, pour l'essentiel, achevée à la fin de 1989. En outre, la Banque nationale avait résorbé la majeure partie des liquidités excédentaires qui étaient apparues en 1987 et au début de 1988.

En 1990, la monnaie centrale dessaisonnalisée a évolué toutefois bien au-dessous du sentier de croissance à moyen terme, parce que la Banque nationale, eu égard à la virulence du renchérissement, avait mené jusque vers la fin de l'été 1990 une politique plus restrictive que celle qui avait été prévue à l'origine. Aussi, dans la période couvrant les années 1990 à 1992, la monnaie centrale dessaisonnalisée a-t-elle enregistré une

évolution inférieure en moyenne de 1,7 point à l'objectif pluriannuel. Le tableau ci-dessous résume la situation:

Monnaie centrale dessaisonnalisée (variation en pour-cent par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente)		
	Objectif à moyen terme (%)	Variation effectivement enregistrée (%)
1990	*	-2,5
1991	1	1,4
1992	1	-1,1**
Moyenne pluriannuelle	1	-0,7**

* L'objectif à moyen terme n'a été fixé qu'à la fin de 1990

** Estimation

La croissance de la monnaie centrale dessaisonnalisée doit par conséquent s'inscrire temporairement bien au-dessus de 1% pour que l'objectif à moyen terme puisse être atteint. Dans ces calculs, il convient toutefois de tenir compte du fait que le degré de rigueur de la politique monétaire a été peut-être moins élevé que ne le laisse paraître l'évolution de la monnaie centrale dessaisonnalisée. En 1991 notamment, les banques ont une fois encore réduit leur demande d'avoirs en comptes de virements et, partant, de liquidités.

La Banque nationale table sur un nouveau repli du renchérissement en 1993. Le rythme de la hausse des prix fléchira probablement à 2,5% d'ici la fin de l'année; il pourrait même passer à 2% si les taxes sur l'essence ne sont pas majorées. En termes réels, l'économie devrait stagner, en 1993 également. Une reprise de la conjoncture n'est guère probable avant les derniers mois de 1993.

La politica monetaria svizzera nel 1993

1. Introduzione

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera ha deciso, d'intesa con il Consiglio federale, di mantenere una politica monetaria a medio termine volta alla stabilità dei prezzi. Anche nel 1993 perseguirà un obiettivo di crescita della base monetaria destagionalizzata dell'uno per cento nella media di tre a cinque anni. In questo modo la Banca nazionale favorisce la stabilità dei prezzi a medio termine e lascia all'economia un sufficiente margine di crescita.

La Banca nazionale ritiene che nel 1993 l'aumento della base monetaria destagionalizzata sarà superiore all'obiettivo di crescita a medio termine. Dato che, per motivi congiunturali, la domanda di liquidità dell'economia probabilmente non registrerà una forte ripresa, è lecito attendersi nel corso dell'anno a un ulteriore calo del livello dei tassi d'interesse sul mercato monetario. Come negli scorsi anni, la Banca nazionale si riserva di scostarsi temporaneamente dal sentiero d'espansione a medio termine se sviluppi imprevisi sui mercati finanziari e delle divise, nonostante un'evoluzione economica complessiva equilibrata, dovessero minacciare la stabilità dei prezzi.

2. La politica monetaria nel 1992

Alla fine del 1991, la Banca nazionale aveva previsto per il 1992 una crescita della base monetaria destagionalizzata superiore all'obiettivo a medio termine dell'uno per cento. L'evoluzione di questo aggregato non ha tuttavia corrisposto alle attese. Nel quarto trimestre 1992, la base monetaria destagionalizzata dovrebbe essere inferiore di circa l'uno per cento al suo livello di un anno prima e ammontare approssimativamente 28,9 miliardi di franchi. Questo scarto è da ascrivere essenzialmente a due motivi.

In primo luogo, la domanda di moneta è risultata inferiore a quanto preventivato a causa della

debole congiuntura. L'evoluzione del rincaro ha corrisposto alle previsioni della Banca nazionale, ma il prodotto interno lordo, per il quale la Banca nazionale aveva previsto una crescita dell'uno per cento, è leggermente diminuito.

In secondo luogo, la Banca nazionale in primavera ha tenuto conto dell'evoluzione dei tassi di cambio. Alla fine di febbraio il franco svizzero cominciò a indebolirsi palesemente per rapporto alle monete europee, provocando un nuovo aumento dei tassi d'interesse a breve e lungo termine. La Banca nazionale temeva che il cedimento del franco attizzasse il rincaro mediante un aumento del prezzo dei beni importati.

Durante l'estate, la convinzione che il rincaro svizzero fosse definitivamente al ribasso ha cominciato a imporsi. Il franco svizzero ha ripreso quota e i tassi d'interesse domestici hanno iniziato a diminuire. Le turbolenze nel Sistema monetario europeo e l'apprezzamento del franco che ne derivò hanno accelerato il calo dei tassi d'interesse. Sul mercato monetario, il differenziale rispetto ai tassi d'interesse germanici si è esteso oltre i due punti percentuali.

La diminuzione dei tassi d'interesse era auspicata poiché la crescita monetaria era inferiore all'obiettivo a medio termine. La Banca nazionale l'ha perciò favorita, mettendo gradualmente a disposizione delle banche base monetaria a condizioni favorevoli e riducendo il tasso di sconto a due riprese. La Banca nazionale prevede che nei prossimi mesi la riduzione dei tassi d'interesse si traduca in un nuovo aumento della domanda di banconote e dunque di base monetaria. Ha pertanto promosso le misure necessarie per conseguire il suo obiettivo monetario a medio termine.

3. Prospettive per il 1993

In seguito al calo dei tassi d'interesse, la base monetaria destagionalizzata dovrebbe riprendere a crescere nel 1993. Verosimilmente, in un

prossimo futuro, la sua crescita si situerà temporaneamente oltre l'obiettivo a medio termine.

Quando i tassi d'interesse si stabilizzeranno a un livello inferiore, il ritmo di crescita della base monetaria destagionalizzata dovrebbe di nuovo moderarsi e avvicinarsi all'obiettivo di crescita a medio termine dell'uno per cento. Un'evoluzione simile è già stata osservata in occasione del calo dei tassi d'interesse all'inizio degli anni ottanta.

Il superamento transitorio della direttrice di crescita è necessario, se la Banca nazionale vuole raggiungere, in media, l'obiettivo che si è fissata per un periodo di cinque anni. La base di calcolo della media pluriennale è il quarto trimestre 1989. Alla fine del 1989, l'adeguamento della domanda di moneta alle nuove disposizioni sulle liquidità bancarie e l'introduzione del sistema di pagamenti interbancari SIC erano praticamente conclusi. La Banca nazionale aveva inoltre riassorbito gran parte dell'eccesso di liquidità accumulato nel 1987 e all'inizio del 1988.

Nel 1990 la crescita della base monetaria destagionalizzata è stata tuttavia nettamente inferiore a quella auspicata a medio termine, poiché la Banca nazionale, in considerazione della virulenza del rincaro, condusse fino a estate inoltrata una politica monetaria più restrittiva di quanto avesse inizialmente previsto. Nel periodo 1990-92 la crescita effettiva della base monetaria destagionalizzata è perciò stata mediamente di 1,7 punti percentuali inferiore all'obiettivo a medio termine, come si può desumere dalla seguente tabella.

Base monetaria destagionalizzata
(variazione rispetto al quarto trimestre dell'anno precedente)

	Obiettivo a medio termine (%)	Crescita effettiva (%)
1990	*	-2,5
1991	1	1,4
1992	1	-1,1**
Media annuale	1	-0,7**

* L'obiettivo a medio termine è stato fissato solo alla fine del 1990

** Stima

L'espansione della base monetaria destagionalizzata deve perciò essere per un certo tempo sensibilmente superiore all'uno per cento, affinché l'obiettivo a medio termine possa essere raggiunto. Circa questi calcoli occorre tuttavia osservare che il grado effettivo di rigore della politica monetaria è probabilmente stato leggermente inferiore di quanto l'evoluzione della base monetaria destagionalizzata potrebbe far credere. Soprattutto nel 1991, le banche hanno ridotto nuovamente la loro domanda di liquidità, calcolata sulla base degli averi in conto giro.

La Banca nazionale prevede che nel 1993 il rincaro si ridurrà ulteriormente. Entro la fine dell'anno dovrebbe scendere al 2,5 per cento o addirittura al 2 per cento se i dazi sui carburanti non saranno aumentati. La crescita reale probabilmente ristagnerà anche nel 1993. Una ripresa della congiuntura dovrebbe manifestarsi solo verso la fine dell'anno.

Swiss monetary policy in 1993

1. Introduction

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, intends to continue its existing medium-term monetary policy, which is geared to price stability. In 1993, the Swiss National Bank will again adhere to its target of increasing the seasonally-adjusted monetary base by an annual average of one percent over a three to five-year period. By this policy, the Swiss National Bank is seeking to promote price stability in the medium term while allowing the economy sufficient leeway for growth.

The Swiss National Bank expects the expansion of the seasonally-adjusted monetary base in 1993 to be above the medium-term growth target. Since the current business climate hardly gives cause to expect a strong revival in demand for liquidity in the Swiss economy, money market rates are likely to decline further during the year. As in recent years, the Swiss National Bank will retain the option of deviating from the medium-term growth target if unexpected developments in the currency and financial markets begin to pose a threat to price stability and to a balanced economic development.

2. Review of monetary policy in 1992

At the end of 1991, the Swiss National Bank expected seasonally-adjusted growth in the monetary base to exceed the medium-term target of 1% in 1992. Expansion in this aggregate did not, however, match these predictions. The seasonally-adjusted monetary base for the fourth quarter of 1992 will probably show an estimated 1% decline on the previous year's figure and amount to around Sfr 28.9 billion. This is largely attributable to two factors.

First, demand for money was not nearly as high as expected because of the slack level of business activity. Although inflation developed in line with

the Swiss National Bank's forecasts, real Gross Domestic Product contracted slightly as opposed to the 1% expansion predicted by the Bank.

Second, in the spring the Swiss National Bank acted on exchange rate developments. The Swiss franc had started to weaken markedly against the other European currencies in late February, and this triggered a renewed rise in short and long-term interest rates. The Bank feared that the franc's depreciation would fuel imported inflation.

By the summer there was a growing consensus that inflation was now at last on the retreat. The Swiss franc strengthened again and domestic interest rates started to fall. The turbulence in the European Exchange Rate Mechanism and the resulting, continued firming in the franc accelerated this interest decline. At the short end of the market, the gap with DM rates widened to over 2 percentage points.

Since money supply growth had fallen short of the medium-term target, this interest rate decline was welcome. The Swiss National Bank supported it accordingly. It also gradually eased its conditions for supplying the banks with liquidity and cut the discount rate twice. The Swiss National Bank expects that, as a consequence of this move, the decline in interest rates will be reflected over the coming months in a resurgence in demand for banknotes and hence central bank liquidity. It has therefore initiated the measures necessary for achieving its medium-term money supply target.

3. Outlook for 1993

The decline in interest rates is likely to result in a renewed rise in the seasonally-adjusted monetary base in 1993. It is likely that the medium-term target will even be exceeded temporarily in the foreseeable future. After inter-

est rates have settled at a lower level, the expansion of the seasonally-adjusted monetary base will probably slow down and approach the 1% growth target. A similar pattern of adjustment to declining interest rates was observed in the early 1980s.

The temporary overshoot is necessary if the Swiss National Bank is to achieve its medium-term target on the average of a period of up to five years. The basis for calculating this average is the fourth quarter of 1989. The adjustment of liquidity demand to the new liquidity regulations and the introduction of the new interbank clearing system (SIC) had largely been completed by the end of 1989. The Swiss National Bank had also reduced much of the liquidity overhang inherited from 1987 and early 1988.

In 1990, however, the seasonally-adjusted monetary base fell below the medium-term target path. Until the late summer of 1990, the Swiss National Bank pursued a more restrictive policy than originally intended in order to counter Switzerland's virulent inflation. Actual growth in the seasonally-adjusted monetary base for the period 1990-92 therefore fell short of the medium-term target by an average of 1.7 percentage points (see table).

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

	Medium-term target (%)	Actual growth (%)
1990	*	-2.5
1991	1	1.4
1992	1	-1.1**
yearly average	1	-0.7**

* the medium-term target was not set until the end of 1990

** estimate

In light of these figures, the seasonally-adjusted monetary base needs to expand by well over 1% for a limited period if the medium-term target is to be achieved. It should be borne in mind, though, that monetary policy may have been rather less restrictive than is apparent from the development of the seasonally-adjusted monetary base. The banks' demand for liquidity – as measured by their balances with the Swiss National Bank – declined further, especially in 1991.

The Swiss National Bank expects inflation to continue its decline in 1993. It should fall to 2.5% by year's end. If there is no increase in the motor fuel tax, it should even reach 2%. Real growth will probably continue to stagnate in 1993. Only towards the end of the year (if not later) is an economic upturn likely to set in.

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 11. Dezember 1992*

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

1. Ausland

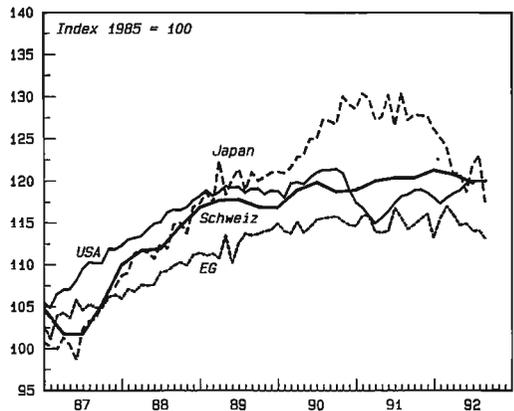
Konjunkturentwicklung

Im dritten Quartal 1992 kühlte sich die Konjunktur in Europa und Japan nochmals spürbar ab. Dagegen gewann die konjunkturelle Erholung in den Vereinigten Staaten an Kraft. Positive Impulse gingen vor allem vom privaten Konsum und vom Lageraufbau aus. In Japan schwächte sich das Wirtschaftswachstum weiter ab, wobei insbesondere die Investitionstätigkeit erneut nachliess. Auch in Europa verstärkten sich die Stagnationstendenzen. Ins Gewicht fiel vor allem die konjunkturelle Abkühlung in Deutschland. Die Industrieproduktion ging insgesamt zurück. Die Investitionsgüterindustrie sowie die Bauwirtschaft, die unter dem hohen Zinsniveau in Europa leiden, sind in den meisten europäischen Ländern vom Konjunkturrückgang besonders stark betroffen. Aber auch der private Konsum zeigt nur noch wenig Dynamik. In Deutschland, Frankreich und Italien trug zudem die sinkende Auslandnachfrage aus dem europäischen Raum zur Konjunkturabkühlung bei. Demgegenüber profitierte vor allem die britische Wirtschaft von der steigenden Importnachfrage der Vereinigten Staaten; dennoch vermochte sich Grossbritannien auch im dritten Quartal nicht von der hartnäckigen Rezession zu lösen.

Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren der OECD verschlechterten sich sowohl für Japan als auch für die meisten europäischen Industrieländer, insbesondere für Deutschland. Für die Vereinigten Staaten und Grossbritannien blieben sie dagegen unverändert.

* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1992 bekannt wurden.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

Die Arbeitslosenquote der OECD-Länder stieg im dritten Quartal leicht auf durchschnittlich 7,5%. Während sie in den Vereinigten Staaten im Laufe des Quartals zurückging, erhöhte sie sich vor allem in Deutschland, Grossbritannien sowie in den meisten kleineren europäischen Ländern. Im September betrug die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EG 9,3%, gegenüber 8,8% vor Jahresfrist.

Der einzige Lichtblick im trüben Konjunkturbild stellte die weiter nachlassende Teuerung dar. Zwischen Juni und September ging die durchschnittliche Jahresteuerung der OECD-Länder (ohne Türkei) von 3,4% auf 3,2% zurück (August: 3,2%). Mit Ausnahme Deutschlands wiesen alle grossen Industrieländer sinkende Jahresteuerraten auf.

Wirtschaftspolitik

Die amerikanischen und japanischen Währungsbehörden lockerten ihre Geldpolitik im dritten

Quartal nochmals geringfügig. Im Juli senkten sie ihre Diskontsätze um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 3% bzw. 3,25%.

In Europa stand die Geldpolitik im Zeichen wachsender Spannungen im Europäischen Währungssystem (EWS). Anhaltende wirtschaftliche Divergenzen zwischen den EWS-Ländern sowie die Unsicherheit über den Ausgang des Maastricht-Referendums in Frankreich führten im Sommer zu Devisenabflüssen aus den hochverzinsten EWS-Währungen. Die Währungsbehörden Italiens und Grossbritanniens strafften ihre Geldpolitik deutlich, während die Deutsche Bundesbank einen leichten Rückgang der Geldmarktsätze zuließ. Um den anhaltenden Druck zu lindern, wurde Mitte September der Leitkurs der Lira um 3,5% abgewertet und die Leitkurse der übrigen EWS-Währungen im selben Ausmass aufgewertet. Die Spannungen verschärfen sich indessen weiter. Am 17. September wurde die spanische Peseta um 5% abgewertet. Gleichzeitig wurden die Kurse der Lira und des britischen Pfundes, die trotz massiver Interventionen nicht in der Bandbreite gehalten werden konnten, freigegeben. Dagegen konnte eine Abwertung des französischen Franc verhindert werden. Um dem anhaltenden Abwertungsdruck entgegenzuwirken, führten Spanien, Irland und Portugal – teilweise vorübergehend – wieder Restriktionen im Kapitalverkehr ein. Am 22. November wurde die spanische Peseta und der portugiesische Escudo um je 6% abgewertet.

Im Oktober senkten die meisten EWS-Länder ihre Zinssätze; besonders ausgeprägt war dies in Grossbritannien der Fall. Bis Ende Oktober verloren die Lira und das britische Pfund gegenüber der D-Mark um 10% bzw. 15% an Wert.

Auch die skandinavischen Währungen gerieten unter starken Druck. Nachdem Finnland die einseitige Bindung der Markka an die ECU am 8. September aufgeben hatte, gab die schwedische Reichsbank den Kurs der Krone am 19. November ebenfalls frei. Zuvor hatte sie mit massiven Zinserhöhungen, Interventionen sowie der Aufnahme umfangreicher Fremdwährungskredite versucht, den Wechselkurs zu verteidigen.

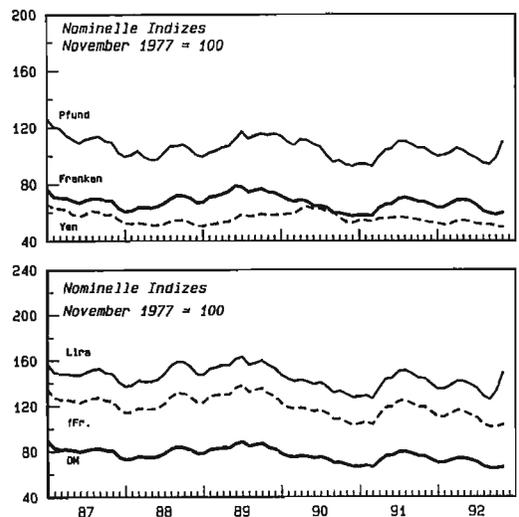
Die Währungskrise veranlasste eine Reihe von Ländern, ihre Fiskalpolitik trotz der schlechten

Konjunktur deutlich zu straffen. Ende September verabschiedete die italienische Regierung ein umfassendes Sparpaket, um die Sanierung der Staatsfinanzen voranzutreiben. Restriktive fiskalpolitische Massnahmen wurden auch von den nordeuropäischen Ländern sowie von Spanien ergriffen. Im Gegensatz dazu beschloss die japanische Regierung fiskalpolitische Massnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft.

Devisenmarkt

Die Entwicklung des Dollars war von grosser Unstetigkeit geprägt. Bis Ende August fiel er gegenüber den meisten Währungen auf historische Tiefstwerte. Nach Ausbruch der September-Krise im EWS – vor allem aber im Oktober und im November – gewann er wieder an Wert. Dazu trugen das kleiner gewordene Zinsgefälle zwischen den USA und Europa sowie positive Daten zur amerikanischen Wirtschaftsentwicklung bei. Auch der japanische Yen wertete sich deutlich auf. Dieser profitierte nicht zuletzt vom wachsenden japanischen Ertragsbilanzüberschuss sowie vom Programm zur Stimulierung der japanischen Wirtschaft.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Europäische Integration und internationale Währungszusammenarbeit

Trotz der Ablehnung des Maastricht-Referendums durch Dänemark Anfang Juni ging der Ratifizierungsprozess des Maastrichter Unionsvertrages weiter. Am 20. September stimmte das französische Volk dem Vertragswerk knapp zu. Bis Mitte Dezember ratifizierten Belgien, Irland, Luxemburg, Griechenland, Frankreich, Italien, Portugal, Holland und Deutschland den Vertrag. Es fehlen noch Grossbritannien und Spanien.

Anfang Oktober präsentierte die dänische Regierung ein Weissbuch mit Vorschlägen, wie die juristischen und politischen Probleme nach dem dänischen Nein zum Unionsvertrag gelöst werden könnten.

Am 16. Oktober fand in Birmingham ein Sondergipfel der Staats- und Regierungschefs der zwölf EG-Staaten statt. Konkrete Ergebnisse wurden keine erzielt; der Gipfel diente vielmehr dazu, dem ins Stocken geratenen Integrationsprozess neuen Antrieb zu verleihen. Ende Dezember sollen am regulären Gipfel in Edinburgh Fragen im Zusammenhang mit der Ratifizierung des Maastrichter Vertrages, insbesondere die Stellung Dänemarks, das Delors-II-Paket über den Finanzhaushalt der Europäischen Gemeinschaft und das Problem der Subsidiarität behandelt werden.

Die Gouverneure des Internationalen Währungsfonds (IWF) beschlossen an ihrer Jahresversammlung im September, das Exekutivdirektorium von 22 auf 24 Mitglieder zu erhöhen. Einer dieser neu geschaffenen Sitze ging an Russland, der andere an die Schweiz. Seit November 1992 leitet die Schweiz eine Ländergruppe, die sich aus Polen, Usbekistan, Kirgisien, Turkmenistan, Aserbeldschan und der Schweiz zusammensetzt. Der von Tadschikistan geplante Beitritt in die Schweizer Ländergruppe wurde verschoben, da das Land seine Mitgliedschaft beim IWF nicht rechtzeitig vollziehen konnte.

Mitte September wurde die Vereinbarung zwischen dem Bundesrat und der Schweizerischen Nationalbank über die Durchführung der Mitgliedschaft beim IWF unterzeichnet. Sie konkretisiert Art. 4 des Bundesgesetzes über die Mitwirkung

der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods. Grundsätzlich wird bei der Abgabe von Stellungnahmen sowie der Erteilung von Auskünften an den IWF im gegenseitigen Einvernehmen gehandelt. Das Eidgenössische Finanzdepartement ist für die allgemeinen Beziehungen zum IWF federführend. Dazu gehören insbesondere Statutenänderungen, Quotenänderungen, die allgemeine IWF-Politik, die Überwachung der Mitgliedländer und die Inanspruchnahme der allgemeinen Fondsmittel durch die Mitgliedländer. Der Nationalbank obliegt die Federführung bei den Angelegenheiten, welche die schweizerische Geld- und Währungspolitik betreffen oder vorwiegend währungstechnischen Charakter haben. Der Gouverneursposten im IWF wird vom Nationalbankpräsidenten bekleidet. Stellvertreter ist der Vorsteher des Finanzdepartements. Dieser vertritt die Schweiz auch im Interimsausschuss, wobei dort der Nationalbankpräsident die Stellvertretung innehat. Der Exekutivdirektor soll in der Regel abwechselungsweise von der Eidgenössischen Finanzverwaltung und der Nationalbank gestellt werden.

Der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) wurde Ende September erneut ein Zahlungsaufschub um drei Monate für mittel- und langfristige Verbindlichkeiten gewährt. Sowohl auf der Gläubiger- als auch besonders auf der Schuldnerseite besteht ein grosses Interesse, diese kurzfristigen Zahlungsaufschübe möglichst rasch durch eine längerfristige Umschuldung zu ersetzen. Erste Gespräche zwischen Vertretern der GUS und Repräsentanten des Pariser Club wurden aufgenommen. Allerdings erachten die Kreditgeber die Voraussetzungen für eine Restrukturierung der Aussschuld der GUS, die auf rund 70 Mrd. Dollar veranschlagt wird, zurzeit noch als ungenügend. Insbesondere mangelt es am nötigen Datenmaterial und an einer verbindlichen Regelung über die Schuldenaufteilung unter den GUS-Staaten.

2. Schweiz

In der Schweiz waren auch im dritten Quartal 1992 noch keine Zeichen einer konjunkturellen Besserung zu erkennen. Im Vergleich zum Vorjahresquartal nahm das reale Bruttoinlandprodukt um 0,6% ab. Das Konjunkturbild blieb weiterhin ge-

spalten: Während die Exporte nochmals deutlich stiegen, schwächte sich die Binnennachfrage – besonders ausgeprägt die Investitionstätigkeit – weiter ab.

Der Rückgang der Teuerung setzte sich fort. Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteuering fiel im dritten Quartal auf durchschnittlich 3,6%. Zu dieser Abnahme trug neben einer niedrigeren Importteuerung auch eine deutlich tiefere Binnenteuerung bei. Im Oktober lag die Jahresteuering bei 3,5%, im November bei 3,3%.

Die Beschäftigung nahm weiter ab. Am stärksten sank sie in der Industrie und im Baugewerbe; etwas weniger ausgeprägt war der Stellenabbau im Dienstleistungssektor. Die Zahl der Arbeitslosen stieg bis Oktober auf über 100 000.

Wie die KOF-ETH meldete, verschlechterte sich der Geschäftsgang in der Industrie im September gegenüber der Juni-Umfrage weiter. Die meisten Branchen verzeichneten einen tieferen Bestellungseingang und Auftragsbestand sowie eine schrumpfende Produktion. Für die kommenden Monate wird die Geschäftslage weiterhin als schlecht beurteilt. Im Gegensatz zu früher werden die pessimistischen Erwartungen zunehmend auch von der Exportwirtschaft geteilt.

Die Erfolge bei der Teuerungsbekämpfung sowie die Erstarkung des Frankens liessen ab Juli die kurzfristigen Zinssätze zurückgehen. Die Nationalbank lockerte ihre Geldpolitik leicht und liess diesen Zinsrückgang zu.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im dritten Quartal mit 29,0 Mrd. Franken um rund 200 Mio. Franken unter dem Wert des Vorquartals und unterschritt damit den Stand des vierten Quartals 1991 um 0,7%. Die Abweichung gegenüber der Prognose (3. Quartal: 29,2 Mrd. Franken) war vor allem auf den Rückgang der Giro Guthaben zurückzuführen. Für das vierte Quartal hatte die Nationalbank einen Anstieg der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge auf 29,1 Mrd. Franken prognostiziert. Im Oktober und November lag dieses Aggregat leicht unter dem prognostizierten Wert.

Die Geldmarktsätze gingen im September verstärkt zurück. Im Oktober setzte sich der Zins-

rückgang etwas verlangsamt fort. Mit den kurzfristigen Sätzen sanken auch die langfristigen Zinsen. Ende Oktober lag die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen erstmals seit mehr als einem Jahr wieder unter 6%, nachdem sie im Juni auf über 7% geklettert war. Auch die Sätze für neue Hypothekarkredite wurden von verschiedenen Banken gesenkt.

Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Frankens lag im dritten Quartal um durchschnittlich 2,1% über dem entsprechenden Vorjahreswert, nachdem er im Vorquartal noch um 4,9% gesunken war.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Die Konjunkturerholung der amerikanischen Wirtschaft setzte sich im dritten Quartal 1992 verstärkt fort. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal auf ein Jahr hochgerechnet um 3,9% zu; es lag damit um 2,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Zum Wachstum trugen hauptsächlich der private Konsum und der Lageraufbau bei. Die Konsumausgaben erhöhten sich auf ein Jahr hochgerechnet um 3,7%. Besonders stark stiegen dabei die Käufe dauerhafter Güter. Nach dem kräftigen Wachstum in den Vorquartalen nahm der Wohnungsbau dagegen nur leicht zu. Die Unternehmensinvestitionen erhöhten sich erneut nur geringfügig, wobei die deutliche Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen den kräftigen Einbruch bei den Bauten ausglich. Sowohl die Exporte als auch die Importe stiegen beträchtlich.

Die Industrieproduktion stagnierte im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal und lag damit um 0,5% über dem Stand des Vorjahres. Die Kapazitätsauslastung ging leicht zurück. Dieses vergleichsweise schlechte Ergebnis ist jedoch teilweise auf Sonderfaktoren, nämlich die Streiks in verschiedenen Werken des Autoherstellers General Motors, zurückzuführen. Die Indikatoren des Arbeitsmarktes deuten auf eine Stabilisierung der Beschäftigungslage hin. Die Zahl der Be-

schäftigten blieb gegenüber dem Vorquartal unverändert und lag damit geringfügig über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich leicht von 7,5% im zweiten auf 7,6% im dritten Quartal. Die für die zukünftige Arbeitsmarktentwicklung aussagekräftigste Zahl, die Erstanträge bei der Arbeitslosenversicherung, blieb im dritten Quartal unverändert; im Oktober und November sank sie jedoch deutlich.

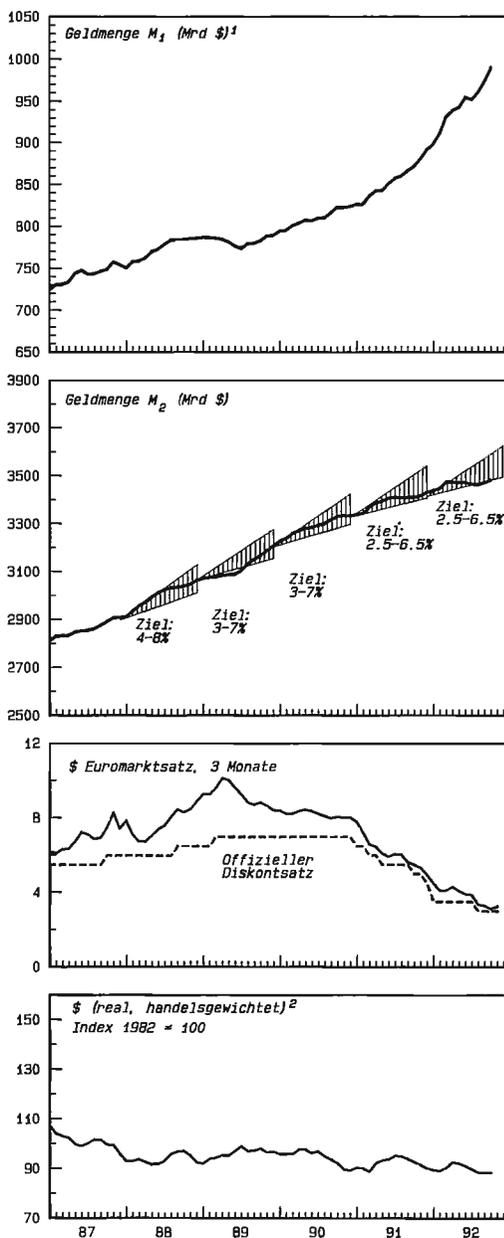
Für den weiteren Konjunkturverlauf zeichnet sich zwischen der In- und Auslandsnachfrage eine entgegengesetzte Entwicklung ab. Positiv entwickeln sich der Wohnungsbau, die damit verbundenen Käufe von dauerhaften Gütern sowie die Autoverkäufe. Diese Komponenten profitieren anhaltend von den niedrigen Zinssätzen. Noch keine Belebung zeigen allerdings die Unternehmensinvestitionen, obschon sich die Gewinnsituation und die Finanzierungsstruktur der Unternehmen inzwischen nachhaltig verbesserte. Trotz des günstigen Ergebnisses im dritten Quartal stehen die Aussichten für die Exporte deutlich schlechter als für die Binnennachfrage. Strukturkrisen in Branchen, die – wie die Computerindustrie – in einem scharfen internationalen Wettbewerb stehen, sowie die schlechte Wirtschaftslage in Europa und Japan beeinträchtigen die Wachstumschancen. Die Exporte, die rund zur Hälfte aus den zins- und konjunkturrempfindlichen Kapitalgütern bestehen, stellen inzwischen rund 30% der gesamten Industrieproduktion dar.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahreststeuerung betrug im dritten Quartal 3,1% und war damit geringfügig höher als in der Vorperiode. Die ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnete Kerntsteuerung ging dagegen von 3,8% auf 3,5% zurück.

Als Folge der Konjunkturflaute in Europa und Japan nehmen die Exporte seit Beginn des Jahres 1992 real deutlich weniger stark zu als die Importe. Da die Dollarschwäche die Importwerte aufblähte, stiegen die Fehlbeträge in der Handelsbilanz im dritten Quartal deutlich. Das Defizit betrug rund 24,5 Mrd. Dollar gegenüber 20,9 Mrd. im zweiten Quartal.

Das Budgetdefizit des Bundes belief sich im Fiskaljahr 1992, das im September zu Ende ging, auf

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

² Quelle: OECD

290 Mrd. Dollar (Vorjahr: 269 Mrd.). Es erreichte damit den höchsten je verzeichneten Wert. Der Fehlbetrag liegt indessen erheblich unter den Prognosen des Office for Management and Budget (OMB). Insbesondere fielen die Steuereinnahmen höher aus als budgetiert worden war, wobei vorgezogene Steuerzahlungen aufgrund einer veränderten Veranlagungspraxis eine wichtige Rolle gespielt haben dürften. Nach Ansicht des OMB dürfte der Fehlbetrag für das Fiskaljahr 1993 entsprechend höher ausfallen.

Die amerikanische Notenbank lockerte die Geldpolitik im dritten Quartal nochmals leicht. Am 3. Juli senkte sie den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 3% und liess bis Anfang September den Satz für Federal Funds in mehreren Schritten ebenfalls auf 3% abgleiten. Die Geldmarktsätze gingen somit auf den tiefsten Stand seit Jahrzehnten zurück. Die rekordhohe Zinsdifferenz gegenüber der D-Mark und die rasch wachsenden japanischen Ertragsbilanzüberschüsse liessen den Dollar bis im September auf neue Tiefstwerte fallen. Dieser erholte sich im Oktober und November vor allem gegenüber den europäischen Währungen. Die langfristigen Zinssätze blieben im dritten Quartal nahezu unverändert; im Oktober stiegen sie jedoch im Hinblick auf das im Wahlkampf in Aussicht gestellte finanzpolitische Konjunkturpaket. Die vom Federal Reserve Board besonders beachtete Geldmenge M_2 nahm im dritten Quartal wieder leicht zu. Mit einem Wachstum vom 1,8% lag sie aber am unteren Rand des Zleitrichters von 2,5–6,5%.

Japan

Die japanische Wirtschaft erleidet gegenwärtig den stärksten Konjunkturreinbruch seit 1975. Das reale Bruttosozialprodukt nahm im zweiten Quartal 1992 auf ein Jahr hochgerechnet gegenüber der Vorperiode nur noch um 1,1% zu und lag damit lediglich um 1,6% über dem Vorjahresstand (1. Quartal: 2,1%). Damit dürfte das Wachstum für das ganze Jahr 1992 weniger als zwei Prozent betragen. Ein schlechteres Ergebnis hatte die japanische Wirtschaft nur im Anschluss an die erste Erdölkrise im Jahre 1975 verzeichnet, als das reale Bruttosozialprodukt um 0,8% zurückging. Die Konjunktur wurde im zweiten Quartal

nur noch durch den Wohnungsbau und die Exporte gestützt. Die privaten Konsum- sowie die Staatsausgaben blieben dagegen unverändert, und die Unternehmensinvestitionen schrumpften um 9,6%. Die Importe stiegen leicht.

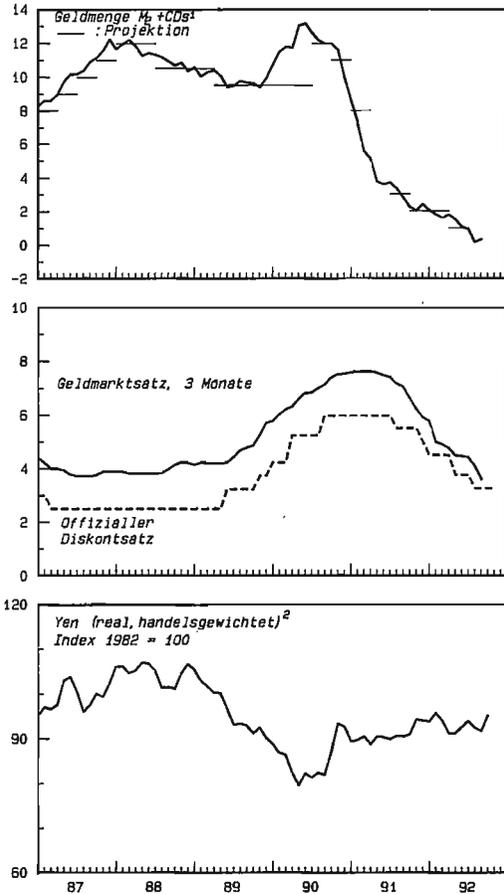
Im dritten Quartal setzte sich der Konjunkturrückgang fort. Gemäss ersten Schätzungen ging das reale Bruttosozialprodukt gegenüber dem Vorquartal um 0,4% zurück. Die Industrieproduktion sank erneut; sie lag um 6,5% unter dem Vorjahresstand. Auch die nominellen Detailhandelsumsätze bildeten sich gegenüber dem Vorjahr zurück. Besonders stark betroffen waren die Autoverkäufe (10,9%). Die Auftragseingänge für Ausrüstungsgüter und für gewerblich-industrielle Bauten schrumpften ebenfalls stark.

Gemäss den Umfragen und Prognosen ist vorderhand nicht mit einer konjunkturellen Besserung zu rechnen. Eine Abflachung des Beschäftigungswachstums, weniger Überzeit und geringere Bonuszahlungen lassen die verfügbaren Einkommen nur noch geringfügig wachsen. Im August lag die ausbezahlte Salärsumme nominal lediglich um 1% über dem Vorjahresstand. Der dadurch bewirkte reale Rückgang der verfügbaren Einkommen dämpft die privaten Konsumausgaben und drückt auf die Konsumentenstimmung. Die Unternehmen kürzen als Folge der massiv verschlechterten Ertragslage ihre Investitionspläne. Obschon die Industrieproduktion stark gedrosselt wurde, sind die Lager weiterhin überhöht. Es ist deshalb mit weiteren Produktionskürzungen und einem fortgesetzten Lagerabbau zu rechnen.

Die Arbeitslosenquote reagierte noch nicht auf den Konjunkturrückgang. Sie verharrte wie im Vorquartal bei leicht über 2%. Hingegen sank die Zahl der offenen Stellen im Verhältnis zu jener der Arbeitslosen.

Der Konjunkturrückgang schlug sich jedoch deutlich in der Aussenwirtschaftsbilanz nieder. Im dritten Quartal betrug der Überschuss in der Handelsbilanz 26,9 Mrd. Dollar, während die Ertragsbilanz einen positiven Saldo in der Höhe von 26,6 Mrd. Dollar aufwies. Mit einem Überschuss von insgesamt 82,6 Mrd. Dollar in den ersten drei Quartalen zeichnet sich damit für 1992 ein neuer Rekordüberschuss der Ertragsbilanz ab.

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

Die Teuerung ging im dritten Quartal deutlich zurück. Die Konsumentenpreise lagen um 1,8% über dem Vorjahresstand, gegenüber 2,2% im zweiten Quartal.

Das Ende August von der Regierung angekündigte Konjunkturpaket soll vom Parlament im Dezember verabschiedet werden. Die geplanten Infrastrukturausgaben werden daher erst im Jahr 1993 wirksam; ihr Beitrag zum Wachstum des Bruttosozialprodukts wird auf 1,3–1,5% geschätzt. Im laufenden Fiskaljahr dürfte das Bud-

getdefizit deutlich höher als erwartet ausfallen, da vor allem die Steuerablieferungen der Unternehmen massiv zurückgehen. Die Verschlechterung der Staatsfinanzen macht den zukünftigen Kurs der Finanzpolitik unsicher. Der japanische Finanzminister deutete an, dass die Regierung neben den geplanten zusätzlichen Infrastrukturausgaben in anderen Bereichen Ausgabenkürzungen vornehmen könnte.

Die Bank von Japan belies die Geldpolitik nach der Reduktion des Diskontsatzes Ende Juli unverändert. Die Geldmarktsätze (3-Monats-Gensaki) lagen im August bis Oktober bei durchschnittlich 3,6%, gegenüber 4,4% im zweiten Quartal. Die langfristigen Zinssätze sanken im gleichen Zeitraum von 5,5% auf 5,1%. Nach der Bekanntgabe des Konjunkturpakets erholten sich die Aktienkurse deutlich. Der Yen erreichte aufgrund des rasch steigenden japanischen Ertragsbilanzüberschusses und der Zinssenkungen in den Vereinigten Staaten gegenüber dem Dollar einen neuen Höchststand. Auch gegenüber den europäischen Währungen legte er kräftig zu.

Das Wachstum der Geldmenge $M_2 + CD$ schwächte sich weiter ab; im dritten Quartal blieb sie im Vorjahresvergleich unverändert. Für das vierte Quartal setzte die Bank von Japan die Projektion auf 0% fest.

Deutschland

Die westdeutsche Wirtschaft stagnierte im zweiten Quartal 1992. Das reale Bruttosozialprodukt war gegenüber der Vorperiode leicht tiefer (0,2%), nachdem es im ersten Quartal noch kräftig gestiegen war. Im Vorjahresvergleich stieg das Bruttosozialprodukt um 1,1% (1. Quartal: +1,2%). Während der Staatskonsum gegenüber dem Vorquartal unverändert blieb und der private Konsum leicht schrumpfte, erlitten die Investitionen einen deutlichen Einbruch. Die Ausrüstungsinvestitionen sanken um 4,5%, die Bauinvestitionen um 4,2%. Die Exporte waren ebenfalls tiefer als in der Vorperiode.

Die konjunkturelle Abschwächung setzte sich im dritten Quartal fort. Gemäss ersten Schätzungen sank das Bruttosozialprodukt um 0,5%. Der Index

der Industrieproduktion war gegenüber der Vorperiode wiederum rückläufig. Gemäss einer Umfrage des ifo-Institutes erwarten die Unternehmen, dass die Industrieproduktion auch im vierten Quartal abnimmt und sich im nächsten Jahr nur zögernd erholt. Zur gedrückten Stimmung trug auch bei, dass verschiedene grosse Unternehmen umfangreiche Kosteneinsparungsprogramme und Produktionssenkungen ankündigten.

Der Auftragseingang lag insgesamt deutlich unter dem Stand des Vorquartals: Während sich die Nachfrage nach Konsumgütern leicht belebte, waren die Bestellungen von Investitionsgütern erheblich geringer als in der Vorperiode. Die Auslandnachfrage ging etwas stärker zurück als die Inlandnachfrage. Im Detailhandel stagnierte der Umsatz. Für das vierte Quartal sind die Detailhandelsaussichten jedoch günstiger: Da im Januar 1993 der Mehrwertsteuersatz von 14% auf 15% erhöht wird, dürften Käufe vorgezogen werden.

Die fünf Wirtschaftsforschungsinstitute, die im Oktober das gemeinsame Herbstgutachten vorlegten, revidierten ihre Prognosen nach unten. Sie schätzen das reale Wachstum des westdeutschen Bruttosozialprodukts in den Jahren 1992 und 1993 auf 1%, bzw. auf 0,5%. Im Jahre 1993 dürften die Ausrüstungsinvestitionen sinken und die Exporte nur noch geringfügig wachsen. Die Zahl der Arbeitslosen dürfte weiter zunehmen.

Die Beschäftigung ging in Westdeutschland im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht zurück. Auch die Zahl der offenen Stellen war deutlich kleiner. Die Arbeitslosenquote stieg von 6,5% im zweiten auf 6,7% im dritten Quartal.

Die westdeutsche Jahresteuern, die im zweiten Quartal durchschnittlich 4,5% betragen hatte, sank im dritten Quartal auf 3,5%. Der Rückgang beruht vorwiegend auf einem Basiseffekt: Im Juli 1991 waren die Preise wegen der damaligen Verbrauchssteuererhöhungen stark gestiegen. Der Teuerungstrend hielt jedoch an: zwischen Juli und Oktober erhöhte sich die Jahresteuern von 3,3% auf 3,7%.

In Ostdeutschland blieb die Wirtschaftslage auch im zweiten Quartal von der tiefgehenden Anpassungs-

krise geprägt. Während die Produktion von Konsumgütern wuchs, ging diejenige von Investitionsgütern stark zurück. Die Industrieproduktion sank im Jahresvergleich um 2,3% (1. Quartal: -4,1%). Auch der Auftragseingang war geringer. Bei einer leicht höheren Inlandnachfrage gingen die Bestellungen aus dem Ausland zurück. Das Bauhauptgewerbe verzeichnete wiederum erhebliche, gegenüber dem ersten Quartal jedoch leicht tiefere Zuwachsraten.

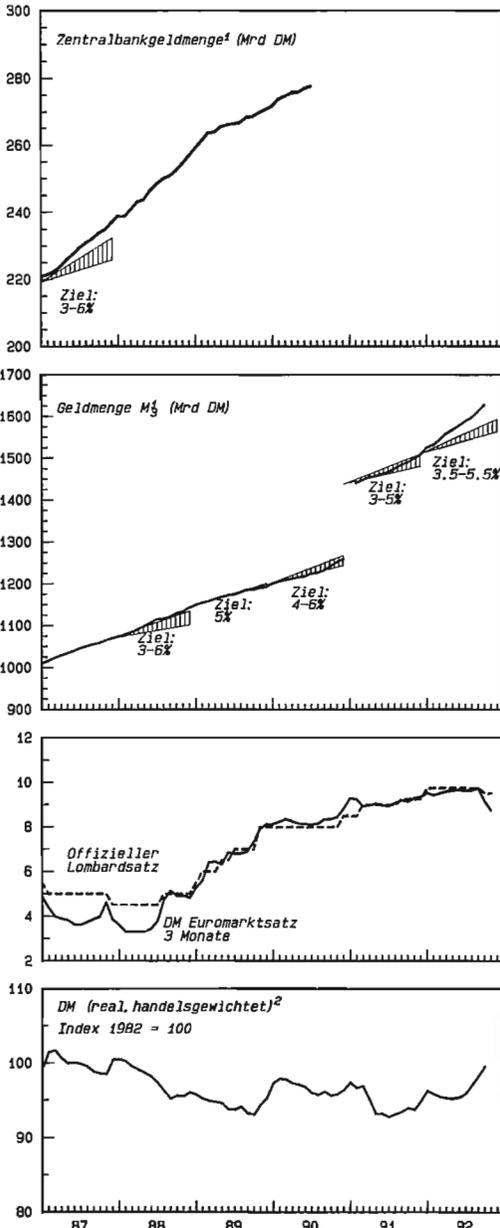
Die ostdeutsche Arbeitslosenquote betrug im dritten Quartal 14,2%, gegenüber 14,4% in der Vorperiode. Von Kurzarbeit waren erneut deutlich weniger Personen betroffen. Auch die Zahl der vorzeitig Pensionierten und der Teilnehmer an Umschulungs- oder Arbeitsbeschaffungsprogrammen nahm im dritten Quartal nicht mehr zu. Die ostdeutsche Teuerung war weiterhin rückläufig. Sie betrug im dritten Quartal durchschnittlich 12,9%, gegenüber 14,2% in der Vorperiode. Wichtigster Teuerungsfaktor waren die Mieten.

In Gesamtdeutschland sanken die nominalen Einfuhren im dritten Quartal, während sich die Ausfuhren leicht erhöhten. Der Überschuss der Handelsbilanz stieg deshalb saisonbereinigt auf 13 Mrd. D-Mark (2. Quartal: 6,9 Mrd. D-Mark). Da das Defizit der Dienstleistungsbilanz stark zunahm, wies die Ertragsbilanz einen gleich hohen Fehlbetrag auf wie im Vorquartal (rund 9 Mrd. D-Mark).

Die Deutsche Bundesbank war im dritten Quartal mit einem anhaltend hohen Geldmengenwachstum konfrontiert. Das Aggregat M_3 , für das der Zielkorridor auf 3,5%–5,5% festgelegt worden war, stieg mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 8,8%. Deshalb erhöhte die Bundesbank den Diskontsatz, der im Dezember 1991 letztmals angepasst worden war, am 17. Juli von 8% auf 8,75%; sie belies aber den Lombardsatz unverändert bei 9,75%.

Die Aufwertung der D-Mark im Rahmen des EWS ermöglichte es der Deutschen Bundesbank, die Leitzinsen zu senken. Am 15. September setzte sie den Diskontsatz auf 8,25% und den Lombardsatz auf 9,5% herab. Der Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte, der im August knapp 9,8% erreicht hatte, sank bis im Oktober auf 8,8%.

Grafik 5: Deutschland



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

² Quelle: OECD

Die kurzfristigen Zinssätze folgten diesem Trend. Die Rendite langfristiger festverzinslicher Wertpapiere, die bis im August auf durchschnittlich 8,6% gestiegen war, betrug im September 8,2%.

Ende November verabschiedete der Deutsche Bundestag den Staatshaushalt für das Jahr 1993. Das Defizit wurde auf 43 Mrd. D-Mark budgetiert; dies entspricht etwas mehr als 3% des Brutto-sozialproduktes. Die Regierung stellte für Frühling 1993 einen Nachtragshaushalt in Aussicht, der zusätzliche Förder- und Hilfsmassnahmen für die neuen Bundesländer enthalten soll.

Das Zinsabschlagsgesetz, das die Besteuerung der Zinserträge neu ordnet, wird am 1. Januar 1993 in Kraft treten. Danach müssen Personen mit Wohnsitz in Deutschland auf Zinserträgen und Dividenden eine Quellensteuer von 30% entrichten.

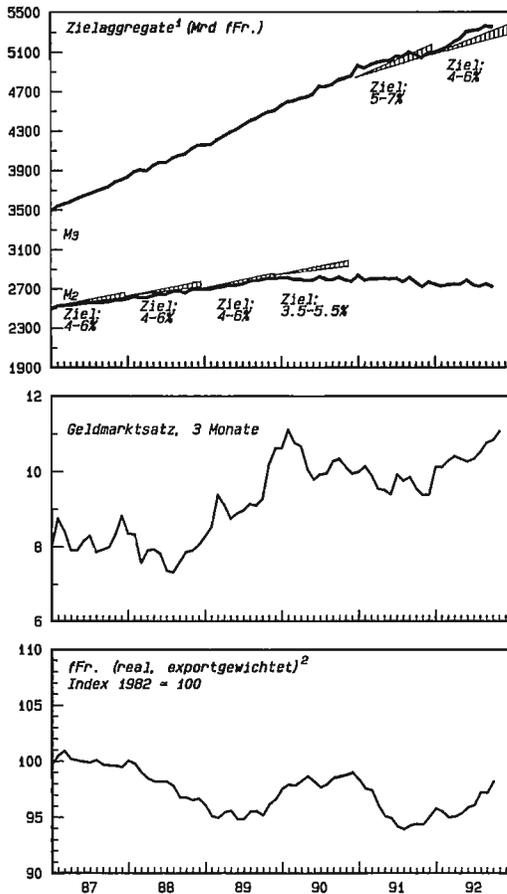
Diese wird von den Kreditinstituten direkt dem Fiskus zugeleitet und von diesem im Rahmen der Einkommensbesteuerung verrechnet. Zinserträge bis zu 6100 D-Mark (Verheiratete: 12 200 D-Mark) sind steuerfrei. Bei anonym am Bank-schafter abgewickelten Transaktionen beträgt der Zinsabschlag 35%.

Frankreich

In Frankreich verstärkten sich die Stagnations-tendenzen im zweiten Quartal 1992. Das reale Bruttoinlandprodukt erhöhte sich gegenüber der Vorperiode um 0,1% (1. Quartal: +0,9%). Das Jahreswachstum betrug jedoch immer noch über 2%. Im Quartalsvergleich stieg nur der staatliche Konsum leicht, während der private Konsum und die Exporte stagnierten. Die Investitionen gingen geringfügig zurück, wobei die Ausrüstungs-investitionen etwas stärker sanken als die Bau-investitionen. Die Ausrüstungsinvestitionen sind damit real seit zwei Jahren rückläufig.

Im dritten Quartal schwächte sich die französische Konjunktur weiter ab. Die Lager wurden als zu hoch und die Auftragseingänge als ungenügend beurteilt. Auch der Detailhandel verzeich-nete gegenüber dem Vorquartal nur geringfügig höhere Umsätze. Die Industrieproduktion war wiederum tiefer als in der Vorperiode und lag um

Grafik 6: Frankreich



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

² Quelle: OECD

rund 2% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Unternehmen schätzen die Produktionsaussichten weiterhin als eher unbefriedigend ein und halten daher mit Investitionen zurück. Ferner verschlechterten sich die Exportmöglichkeiten, da insbesondere die Nachfrage aus Ostdeutschland nachliess und sich der Franc gegenüber Währungen wichtiger Handelspartner wie dem britischen Pfund und der Lira aufwertete.

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote belief sich im dritten Quartal unverändert auf 10,3%. Die Jahresteuern sank weiter und betrug im dritten

Quartal durchschnittlich 2,7%, gegenüber 3,1% in der Vorperiode.

Der Überschuss in der französischen Handelsbilanz, der im zweiten Quartal 10,5 Mrd. Francs betragen hatte, sank im dritten Quartal auf saisonbereinigt rund 6,7 Mrd. Francs, verglichen mit einem Passivsaldo von 9 Mrd. Francs ein Jahr zuvor. Während die Ausfuhren um nominal 0,6% zurückgingen, schrumpften die Einfuhren um 5,4%. Die Ertragsbilanz wies in den ersten neun Monaten des Jahres 1992 kumuliert einen leichten Überschuss von 0,4 Mrd. Francs aus, gegenüber einem Defizit von 35,7 Mrd. Francs in der gleichen Periode des Vorjahres.

Im Oktober präsentierte die französische Regierung den Budgetentwurf für das Jahr 1993. Gemäss dem Voranschlag werden die Staatseinnahmen gegenüber dem Vorjahr nominal um etwa 3% sinken, da verschiedene Steuererleichterungen ins Budget aufgenommen wurden. Die Ausgaben dürften dagegen um über 3% wachsen, wobei die Bereiche Ausbildung, Stützung des Arbeitsmarktes sowie öffentliche Sicherheit bevorzugt behandelt werden. Das Haushaltsdefizit dürfte auf 2,2% des Bruttoinlandprodukts steigen (Finanzgesetz 1992: 1,3%, effektiver Fehlbetrag: knapp 2%).

Im September geriet die französische Währung im EWS unter starken Druck. Sie konnte jedoch innerhalb der Bandbreite gehalten werden, weil die Banque de France und andere EWS-Zentralbanken in hohem Umfang zugunsten des Franc intervenierten. Die französischen Währungsbehörden belassen den Interventionsatz am Geldmarkt (taux d'appel d'offres) während des dritten Quartals bei 9,6%, erhöhten aber den Pensionsatz für Schatzwechsel (taux des prises en pension) am 23. September von 10,5% auf 13%. Diese Erhöhung wurde am 29. Oktober wieder zurückgenommen. Der Dreimonats-Interbankensatz (TIOP) stieg von durchschnittlich 10,2% im Juli auf über 15% Ende September, sank dann jedoch bis Ende Oktober auf unter 10%. Die Rendite langfristiger öffentlicher Anleihen, die im Juli 9,5% betragen hatte, ging bis im Oktober auf 8,4% zurück. Im November senkten die französischen Währungsbehörden beide Leitzinssätze zweimal um je einen viertel Prozentpunkt. Der Interventionsatz belief sich danach auf 9,1%, der Pensionsatz auf 10%.

Die Geldmenge M_3 wuchs im dritten Quartal mit einer Jahresrate von mehr als 7% (2. Quartal: +8,2%). Das Aggregat lag somit wiederum über dem Zielkorridor von 4–6%.

Grossbritannien

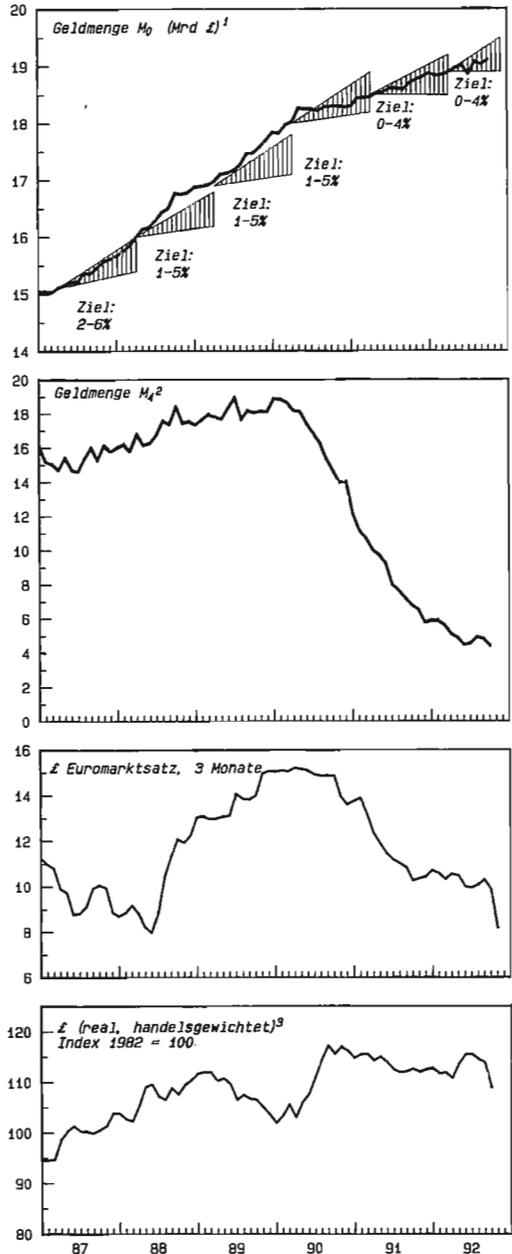
In Grossbritannien setzte sich die Rezession im zweiten Quartal 1992 fort. Das reale Bruttoinlandprodukt ging um 0,1% zurück, nachdem es in der Vorperiode noch um 0,8% gesunken war. Im Vorjahresvergleich verminderte es sich um 0,8% (1. Quartal: -1,3%). Der private und der staatliche Konsum nahmen geringfügig zu, während die Exporte kräftig wuchsen. Dagegen schrumpften die Investitionen, welche im ersten Quartal leicht gestiegen waren, deutlich. Besonders die Bauinvestitionen erlitten einen Einbruch.

Auch im dritten Quartal zeichnete sich keine konjunkturelle Besserung ab, wie verschiedene Umfragen und vorlaufende Indikatoren zeigen. Die Industrieproduktion stagnierte gegenüber dem Vorquartal und lag damit unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Bestellungen verliefen weiterhin unbefriedigend, und die Lager stiegen wieder an. Der Detailhandel litt unverändert unter der mangelnden Kaufbereitschaft der Konsumenten. Ein wesentlicher Grund für die schwache Konsumneigung liegt im markanten Rückgang der Immobilienpreise. Dadurch werden Amortisationen fällig, die, zusammen mit den hohen Zinsen, den finanziellen Spielraum vieler Personen stark beeinträchtigen.

Die Arbeitslosenquote nahm im dritten Quartal wiederum zu. Sie wuchs von 9,6% im Juni auf 10,1% im September. In den kommenden Monaten ist mit einem weiteren Anstieg zu rechnen, nachdem die britische Regierung im Oktober umfangreiche Entlassungen im Kohlebergbau bekanntgegeben hatte, die auch in anderen Branchen zu einem Arbeitsplatzabbau führen dürften.

Die Teuerung sank in Grossbritannien weiter und betrug im dritten Quartal durchschnittlich 3,6%, gegenüber 4,2% in der Vorperiode. Im Oktober belief sie sich wiederum auf 3,6%. Die Basisinflation, in der die Hypothekarzinsen nicht enthalten

Grafik 7: Grossbritannien



1 Saisonbereinigt; Ziele: April bis März des folgenden Jahres (Quelle: Bank of England)

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

3 Quelle: OECD

sind, sank von 5,3% im zweiten auf 4,2% im dritten Quartal.

Die britischen Einfuhren stiegen real im Jahresvergleich – trotz der Rezession – im dritten Quartal, während die Ausfuhren rückläufig waren. Das britische Handelsbilanzdefizit belief sich auf 3,3 Mrd. Pfund und nahm damit gegenüber dem Vorquartal leicht zu (revidiert 3,2 Mrd. Pfund). Im Vergleich zum Vorjahr war es wiederum beträchtlich höher. Die Ertragsbilanz wies einen Passivsaldo von 3 Mrd. Pfund auf (2. Quartal: 2,9 Mrd. Pfund).

Mitte November legte der britische Schatzkanzler den ersten Teil der Haushaltsvorlage, die Staatsausgaben für das Finanzjahr 1993 (April 1993 bis März 1994), vor. Die Ausgaben nehmen um real 2,3% zu und liegen damit im mittelfristigen Finanzrahmen. Im laufenden Finanzjahr 1992/93 dürfte das Staatsdefizit auf 37 Mrd. Pfund steigen; dies entspricht rund 6% des Bruttoinlandprodukts.

Nachdem das britische Pfund Mitte September das EWS verlassen hatte, wertete es sich gegenüber der D-Mark um rund 13% ab. Nach der Freigabe des Wechselkurses beschloss die britische Regierung, ihr Augenmerk vermehrt auf die Binnenwirtschaft zu richten. Vorrang hat nach wie vor die Teuerungskämpfung. Angestrebt wird eine Basisinflationrate von 1–4%. Dazu werden die Wechselkurse und die Entwicklung der Geldmenge beachtet. Um die Konjunktur zu beleben, senkten die britischen Währungsbehörden den Interventionssatz am 22. September, am 16. Oktober und am 12. November um je einen Prozentpunkt. In der Folge ging der Basiszinssatz, den die Banken den erstklassigen Schuldern verrechnen, auf 7% zurück. Gleichzeitig sanken auch die Hypothekarzinsen leicht auf rund 9%.

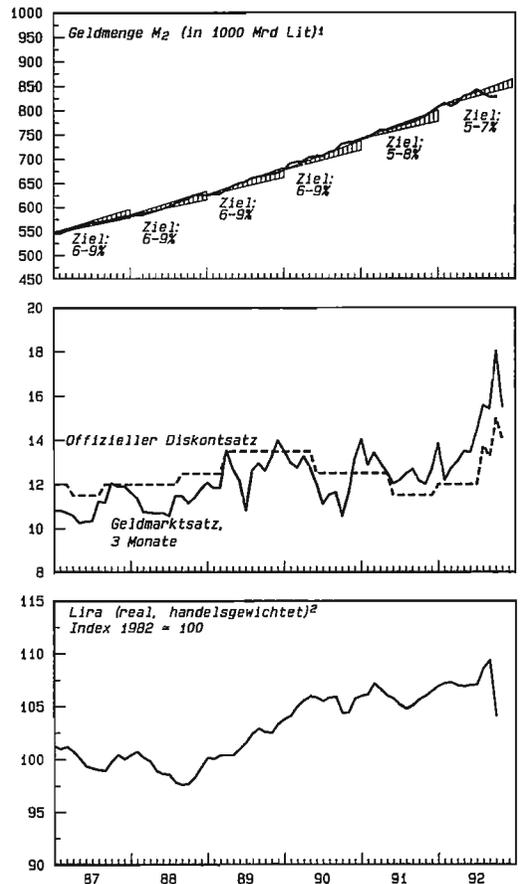
Die monetäre Basis M_0 stieg im dritten Quartal mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 2,3% (Vorperiode: +2,0%) und lag wiederum im Zielbereich von 0–4%, der für das Finanzjahr 1992/93 (April 1992 bis März 1993) festgelegt worden war.

Die Geldmenge M_4 , welche auch die Bank- und Bausparkasseneinlagen umfasst, wuchs im dritten Quartal mit 5,3% ebenfalls etwas stärker als im Vorquartal (5,0%).

Italien

In Italien schwächte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 1992 weiter ab. Das reale Bruttoinlandprodukt, das in der Vorperiode um 0,6% zugenommen hatte, erhöhte sich noch um 0,2%. Im Vorjahresvergleich stieg es um 1,5% (1. Quartal: +2%). Während der private und der staatliche Konsum gegenüber der Vorperiode leicht zunahm, sanken die Investitionen. Besonders deutlich schrumpften die Ausrüstungsinvestitionen, die schon in der Vorperiode rück-

Grafik 8: Italien



¹ Saisonbereinigt; neue Definition von M_2 ; Ziele: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr (Quelle: Banca d'Italia)

² Quelle: OECD

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1991 ^{a)}			1992 ^{a)}		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	3,9	2,5	0,8	-1,1	-1,7	-1,0	0,1	1,6	1,6	2,2
Japan ^{b)}	6,3	4,7	5,6	4,4	5,0	4,2	2,5	2,1	1,6	
Westdeutschland ^{b)}	3,6	3,9	4,7	3,2	4,5	2,0	0,9	1,2	1,1	
Frankreich	4,5	4,1	2,2	1,3	1,0	1,7	1,8	2,7	2,2	
Grossbritannien	4,3	2,3	1,0	-2,2	-3,4	-2,1	-1,2	-1,3	-0,8	
Italien	4,1	2,9	2,2	1,4	1,7	1,1	1,8	2,0	1,5	
Schweiz	2,9	3,9	2,3	-0,1	-0,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,2	-0,6

a) provisorisch

b) BSP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1988	1989	1990	1991	1992		1992			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	4,1	4,6	5,5	4,3	3,0	3,1	3,2	3,1	3,0	
Japan	0,7	2,3	3,1	3,3	2,2	1,8	1,7	1,7	2,0	
Westdeutschland	1,3	2,8	2,7	3,5	4,5	3,5	3,3	3,5	3,6	3,7
Frankreich	2,7	3,6	3,4	3,1	3,1	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4
Grossbritannien	4,9	7,8	9,5	5,9	4,2	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6
Italien	5,0	6,6	6,1	6,5	5,6	5,3	5,4	5,3	5,2	5,0
Schweiz	1,9	3,2	5,4	5,9	4,4	3,6	3,8	3,6	3,5	3,5

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1992 ^{a)}		1992 ^{a)}			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	5,5	5,2	5,5	6,8	7,5	7,6	7,7	7,6	7,5	7,4
Japan	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	
Westdeutschland ^{b)}	8,7	7,9	7,2	6,3	6,5	6,7	6,7	6,7	6,8	7,0
Frankreich	10,0	9,4	9,0	9,4	10,3	10,3	10,3	10,2	10,3	10,4
Grossbritannien ^{c)}	8,1	6,3	5,8	8,1	9,6	9,9	9,8	9,9	10,1	10,1
Italien ^{c)}	12,2	12,1	11,2	10,9	10,8	11,0	11,0			
Schweiz ^{e)}	0,7	0,6	0,6	1,2	2,4	2,9	2,7	2,9	3,2	3,3

a) provisorisch

b) In Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

c) ausgenommen Schulabgänger

d) nicht saisonbereinigt

e) Ganzarbeitslose

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

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1991 ^{a)}			1992 ^{a)}		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	-126,2	-106,3	-94,1	-3,7	2,4	-11,1	-7,2	-5,9	-17,8	
Japan	77,3	53,4	33,7	90,2	18,8	19,5	22,9	27,4	28,6	26,6
Westdeutschland ^{b)}	50,3	57,4	47,1	-19,8	-5,9	-3,2	-4,2	-7,5	-5,6	-6,0
Frankreich	-3,5	-3,8	-9,4	-5,6	-1,6	-0,9	0,7	1,1	1,9	1,4
Grossbritannien ^{c)}	-27,6	-33,4	-27,6	-11,1	-0,4	-2,1	-1,1	-5,1	-4,7	
Italien ^{c)}	-5,7	-10,8	-14,7	-21,5	-4,6	-3,7	-5,0	-1,7	-4,8	
Schweiz ^{c)}	9,0	7,0	8,6	10,2	1,7	1,9	3,0	4,5	3,0	4,0

a) provisorisch

b) ab 3. Quartal 1990 einschl. Transaktionen der neuen Bundesländer mit dem Ausland

c) nicht saisonbereinigt

läufig gewesen waren. Insgesamt wuchs die Binnennachfrage noch um 0,6%. Die Exporte, welche im ersten Quartal kräftig gewachsen waren, gingen hingegen erheblich zurück.

Gemäss den neuesten Umfragen verschlechterten sich im zweiten Halbjahr die Aussichten für die italienische Wirtschaft massiv. Die ersten für das dritte Quartal verfügbaren Daten bestätigen diesen Eindruck. Der Index der Industrieproduktion ging gegenüber der Vorperiode zurück, ebenso der Bestelleingang. Die Automobilproduzenten sind von den wachsenden strukturellen Schwierigkeiten der italienischen Industrie besonders betroffen: In den ersten neun Monaten des Jahres 1992 setzten sie im Inland um über 2% weniger Fahrzeuge ab als vor Jahresfrist, während die Verkäufe importierter Automobile um fast 10% stiegen.

In den ersten neun Monaten des Jahres 1992 lag das italienische Handelsbilanzdefizit mit 12 700 Mrd. Lire leicht unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Ausfuhren stiegen nominal mit 4,2% etwas stärker als die Einfuhren (+3,4%). Wegen der deutlich wachsenden Zinszahlungen an das Ausland stieg das Ertragsbilanzdefizit in derselben Periode auf 37 200 Mrd. Lire (Vorjahreszeitraum: 24 000 Mrd. Lire).

Die Arbeitslosenquote schwankte im ersten Halbjahr um rund 11%. In den grossen Industrie-sektoren sank die Beschäftigung um fast 5%, verglichen mit derselben Vorjahresperiode, während die durchschnittlichen Lohnkosten um 9% stiegen.

Die Teuerung ging weiter zurück. Im dritten Quartal betrug sie 5,3%, gegenüber 5,6% im zweiten Quartal. Im Oktober sank sie auf 5%.

Die italienische Lira, die Mitte September aus dem EWS austrat, verlor bis Ende Oktober gegenüber der D-Mark rund 10% an Wert. Der offizielle Diskontsatz, der am 4. September zur Stützung der Lira auf 15% hinaufgesetzt worden war, wurde am 26. Oktober wieder auf 14% gesenkt. Er lag damit immer noch um 2 Prozentpunkte höher als in der ersten Jahreshälfte. Der Dreimonatssatz am Interbankenmarkt belief sich im September auf durchschnittlich 17%, verglichen mit 15,1% im

Juli. Die Verzinsung zwölfmonatiger Schatzwechsel (BoT) stieg im gleichen Zeitraum von 12,7% auf 14,8%. Im dritten Quartal bewegte sich die Geldmenge M_2 im Zielbereich von 5–7%.

Nachdem die Regierung bereits im Juli im Parlament ein Sparprogramm durchgesetzt hatte, welches das Haushaltsdefizit begrenzen soll, wurden im Oktober, unter dem Druck der Währungskrise, weitere Sparvorlagen verabschiedet. Das Massnahmenbündel zur Sanierung der Staatsfinanzen umfasst umfangreiche Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen. Zu den einschneidendsten Massnahmen gehören die Erhöhung des Rentenalters und ein Lohnstopp im öffentlichen Dienst; zudem werden die Leistungen für das Gesundheitssystem und die Beiträge an die Gemeinden gekürzt. Ferner plant die Regierung, bedeutende Unternehmen aus dem Industrie-, Dienstleistungs- und Finanzsektor zu privatisieren.

C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

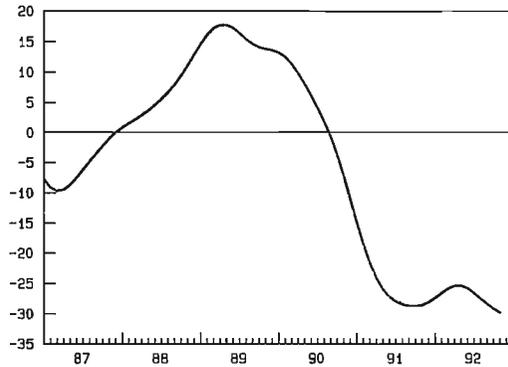
1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Auch im dritten Quartal 1992 hielt die konjunkturelle Schwächephase in der Schweiz an. Das reale Bruttoinlandprodukt ging gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,6% zurück (2. Quartal: -0,2%). Die Konjunktorentwicklung ist nach wie vor gespalten. Einer deutlichen Zunahme der Ausfuhren von Gütern stand eine weiterhin sinkende Inlandnachfrage gegenüber. Der private Konsum stagnierte, und die Investitionen gingen weiter zurück.

Gemäss der Umfrage der KOF-ETH verschlechterte sich der Geschäftsgang in der Industrie im September nochmals deutlich, nachdem er schon im Juni auf ein tiefes Niveau gefallen war. Da die Bestellungen stärker zurückgingen als die Produktion, nahm der Auftragsbestand ab und wurde vermehrt als zu niedrig eingestuft. Selbst die exportorientierten Industrieunternehmungen mel-

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

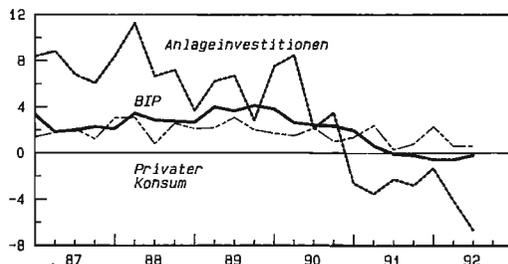


¹ Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrößen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager – zusammensetzt
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

deten einen sinkenden Bestellungseingang und Auftragsbestand. Die Lager wurden wiederum als zu hoch beurteilt. Die Kapazitätsauslastung sank auf 81,1%, und der Anteil der Überstunden an der Normalarbeitszeit stagnierte mit 1,4% auf dem Niveau der beiden Vorquartale.

Für die kommenden Monate rechnen die Umfrageteilnehmer mit einem anhaltend unbefriedigenden Geschäftsverlauf. Eine im Vergleich zu den Vorerhebungen wachsende Zahl von Unternehmungen erwartet sinkende Bestellungseingänge und eine schrumpfende Produktion. Pessi-

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

mistischer sind auch die Erwartungen der Uhrenindustrie und der chemischen Industrie, die sich bislang eines guten Geschäftsgangs erfreuten.

Konsum

Der reale private Konsum schwächte sich weiter ab. Im dritten Quartal fiel er unter den Stand der Vorperiode und stagnierte damit im Vorjahresvergleich (2. Quartal: 0,6%). Dabei sank nicht nur die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern, sondern auch diejenige nach Gütern des täglichen Bedarfs und nach Dienstleistungen.

Die Detailhandelsumsätze nahmen verkaufstagebereinigt im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahr real um 1,3% ab (2. Quartal: +1,9%). Während die Umsätze von Nahrungs- und Genussmitteln stagnierten, gingen sie bei den Bekleidungsartikeln und Textilwaren sowie den dauerhaften Konsumgütern zurück. Wie die Vereinigung Schweizerischer Automobilimporteure meldete, sank die Zahl der verkauften Personenwagen im dritten Quartal binnen Jahresfrist um 11,6%. Auch der Dienstleistungskonsum neigte zur Schwäche. Nachdem der Tourismus zu Jahresbeginn noch floriert hatte, geriet er in den Sommermonaten ins Stocken. Die Zahl der Logiernächte lag im dritten Quartal um 4,6% unter dem Vorjahresstand. Sowohl die Hotelübernachtungen von inländischen als auch von ausländischen Gästen gingen zurück.

Der Konsumentenstimmungsindex des Bundesamtes für Konjunkturfragen sank im Oktober auf ein neues Rekordtief. Deutlich schlechter als in der Vorerhebung wurden hauptsächlich der allgemeine Wirtschaftsverlauf sowie die Sicherheit der Arbeitsplätze beurteilt.

Die Wachstumsverlangsamung des staatlichen Konsums, die schon seit längerem beobachtet werden kann, setzte sich auch im dritten Quartal fort.

Investitionen

Die Anlageinvestitionen sind von der gegenwärtigen konjunkturellen Flaute weiterhin am stärksten

betroffen. Sie gingen gegenüber der Vorperiode erneut zurück und lagen im dritten Quartal real um 6,8% unter dem Vorjahresniveau (2. Quartal: -6,7%). Sowohl die Bau- als auch die Ausrüstungsinvestitionen schrumpften deutlich.

Die Bauinvestitionen nahmen im dritten Quartal binnen Jahresfrist real um 5,3% ab (2. Quartal: -4,8%). Dabei bekamen alle Bausparten die Rezession zu spüren. Gemäss der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes schrumpfte der Gesamtarbeitsvorrat im Bauhauptgewerbe im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahresstand real um 21% (2. Quartal: 19%). Die Verschiebungen innerhalb der Bauwirtschaft nach Sparten und Auftraggebern setzten sich fort. Der Rückgang im Hochbau war deutlich stärker (-27%) als im Tiefbau (-13%). Dementsprechend schrumpfte der Auftragsbestand im privaten Bau (-28%) wiederum stärker als im öffentlichen Bau (-14%). Der einstmals dominante private Bau macht damit nicht einmal mehr die Hälfte des Gesamtauftragsbestandes aus.

Die Ausrüstungsinvestitionen verringerten sich wegen des tiefen Auslastungsgrades und der pessimistischen Konjunkturerwartungen der Industrie weiter. Der Rückgang verlangsamte sich zwar im dritten Quartal wie schon in der Vorperiode. Real lagen die Ausrüstungsinvestitionen aber noch immer um 9,8% unter dem Vorjahresstand (2. Quartal: -10%). Wie die Umfrage des

Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller ergab, erlitt insbesondere die inländische Nachfrage nach Ausrüstungsinvestitionen im dritten Quartal einen eigentlichen Einbruch. Auch die Auslandsaufträge nahmen nominell ab. Der schleppende Geschäftsgang drückte sich in einem tiefen Arbeitsvorrat aus, der Ende September bei 5,1 Monaten lag (Ende Juni: 5,4 Monate).

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Der Aussenhandel war wie im zweiten Quartal durch die unterschiedliche Entwicklung der Exporte und Importe geprägt. Während die Exporte weiterhin kräftig wuchsen und zur Zeit die wichtigste Konjunkturstütze bilden, ging die Wareneinfuhr erneut zurück. Die Güterexporte lagen im dritten Quartal wertmässig um 4,9% und real um 5,3% über dem Vorjahresniveau. Die Einfuhren sanken dagegen um 4,0% bzw. 4,4%. Die Exportpreise gingen zurück. Gemessen am Mittelwertindex lagen sie um 0,3% unter dem Vorjahresstand. Die Importpreise stiegen gegenüber dem Vorjahr um 0,4%.

Die Kunststoffindustrie und die chemische Industrie verzeichneten das kräftigste Exportwachstum. Ebenfalls günstig entwickelten sich die Ausfuhren wichtiger Konsumgüter. Namentlich die Schmuck- und Uhrenindustrie konnten ihre Exporte kräftig steigern. Demgegenüber wuchs

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1988	1989	1990	1991	1991			1992		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Import von Investitionsgütern, real ¹	-	5,7	3,0	-2,9	0,0	-5,3	0,1	-6,2	-7,9	-14,0
Baubewilligte Wohnungen ²	7,5	-0,1	-9,1	7,6	2,6	35,6	2,4	33,8	40,0	11,1
Neuerstellte Wohnungen ²	2,1	-11,9	-3,1	1,3	22,8	-3,7	-11,9	-1,8	-21,5	18,3
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	18,0	12,0	2,0	-4,0	-5,0	-6,0	-3,0	-10,0	-14,2	-16,4
Privater Bau	15,0	12,0	-1,0	-10,0	-12,0	-12,0	-4,0	-15,0	-18,9	-23,3
Öffentlicher Bau	21,0	14,0	7,0	4,0	2,0	3,0	-1,0	-5,0	-9,1	-8,8
Bauteuerung ³	3,9	3,8	5,8	6,7	7,2	6,6	7,1	4,4	4,6	4,9

¹ Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 keine vergleichbaren Werte für den Aussenhandel nach Verwendungszweck verfügbar

² in 96 Städten

³ gewichteter Produktionskostenindex des SBV

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1988 ^{a)}	1989	1990	1991 ^{b)}	1992 ^{b)}					
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Reale Ausfuhr	7,0	5,2	4,5	-1,4	0,2	-1,0	-0,1	6,7	3,5	5,3
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-	4,3	1,9	-1,2	2,2	-2,6	-1,0	3,2	0,7	3,5
Investitionsgüter	-	5,5	5,1	-4,0	-3,1	-3,8	-3,5	2,4	0,8	1,8
Konsumgüter	-	5,9	6,3	1,4	1,8	3,5	4,5	15,2	9,6	11,1
Ausfuhrpreise	-	6,4	1,0	2,8	1,3	3,8	4,4	2,8	1,5	-0,3
Reale Einfuhr	5,2	5,3	2,7	-1,4	-0,3	-1,7	1,0	-0,2	-4,9	-4,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-	6,7	1,8	-5,2	-3,7	-6,1	-6,6	-1,6	-3,2	1,6
Investitionsgüter	-	6,0	3,0	-2,9	0,0	-5,3	0,1	-6,2	-7,9	-14,1
Konsumgüter	-	4,6	2,7	2,7	3,5	4,5	6,1	3,4	-4,8	-2,4
Einfuhrpreise	-	8,5	-0,7	0,1	-0,3	3,0	1,1	4,1	4,2	0,4

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

^{a)} Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturfragen (BfK). Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 vorläufig keine vergleichbaren Werte für den Aussenhandel nach Verwendungszweck verfügbar.

^{b)} provisorische Werte

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

die Ausfuhr von Investitionsgütern (Maschinen, Apparate, Instrumente) nur wenig. Geographisch blieb das Exportwachstum breit abgestützt. Lediglich in die GUS-Staaten sowie nach Kanada und Japan wurde gegenüber den Vorjahreswerten deutlich weniger geliefert. Die Ausfuhren in die EG wuchsen insgesamt bescheiden, wobei die Lieferungen in die kleineren EG-Staaten wie Irland, Griechenland, Portugal und Belgien überdurchschnittlich zunahmen.

Bei den Einfuhren erlitten die Investitionsgüter den stärksten Rückgang. Stark betroffen waren ausserdem dauerhafte Konsumgüter wie Haushaltapparate und Personenwagen. Bescheiden war dagegen der Importrückgang bei den übrigen Konsumgütern.

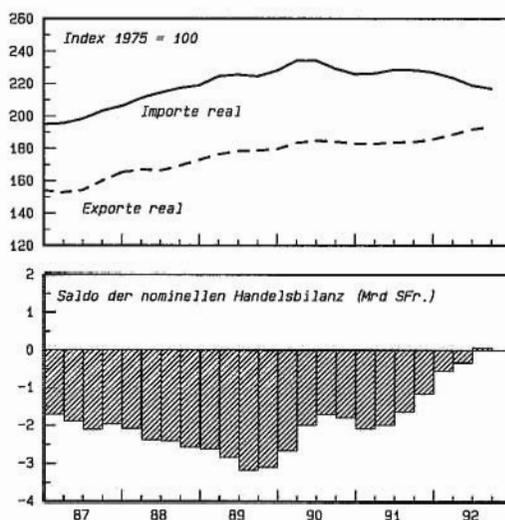
Die Handelsbilanz war im dritten Quartal nahezu ausgeglichen; in der entsprechenden Vorjahresperiode hatte das Defizit 2,1 Mrd. Franken betragen. Der Spezialhandel wies erstmals seit dem vierten Quartal 1978 wieder einen Aktivsaldo aus. Der Überschuss der Dienstleistungsbilanz betrug wie schon im zweiten Quartal 2,8 Mrd. Franken. Die Zahl der Grenzgänger nahm weiterhin ab, so dass sich die ans Ausland bezahlten Arbeitseinkommen verminderten. Der Ertrag aus dem Zinsdifferenzgeschäft der Banken nahm gegenüber dem dritten Quartal des Vorjahres um 4,5% ab. Der Ertragsbilanzüberschuss erhöhte sich im drit-

ten Quartal auf 5,2 Mrd., gegenüber 2,9 Mrd. Franken in der entsprechenden Vorjahresperiode.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturfragen (reale Entwicklung ab 1. Quartal 1988)

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1989	1990	1991 ^{a)}	1991 ^{a)}			1992 ^{b)}		
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Total Einnahmen	153,2	160,6	161,6	40,6	40,8	40,4	42,4	42,1	41,9
Warenexporte	87,0	91,1	90,9	23,0	21,6	24,3	24,0	24,4	22,5
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	84,3	88,3	87,9	22,3	20,9	23,5	23,3	23,6	21,8
<i>Übrige Warenexporte²</i>	2,7	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7
Dienstleistungsexporte	23,5	24,0	25,9	6,2	7,9	5,2	7,0	6,4	8,2
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	39,6	42,3	41,5	10,6	10,3	10,1	10,5	10,4	10,3
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,1	3,3	3,4	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
Total Ausgaben	141,7	148,6	147,0	38,1	37,9	36,1	35,9	37,7	36,7
Warenimporte	98,7	100,6	98,9	25,7	23,7	25,0	24,9	25,0	22,6
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	95,2	96,6	95,0	24,7	22,9	24,0	23,9	24,1	21,8
<i>Übrige Warenimporte²</i>	3,4	4,0	3,8	1,0	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8
Dienstleistungsimporte	12,4	12,8	13,3	3,5	5,3	2,6	2,0	3,8	5,4
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	24,8	28,7	27,7	7,1	6,9	6,8	6,9	6,9	6,8
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	5,9	6,5	7,2	1,8	1,9	1,7	2,0	2,0	2,0
Saldo der Ertragsbilanz	11,5	12,0	14,6	2,6	2,9	4,3	6,5	4,4	5,2

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

² inklusive elektrische Energie

^{a)} provisorisch

^{b)} vorläufige Schätzung

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

um 3,4% ab (2. Quartal: -2,0%). Sowohl die Industrie (-5,4%) als auch das Baugewerbe (-5,9%) beschäftigten erneut markant weniger Arbeitskräfte als im Vorjahr. Das Bauhauptgewerbe erlitt einen stärkeren Beschäftigungsrückgang als das Ausbaugewerbe. Die Zahl der Beschäftigten im Dienstleistungssektor schrumpfte wie bereits in den beiden Vorquartalen (-2,0%). Die Banken und Finanzgesellschaften bauten ihren Personalbestand erneut ab (2,9%).

Der Manpower Stellenindex sank im September weiter; die Zahl der Stellenangebote in der Tagespresse schrumpfte in allen 13 erfassten Regionen. Die bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen gingen saisonbereinigt weiter auf durchschnittlich 7 500 zurück.

Die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen stieg im dritten Quartal auf durchschnittlich 90 600. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich damit – saisonbereinigt – auf 2,9%. Praktisch sämtliche Wirtschaftszweige und Kantone wurden von der steigenden Arbeitslosigkeit betroffen. Das regionale

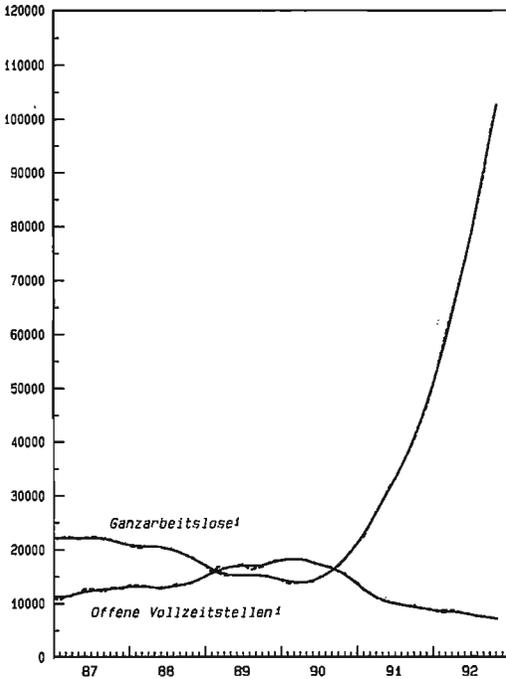
Gefälle blieb jedoch weiterhin hoch. Die schlechte Arbeitsmarktsituation zeigt sich auch im sukzessiven Anstieg der Zahl der Langzeitarbeitslosen. Am Ende des dritten Quartals war bereits jeder zehnte Arbeitslose länger als ein Jahr ohne Arbeit. Die Zahl der Arbeitslosen stieg im Oktober weiter an.

Die Zahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitnehmer sank im dritten Quartal saisonbedingt auf 22 535 und erreichte damit etwa den Stand der Vorjahresperiode. Der Rückgang gegenüber dem Vorquartal ist auf die ferienbedingte Drosselung der wirtschaftlichen Aktivität zurückzuführen.

Preise

Die Teuerung schwächte sich weiter ab. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im dritten Quartal um 3,6% über dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode, verglichen mit 4,4% im zweiten Quartal. Die Entspannung an der Preisfront ist bei den ausländischen Gütern

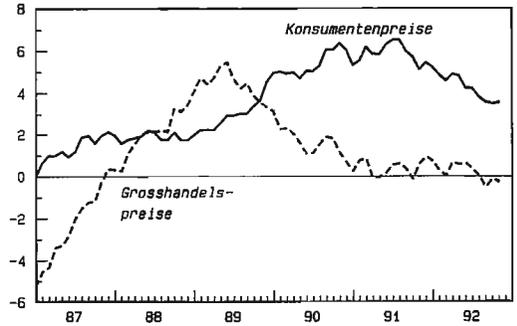
Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saisonbereinigt und geglättet
Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

und Dienstleistungen besonders ausgeprägt. Die Auslandskomponente des Konsumentenpreisindex blieb gegenüber dem Vorjahr nahezu stabil. Die Binnenteuerung bildete sich, wenn auch langsam, ebenfalls zurück. Die inländischen

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat
Quelle: Bundesamt für Statistik

Güter und Dienstleistungen verteuerten sich binnen Jahresfrist um 4,6%, gegenüber 7,2% im dritten Quartal 1991. Während sich die Waren um weniger als ein Prozent verteuerten, betrug die Preissteigerung bei den privaten und öffentlichen Dienstleistungen knapp 6%.

Im Oktober betrug die Jahresteueringang auf 3,3% zurück. Die Überwälzung der vierten Hypothekarzinsrunde auf die Wohnungsmieten dürfte allmählich zu Ende gehen. Die halbjährlich erfassten Mieten lagen im November um 5,8% über dem Vorjahresstand (November 1991: 8,5%). Ein Basiseffekt bei den Nahrungsmitteln trug ebenfalls zur rückläufigen Jahresteueringang bei. Im November 1991 waren die Früchte und Gemüsepreise witterungsbedingt

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1989	1990	1991	1991			1992						
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Beschäftigten ¹	1,2	1,4	-0,3	0,0	-0,6	-0,9	-1,8	-2,1	-	-	-	-	-
Arbeitslosenquote ^{2,3}	0,5	0,5	1,1	1,0	1,1	1,5	2,1	2,4	2,7	2,6	2,7	2,9	3,1
Ganzarbeitslose ³	15 133	15 980	35 064	30 949	35 155	46 634	64 696	73 280	85 130	80 172	84 435	90 784	96 934
Kurzarbeiter ³	603	734	20 269	21 888	19 222	30 829	41 108	35 823	22 535	18 018	20 738	28 848	33 083
Offene Vollzeitstellen ³	17 007	16 711	10 145	10 464	9 858	8 658	8 307	8 326	7 690	7 854	7 665	7 551	7 371

¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

² Summe der Ganzarbeitslosen in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1980 (3 091 694 Erwerbspersonen)

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

vorübergehend stark gestiegen. Dieser Basis-effekt wird schon im Dezember 1992 wieder aus dem Index verschwinden.

Der Grosshandelspreisindex lag im dritten Quar-tal um 0,2% unter dem Vorjahresniveau (2. Quar-tal: +0,5%). Die Preise für Rohstoffe und Halb-fabrikate (-0,7%) sowie für Energieträger und Hilfsstoffe (-0,2%) gingen zurück, während sich die Konsumgüter (0,6%) leicht verteuerten. Nach Herkunft der Produkte gegliedert, sanken die Preise für Importwaren um 2,2%; jene für Inland-güter und -dienstleistungen stiegen um 0,5%.

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die Geldpolitik der Nationalbank war im dritten Quartal 1992 weniger restriktiv als in der Vorperi-ode. Die leichte Lockerung des Kurses wurde

durch veränderte Verhältnisse am Devisen- und Geldmarkt begünstigt. Im zweiten Quartal waren die kurzfristigen Zinssätze, bei anhaltender Schwächeneigung des Frankens, markant ange-stiegen. Im Bestreben, den Zinsauftrieb zu mil-dern, hatte die Nationalbank die Giro Guthaben leicht ausgeweitet. Demgegenüber weckten die rückläufige Teuerung und der Frankenkursanstieg im dritten Quartal Zinssenkungserwartungen. Gleichzeitig fiel die Liquiditätsnachfrage der Ban-ken auf einen ungewöhnlich niedrigen Stand. Die Geldmarktsätze gerieten deshalb ab Juli zuneh-mend unter Druck. Die Nationalbank nutzte den Spielraum, der durch die neue Marktlage ent-standen war, und liess den Rückgang der Geld-marktsätze teilweise zu. Sie wollte jedoch nicht die Gefahr einer Abschwächung des Franken-kurses heraufbeschwören. Aus diesem Grund bremste sie die Zinssenkung, indem sie die Giro-guthaben im Juli und vor allem im August etwas reduzierte. Im September erweiterten die Turbu-lenzen im Europäischen Währungssystem den

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Noten- umlauf ¹	Verände- rung in % ²	Girogut- haben ¹	Verände- rung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saison- faktoren	SBNBGM ^{1,4}	Verände- rung in % ²
1987	24 785	4,0	8 647	4,5	33 432	1,001	33 403	4,9
1988	25 819	4,3	5 667	-54,0	31 486	0,999	31 521	-11,0
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,2	2 832	-11,2	29 274	1,001	29 247	1,4
1991 3. Q.	26 231	3,0	2 671	-12,3	28 884	0,987	29 254	1,4
4. Q.	26 864	2,2	2 634	-11,2	29 498	1,010	29 217	1,4
1992 1. Q.	26 624	0,5	2 538	-17,0	29 162	1,001 P	29 142 P	-0,4 P
2. Q.	26 413	0,8	2 571	-13,1	28 984	0,992 P	29 228 P	-0,1 P
3. Q.	26 133	-0,3	2 488	-6,8	28 621	0,986 P	29 027 P	-0,8 P
1992 April	26 521	1,2	2 505	-16,4	29 026	0,993 P	29 231 P	-0,1 P
Mai	26 306	0,3	2 570	-14,2	28 876	0,990 P	29 168 P	-0,7 P
Juni	26 412	1,0	2 639	-8,7	29 051	0,992 P	29 285 P	0,4 P
Juli	26 377	0,1	2 502	-7,6	28 879	0,992 P	29 112 P	-0,4 P
Aug.	26 016	-0,6	2 354	-12,4	28 370	0,981 P	28 919 P	-1,5 P
Sept.	26 006	-0,5	2 607	-0,4	28 613	0,985 P	29 049 P	-0,5 P
Okt.	25 936	-0,9	2 468	-6,6	28 404	0,985 P	28 837 P	-1,4 P
Nov.	26 047	-1,0	2 649	3,8	28 696	0,991 P	28 957 P	-0,9 P

¹ Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

² Gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal; Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsrate

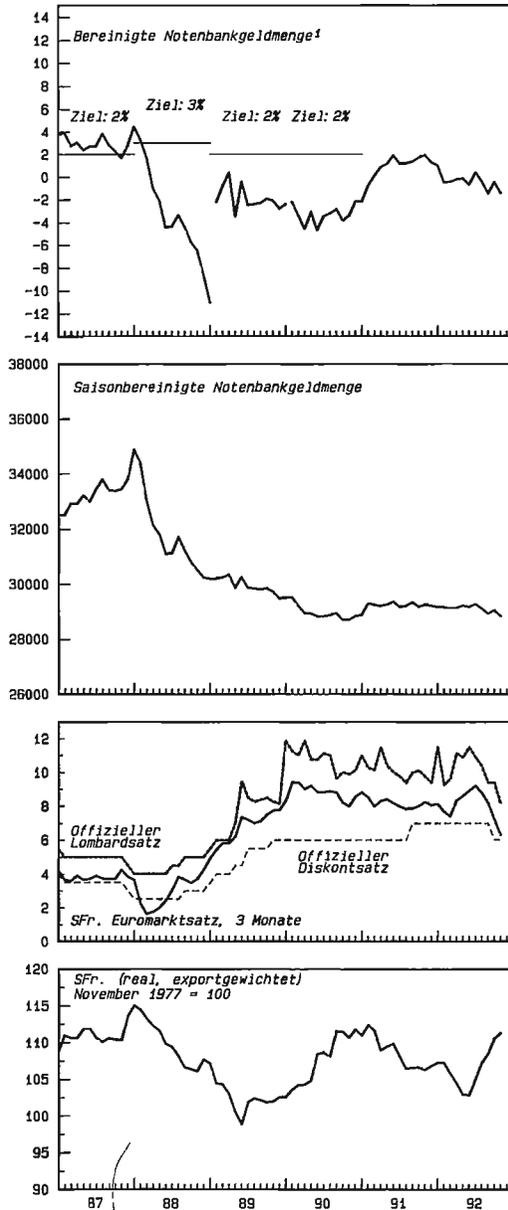
³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giro Guthaben

⁴ SBNBGM = Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = Notenbankgeldmenge dividiert durch die entsprechenden Saison-faktoren

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

P provisorisch

Grafik 14: Schweiz



¹ Ab 1989: Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge
 Bis 1988 und ab 1990: Das Wachstum der bereinigten bzw. saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode.
 1989: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis hochgerechneten

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,4	7,8	9,8
1989	-5,5	20,0	6,2
1990	-4,2	13,3	2,4
1991	1,3	3,3	3,2
1991 3. Q.	2,2	2,5	3,3
4. Q.	-0,1	0,9	2,9
1992 1. Q. ²	0,7	-0,2	2,7
2. Q. ²	-0,9	2,1	3,6
3. Q. ²	-1,4	2,1	3,0
1992 April ²	1,3	2,1	3,7
Mai ²	-2,6	1,6	3,5
Juni ²	-1,3	2,6	3,5
Juli ²	-3,0	2,2	3,0
Aug. ²	-2,5	2,1	3,0
Sept. ²	1,3	2,0	3,0
Okt. ²	1,7	0,0	2,4

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten; Jahres- und Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsrate. Revidierte Zahlen; vgl. Quartalsheft 1/1985, «Revision der Geldmengenstatistik». Ab 1986 inkl. Liechtenstein.

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

geldpolitischen Spielraum nochmals. Die deutliche Erstarkung des Frankens erlaubte es, die Giro Guthaben bei weiter rückläufigen Zinssätzen leicht auszuweiten.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge, die im Jahre 1992 zunächst stagnierte und in den letzten Monaten sogar schrumpfte, dürfte als Folge der tieferen Zinssätze allmählich wieder steigen und sich dem mittelfristig angestrebten Wachstum von durchschnittlich 1% pro Jahr annähern. Im dritten Quartal ging sie allerdings gegenüber der Vorperiode noch um rund 200 Mio. auf 29,0 Mrd. Franken zurück. Sie lag damit um 0,7% unter dem Wert des vierten Quartals 1991 und unterschritt auch die Prognose der Nationalbank

ten Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand des vierten Quartals des Vorjahres, zentriert auf November.

Ziele: bis 1989: durchschnittliche monatliche Zuwachsrate gegenüber Vorjahr

1990: Wachstumsrate des vierten Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

für das dritte Quartal um 200 Mio. Franken. Die Abweichung von der Prognose war hauptsächlich der Entwicklung der Giro Guthaben zuzuschreiben.

Der Notenumlauf lag im dritten Quartal um 0,3% unter dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode, nachdem er im zweiten Quartal noch um 0,8% gestiegen war. Die Giro Guthaben betragen im Durchschnitt des dritten Quartals 2488 Mio. Franken, verglichen mit 2571 Mio. Franken in der Vorperiode. Nach einem leichten Rückgang im Oktober stiegen die Giro Guthaben im November auf 2649 Mio. Franken.

Die Nationalbank erwartete für das vierte Quartal 1992 eine leichte Zunahme der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge auf 29,1 Mrd. Franken. Sowohl im Oktober als auch im November lag dieses Aggregat etwas tiefer als prognostiziert.

Die Entwicklung der umfassenderen Geldmengengaggregate widerspiegelt vor allem die rückläufige Teuerung und die anhaltende Konjunkturschwäche. Zudem führten die sinkenden Geldmarktsätze zu Umschichtungen zwischen verschiedenen Einlagekategorien. Die Geldmenge M_1 ging zu Beginn des dritten Quartals zurück, nahm im September aber deutlich zu. Trotzdem lag sie im Quartalsdurchschnitt um 1,4% unter ihrem Stand vor Jahresfrist. Erstmals seit Ende 1990 lag nun auch der Bargeldumlauf wieder unter dem Wert des Vorjahresquartals (-0,4%). Die Sichteinlagen stiegen im September kräftig an, nachdem die Verzinsung von Termingeldern deutlich zurückgegangen war. Im Quartalsdurchschnitt lagen die Sichteinlagen aber weiterhin unter dem Stand der entsprechenden Vorjahresperiode (-1,9%, gegenüber -1,8% im 2. Quartal).

Der Rückgang der Zinssätze am Geldmarkt verminderte die Anziehungskraft kurzfristiger Anlagen. Die Termineinlagen wuchsen im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode deshalb kaum mehr; sie lagen mit 4% allerdings noch immer erheblich über dem Stand vor Jahresfrist. Dank diesem Anstieg nahm auch die Geldmenge M_2 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode noch zu. Die Spareinlagen stagnierten auf dem Niveau des zweiten Quartals; im Vorjahresvergleich schwächte sich ihr Wachstum auf 4,1% ab,

verglichen mit 5,4% im zweiten Quartal. Entsprechend der flauen Entwicklung der Spar- und Termineinlagen nahm die Geldmenge M_3 gegenüber der Vorperiode praktisch nicht mehr zu und lag damit nur noch um 3,0% über dem Vorjahreswert (2. Quartal: 3,6%).

Geldmarkt

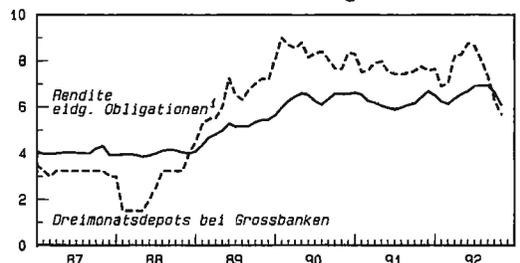
Nach dem starken Anstieg der Geldmarktsätze im Laufe des ersten Halbjahres 1992 folgte von Jahresmitte bis November ein noch ausgeprägterer Rückgang. Der Tagesgeldsatz, der im zweiten Quartal durchschnittlich 8,8% betragen hatte, fiel bis Oktober auf 5,75%. Der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt ging entsprechend von 8,9% auf 6,3% zurück. Der vergleichbare Festgeldsatz der Grossbanken sank von rund 8,6% auf knapp 5,7%, während die Emissionsrenditen der eidgenössischen Geldmarktbuchforderungen mit ebenfalls dreimonatiger Laufzeit sich im selben Zeitraum um 2,4 Prozentpunkte ermässigten.

Im September ging die Nationalbank dazu über, Offenmarktoperationen mit Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft durchzuführen. Dieses neue Instrument dient vor allem der kurzfristigen Liquiditätssteuerung und ergänzt damit die Devisenswap-Geschäfte.

Devisenmarkt

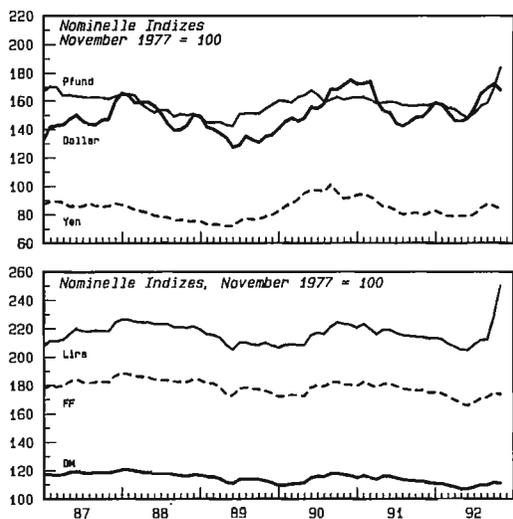
Die Krise im EWS führte zunächst zu einer deutlichen Höherbewertung des Frankens gegenüber

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



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

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



allen EWS-Währungen. Nachdem bis Mitte Oktober im EWS wieder mehr Ruhe eingekehrt war, schwächte sich der Franken leicht ab. Die Zinsdifferenz zur D-Mark weitete sich von einem halben Prozentpunkt auf 2,5 Prozentpunkte aus. Gegenüber dem Franken fiel der Dollar Anfang Oktober auf einen historischen Tiefstwert von knapp 1,21 Franken. Im Laufe des Oktobers und Novembers erholte sich der Dollar jedoch markant. Insgesamt gewann der Franken zwischen August und Ende November gegenüber den EWS-Währungen um rund 3% an Wert. Im Verhältnis zum Dollar schwächte sich der Franken um 15% ab.

Die Nationalbank intervenierte im dritten Quartal zusammen mit anderen Notenbanken, indem sie am Devisenmarkt für insgesamt 325 Mio. Franken Dollar kaufte.

Im dritten Quartal wertete sich der Franken real leicht auf. Der reale Abwertungstrend der letzten vier Quartale wurde damit gebrochen. Auf exportgewichteter Basis und um die Veränderungen der Konsumentenpreise bereinigt, stieg der Franken im Vergleich zur Vorjahresperiode um 2,1% (2. Quartal -4,9%). Am deutlichsten fiel die reale

Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Dollar aus. Sie betrug 17,2%.

Kapitalmarkt

Während der ausgeprägte Zinsschwung am Geldmarkt bereits um die Jahresmitte 1992 einsetzte, blieben die Kapitalmarktsätze vorerst noch hoch. Seit Ende August ist auch bei den Obligationenrenditen ein deutlicher Rückgang eingetreten. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen fiel bis zum Ende des dritten Quartals auf 6,3%. Ende November betrug sie noch knapp 5,9%. Die inverse Zinsstruktur wurde damit korrigiert.

Auch die durchschnittlichen Passivzinssätze auf neuen Kassenobligationen gingen seit Ende des dritten Quartals deutlich zurück. Bei den Kantonalbanken sank die entsprechende Vergütung bis im November um 0,8 Prozentpunkt auf 6,2%. Bei den neuen Kassenobligationen normalisierte sich damit mittlerweile die Fristigkeitsstruktur der Zinsen.

Die Zinssätze der Kantonalbanken auf alten Hypotheken stiegen bis im November noch leicht auf 7,0%. Im November wurden die Sätze für Neuhypotheken um 0,2 Prozentpunkt reduziert. Die durchschnittliche Verzinsung der Spareinlagen blieb unverändert bei 5,1%.

Die Emission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im dritten Quartal 9,7 Mrd. Franken. Damit lag das Gesamtergebnis um 13% tiefer als vor Jahresfrist. Die Neubeanspruchung des Marktes durch inländische Emittenten stieg jedoch gegenüber dem Vorjahresquartal um 36% auf 5,8 Mrd. Franken. Nach Abzug der Rückzahlungen von 1,5 Mrd. Franken war im Inlandbereich eine Nettobeanspruchung von 4,3 Mrd. Franken zu verzeichnen, gegenüber 2,2 Mrd. vor Jahresfrist.

Kapitalexport

Im dritten Quartal belief sich der von der Nationalbank bewilligte Kapitalexport auf 9,2 Mrd. Franken. Er lag damit um 7% unter dem Wert des Vor-

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1989	31 281,0	10 154,1	517,8	41 952,9
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1991 1. Q.	7 862,6	2 801,4	108,9	10 772,9
2. Q.	8 665,7	3 454,6	139,0	12 259,3
3. Q.	7 770,1	1 799,2	420,2	9 989,5
4. Q.	5 817,5	3 460,5	161,4	9 439,4
1992 1. Q.	6 904,7	2 363,8	86,2	9 354,7
2. Q.	2 741,1	2 771,6	503,5	6 016,2
3. Q.	7 518,0	1 450,3	279,8	9 248,1

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes; Neugliederung Infolge Revision der Kapitalexportbestimmungen vom 29.5.1986

jahres. Die Kredite verringerten sich um 22%, die Anleihen um 3%.

Nachdem die Beanspruchung des Kapitalmarktes durch gewöhnliche Anleihen (Straights) während dreier Quartale zurückgegangen war, stieg sie im dritten Quartal erstmals wieder. Die Höherbewertung des Frankens an den Devisenmärkten und die Zinsentspannung am Kapitalmarkt trugen zu einer deutlichen Verbesserung der Marktverfassung für Franken-Anleihen bei. Die Emissionen gewöhnlicher Anleihen stiegen auf 4,6 Mrd. Franken. Das sind 22% mehr als im dritten Quartal 1991. Das Volumen der Wandelanleihen ging im Jahresvergleich um 77% zurück, während jenes der Optionsanleihen um 14% zunahm. Die besseren Aussichten an der Börse von Tokio führten seit Ende August zu einem Anstieg der Bewilligungsgesuche japanischer Schuldner für eigenkapitalbezogene Franken-Anleihen.

Der Anteil der gewöhnlichen Anleihen am Total des bewilligten Kapitalexports stieg von Juli bis im September auf 62%. Im dritten Quartal 1991 hatte er 49% betragen. Der Anteil der Privatplazierungen sank auf 60%, gegenüber 70% vor Jahresfrist.

Wie im Vorjahr beanspruchten die Industrieländer im dritten Quartal rund 90% des bewilligungspflichtigen Kapitalexports. Der Anteil der europäischen Staaten stieg auf 48%, verglichen mit 35% im Vorjahr. Der Anteil Japans sank von 44% im Vorjahr auf 31%, während jener Nordamerikas unverändert bei 11% lag. Der Anteil der internatio-

nalenen Entwicklungsorganisationen stieg auf fast 9%, gegenüber 2% im dritten Quartal 1991.

Bankbilanzen und Kredite

Die Entwicklung der Bankbilanzen widerspiegelt die schwache Konjunktur: Die Bilanzsumme der 64 in der Stichprobe enthaltenen Banken nahm zwischen Ende September 1991 und Ende September 1992 um nur 2% zu, was einem realen Rückgang entspricht. Diese Entwicklung wurde indessen vom schwachen Dollar beeinflusst. Werden die auf Dollar lautenden Positionen zum Vorjahreskurs bewertet, beträgt die Jahreswachstumsrate 5%. Innerhalb des dritten Quartals wiesen die Banken (saisonbereinigt) einen leichten Zuwachs ihrer Bilanzen von 1% auf.

Auf der Aktivseite sanken die Nettofinanzanlagen (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere plus Wertschriften) um 4%. Dieser Rückgang ist auf die Entwicklung im Interbankgeschäft zurückzuführen: Ende September überstiegen die Bankenkreditoren die Bankendebitoren um 21 Mrd. Franken; ein Jahr zuvor hatte dieser Saldo noch 17 Mrd. Franken betragen. Die Wechsel und Geldmarktpapiere wiesen zum ersten Mal seit einem Jahr wieder eine positive Jahresveränderungsrate auf: sie wuchsen gleich wie die Bilanzsumme (2%). Auch die Wertschriften lagen knapp über ihrem Vorjahreswert. Die liquiden Mittel lagen am Ende des dritten Quartals um 11% über ihrem Vorjahresvergleichswert. Der Liquiditätsgrad (vorhan-

dene greifbare Mittel in Prozent der nach Gesetz erforderlichen greifbaren Mittel) verringerte sich in der Periode vom 20. Juli bis zum 19. August von 130% auf 123%.

Die Kredite der 64 Banken lagen Ende September 2% über dem Vorjahresstand. Dies ist der kleinste Zuwachs seit dem 2. Weltkrieg. Wie das tiefe Bilanzsummenwachstum ist die geringe Kreditnachfrage sowohl auf die schwache Konjunktur als auch auf die Dollarkursentwicklung zurückzuführen. Die Kredite im Inland, die vier Fünftel aller Kredite ausmachten, nahmen um 4% zu. Während die Debitoren nur um 2,5% stiegen, lagen die Hypotheken am Ende des dritten Quartals immerhin um 5,5% über ihrem Vorjahreswert. Dieser relativ hohe Wert widerspiegelt indessen nicht eine gute Baukonjunktur, sondern viel mehr die Kapitalisierung von Zinsen. Diese Vermutung bestätigt die Entwicklung der Baukredite: Die eingeräumten Kreditlimiten lagen im Vorjahresvergleich um 8% und die tatsächlich beanspruchten Baukredite um 1% tiefer. Die offenen Limiten, d.h. die

Differenz zwischen den eingeräumten Limiten und den beanspruchten Krediten, verengten sich um 19%.

Auf der Passivseite lagen die Publikumsgelder Ende September 1992 geringfügig höher als vor Jahresfrist (+1%). Im gleichen Rahmen entwickelten sich die Kreditoren auf Sicht. Die Kreditoren auf Zeit sanken leicht (2%) unter ihren Vorjahresvergleichswert. Mit 4% wiesen die Spar- und Depositenhefte die höchste Zuwachsrate der Publikumsgelder auf. Das Total der Kassenobligationen, Obligationen und Pfandbriefe lag am Ende des dritten Quartals um 3% höher als ein Jahr zuvor.

Im Ausserbilanzgeschäft lagen die Treuhandanlagen 14% unter dem Wert von Ende September 1991. Auch diese Veränderungsrate wird jedoch von der Dollarkursentwicklung gedrückt. Rund die Hälfte der Treuhandpassiven stammte aus dem Inland; die Aktiven wurden fast ausschliesslich im Ausland plazierte.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 11 décembre 1992¹

A. Aperçu

1. Etranger

Evolution de la conjoncture

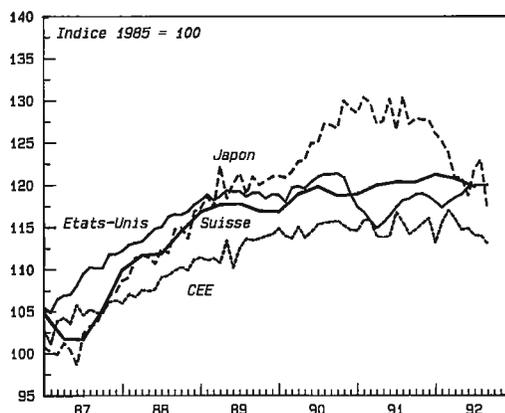
Au troisième trimestre, la conjoncture a de nouveau faibli sensiblement en Europe et au Japon. En revanche, la reprise économique a gagné en vigueur aux Etats-Unis; des effets stimulants sont venus principalement de la consommation privée et de la reconstitution des stocks. Au Japon, la croissance a continué à fléchir, à cause notamment d'un nouvel affaiblissement des investissements. En Europe également, les tendances à la stagnation se sont intensifiées; la détérioration de la conjoncture en Allemagne a joué à cet égard un rôle prépondérant. Globalement, la production industrielle a diminué. L'industrie des biens d'équipement et la construction, qui souffrent du niveau élevé des taux d'intérêt, ont été tout particulièrement touchées, dans la plupart des pays européens, par le ralentissement conjoncturel. Mais la consommation privée a elle aussi perdu la presque totalité de son dynamisme. De plus, l'Allemagne, la France et l'Italie ont enregistré un affaiblissement de la demande venant des autres pays européens. En revanche, l'économie britannique a été la principale bénéficiaire de la demande plus ferme des Etats-Unis. Elle n'est cependant pas parvenue à sortir, au troisième trimestre, de sa récession tenace.

Les indicateurs avancés que calcule l'OCDE se sont détériorés, tant pour le Japon que pour la plupart des pays industrialisés européens, en particulier l'Allemagne. Ils sont restés inchangés pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni.

Dans la zone de l'OCDE, le taux de chômage a légèrement augmenté pour s'inscrire, en moyenne, à 7,5% au troisième trimestre. Il a diminué aux

¹ Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre 1992.

Graphique 1: Production industrielle



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

Etats-Unis, mais s'est accru notamment en Allemagne, au Royaume-Uni et dans la plupart des petits pays européens. En moyenne des pays de la CE, le taux de chômage était de 9,3% en septembre, contre 8,8% un an auparavant.

Seule lueur d'espoir dans ce tableau assez sombre, le ralentissement du renchérissement s'est poursuivi. En moyenne des pays de l'OCDE (sans la Turquie), le taux annuel de renchérissement a diminué de 3,4% en juin à 3,2% en septembre. A l'exception de l'Allemagne, tous les grands pays industrialisés ont annoncé des taux annuels d'inflation en repli.

Politique économique

Au troisième trimestre, les autorités monétaires américaines et japonaises ont assoupli de nouveau légèrement leur politique. Au début de juillet, elles ont réduit d'un demi-point leur taux de l'escompte qui a ainsi passé à 3% aux Etats-Unis et à 3,25% au Japon.

En Europe, la politique monétaire a été marquée par les tensions croissantes qui ont secoué le Système monétaire européen (SME). L'évolution économique toujours divergente des pays participant au SME et l'incertitude au sujet du référendum organisé en France sur le traité de Maastricht ont poussé des capitaux à quitter les monnaies à fortes rémunérations du SME. Les autorités monétaires italiennes et britanniques ont nettement resserré leur politique, alors que la Banque fédérale d'Allemagne a laissé baisser légèrement les taux d'intérêt à court terme. Pour atténuer les pressions persistantes, le cours-pivot de la lire a été dévalué de 3,5%, à la mi-septembre, et les cours-pivots des autres monnaies du SME, réévalués d'autant. Les tensions ont toutefois continué à s'accroître. Le 17 septembre, la peseta espagnole a été dévaluée de 5%. Simultanément, la lire et la livre sterling sont sorties du mécanisme de change, les cours de ces deux monnaies ne pouvant plus être maintenus à l'intérieur des marges de fluctuation, même par des interventions massives. En revanche, une dévaluation du franc français a pu être évitée. Pour contrer les pressions persistantes qui s'exerçaient sur leurs monnaies, l'Espagne, l'Irlande et le Portugal ont adopté des mesures, en partie temporaires, de contrôle des changes. Le 22 novembre, la peseta espagnole et l'escudo portugais ont été tous deux dévalués de 6% lors d'un nouveau réalignement des parités.

En octobre, la plupart des pays participant au SME ont réduit leurs taux d'intérêt. La baisse a été particulièrement forte au Royaume-Uni. Jusqu'à fin octobre, la lire a fléchi de 10% face au mark allemand, et la livre sterling, de 15%.

Les monnaies scandinaves ont elles aussi subi de fortes pressions à la baisse. La Finlande a dû renoncer, le 8 septembre, au lien unilatéral qu'elle avait établi entre son mark et l'Ecu. La Banque de Suède a décidé à son tour, le 19 novembre, de laisser flotter la couronne. Auparavant, elle avait tenté de défendre les cours de sa monnaie par des hausses massives de taux d'intérêt, des interventions et le recours à d'importants crédits en monnaies étrangères.

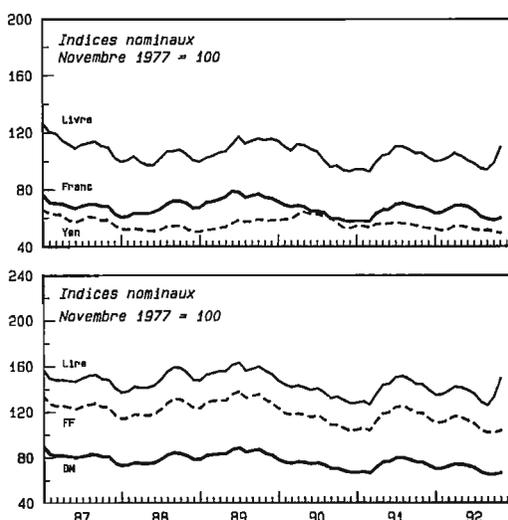
La crise monétaire a amené plusieurs pays à donner un caractère plus restrictif à leur politique

budgétaire, en dépit de la mauvaise conjoncture. A fin septembre, le gouvernement italien a approuvé un vaste programme d'économies visant à accélérer l'assainissement des finances publiques. Les Etats nordiques et l'Espagne ont eux aussi pris des mesures restrictives. A l'inverse, le gouvernement japonais a adopté des mesures pour stimuler l'économie.

Marchés des changes

Le dollar a enregistré de fortes fluctuations sur les marchés des changes. Jusqu'à la fin du mois d'août, il a fléchi, à des niveaux jamais observés jusque-là, face à la plupart des monnaies. En septembre, après l'éclatement de la crise au sein du SME, et durant les deux mois suivants, il s'est redressé, grâce en particulier au resserrement de l'écart entre les taux américains et européens et à la publication de données positives sur l'évolution de l'économie américaine. Le yen japonais s'est lui aussi raffermi nettement. Sa revalorisation s'explique notamment par l'excédent croissant de la balance courante du pays et par le programme de relance de l'économie nipponne.

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



Intégration européenne et coopération monétaire internationale

Malgré le «non» qui est sorti des urnes, lors du référendum organisé au Danemark au début de juin, la ratification du traité de Maastricht s'est poursuivie dans les pays de la CE. Le 20 septembre, le peuple français a approuvé le traité à une faible majorité. A la mi-décembre, la Belgique, l'Irlande, le Luxembourg, la Grèce, la France, l'Italie, le Portugal, les Pays-Bas et l'Allemagne avaient ratifié le texte. Seuls le Royaume-Uni et l'Espagne devaient encore se prononcer.

Au début d'octobre, le gouvernement danois a présenté un livre blanc qui contient des propositions pour résoudre les problèmes juridiques et politiques découlant du rejet, par le peuple danois, du traité de Maastricht.

Les chefs d'Etat et de gouvernement des douze pays de la CE se sont réunis, le 16 octobre, à Birmingham. Leur réunion spéciale n'a débouché sur aucun résultat concret. Elle a servi surtout à redonner de l'élan au processus d'intégration qui s'enlisait. A fin décembre, au sommet ordinaire d'Edimbourg, les chefs d'Etat et de gouvernement auront à débattre de questions liées à la ratification du traité de Maastricht, en particulier de la position du Danemark, du paquet «Delors II» relatif au budget de la Communauté européenne et du principe de subsidiarité.

Les gouverneurs du Fonds monétaire international (FMI) ont tenu leur assemblée annuelle en septembre. Ils ont décidé de porter de 22 à 24 le nombre des membres du Conseil d'administration. Ces deux nouveaux sièges ont été attribués à la Russie et à la Suisse. Depuis novembre 1992, la Suisse est à la tête d'un groupe de pays qui est formé de la Pologne, de l'Ouzbékistan, du Kirghizistan, du Turkménistan, de l'Azerbaïdjan et d'elle-même. Le Tadjikistan n'ayant pas pu obtenir à temps le statut de membre du FMI, son projet d'adhésion au groupe conduit par la Suisse a été reporté à une date ultérieure.

A la mi-septembre, le Conseil fédéral et la Banque nationale suisse ont signé une convention relative à l'application du statut de membre du FMI. Cette convention complète l'article 4 de la loi fédérale

concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods. Fondamentalement, la remise de prises de position et d'informations au FMI se fait après entente préalable. Le Département fédéral des finances assure les fonctions de chef de file pour ce qui a trait aux relations en général avec le FMI, en particulier pour la modification des statuts, la révision des quotes-parts, la politique générale du FMI, la surveillance des pays membres et l'accès des pays aux ressources générales du Fonds. Quant à la Banque nationale, elle est chef de file pour toutes les questions qui concernent la politique monétaire suisse ou qui revêtent un caractère essentiellement monétaire. Le poste de gouverneur au FMI revient au président de la Direction générale de la Banque nationale. Le chef du Département des finances est son suppléant. Il représente la Suisse au Comité intérimaire du FMI, où le président de la Direction générale est son suppléant. En règle générale, l'administrateur est désigné en alternance au sein du Département fédéral des finances et de la Banque nationale.

Un nouveau moratoire de trois mois a été accordé, à fin septembre, à la Communauté des Etats indépendants (CEI) pour ses engagements à moyen et long terme. Les créanciers – mais aussi et surtout les débiteurs – sont très intéressés à remplacer, le plus rapidement possible, ces moratoires à court terme par un accord de rééchelonnement à long terme. Des discussions préliminaires ont été engagées entre les représentants de la CEI et ceux du Club de Paris. Les créanciers estiment toutefois que les conditions préalables à la restructuration de la dette extérieure de la CEI – elle est estimée à quelque 70 milliards de dollars – ne sont pas remplies. Il manque en particulier les informations statistiques nécessaires et une réglementation, juridiquement solide, sur la répartition de la dette entre les pays membres de la CEI.

2. Suisse

Aucun signe d'amélioration n'était perceptible, au troisième trimestre également, au sein de l'économie suisse. Par rapport à la période correspondante de 1991, le produit intérieur brut réel a diminué de 0,6%. La conjoncture était encore

tiraillée entre deux forces antagoniques: d'un côté, la progression toujours vigoureuse des exportations et, de l'autre, l'affaiblissement de la demande intérieure, en particulier des investissements.

Le renchérissement a poursuivi son mouvement de repli. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux annuel d'inflation a fléchi à 3,6% en moyenne du troisième trimestre. Ce ralentissement a découlé de la hausse plus modérée des prix à l'importation, mais aussi d'une inflation intérieure nettement moins forte. Le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 3,5% en octobre et à 3,3% en novembre.

L'emploi a continué à reculer. L'industrie et la construction ont enregistré les plus fortes pertes d'emplois. Le secteur des services a été un peu moins touché. Le nombre des chômeurs s'est accru, passant à plus de 100 000 en octobre.

Le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a annoncé une nouvelle détérioration de la marche des affaires entre son enquête de juin et celle de septembre. Dans la plupart des branches, les entrées de commandes, les carnets de commandes et la production ont diminué. Les entreprises estimaient que la situation resterait mauvaise au cours des prochains mois. Le pessimisme a commencé à s'étendre également à l'industrie d'exportation.

Les succès obtenus dans la lutte contre l'inflation et le raffermissement du franc sur les marchés des changes ont fait baisser les taux d'intérêt à court terme à partir de juillet. La Banque nationale, qui a assoupli légèrement sa politique, ne s'est pas opposée à ce mouvement de repli.

Au troisième trimestre, la monnaie centrale désaisonnalisée s'inscrivait à 29 milliards de francs. Elle a fléchi de 200 millions de francs d'un trimestre à l'autre et de 0,7% par rapport à son niveau des trois derniers mois de 1991. L'écart par rapport à la prévision – un montant de 29,2 milliards de francs avait été prévu pour le troisième trimestre – s'explique principalement par un recul des avoirs en comptes de virements. Pour le quatrième trimestre, la Banque nationale a prévu une augmentation de la monnaie centrale dessaiso-

nalisation à 29,1 milliards de francs. En octobre et en novembre, cet agrégat était légèrement inférieur à la prévision.

Le repli des taux à court terme s'est accéléré en septembre. Il a continué en octobre, mais à un rythme plus lent. Les rémunérations à court terme ont entraîné les taux à long terme dans leur sillage. Après avoir atteint plus de 7% en juin, le rendement moyen des obligations fédérales a reculé pour s'établir, à fin octobre, à moins de 6%, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis plus d'un an. Plusieurs banques ont également réduit les taux qu'elles appliquent aux nouvelles hypothèques.

En moyenne du troisième trimestre, le cours réel du franc, pondéré par le commerce extérieur, était supérieur de 2,1% à son niveau de la période correspondante de 1991; au deuxième trimestre, il avait enregistré une baisse de 4,9%.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

La reprise de l'économie américaine s'est affermie au troisième trimestre. En taux annualisé, le produit intérieur brut réel a augmenté de 3,9% d'un trimestre à l'autre. Il dépassait ainsi de 2,2% le niveau observé un an auparavant. La consommation privée et la reconstitution des stocks ont joué un rôle prépondérant dans cette croissance. Les dépenses de consommation se sont accrues de 3,7% en taux annualisé. La hausse des achats de biens durables a été particulièrement forte. D'un autre côté, la construction de logements n'a augmenté que faiblement, alors qu'elle avait enregistré une vigoureuse progression au cours des trimestres précédents. En outre, les investissements des entreprises ont de nouveau marqué une légère hausse, l'expansion sensible des investissements en biens d'équipement ayant compensé la forte chute observée dans le domaine des constructions. Tant les exportations que les importations ont augmenté fortement.

Au troisième trimestre, la production industrielle a stagné par rapport au trimestre précédent, mais

progressé de 0,5% par rapport à son niveau de la même période de 1991. Le taux moyen d'utilisation des capacités de production a fléchi légèrement. Ce résultat relativement mauvais est dû toutefois, en partie, à des facteurs particuliers, notamment à la grève dans différentes usines de General Motors. Les indicateurs du marché du travail annoncent une stabilisation de l'emploi. D'un trimestre à l'autre, le nombre des personnes occupées est demeuré inchangé. Il était cependant légèrement supérieur au niveau observé un an auparavant. Du deuxième au troisième trimestre, le taux de chômage a augmenté de 7,5% à 7,6%. Le nombre des personnes qui s'inscrivent pour la première fois à l'assurance-chômage – il s'agit là de l'indice le plus important pour l'évolution du marché du travail au cours des prochains mois – est resté inchangé au troisième trimestre, puis a diminué sensiblement en octobre et en novembre.

Une évolution divergente de la demande intérieure et extérieure se dessine. Elle influera ultérieurement sur la conjoncture. La construction de logements, les achats de biens durables qui lui sont liés et les ventes de voitures sont en progression, grâce aux taux d'intérêt bas. Mais les investissements des entreprises ne manifestent pas encore de signe de reprise, bien que celles-ci aient amélioré constamment leur situation bénéficiaire et leurs structures financières. Malgré les résultats favorables qui ont été obtenus au troisième trimestre, les perspectives sont sensiblement moins bonnes dans le domaine des exportations que dans celui de la demande intérieure. Des crises structurelles dans des branches qui, comme l'informatique, sont soumises à une vive concurrence internationale ainsi que le marasme économique en Europe et au Japon affectent les possibilités de croissance. Les exportations – dont la moitié environ est constituée de biens d'équipement sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt et de la conjoncture – représentent 30 % de la production industrielle totale.

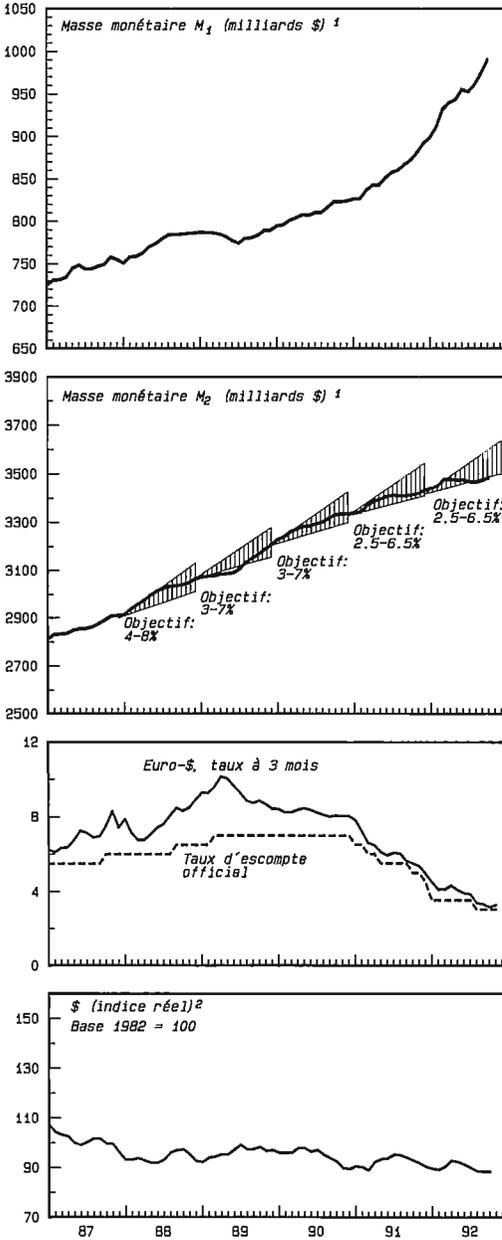
Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement a augmenté quelque peu pour s'inscrire à 3,1% au troisième trimestre. Sans l'énergie et les produits alimentaires, le taux d'inflation a toutefois fléchi de 3,8% à 3,5%.

A cause de la conjoncture morose en Europe et au Japon, les exportations augmentent beaucoup moins fortement que les importations, en volume, depuis le début de 1992. De plus, comme la faiblesse du dollar a accru les valeurs des importations, le déficit de la balance commerciale s'est creusé, passant de 20,9 milliards de dollars au deuxième trimestre à 24,5 milliards environ le trimestre suivant.

Le déficit des comptes de l'Etat fédéral pour l'exercice 1992, clos à fin septembre, a atteint le montant record de 290 milliards de dollars, contre 269 milliards en 1991. Il est néanmoins inférieur aux prévisions de l'«Office of Management and Budget» (OMB), notamment parce que les recettes fiscales ont été plus élevées que ce qui avait été prévu. Le versement plus rapide de certains impôts, du fait d'une modification dans la méthode de taxation, a sans doute contribué à l'évolution plus favorable des recettes. L'OMB estime que ce facteur gonflera d'autant l'excédent de dépenses de l'exercice 1993.

La banque centrale américaine a continué à assouplir légèrement sa politique monétaire au troisième trimestre. Le 3 juillet, elle a ramené son taux de l'escompte de 3,5% à 3%. En outre, elle a fait baisser le taux des fonds fédéraux en plusieurs étapes; au début du mois de septembre, ce taux s'établissait à 3% également. Sur le marché monétaire, les rémunérations sont ainsi tombées à leur niveau le plus bas depuis des décennies. L'écart record entre ces rémunérations et celles qui sont servies sur le mark allemand ainsi que la croissance rapide de l'excédent de la balance courante japonaise ont provoqué un affaiblissement du dollar. En septembre, la monnaie américaine a chuté à des cours qui n'avaient jamais été observés jusque-là. Elle s'est redressée en octobre et en novembre, notamment vis-à-vis des monnaies européennes. Les taux à long terme n'ont guère varié au troisième trimestre; ils ont cependant marqué une hausse en octobre, après l'annonce, pendant la campagne électorale, de possibles mesures budgétaires de relance. La masse monétaire M_2 , que la Réserve fédérale utilise comme principal indicateur, a de nouveau légèrement augmenté au troisième trimestre. Avec une croissance de 1,8%, elle était proche du corridor de 2,5 à 6,5% choisi comme objectif.

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

Japon

L'économie japonaise subit actuellement son plus fort ralentissement depuis 1975. Du premier au deuxième trimestre, le produit national brut réel n'a augmenté que de 1,1% en taux annualisé. En comparaison annuelle, sa progression a passé de 2,1% au premier trimestre à 1,6% au deuxième. La croissance pourrait être inférieure à 2% en 1992. L'économie japonaise n'avait plus enregistré un aussi mauvais résultat depuis 1975, année où la première crise pétrolière avait entraîné une baisse du produit national brut réel de 0,8%. Au deuxième trimestre, seules la construction de logements et les exportations ont soutenu la conjoncture. La consommation, tant privée que publique, est restée inchangée, et les investissements des entreprises ont reculé de 9,6%. Les importations ont enregistré une légère hausse.

Au troisième trimestre, la conjoncture a continué à faiblir. Selon de premières estimations, le produit national brut réel s'est replié de 0,4% par rapport à la période précédente. La production industrielle était inférieure de 6,5% à son niveau de la période correspondante de 1991. En termes nominaux, le chiffre d'affaires du commerce de détail a lui aussi diminué. Les ventes de voitures ont même chuté de 10,9%. Les entrées de commandes ont fléchi, tant dans le domaine des biens d'équipement que dans celui des constructions industrielles.

Les enquêtes et les prévisions ne laissent pas entrevoir, à bref délai, une amélioration de la conjoncture. En raison de la croissance plus lente de l'emploi, de la chute des heures supplémentaires et du recul des «bonus», le revenu disponible des ménages n'a que peu augmenté. Au mois d'août, la masse salariale ne dépassait que de 1%, en termes nominaux, son niveau de 1991. Les ménages ont ainsi enregistré une diminution, en termes réels, de leur revenu disponible. Une telle évolution freine la consommation privée et affecte le climat de consommation. Du fait de la nette détérioration de leur situation bénéficiaire, les entreprises ont revu à la baisse leurs budgets d'investissement. Bien que la production industrielle ait été fortement réduite, les stocks sont toujours trop élevés. Il faut donc s'attendre à de nouvelles diminutions de la production et des stocks.

La détérioration de la conjoncture n'a pas encore influé sur le taux de chômage qui est resté légèrement supérieur à 2%. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des chômeurs a toutefois fléchi.

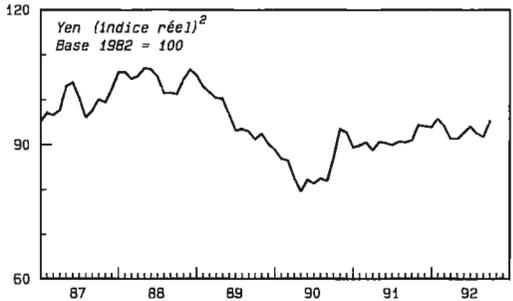
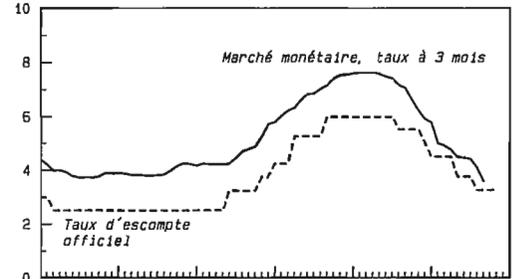
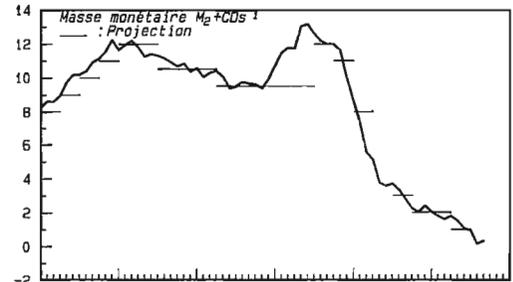
Le repli de la conjoncture a eu de sensibles répercussions sur le commerce extérieur. Au troisième trimestre, l'excédent de la balance commerciale se chiffrait à 26,9 milliards de dollars, et celui de la balance courante, à 26,6 milliards. Avec un solde actif de 82,6 milliards de dollars pour les trois premiers trimestres, la balance courante devrait enregistrer, en 1992, un nouvel excédent record.

Au troisième trimestre, le renchérissement a nettement diminué. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, son taux annuel s'inscrivait à 1,8%, contre 2,2% le trimestre précédent.

Le plan de relance que le gouvernement a annoncé à fin août sera soumis à l'approbation du parlement en décembre. Les dépenses d'infrastructure prévues par ce plan ne déploieront leurs effets qu'au cours de 1993. Selon les estimations, elles devraient engendrer une progression du produit national brut de 1,3 % à 1,5%. Le déficit budgétaire de l'exercice en cours pourrait être beaucoup plus élevé que prévu, notamment parce que les impôts versés par les entreprises diminuent fortement. La détérioration des finances publiques crée de l'incertitude au sujet de l'orientation future de la politique budgétaire. Le ministre des finances a laissé entendre que le gouvernement pourrait réduire les dépenses dans certains domaines.

Après avoir abaissé son taux de l'escompte à fin juillet, la Banque du Japon a maintenu inchangée sa politique monétaire. Le taux à trois mois sur le marché monétaire («gensaki») s'est établi à 3,6% en moyenne des mois d'août à octobre, contre 4,4% au deuxième trimestre. Durant la même période, les taux à long terme ont fléchi de 5,5% à 5,1%. Après l'annonce du plan de relance, les cours des actions se sont nettement redressés. Stimulé par l'expansion rapide de l'excédent de la balance courante et par la baisse des taux aux Etats-Unis, le yen a atteint un nouveau record historique face au dollar. Il s'est aussi nettement raffermi vis-à-vis des monnaies européennes.

Graphique 4: Japon



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

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

La progression de la masse monétaire $M_2 + CD$ a continué à faiblir; au troisième trimestre, cet agrégat s'inscrivait à son niveau de la période correspondante de 1991. Pour le quatrième trimestre, la Banque du Japon a fixé à 0% sa projection.

Allemagne

L'économie ouest-allemande a stagné au deuxième trimestre. D'un trimestre à l'autre, le

produit national brut réel a diminué de 0,2%, alors qu'il avait encore fortement augmenté pendant la période précédente. En comparaison annuelle, sa progression a été de 1,1%, contre 1,2% au premier trimestre. Par rapport aux trois premiers mois de l'année, la consommation publique n'a pas varié, et la consommation privée a légèrement reculé. Quant aux investissements, ils ont diminué de 4,5% dans le domaine des biens d'équipement et de 4,2% dans celui de la construction. Les exportations ont elles aussi fléchi d'un trimestre à l'autre.

La conjoncture a continué à faiblir au troisième trimestre. Le produit national brut a régressé de 0,5% d'après de premières estimations. L'indice de la production industrielle a de nouveau reculé d'un trimestre à l'autre. Selon une enquête de l'institut de recherches conjoncturelles Ifo, les entreprises s'attendent à une baisse de la production industrielle, au quatrième trimestre également, et à une reprise très lente au cours de l'année prochaine. L'annonce, par plusieurs grandes entreprises, de vastes programmes d'économies et de réductions de la production a contribué aussi à répandre un climat de morosité.

Dans l'ensemble, les entrées de commandes ont nettement reculé par rapport au deuxième trimestre. La demande de biens de consommation a légèrement progressé, mais les commandes de biens d'investissement ont accusé une forte baisse d'un trimestre à l'autre. La diminution a été plus prononcée du côté de la demande étrangère que de celui de la clientèle allemande. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a stagné. Pour le quatrième trimestre, les perspectives sont toutefois plus favorables. En effet, comme la taxe à la valeur ajoutée passera de 14% à 15% en janvier 1993, les consommateurs pourraient accroître leurs achats vers la fin de l'année.

Dans leur rapport automnal, les cinq instituts de recherches conjoncturelles ont révisé leurs prévisions à la baisse. Selon leurs estimations, le produit national brut ouest-allemand enregistrera une croissance réelle de 1% en 1992 et de 0,5% en 1993. Les investissements en biens d'équipement devraient diminuer en 1993, et les exportations, progresser faiblement. Le nombre des chômeurs devrait encore s'accroître.

Du deuxième au troisième trimestre, l'emploi a fléchi quelque peu en Allemagne de l'Ouest. En outre, le nombre des places vacantes a diminué fortement. Le taux de chômage a augmenté de 6,5% à 6,7%.

Le taux annuel de renchérissement ouest-allemand s'inscrivait à 3,5% au troisième trimestre, contre 4,5% le trimestre précédent. Son repli s'explique principalement par un effet de base, les prix ayant enregistré une forte hausse, en juillet 1991, à la suite de l'augmentation des impôts à la consommation. La tendance au renchérissement persiste; le rythme annuel de la hausse des prix atteignait 3,7% en octobre, contre 3,3% en juillet.

Au deuxième trimestre, l'économie est-allemande est restée marquée par une profonde crise d'adaptation. Si la production de biens de consommation s'est accrue, celle de biens d'équipement a reculé sensiblement. En comparaison annuelle, la production industrielle a diminué de 2,3%, contre 4,1% le trimestre précédent. Les entrées de commandes ont également faibli; la demande intérieure a augmenté légèrement, alors que les ordres provenant de l'étranger ont fléchi. Dans le secteur principal du bâtiment, des taux de croissance élevés, mais un peu inférieurs à ceux du premier trimestre, ont été observés.

En Allemagne orientale, le taux de chômage s'établissait à 14,2% au troisième trimestre, contre 14,4% les trois mois précédents. Le nombre des chômeurs partiels a de nouveau diminué nettement. En outre, le nombre des personnes qui ont pris une retraite anticipée et celui des participants à des cours de formation, à des stages de reconversion et à des mesures destinées à promouvoir l'emploi n'a plus augmenté. Quant à l'inflation est-allemande, elle a marqué un ralentissement, passant de 14,2% au deuxième trimestre à 12,9% le trimestre suivant. Les loyers ont été le principal facteur de renchérissement.

Au troisième trimestre également, les importations de l'Allemagne ont fléchi en valeur, alors que les exportations ont progressé légèrement. L'excédent de la balance commerciale s'est par conséquent accru pour atteindre, en données

dessaisonnalisées, 13 milliards de marks, contre 6,9 milliards le trimestre précédent. Comme le déficit de la balance des services s'est fortement creusé, la balance courante a enregistré un solde passif de 9 milliards de marks environ, soit un montant équivalent à celui du deuxième trimestre.

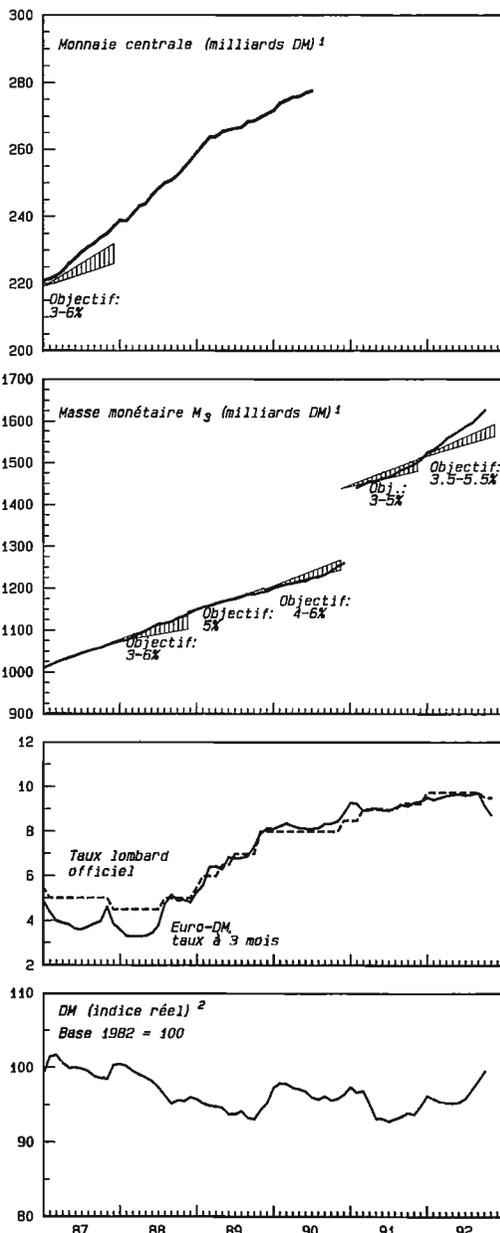
La Banque fédérale d'Allemagne a été confrontée, au troisième trimestre, à une expansion toujours vigoureuse de la masse monétaire. L'agrégat M₃, pour lequel un objectif de croissance de 3,5 à 5,5% avait été fixé, s'est accru de 8,8%, en taux annualisé et dessaisonnalisé. Aussi l'institut d'émission allemand a-t-il porté son taux de l'escompte, le 17 juillet, de 8% à 8,75%. Il a toutefois maintenu le taux lombard à 9,75%.

La revalorisation du mark au sein du SME a permis à la Banque fédérale d'Allemagne de réduire ses taux directeurs: le 15 septembre, elle a ramené son taux de l'escompte à 8,25%, et le taux lombard, à 9,5%. Le taux appliqué aux prises en pension de titres a passé de près de 9,8% en août à 8,8% en octobre. Les taux d'intérêt à court terme ont suivi la même évolution. Le rendement des titres à long terme, qui s'établissait en moyenne à 8,6% en août, a diminué à 8,2% en septembre.

A fin novembre, le parlement a approuvé le budget pour 1993, qui prévoit un déficit de 43 milliards de marks, soit un peu plus de 3% du produit national brut. Le gouvernement laisse entrevoir le recours, au printemps 1993, à un budget complémentaire pour financer des mesures d'aide aux nouveaux Länder.

La nouvelle loi sur l'imposition des revenus de l'épargne entrera en vigueur le premier janvier 1993. Un impôt à la source de 30% sera prélevé sur les intérêts et les dividendes perçus par les personnes résidant en Allemagne. Ces prélèvements seront opérés par les banques qui les verseront directement au fisc. Ils seront déductibles des impôts sur le revenu. Des abattements sont prévus (6100 marks pour des personnes célibataires et 12 200 pour les personnes mariées). Pour les transactions anonymes qui sont effectuées aux guichets des banques, le prélèvement sera de 35%.

Graphique 5: Allemagne



¹ Données cvs; à partir de 1991: y compris les nouveaux Länder; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque fédérale d'Allemagne)

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

France

Au deuxième trimestre de 1992, la tendance à la stagnation s'est amplifiée en France. Par rapport à la période précédente, le produit intérieur brut réel s'est accru de 0,1% au deuxième trimestre, contre 0,9% au premier. Cependant, la croissance annuelle est restée supérieure à 2%. D'un trimestre à l'autre, seule la consommation publique a quelque peu progressé, la consommation privée et les exportations n'ayant pas varié. Les investissements ont légèrement décliné. La baisse a toutefois été plus importante dans les biens d'équipement que dans la construction. Les investissements en biens d'équipement reculent en termes réels depuis deux ans.

En France, la conjoncture a continué à faiblir au troisième trimestre. Les stocks ont été jugés trop élevés, et les entrées de commandes, insuffisantes. Par rapport au trimestre précédent, le chiffre d'affaires du commerce de détail n'a enregistré qu'une faible progression. La production industrielle a encore diminué d'un trimestre à l'autre, s'établissant 2% au-dessous du niveau observé un an auparavant. Comme les entreprises voient toujours les perspectives de production sous un jour peu favorable, elles observent une position d'attente en matière d'investissements. En outre, les possibilités d'exportations se sont raréfiées, en particulier parce que la demande provenant de l'Allemagne de l'Est a faibli et que le franc a été réévalué par rapport à la livre sterling et à la lire, monnaies d'importants partenaires commerciaux de la France.

Au troisième trimestre, le taux de chômage désaisonnalisé est resté inchangé à 10,3%. Le renchérissement annuel s'est encore replié pour s'inscrire, en moyenne, à 2,7% au troisième trimestre, contre 3,1% au deuxième.

Après correction des variations saisonnières, la balance commerciale française a dégagé un excédent de 6,7 milliards de francs français au troisième trimestre (deuxième trimestre: 10,5 milliards), alors qu'un solde passif de 9 milliards de francs avait été enregistré un an auparavant. En valeur, les exportations ont diminué de 0,6%, et les importations, de 5,4%. Pour les neuf premiers mois de 1992, la balance courante a fait apparaître

un excédent de 0,4 milliard de francs français. Elle s'était soldée par un déficit de 35,7 milliards de francs un an auparavant.

En octobre, le gouvernement français a présenté son projet de budget pour 1993. Comme il prévoit différents allègements fiscaux, les recettes de l'Etat seront réduites d'environ 3%, en termes nominaux, par rapport à l'exercice 1992. En revanche, les dépenses devraient s'accroître de plus de 3%, pour soutenir en priorité l'éducation, le marché du travail ainsi que la sécurité publique. Le déficit budgétaire passera ainsi à 2,2% du produit intérieur brut (loi de finances pour 1992: 1,3%; déficit effectif: près de 2%).

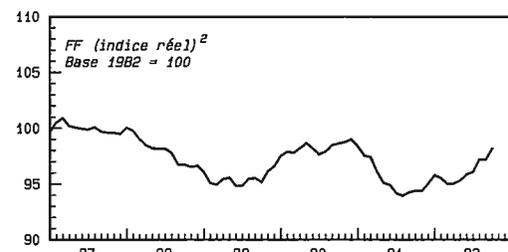
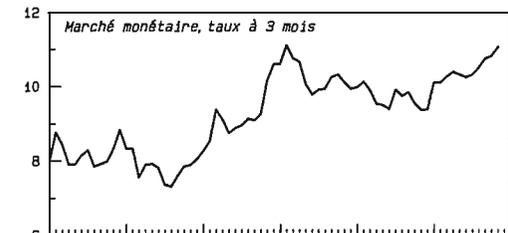
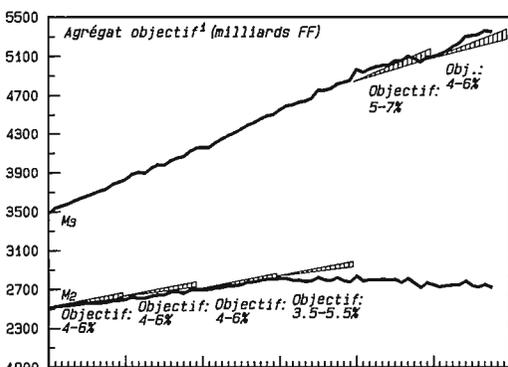
En septembre, la monnaie française a subi de fortes pressions au sein du SME. Cependant, les importantes interventions conjointes de la Banque de France et d'autres banques centrales participant au SME ont permis de maintenir le franc à l'intérieur de sa marge de fluctuation. Les autorités monétaires françaises ont maintenu le taux des appels d'offres à 9,6% au troisième trimestre, mais ont porté celui des prises en pension de 10,5% à 13% le 23 septembre. Le 29 octobre, elles ont toutefois ramené ce taux à son niveau précédent. Quant au taux interbancaire à trois mois (TIOP), il a passé, en moyenne, de 10,2% en juillet à plus de 15% à fin septembre, pour se replier ensuite et s'inscrire au-dessous de 10% à fin octobre. Le rendement des emprunts à long terme émis par des collectivités publiques a fléchi de 9,5% en juillet à 8,4% en octobre. En novembre, les autorités monétaires françaises ont réduit à deux reprises leurs taux directeurs d'un quart de point, le taux des appels d'offres s'inscrivant finalement à 9,1% et celui des prises en pension, à 10%.

Au troisième trimestre, la masse monétaire M_3 a progressé à un rythme annuel de plus de 7%, contre 8,2% au deuxième trimestre. Cet agrégat a donc de nouveau évolué au-dessus du corridor de croissance de 4 à 6% fixé comme objectif.

Royaume-Uni

Au deuxième trimestre, la récession a persisté au Royaume-Uni. Le produit intérieur brut réel s'est contracté de 0,1%, après avoir déjà reculé de

Graphique 6: France



¹ Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant (source: Banque de France)

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

0,8% pendant les trois premiers mois de l'année. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, il a diminué de 0,8%, contre 1,3% au premier trimestre. La consommation – privée et publique – et les exportations ont augmenté, la première modérément, les secondes vigoureusement. Les investissements ont fléchi par contre sensiblement, alors qu'ils avaient enregistré une hausse légère au premier trimestre. Les investissements en constructions ont marqué un recul particulièrement prononcé.

Plusieurs enquêtes et les indicateurs avancés montrent que la conjoncture ne s'est pas améliorée

au troisième trimestre. La production industrielle a stagné par rapport au deuxième trimestre, s'établissant au-dessous du niveau observé un an auparavant. Les entrées de commandes ont continué à être peu satisfaisantes, et les stocks se sont de nouveau alourdis. Le commerce de détail a encore pâti de la faible propension à consommer, due pour l'essentiel à l'effondrement des prix de l'immobilier. Les amortissements qui en résultent ainsi que les taux d'intérêt élevés limitent fortement la marge de manœuvre financière de nombreuses personnes.

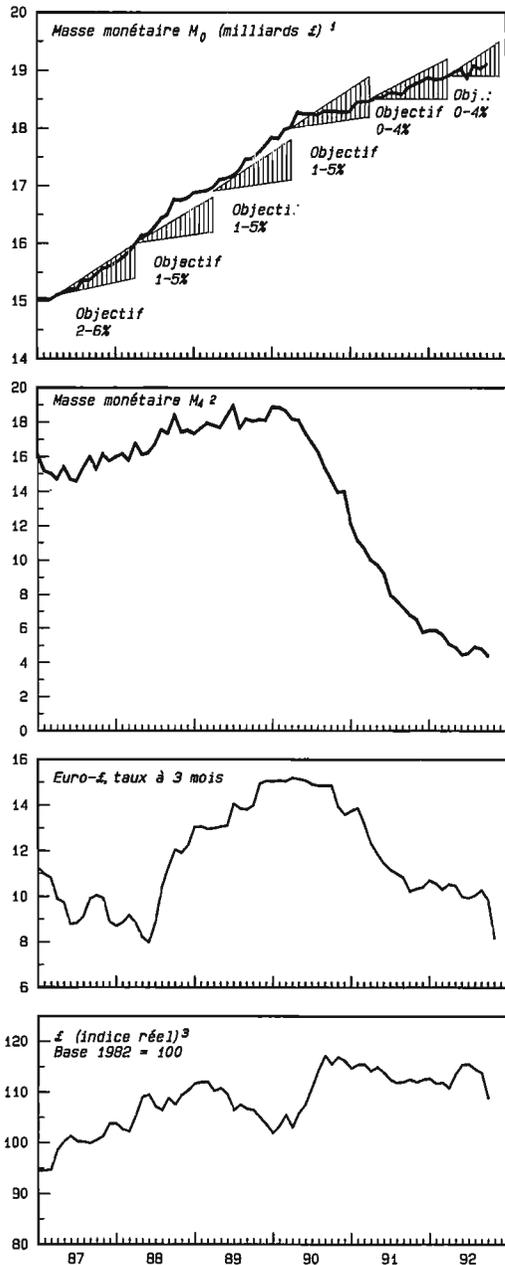
Au troisième trimestre, le taux de chômage a encore augmenté, passant de 9,6% en juin à 10,1% en septembre. Il devrait rester orienté à la hausse au cours des prochains mois, étant donné que le gouvernement a annoncé, en octobre, des licenciements massifs dans les charbonnages. Ces licenciements pourraient également contribuer à un recul de l'emploi dans d'autres branches.

Le renchérissement a continué à se replier au Royaume-Uni; il était de 3,6% en moyenne au troisième trimestre, contre 4,2% à la période précédente. En octobre, il s'inscrivait toujours à 3,6%. Abstraction faite des taux hypothécaires, il a fléchi de 5,3% à 4,2% entre le deuxième et le troisième trimestre.

Malgré la récession, les importations ont augmenté en volume, au troisième trimestre, alors que les exportations ont diminué. Le déficit commercial s'est creusé légèrement, s'inscrivant à 3,3 milliards de livres, contre 3,2 milliards (chiffre révisé) au deuxième trimestre. Il dépassait ainsi largement celui de la période correspondante de 1991. La balance courante s'est soldée par un déficit de 3 milliards de livres (deuxième trimestre: 2,9 milliards).

A la mi-novembre, le Chancelier de l'Echiquier a présenté le premier volet du projet de budget, qui porte sur les dépenses de l'Etat pour l'exercice allant d'avril 1993 à mars 1994. Les dépenses augmentent de 2,3%, en termes réels, s'inscrivant ainsi dans le cadre du plan financier à moyen terme. Pour l'exercice 1992/93, le déficit budgétaire devrait atteindre 37 milliards de livres, soit 6% environ du produit intérieur brut.

Graphique 7: Royaume-Uni



¹ Données cvs; objectifs: du mois d'avril au mois de mars de l'année suivante (source: Banque d'Angleterre)

² Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Banque d'Angleterre)

³ Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

Après avoir quitté le SME à la mi-septembre, la livre a subi une baisse d'environ 13% par rapport au mark allemand. Le gouvernement a alors décidé de porter davantage son attention sur l'économie nationale. Il continue à accorder la priorité à la lutte contre le renchérissement et vise, notamment, un taux d'inflation de base oscillant entre 1% et 4%. En outre, il tiendra compte des cours de la livre et de l'évolution de la masse monétaire. Pour stimuler la conjoncture, les autorités monétaires ont réduit par trois fois le taux d'intervention d'un point, les 22 septembre, 16 octobre et 12 novembre. Les banques commerciales ont ensuite ramené le taux de base – taux que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre – à 7%. De leur côté, les taux hypothécaires ont baissé légèrement pour s'établir à 9%, en chiffre rond.

Après correction des variations saisonnières, la masse monétaire M_0 s'est accrue, en taux annualisé, de 2,3% au troisième trimestre, contre 2% au trimestre précédent. Elle a donc évolué à l'intérieur de la fourchette de 0 à 4% qui a été fixée pour la période allant d'avril 1992 à mars 1993. Au troisième trimestre, la masse monétaire M_4 , qui englobe les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, a augmenté de 5,3%, soit à un rythme quelque peu supérieur à celui du deuxième trimestre (5%).

Italie

La croissance économique s'est encore affaiblie en Italie au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel n'a augmenté que de 0,2%, alors qu'il avait progressé de 0,6% au premier trimestre. Son expansion a été de 1,5% d'une année à l'autre, contre 2% au premier trimestre. La consommation – privée et publique – s'est accrue légèrement par rapport à la période précédente, mais les investissements ont décliné. Les investissements en biens d'équipement ont baissé fortement au deuxième trimestre; ils avaient déjà fléchi au premier. La demande intérieure globale a encore marqué une hausse de 0,6%. Les exportations ont enregistré par contre un recul considérable après l'augmentation vigoureuse de la période précédente.

Les dernières enquêtes révèlent que, pour l'économie italienne, les perspectives se sont très nettement assombries au second semestre. Les premiers indicateurs disponibles pour le troisième trimestre confirment cette impression. L'indice de la production industrielle s'est replié par rapport aux trois premiers mois de l'année; il en a été de même pour les entrées de commandes. Les constructeurs automobiles sont touchés de plein fouet par les problèmes structurels croissants de l'industrie italienne. Entre janvier et septembre, les ventes de voitures italiennes ont reculé de plus de 2% par rapport à l'année précédente, alors que celles de voitures importées progressaient de presque 10%.

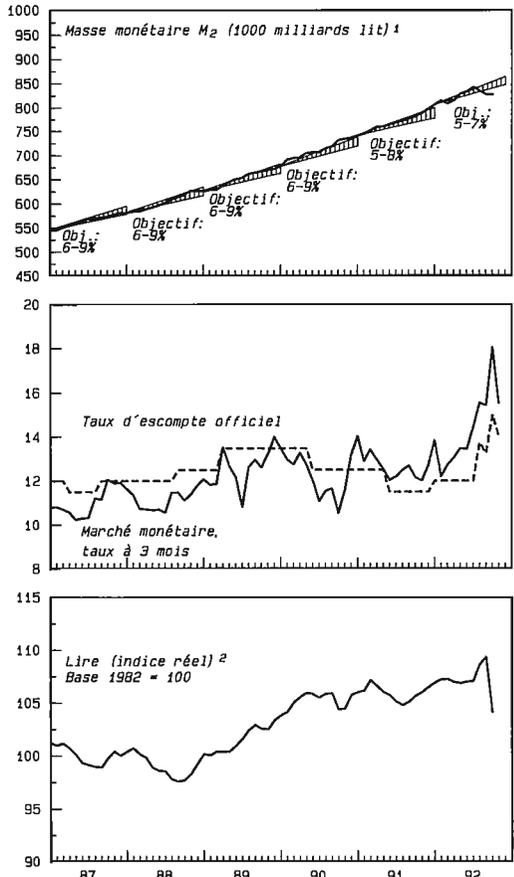
A fin septembre, le déficit de la balance commerciale italienne atteignait 12 700 milliards de lires, soit un montant légèrement inférieur au niveau observé un an auparavant. En termes nominaux, les exportations ont augmenté de 4,2%, et les importations de 3,4%. Du fait de la forte expansion des versements d'intérêts à l'étranger, la balance courante a enregistré, entre janvier et septembre, un solde passif de 37 200 milliards de lires, contre 24 000 milliards à la période correspondante de 1991.

Au premier semestre, le taux de chômage s'est établi à environ 11%. En comparaison annuelle, l'emploi a chuté de près de 5% dans les grands secteurs industriels, alors que les coûts salariaux moyens augmentaient de 9%.

Le taux de renchérissement a encore baissé, passant de 5,6% au deuxième trimestre à 5,3% au troisième. En octobre, il s'est inscrit à 5%.

La lire italienne, qui a quitté le SME à la mi-septembre, s'est dévalorisée d'environ 10% face au mark allemand jusqu'à fin octobre. Relevé à 15% le 4 septembre pour soutenir la lire, le taux officiel de l'escompte a été ramené à 14% le 26 octobre. Il est toutefois resté supérieur de deux points à son niveau du premier semestre. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a passé de 15,1% en juillet à 17% en moyenne en septembre. Durant cette période, le rendement des bons du Trésor à douze mois (BoT) a progressé de 12,7% à 14,8%. Au troisième trimestre, la croissance de la masse monétaire M_2 a encore été très supérieure à l'objectif de 5 à 7%.

Graphique 8: Italie



¹ Données cvs. Nouvelle définition de M_2 ; objectifs: de décembre à décembre suivant (source: Banque d'Italie)

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

Au mois de juillet déjà, le gouvernement avait soumis au parlement un programme d'économies en vue de limiter le déficit budgétaire. En octobre, d'autres mesures de rigueur ont été adoptées sous la pression de la crise monétaire. Ces dispositions, qui sont destinées à assainir les finances publiques, prévoient d'importantes augmentations d'impôts et des compressions non négligeables des dépenses. Parmi les mesures les plus radicales figurent le relèvement de l'âge de la retraite et un blocage des salaires dans la fonction publique. En outre, des réductions seront

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1988	1989	1990 ^{a)}	1991 ^{a)}	1991 ^{a)}			1992 ^{a)}		
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Etats-Unis	3,9	2,5	0,8	-1,1	-1,7	-1,0	0,1	1,6	1,6	2,2
Japon ^{b)}	6,3	4,7	5,6	4,4	5,0	4,2	2,5	2,1	1,6	
Allemagne occidentale ^{b)}	3,6	3,9	4,7	3,2	4,5	2,0	0,9	1,2	1,1	
France	4,5	4,1	2,2	1,3	1,0	1,7	1,8	2,7	2,2	
Royaume-Uni	4,3	2,3	1,0	-2,2	-3,4	-2,1	-1,2	-1,3	-0,8	
Italie	4,1	2,9	2,2	1,4	1,7	1,1	1,8	2,0	1,5	
Suisse	2,9	3,9	2,3	-0,1	-0,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,2	-0,6

a) Chiffres provisoires

b) PNB

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

	1988	1989	1990	1991	1992		1992			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	4,1	4,6	5,5	4,3	3,0	3,1	3,2	3,1	3,0	
Japon	0,7	2,3	3,1	3,3	2,2	1,8	1,7	1,7	2,0	
Allemagne occidentale	1,3	2,8	2,7	3,5	4,5	3,5	3,3	3,5	3,6	3,7
France	2,7	3,6	3,4	3,1	3,1	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4
Royaume-Uni	4,9	7,8	9,5	5,9	4,2	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6
Italie	5,0	6,6	6,1	6,5	5,6	5,3	5,4	5,3	5,2	5,0
Suisse	1,9	3,2	5,4	5,9	4,4	3,6	3,8	3,6	3,5	3,5

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

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1992 ^{a)}		1992 ^{a)}			
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	5,5	5,2	5,5	6,8	7,5	7,6	7,7	7,6	7,5	7,4
Japon	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	
Allemagne occidentale ^{b)}	8,7	7,9	7,2	6,3	6,5	6,7	6,7	6,7	6,8	7,0
France	10,0	9,4	9,0	9,4	10,3	10,3	10,3	10,2	10,3	10,4
Royaume-Uni ^{c)}	8,1	6,3	5,8	8,1	9,6	9,9	9,8	9,9	10,1	10,1
Italie ^{c)}	12,2	12,1	11,2	10,9	10,8	11,0	11,0			
Suisse ^{e)}	0,7	0,6	0,6	1,2	2,4	2,9	2,7	2,9	3,2	3,3

a) Chiffres provisoires

b) En % des salariés

c) Sans les jeunes sortant de l'école

d) Variations saisonnières non déduites

e) Chômeurs complets

1.4 Balance des transactions courantes

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

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1991 ^{a)}			1992 ^{a)}		
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Etats-Unis	-126,2	-106,3	-94,1	-3,7	2,4	-11,1	-7,2	-5,9	-17,8	
Japon	77,3	53,4	33,7	90,2	18,8	19,5	22,9	27,4	28,6	26,6
Allemagne occidentale ^{b)}	50,3	57,4	47,1	-19,8	-5,9	-3,2	-4,2	-7,5	-5,6	-6,0
France	-3,5	-3,8	-9,4	-5,6	-1,6	-0,9	0,7	1,1	1,9	1,4
Royaume-Uni	-27,6	-33,4	-27,6	-11,1	-0,4	-2,1	-1,1	-5,1	-4,7	
Italie	-5,7	-10,8	-14,7	-21,5	-4,6	-3,7	-5,0	-1,7	-4,8	
Suisse ^{c)}	9,0	7,0	8,6	10,2	1,7	1,9	3,0	4,5	3,0	4,0

a) Chiffres provisoires

b) Depuis le 3^e trim. de 1990, y compris les transactions entre les nouveaux Länder et l'étranger

c) Variations saisonnières non déduites

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

	1988 ^{a)}	1989	1990	1991 ^{b)}	1992 ^{b)}					
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Exportations, volume										
dont: mat. prem. et prod.	7,0	5,2	4,5	-1,4	0,2	-1,0	-0,1	6,7	3,5	5,3
semi-ouvr.	-	4,3	1,9	-1,2	2,2	-2,6	-1,0	3,2	0,7	3,5
biens d'équipement	-	5,5	5,1	-4,0	-3,1	-3,8	-3,5	2,4	0,8	1,8
biens de consommation	-	5,9	6,3	1,4	1,8	3,5	4,5	15,2	9,6	11,1
Valeurs moyennes à l'exportation	-	6,4	1,0	2,8	1,3	3,8	4,4	2,8	1,5	-0,3
Importations, volume	5,2	5,3	2,7	-1,4	-0,3	-1,7	1,0	-0,2	-4,9	-4,4
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	-	6,7	1,8	-5,2	-3,7	-6,1	-6,6	-1,6	-3,2	1,6
biens d'équipement	-	6,0	3,0	-2,9	0,0	-5,3	0,1	-6,2	-7,9	-14,1
biens de consommation	-	4,6	2,7	2,7	3,5	4,5	6,1	3,4	-4,8	-2,4
Valeurs moyennes à l'importation	-	8,5	-0,7	0,1	-0,3	3,0	1,1	4,1	4,2	0,4

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

^{a)} Estimations de l'Office fédéral des questions conjoncturelles (OFQC). Du fait de la révision de la statistique douanière, les données pour 1988 par catégories d'utilisation ne sont pas comparables à celles des années précédentes.

^{b)} Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

nie civil (-13%). Par conséquent, les carnets de commandes de la construction privée (-28%) ont accusé une nouvelle fois une baisse plus sensible que ceux de la construction publique (-14%). Les carnets de commandes de la construction privée, laquelle occupait autrefois une position dominante, ne se sont ainsi même plus élevés à la moitié de l'ensemble des carnets de la construction.

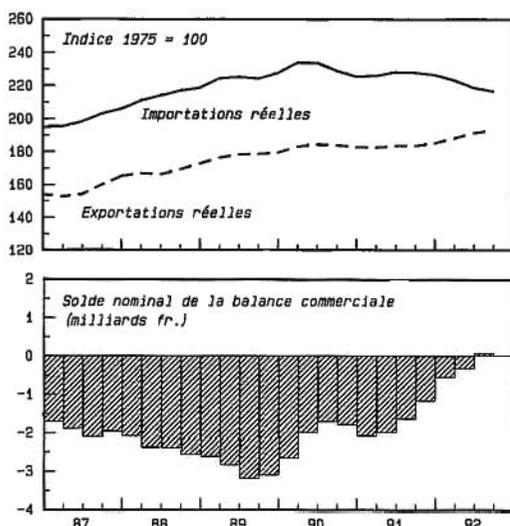
Les investissements en biens d'équipement ont régressé à cause du bas niveau des capacités techniques dans l'industrie et de l'appréciation pessimiste de celle-ci sur l'évolution de la conjoncture. Le mouvement de recul s'est toutefois ralenti au troisième trimestre, comme au deuxième. Les investissements en biens d'équipement se sont inscrits, en termes réels, 9,8% au-dessous du niveau du troisième trimestre de 1991 (deuxième trimestre: -10%). Comme il ressort de l'enquête de la Société des constructeurs de machines, la demande suisse de biens d'équipement, en particulier, a enregistré une véritable chute; les commandes en provenance de l'étranger ont également fléchi en termes nominaux. La marche peu soutenue des affaires s'est reflétée dans le bas niveau de la réserve de travail, qui a passé de 5,4 mois, à fin juin, à 5,1 mois, à fin septembre.

Commerce extérieur et balance courante

Comme au deuxième trimestre, le commerce extérieur a été caractérisé par l'évolution inégale des exportations et des importations. Alors que les exportations ont continué de progresser vigoureusement – elles constituent actuellement le soutien le plus important de la conjoncture – les importations de marchandises ont encore reculé. Les exportations de marchandises dépassaient, au troisième trimestre, de 4,9% en valeur et de 5,3% en volume le niveau de la période correspondante de 1991. Par contre, les importations ont diminué de 4% en valeur et de 4,4% en volume. Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'exportation ont baissé de 0,3% par rapport à ceux du même trimestre de 1991. Quant aux prix à l'importation, ils ont haussé de 0,4% en l'espace d'une année.

L'industrie chimique et celle des produits synthétiques ont enregistré les plus forts taux de croissance des exportations. Les livraisons d'importants biens de consommation ont également évolué favorablement. Notamment l'horlogerie et la bijouterie ont connu une vigoureuse progression de leurs exportations. Pour ce qui est des ventes à l'étranger de biens d'investissement (machines,

Graphique 11: Commerce extérieur¹



¹ Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et Office fédéral des questions conjoncturelles (évolution en volume à partir du 1^{er} trim. de 1988)

appareils, instruments), elles ne se sont accrues que légèrement. Sur le plan géographique, l'expansion des exportations a encore bénéficié d'une large assise. Seules les exportations vers les pays de la CEI, du Canada et du Japon ont reculé nettement par rapport au troisième trimestre de 1991. La croissance des fournitures vers la CE a été modeste dans l'ensemble, celle des exportations à destination de l'Irlande, de la Grèce, du Portugal et de la Belgique étant toutefois supérieure à la moyenne.

Dans le domaine des importations, les biens d'investissement ont subi le recul le plus prononcé. En outre, les importations de biens de consommation durables, comme les appareils ménagers et les voitures particulières, ont également enregistré une forte baisse. En ce qui concerne les autres biens de consommation, la diminution a été modeste.

La balance commerciale a été presque équilibrée au troisième trimestre; un an auparavant, elle avait dégagé un déficit de 2,1 milliards de francs. Pour la première fois depuis le quatrième trimes-

tre de 1978, le commerce spécial a de nouveau enregistré un solde actif. L'excédent de la balance des services a atteint 2,8 milliards de francs, comme au trimestre précédent. Le nombre des frontaliers ayant encore diminué, les salaires transférés à l'étranger ont accusé une baisse. En outre, les recettes provenant des opérations bancaires sur différence d'intérêts ont fléchi de 4,5% par rapport au troisième trimestre de 1991. L'excédent de la balance des transactions courantes a passé de 2,9 milliards de francs au troisième trimestre de 1991 à 5,2 milliards de francs à la période correspondante de 1992.

Emploi et marché du travail

Au troisième trimestre, l'emploi a diminué de 3,4% par rapport à la période correspondante de 1992 (deuxième trimestre: -2%). Aussi bien l'industrie (-5,4%) que la construction (-5,9%) ont enregistré une nette baisse de leur main-d'œuvre. Le secteur principal de la construction a été plus touché par cette évolution que celui de l'aménagement et du parachèvement. Dans les services, le nombre de personnes occupées a reculé de 2,0%; une baisse avait déjà été observée pendant les deux trimestres précédents. Les banques et les sociétés financières ont encore réduit l'effectif de leur personnel (-2,9%).

L'indice Manpower de l'emploi a continué de se replier en septembre. Le nombre des offres d'emplois publiées dans la presse quotidienne a régressé dans les treize régions qui sont prises en considération. En outre, le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a encore fléchi pour s'établir à 7500 en moyenne et en données corrigées des variations saisonnières.

Le nombre des chômeurs a augmenté, en données corrigées des variations saisonnières, pour atteindre en moyenne 90 600 au troisième trimestre. Le taux de chômage s'est ainsi accru à 2,9% en données corrigées des variations saisonnières. Presque toutes les branches de l'économie et tous les cantons ont subi les effets de cette évolution. Les disparités régionales sont restées grandes. La mauvaise disposition du marché du travail se reflète également dans la hausse graduelle du nombre de chômeurs de

Les dernières enquêtes révèlent que, pour l'économie italienne, les perspectives se sont très nettement assombries au second semestre. Les premiers indicateurs disponibles pour le troisième trimestre confirment cette impression. L'indice de la production industrielle s'est replié par rapport aux trois premiers mois de l'année; il en a été de même pour les entrées de commandes. Les constructeurs automobiles sont touchés de plein fouet par les problèmes structurels croissants de l'industrie italienne. Entre janvier et septembre, les ventes de voitures italiennes ont reculé de plus de 2% par rapport à l'année précédente, alors que celles de voitures importées progressaient de presque 10%.

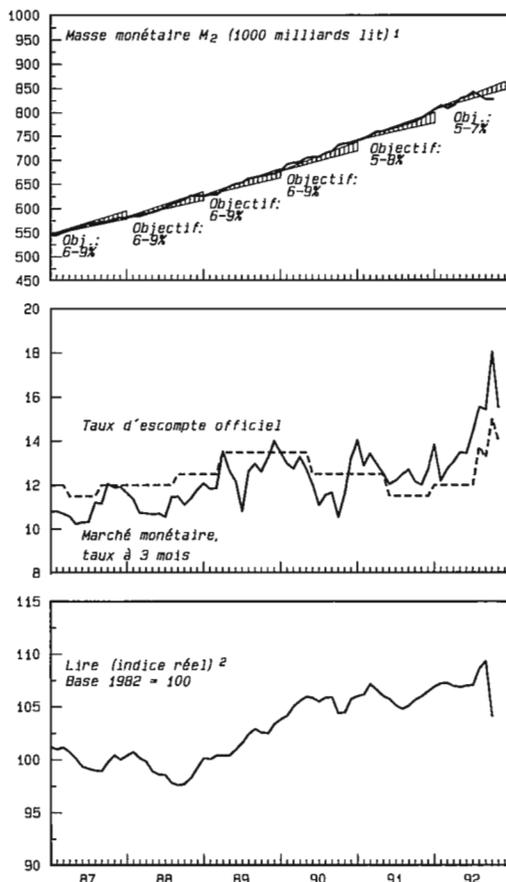
A fin septembre, le déficit de la balance commerciale italienne atteignait 12 700 milliards de lires, soit un montant légèrement inférieur au niveau observé un an auparavant. En termes nominaux, les exportations ont augmenté de 4,2%, et les importations de 3,4%. Du fait de la forte expansion des versements d'intérêts à l'étranger, la balance courante a enregistré, entre janvier et septembre, un solde passif de 37 200 milliards de lires, contre 24 000 milliards à la période correspondante de 1991.

Au premier semestre, le taux de chômage s'est établi à environ 11%. En comparaison annuelle, l'emploi a chuté de près de 5% dans les grands secteurs industriels, alors que les coûts salariaux moyens augmentaient de 9%.

Le taux de renchérissement a encore baissé, passant de 5,6% au deuxième trimestre à 5,3% au troisième. En octobre, il s'est inscrit à 5%.

La lire italienne, qui a quitté le SME à la mi-septembre, s'est dévalorisée d'environ 10% face au mark allemand jusqu'à fin octobre. Relevé à 15% le 4 septembre pour soutenir la lire, le taux officiel de l'escompte a été ramené à 14% le 26 octobre. Il est toutefois resté supérieur de deux points à son niveau du premier semestre. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a passé de 15,1% en juillet à 17% en moyenne en septembre. Durant cette période, le rendement des bons du Trésor à douze mois (BoT) a progressé de 12,7% à 14,8%. Au troisième trimestre, la croissance de la masse monétaire M_2 a encore été très supérieure à l'objectif de 5 à 7%.

Graphique 8: Italie



¹ Données cvs. Nouvelle définition de M_2 ; objectifs: de décembre à décembre suivant (source: Banque d'Italie)

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

Au mois de juillet déjà, le gouvernement avait soumis au parlement un programme d'économies en vue de limiter le déficit budgétaire. En octobre, d'autres mesures de rigueur ont été adoptées sous la pression de la crise monétaire. Ces dispositions, qui sont destinées à assainir les finances publiques, prévoient d'importantes augmentations d'impôts et des compressions non négligeables des dépenses. Parmi les mesures les plus radicales figurent le relèvement de l'âge de la retraite et un blocage des salaires dans la fonction publique. En outre, des réductions seront

Tableaux 1.1-1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1988	1989	1990 ^{a)}	1991 ^{a)}	1992 ^{a)}					
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Etats-Unis	3,9	2,5	0,8	-1,1	-1,7	-1,0	0,1	1,6	1,6	2,2
Japon ^{b)}	6,3	4,7	5,6	4,4	5,0	4,2	2,5	2,1	1,6	
Allemagne occidentale ^{b)}	3,6	3,9	4,7	3,2	4,5	2,0	0,9	1,2	1,1	
France	4,5	4,1	2,2	1,3	1,0	1,7	1,8	2,7	2,2	
Royaume-Uni	4,3	2,3	1,0	-2,2	-3,4	-2,1	-1,2	-1,3	-0,8	
Italie	4,1	2,9	2,2	1,4	1,7	1,1	1,8	2,0	1,5	
Suisse	2,9	3,9	2,3	-0,1	-0,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,2	-0,6

a) Chiffres provisoires b) PNB

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

	1988	1989	1990	1991	1992					
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	4,1	4,6	5,5	4,3	3,0	3,1	3,2	3,1	3,0	
Japon	0,7	2,3	3,1	3,3	2,2	1,8	1,7	1,7	2,0	
Allemagne occidentale	1,3	2,8	2,7	3,5	4,5	3,5	3,3	3,5	3,6	3,7
France	2,7	3,6	3,4	3,1	3,1	2,7	2,9	2,7	2,6	2,4
Royaume-Uni	4,9	7,8	9,5	5,9	4,2	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6
Italie	5,0	6,6	6,1	6,5	5,6	5,3	5,4	5,3	5,2	5,0
Suisse	1,9	3,2	5,4	5,9	4,4	3,6	3,8	3,6	3,5	3,5

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

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1992 ^{a)}					
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	5,5	5,2	5,5	6,8	7,5	7,6	7,7	7,6	7,5	7,4
Japon	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	
Allemagne occidentale ^{b)}	8,7	7,9	7,2	6,3	6,5	6,7	6,7	6,7	6,8	7,0
France	10,0	9,4	9,0	9,4	10,3	10,3	10,3	10,2	10,3	10,4
Royaume-Uni ^{c)}	8,1	6,3	5,8	8,1	9,6	9,9	9,8	9,9	10,1	10,1
Italie ^{c) d)}	12,2	12,1	11,2	10,9	10,8	11,0	11,0			
Suisse ^{e)}	0,7	0,6	0,6	1,2	2,4	2,9	2,7	2,9	3,2	3,3

a) Chiffres provisoires b) En % des salariés c) Sans les jeunes sortant de l'école d) Variations saisonnières non déduites
e) Chômeurs complets

1.4 Balance des transactions courantes

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

	1988	1989	1990	1991 ^{a)}	1992 ^{a)}					
					2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Etats-Unis	-126,2	-106,3	-94,1	-3,7	2,4	-11,1	-7,2	-5,9	-17,8	
Japon	77,3	53,4	33,7	90,2	18,8	19,5	22,9	27,4	28,6	26,6
Allemagne occidentale ^{b)}	50,3	57,4	47,1	-19,8	-5,9	-3,2	-4,2	-7,5	-5,6	-6,0
France	-3,5	-3,8	-9,4	-5,6	-1,6	-0,9	0,7	1,1	1,9	1,4
Royaume-Uni	-27,6	-33,4	-27,6	-11,1	-0,4	-2,1	-1,1	-5,1	-4,7	
Italie	-5,7	-10,8	-14,7	-21,5	-4,6	-3,7	-5,0	-1,7	-4,8	
Suisse ^{c)}	9,0	7,0	8,6	10,2	1,7	1,9	3,0	4,5	3,0	4,0

a) Chiffres provisoires b) Depuis le 3^e trim. de 1990, y compris les transactions entre les nouveaux Länder et l'étranger
c) Variations saisonnières non déduites

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

	1989	1990 ^{a)}	1991 ^{a)}	1991 ^{a)}			1992 ^{b)}		
				2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
Recettes, total	153,2	160,6	161,6	40,6	40,8	40,4	42,4	42,1	41,9
Exportations de marchandises	87,0	91,1	90,9	23,0	21,6	24,3	24,0	24,4	22,5
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	84,3	88,3	87,9	22,3	20,9	23,5	23,3	23,6	21,8
<i>Autres exportations de marchandises²</i>	2,7	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7
Exportations de services	23,5	24,0	25,9	6,2	7,9	5,2	7,0	6,4	8,2
Revenus du travail et des capitaux	39,6	42,3	41,5	10,6	10,3	10,1	10,5	10,4	10,3
Transferts sans contrepartie	3,1	3,3	3,4	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8
Dépenses, total	141,7	148,6	147,0	38,1	37,9	36,1	35,9	37,7	36,7
Importations de marchandises	98,7	100,6	98,9	25,7	23,7	25,0	24,9	25,0	22,6
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	95,2	96,6	95,0	24,7	22,9	24,0	23,9	24,1	21,8
<i>Autres importations de marchandises²</i>	3,4	4,0	3,8	1,0	0,9	1,0	1,0	0,9	0,8
Importations de services	12,4	12,8	13,3	3,5	5,3	2,6	2,0	3,8	5,4
Revenus du travail et des capitaux	24,8	28,7	27,7	7,1	6,9	6,8	6,9	6,9	6,8
Transferts sans contrepartie	5,9	6,5	7,2	1,8	1,9	1,7	2,0	2,0	2,0
Solde de la balance des transactions courantes	11,5	12,0	14,6	2,6	2,9	4,3	6,5	4,4	5,2

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

² Y compris l'énergie électrique

^{a)} Chiffres provisoires

^{b)} Selon de premières estimations

Sources: Banque nationale suisse, Direction générale des douanes fédérales et Commission pour les questions conjoncturelles

longue durée. A la fin du troisième trimestre, un chômeur sur dix était depuis plus d'une année sans travail. En octobre, le nombre des chômeurs a continué de s'accroître.

Au troisième trimestre, le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a diminué à 22 535 en raison de facteurs saisonniers. Il s'est ainsi établi à peu près au niveau de la période correspondante de 1991. Le recul qui a été enregistré par rapport au deuxième trimestre est dû à l'effet des vacances sur l'activité économique.

Prix

Le renchérissement a encore faibli. L'indice des prix à la consommation dépassait, au troisième trimestre, de 3,6% le niveau observé un an auparavant, contre 4,4% au deuxième trimestre. La détente en matière de prix a été particulièrement prononcée pour les biens et services étrangers. La composante étrangère de l'indice est restée

quasiment stable par rapport au troisième trimestre de 1991. Quant au renchérissement intérieur, il s'est également replié, mais à un rythme lent. Les biens et services indigènes ont renchéri de 4,6% en l'espace d'une année, contre 7,2% au troisième trimestre de 1991. Si les prix des biens ont augmenté de moins d'un pour-cent, ceux des services privés et publics ont enregistré une hausse de près de 6%.

Le renchérissement a été de 3,5% en octobre et de 3,3% en novembre. Les répercussions de la quatrième hausse des taux hypothécaires sur les loyers devraient ne plus se faire sentir sous peu. Les loyers, qui sont pris en considération deux fois par année dans l'indice, dépassaient de 5,8% en novembre leur niveau observé un an auparavant (novembre 1991: 8,5%). Dans l'alimentation, un effet de base a également entraîné un repli de la hausse annuelle des prix. En novembre 1991, les prix des fruits et légumes avaient temporairement enregistré une nette augmentation pour des raisons climatiques. Cet effet de base n'apparaîtra plus dans l'indice en décembre 1992.

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

	1989	1990	1991	1992									
				2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice de l'emploi ¹	1,2	1,4	-0,3	0,0	-0,6	-0,9	-1,8	-2,1	-	-	-	-	-
Taux de chômage ^{2,3}	0,5	0,5	1,1	1,0	1,1	1,5	2,1	2,4	2,7	2,6	2,7	2,9	3,1
Chômeurs ³	15 133	15 980	35 064	30 949	35 155	46 634	64 696	73 280	85 130	80 172	84 435	90 784	96 934
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail ³	603	734	20 269	21 888	19 222	30 829	41 108	35 823	22 535	18 018	20 738	28 848	33 083
Offres d'emploi à plein temps ³	17 007	16 711	10 145	10 464	9 858	8 658	8 307	8 326	7 690	7 854	7 665	7 551	7 371

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

² Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1980 (3 091 694 personnes actives)

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

Source: La Vie économique, OFIAMT

Au troisième trimestre, l'indice des prix de gros était inférieur de 0,2% au niveau de la période correspondante de 1991; une augmentation de 0,5% avait été enregistrée au deuxième trimestre. Les prix des matières premières et des produits semi-finis ont accusé une baisse de 0,7% et ceux des produits énergétiques et connexes, de 0,2%, les prix des biens de consommation s'accroissant de 0,6%. Une répartition des produits selon leur origine montre que les prix des biens importés ont baissé de 2,2%, alors que ceux des biens et services indigènes ont augmenté de 0,5%.

2. Evolution monétaire

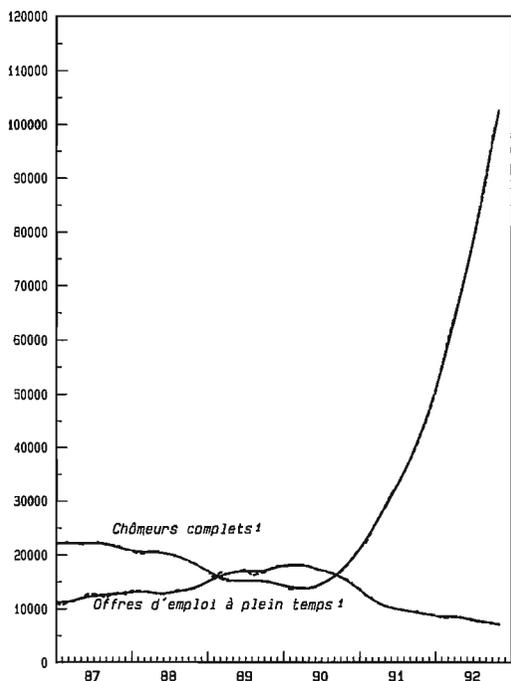
Politique monétaire et agrégats monétaires

Au troisième trimestre, la politique monétaire de la Banque nationale a été moins restrictive qu'au deuxième. Les nouvelles conditions prévalant sur les marchés de l'argent et des changes ont favorisé un léger assouplissement du cours de cette politique. Au deuxième trimestre, les rémunérations à court terme avaient augmenté nettement, le franc suisse, de son côté, ayant persisté à faiblir. Afin d'atténuer cette hausse, la Banque nationale avait légèrement relevé le niveau des avoirs en comptes de virements. Le repli du renchérissement et la hausse du franc ont fait apparaître, au troisième trimestre, des anticipations quant à une baisse des rémunérations. Simultanément, la demande de liquidités bancaires tom-

bait à un niveau inhabituellement bas. A partir du mois de juillet, les taux à court terme ont donc de plus en plus été soumis à des pressions à la baisse. La Banque nationale a utilisé la marge de manœuvre qui avait découlé de la nouvelle situation sur les marchés et a laissé, en partie, cette évolution se développer. Elle ne désirait toutefois pas faire naître le risque d'une baisse du franc suisse. Pour cette raison, elle a freiné ce mouvement en réduisant légèrement, d'abord en juillet mais surtout en août, les avoirs en comptes de virements. En septembre, les turbulences au sein du Système monétaire européen ont élargi la marge de manœuvre de la politique monétaire. Le net raffermissement du franc a permis de relever un peu les avoirs en comptes de virements, les taux d'intérêt étant toujours orientés à la baisse.

Après avoir stagné dans une première partie de cette année puis même reculé ces derniers mois, la monnaie centrale dessaisonnalisée devrait se redresser peu à peu, du fait de la baisse des taux, pour se rapprocher de l'objectif de croissance de 1% par an, en moyenne d'une période de trois à cinq ans. Au troisième trimestre, elle a cependant diminué de 200 millions de francs, en chiffre rond, par rapport à la période correspondante de 1991 et s'est établie à 29 milliards de francs. Elle a ainsi été inférieure de 0,7% au niveau du quatrième trimestre de 1991, mais aussi de 200 millions de francs à la prévision de la Banque nationale pour le troisième trimestre. Ce dernier écart s'explique principalement par l'évolution des avoirs en comptes de virements.

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées

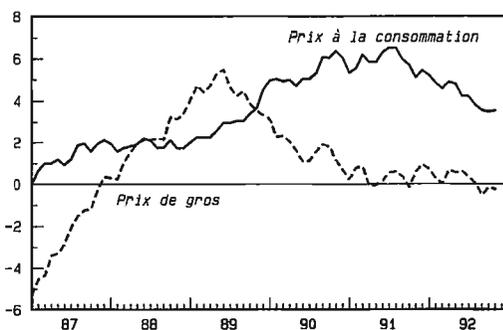
Source: Office fédéral de l'Industrie, des arts et métiers et du travail

Au troisième trimestre, les billets en circulation se sont inscrits 0,3% au-dessous du niveau de la période correspondante de 1991, alors qu'au deuxième trimestre, ils avaient augmenté de 0,8%. Les avoirs en comptes de virements se sont établis à 2 488 millions de francs en moyenne du troisième trimestre, contre 2 571 millions de francs au deuxième trimestre. Après un léger repli en octobre, ils se sont redressés pour atteindre 2 649 millions de francs en novembre.

Pour le quatrième trimestre, la Banque nationale table sur un volume de monnaie centrale dessaisonnalisée de 29,1 milliards de francs. Tant en octobre qu'en novembre, il a été légèrement inférieur à la prévision.

L'évolution des agrégats monétaires au sens plus large reflète avant tout le repli du renchérissement et la faiblesse persistante de la conjoncture.

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

En outre, le recul des taux d'intérêt à court terme a entraîné des transferts de fonds entre plusieurs catégories de dépôts. La masse monétaire M_1 a diminué au début du troisième trimestre, mais s'est redressée nettement en septembre. En moyenne trimestrielle, elle s'est inscrite 1,4% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Le numéraire en circulation a reculé de 0,4% par rapport au troisième trimestre de 1991; il s'agit de la première baisse depuis fin 1990. Les dépôts à vue ont augmenté vigoureusement en septembre, après le net repli des rémunérations servies sur les dépôts à terme. En moyenne trimestrielle, les dépôts à vue sont toutefois restés inférieurs à leur niveau de la période correspondante de 1991 (-1,9%, contre -1,8% au deuxième trimestre).

La baisse des rémunérations à court terme a réduit l'attrait des placements à court terme. Aussi les dépôts à terme n'ont-ils plus guère progressé par rapport au deuxième trimestre; ils dépassaient cependant de 4% le niveau observé un an auparavant. Du fait de cette évolution, la masse monétaire M_2 a encore augmenté en l'espace d'une année. Les dépôts d'épargne n'ont pas varié par rapport au deuxième trimestre; en l'espace d'une année, ils se sont accrus de 4,1%, contre 5,4% au deuxième trimestre. Cela étant, la masse monétaire M_3 n'a quasiment plus augmenté d'un trimestre à l'autre; elle était de 3% supérieure au niveau enregistré un an auparavant (deuxième trimestre: 3,6%).

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1,3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1,4}	Variation en % ²
1987	24 785	4,0	8 647	4,5	33 432	1,001	33 403	4,9
1988	25 819	4,3	5 667	-54,0	31 486	0,999	31 521	-11,0
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,2	2 832	-11,2	29 274	1,001	29 247	1,4
1991 3 ^e trim.	26 231	3,0	2 671	-12,3	28 884	0,987	29 254	1,4
4 ^e trim.	26 864	2,2	2 634	-11,2	29 498	1,010	29 217	1,4
1992 1 ^{er} trim.	26 624	0,5	2 538	-17,0	29 162	1,001 P	29 142 P	-0,4 P
2 ^e trim.	26 413	0,8	2 571	-13,1	28 984	0,992 P	29 228 P	-0,1 P
3 ^e trim.	26 133	-0,3	2 488	-6,8	28 621	0,986 P	29 027 P	-0,8 P
1992 avril	26 521	1,2	2 505	-16,4	29 026	0,993 P	29 231 P	-0,1 P
mai	26 306	0,3	2 570	-14,2	28 876	0,990 P	29 168 P	-0,7 P
juin	26 412	1,0	2 639	-8,7	29 051	0,992 P	29 285 P	0,4 P
juillet	26 377	0,1	2 502	-7,6	28 879	0,992 P	29 112 P	-0,4 P
août	26 016	-0,6	2 354	-12,4	28 370	0,981 P	28 919 P	-1,5 P
sept.	26 006	-0,5	2 607	-0,4	28 613	0,985 P	29 049 P	-0,5 P
oct.	25 936	-0,9	2 468	-6,6	28 404	0,985 P	28 837 P	-1,4 P
nov.	26 047	-1,0	2 649	3,8	28 696	0,991 P	28 957 P	-0,9 P

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

² Par rapport à l'année précédente; en regard des années figurent les variations du quatrième trimestre au quatrième trimestre précédent; en regard des trimestres figurent les moyennes des taux calculés chaque mois

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

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

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

P Chiffres provisoires

Marché monétaire

Après avoir haussé fortement durant le premier semestre de 1992, les rémunérations à court terme ont enregistré, du milieu de l'année au mois de novembre, un mouvement inverse d'une ampleur encore plus prononcée. Le taux de l'argent au jour le jour, qui avait atteint 8,8% en moyenne du deuxième trimestre, est tombé à 5,75% en octobre. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois s'est replié en conséquence de 8,9% à 6,3%. Le taux correspondant des dépôts à terme fixe dans les grandes banques a, quant à lui, passé de 8,6% environ à près de 5,7%. En outre, les rendements à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération a fléchi de 2,4 points de pourcentage.

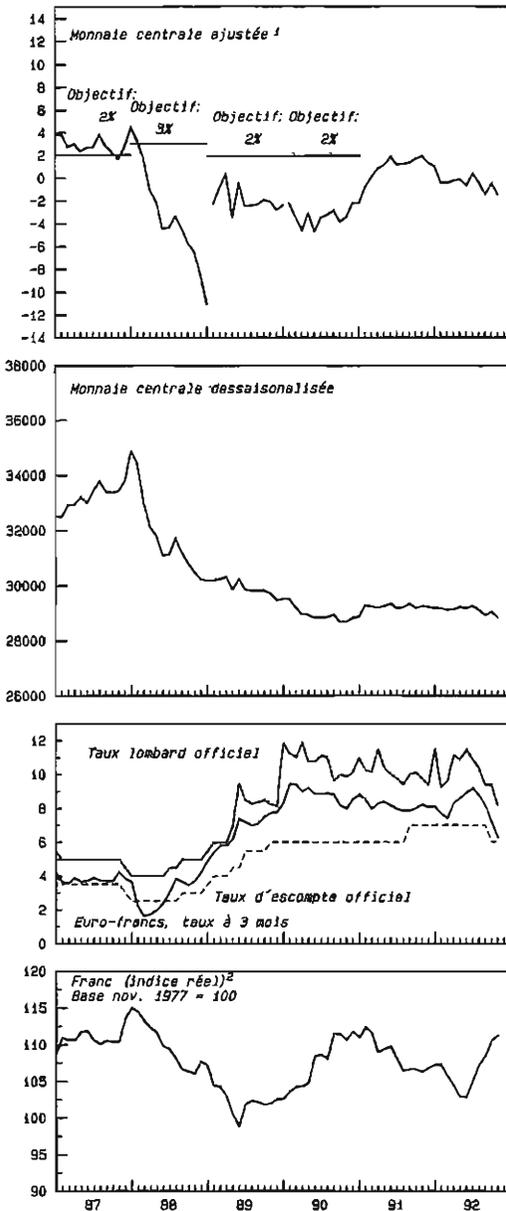
En septembre, la Banque nationale a commencé à passer des opérations d'open market sur des créances comptables à court terme sur la Confédération. Ce nouvel instrument est avant tout utile

pour la gestion à court terme des liquidités et, partant, complète les opérations de swaps sur devises.

Marché des changes

La crise au sein du SME a d'abord entraîné une forte revalorisation du franc vis-à-vis de toutes les monnaies des pays participant à ce mécanisme. Après la mi-octobre, soit une fois un certain calme retrouvé dans le SME, le franc s'est déprécié légèrement. L'écart d'intérêt entre les taux allemands et suisses s'est creusé, passant d'un demi-point de pourcentage à 2,5 points. Au début du mois d'octobre, le cours du dollar est tombé au niveau le plus bas jamais enregistré, soit à près de fr. 1,21. Durant les mois d'octobre et de novembre, il s'est toutefois redressé nettement. D'août à fin novembre, le franc a haussé d'environ 3% face aux monnaies du SME. Par rapport au dollar, il a fléchi de 15%.

Graphique 14: Suisse



¹ Depuis 1989: monnaie centrale dessaisonnalisée
 Jusqu'en 1988 et depuis 1990: les variations de la monnaie centrale ajustée (puis dessaisonnalisée) sont calculées par rapport à la période correspondante de l'année précédente
 Pour 1989: les variations de la monnaie centrale dessaisonnalisée sont calculées en taux annualisé, par rapport

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,4	7,8	9,8
1989	-5,5	20,0	6,2
1990	-4,2	13,3	2,4
1991	1,3	3,3	3,2
1991 3 ^e trim.	2,2	2,5	3,3
4 ^e trim.	-0,1	0,9	2,9
1992 1 ^{er} trim. ²	0,7	-0,2	2,7
2 ^e trim. ²	-0,9	2,1	3,6
3 ^e trim. ²	-1,4	2,1	3,0
1992 avril ²	1,3	2,1	3,7
mai ²	-2,6	1,6	3,5
juin ²	-1,3	2,6	3,5
juillet ²	-3,0	2,2	3,0
août ²	-2,5	2,1	3,0
sept. ²	1,3	2,0	3,0
oct. ²	1,7	0,0	2,4

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente, calculée sur la base des données de fin de mois; en regard des années et des trimestres figurent des moyennes. Chiffres révisés; voir «Révision de la statistique monétaire», bulletin trimestriel 1/1985. Depuis 1986, y compris la Principauté de Liechtenstein.

² Chiffres provisoires

M₁ = Numéraire en circulation + dépôts à vue
 (sans métaux précieux)

M₂ = M₁ + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

La Banque nationale est intervenue, au troisième trimestre, avec d'autres instituts d'émission en achetant des dollars pour un montant total de 325 millions de francs.

Au troisième trimestre, le franc s'est revalorisé légèrement en termes réels. Le mouvement de baisse, observé au cours des quatre derniers mois, a ainsi été interrompu. Pondéré par les exportations et corrigé des variations des indices des prix à la consommation, le franc a haussé de 2,1% par rapport au troisième trimestre de 1991 (deuxième trimestre: -4,9%). La plus forte revalorisation, soit 17,2%, a été enregistrée face au dollar.

au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année

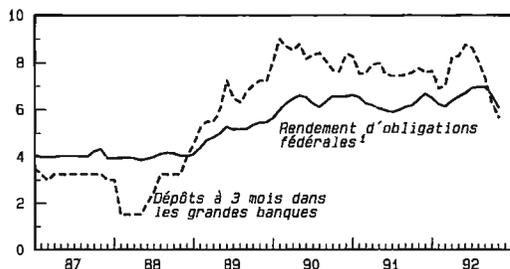
précédente, moyenne qui est centrée sur novembre

Objectifs: Jusqu'en 1989, moyenne des taux de variation calculés chaque mois

Pour 1990, variation du quatrième trimestre au quatrième trimestre de l'année précédente

² Cours pondéré par les exportations

Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt



¹ Le calcul est fait d'après l'échéance finale ou d'après la date de remboursement anticipé la plus proche, selon que les cours sont inférieurs ou supérieurs au cours auquel un remboursement anticipé peut être demandé

Marché des capitaux

Alors que le net revirement de tendance des taux à court terme s'est opéré au milieu de l'année, les rémunérations à long terme sont restées élevées dans un premier temps. Depuis la fin du mois d'août, les rendements des obligations ont diminué notablement. Le rendement moyen des obligations fédérales a reculé pour s'inscrire à 6,3% à la fin du troisième trimestre. Il a passé à près de 5,9% deux mois plus tard. La structure inverse des taux a été ainsi corrigée.

Les taux moyens servis sur les nouvelles obligations de caisse ont également amorcé un net repli depuis la fin du troisième trimestre. Dans les banques cantonales, la rémunération moyenne de ces titres a reculé de 0,8 point de pourcentage pour s'établir à 6,2% en novembre. La structure des taux d'intérêt s'est ainsi normalisée dans le domaine des obligations de caisse.

Les taux appliqués par les banques cantonales aux anciennes hypothèques ont encore augmenté légèrement pour atteindre 7% en novembre. Pour ce qui est des taux des nouvelles hypothèques, ils ont diminué de 0,2 point au cours du même mois. La rémunération moyenne des fonds d'épargne est restée inchangée à 5,1%.

Les émissions d'obligations et d'actions effectuées sur le marché suisse des capitaux ont totalisé 9,7 milliards de francs au troisième trimestre. Elles se sont inscrites 13% au-dessous du niveau

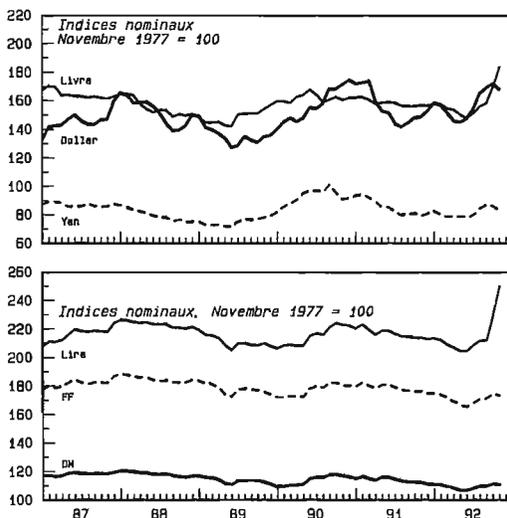
enregistré un an auparavant. Se chiffrant à 5,8 milliards de francs, le montant d'argent frais prélevé par des débiteurs suisses a toutefois augmenté de 36% par rapport au troisième trimestre de 1991. Après déduction de 1,5 milliard de francs au titre des remboursements, il a été de 4,3 milliards de francs, contre 2,2 milliards au troisième trimestre de 1991.

Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées ont porté sur 9,2 milliards de francs au troisième trimestre. Aussi ont-elles diminué de 7% par rapport à la période correspondante de 1991. Les crédits ont reculé de 22%, et les emprunts, de 3%.

Après avoir fléchi durant trois trimestres successifs, le recours aux emprunts ordinaires («straights») a augmenté de nouveau au troisième trimestre. La revalorisation du franc sur les marchés des changes et la détente des taux sur le marché des capitaux ont contribué à améliorer nettement les dispositions du marché en ce qui concerne l'émission d'emprunts en francs. Le montant des emprunts ordinaires a progressé de

Graphique 16: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

22% en l'espace d'une année pour s'élever à 4,6 milliards de francs au troisième trimestre. Le volume des emprunts convertibles a régressé de 77%, alors que celui des emprunts à option s'accroissait de 14%. L'amélioration des perspectives à la Bourse de Tokyo a entraîné, depuis fin août, une croissance des demandes d'autorisation que les débiteurs japonais ont présentées en vue de l'émission d'emprunts en francs assortis de droit d'option ou de conversion.

La part des emprunts ordinaires au total des exportations de capitaux soumises à autorisation a augmenté pour atteindre 62% à fin septembre. Au troisième trimestre de 1991, elle s'était établie à 49%. Quant à la part des placements privés, elle a passé de 70% à 60%.

Les pays industrialisés ont absorbé 90% environ des exportations de capitaux soumises à autorisation, comme au troisième trimestre de 1991. La part des pays européens a atteint 48%, contre 35% un an auparavant. Celle du Japon a diminué de 44% à 31%, celle de l'Amérique du Nord restant inchangée à 11%. De son côté, la part des organisations internationales de développement a passé de 2% à près de 9% au troisième trimestre.

Bilans bancaires et crédits

L'évolution des bilans bancaires est le reflet de la faiblesse de la conjoncture. La somme des bilans des 64 banques prises en considération dans la

statistique n'a augmenté que de 2% de fin septembre 1991 à la fin du troisième trimestre de 1992; elle a ainsi reculé en termes réels. Cette évolution est due toutefois à la faiblesse du dollar. Si ce dernier était resté constant en l'espace d'une année, un taux annuel de croissance de 5% aurait été enregistré. De fin juin à fin septembre, la somme des bilans a progressé de 1% en données corrigées des variations saisonnières.

A l'actif, les placements financiers nets (disponibilités, avoirs nets en banque, effets de change et papiers monétaires, titres) ont reculé de 4%. Cette diminution s'explique par l'évolution des opérations interbancaires. A fin septembre, les engagements en banque dépassaient de 21 milliards de francs les avoirs en banque; une année auparavant, le solde n'avait été que de 17 milliards. Pour la première fois depuis une année, les effets de change et papiers monétaires ont de nouveau enregistré une croissance annuelle, puisqu'ils ont augmenté au même rythme que les bilans, soit de 2%. Les titres ont aussi été légèrement supérieurs à leur niveau observé un an auparavant. De leur côté, les disponibilités ont progressé de 11% en l'espace d'une année. Le degré de liquidités, soit le rapport, en pour-cent, entre les fonds propres disponibles et les fonds propres exigés par la loi, a passé de 130% à 123% durant la période d'application allant du 20 juillet au 19 août.

A fin septembre, les crédits des 64 banques dépassaient de 2% leur niveau observé un an aupa-

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1989	31 281,0	10 154,1	517,8	41 952,9
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1991 1 ^{er} trim.	7 862,6	2 801,4	108,9	10 772,9
2 ^e trim.	8 665,7	3 454,6	139,0	12 259,3
3 ^e trim.	7 770,1	1 799,2	420,2	9 989,5
4 ^e trim.	5 817,5	3 460,5	161,4	9 439,4
1992 1 ^{er} trim.	6 904,7	2 363,8	86,2	9 354,7
2 ^e trim.	2 741,1	2 771,6	503,5	6 016,2
3 ^e trim.	7 518,0	1 450,3	279,8	9 248,1

¹ Y compris les emprunts en monnaies étrangères et à deux monnaies ainsi que les «notes»; nouvelle ventilation due à la révision du 29 mai 1986 des dispositions réglissant les exportations de capitaux

ravant. Il s'agit de la plus faible croissance depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. A l'instar de l'évolution de la somme des bilans, la demande peu élevée de crédits s'explique par la faiblesse de la conjoncture et par le dollar. Les crédits à la clientèle suisse, qui représentent quatre cinquièmes de l'ensemble des crédits, se sont accrus de 4%. Si le poste des débiteurs a augmenté de 2,5% uniquement, les prêts hypothécaires ont progressé de 5,5% en l'espace d'une année. Ce taux relativement élevé n'est pas le reflet d'une activité soutenue dans la construction, il s'explique par une capitalisation des intérêts. L'évolution des crédits de construction confirme cette hypothèse. Les crédits de construction ouverts par les banques ont diminué de 8% et les crédits utilisés, de 1%. Les crédits non utilisés, soit la différence entre les crédits ouverts et utilisés, ont accusé une baisse de 19%.

Au passif, les fonds du public ont augmenté de 1% de fin septembre 1991 à la fin du troisième trimestre de 1992. Le poste des créanciers à vue a enregistré une croissance identique. Par contre, les créanciers à terme ont accusé une baisse de 2%. Atteignant 4%, le taux de croissance des fonds d'épargne a été le plus élevé des fonds du public. Quant aux obligations de caisse, aux obligations et aux obligations d'emprunts de centrales de lettres de gage, elles se sont accrues de 3%.

Dans le domaine des opérations hors bilan, les placements fiduciaires s'inscrivaient 14% au-dessous du niveau de fin septembre 1991. L'évolution du dollar a également influé sur ce taux d'expansion. Les fonds fiduciaires provenaient pour moitié environ de résidents et ont été placés presque exclusivement à l'étranger.

Wechselkursregime und Inflation: Österreich und die Schweiz im Vergleich*

Erich Spörndli**

1. Einleitung

Die Schweizerische Nationalbank hat gegenwärtig keine Veranlassung, an eine baldige Abkehr von ihrer grundsätzlich autonomen Geldpolitik zu denken. Mit Blick auf Europa ist die Frage der Vor- und Nachteile verschiedener Wechselkursregimes aber heute zweifellos aktuell. Die Diskussionen um den «Maastricht»-Vertrag der EG und um die jüngsten Turbulenzen innerhalb des europäischen Währungssystems (EWS) belegen dies. Der vorliegende Aufsatz vergleicht *österreichische* und *schweizerische Erfahrungen* mit unterschiedlichen Wechselkursregimes. Er dürfte damit über die betroffenen Länder hinaus Anhaltspunkte über die Wünschbarkeit fixer bzw. flexibler Wechselkurse für kleine, offene Volkswirtschaften liefern.

Österreich und die Schweiz verfolgten ab 1973 und vor allem seit Beginn der achtziger Jahre unterschiedliche geldpolitische Strategien. Die Schweiz ging nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems fixer Wechselkurse zu einer Geldmengenpolitik über. Österreich richtete sich demgegenüber im Rahmen seiner «Hartwährungspolitik» stark am Wechselkurs der D-Mark aus. In den siebziger Jahren stabilisierte Österreich den Schilling gegenüber einem handelsgewichteten Währungskorb. Gewisse Schwankungen des D-Mark-Kurses waren damit noch möglich. Im Jahre 1981 bekräftigte die Österreichische Nationalbank (ÖNB) ihre Hartwährungspolitik und fixierte den Schilling in einer sehr engen Bandbreite gegenüber der D-Mark.

Die schweizerische Nationalbank (SNB) hielt sich demgegenüber prinzipiell an ihr Konzept eines

* Ich danke Isabelle Hunziker für ihre Mitarbeit an einer früheren, internen Version dieser Studie und Ursina Meier für die Durchführung und Überprüfung zahlreicher empirischer Schätzungen und Tests.

** Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank.

«pragmatischen Monetarismus» (Rich/Béguelin [1985]). Sie orientierte ihre Geldpolitik an jährlichen Geldmengenzielen, die zuerst für M_1 und später, ab 1980, für die monetäre Basis, d.h. die Notenbankgeldmenge, festgelegt wurden. Die pragmatische Komponente dieser Strategie bestand und besteht darin, dass die SNB ihre Geldmengenziele kurzfristig nicht stur zu erreichen suchte. Vielmehr bewies sie bei auftretenden Störungen Flexibilität. Insbesondere war sie bei als «exzessiv» eingestuften Wechselkursveränderungen bereit, von ihrem Geldmengenziel kurzfristig abzuweichen, um allzu grosse Schocks auf die reale Wirtschaftsentwicklung zu vermeiden (vgl. Rich [1989 und 1990]). Nach dem extremen Frankenaufwertungsschub im Jahre 1978 verzichtete sie für 1979 sogar völlig auf ein Geldmengenziel und strebte explizit einen D-Mark-Kurs von deutlich über 80 Rappen an.

Die unterschiedlichen geldpolitischen Strategien Österreichs und der Schweiz machen einen Vergleich der erzielten Resultate interessant. Beide Länder sind kleine, offene Volkswirtschaften mit bedeutender Handelsverflechtung zu Deutschland, dessen Währung innerhalb Europas eine wichtige Rolle zukommt. Die Frage, welche der zwei praktizierten Strategien für ein kleines Land unter Stabilitätsgesichtspunkten vorteilhafter erscheint, kann damit anhand der praktischen Erfahrungen zweier Länder in ähnlicher Lage erörtert werden. In der Literatur finden sich hin und wieder Vergleiche zwischen der österreichischen und der schweizerischen Wirtschaftsentwicklung.¹ Explizit oder implizit werfen solche Gegenüberstellungen stets die Frage auf, ob die Schweiz mit einer Bindung an die D-Mark nach österreichischem Rezept bessere stabilitätspolitische Leistungen erreicht hätte als mit ihrer mehr oder weniger autonomen Geldpolitik. Ein neuerer schweizerischer Beitrag zu dieser Diskussion findet sich in einem Gutachten der Hochschule

¹ Beispiele sind Breuss [1984] und Genberg [1986], [1990].

St. Gallen.² Dessen Autoren kamen, allerdings ohne einen vertieften Vergleich zwischen Österreich und der Schweiz anzustellen, unter anderem zu folgendem Schluss:

«In der schweizerischen Diskussion wird eine explizite Wechselkursorientierung der Geldpolitik meistens mit dem Hinweis auf die Erfahrung der siebziger Jahre ohne nähere Erörterung auf die Seite geschoben. Dies ist aufgrund der Erfahrungen der achtziger Jahre nicht ohne weiteres zulässig. *Wie Tabelle 1 ausweist, hätte eine Bindung an die bundesdeutschen Erfahrungen³ bessere Ergebnisse gebracht.*⁴ Länder, die sich entschieden den Stabilitätsanforderungen der deutschen Währung unterwarfen, weisen bessere Inflationserfahrungen auf als die Schweiz.»⁵

Die erwähnte Tabelle enthält Kennziffern zur Inflations-, Wechselkurs- und Zinsentwicklung in der Schweiz, in Deutschland und in Österreich. Die Angaben zur Inflationsentwicklung sind hier in Tabelle 1 wiedergegeben.

Aus der Übersicht geht hervor, dass die schweizerische Inflationsrate mit 3,5% im Durchschnitt der ganzen achtziger Jahre leicht über der deutschen (2,8%) und geringfügig unter der österreichischen

**Tabelle 1
Inflationsraten in der Schweiz, Deutschland und Österreich**

(Jahresteuerraten gemäss Konsumentenpreisindizes; Durchschnitte aus Monatswerten; in Klammern: Standardabweichung)

	Schweiz	Deutschland	Österreich
1980 - 1990	3,47 (1,8)	2,84 (2,0)	3,82 (2,0)
1980 - 1984	4,42 (1,6)	4,45 (1,5)	5,52 (1,3)
1985 - 1990	2,68 (1,6)	1,50 (1,3)	2,22 (0,8)

(3,8%) lag. Betrachtet man jedoch nur die Unterperiode 1985–1990, so ändert sich dieses Bild. Die schweizerische Inflationsrate übertraf sowohl die deutsche als auch die österreichische Teuerung. Auf dieses letzte Ergebnis stützt sich offenbar das Zitat aus dem Gutachten. Es geht dabei implizit von der Annahme aus, dass die Kaufkraftparitätentheorie kurzfristig und präzise gilt. Es wird mit anderen Worten postuliert, der internationale Preiszusammenhang führe bei fixen Wechselkursen dazu, dass ein kleines Land wie Österreich oder die Schweiz quasi automatisch die Inflationsraten eines grossen Partnerlandes übernehmen kann.

Hätte also eine Bindung des Schweizer Frankens an die D-Mark der Schweiz in den achtziger Jahren «deutsche» Inflationsraten – oder jedenfalls ein deutlich besseres Resultat als eine durchschnittliche Teuerung von 3,5% – gebracht? Ob bei fixen Wechselkursen tatsächlich ein sehr enger internationaler Preiszusammenhang besteht, soll in der vorliegenden Arbeit untersucht werden. Zu diesem Zweck werden die nach Störungen der Kaufkraftparität ablaufenden Anpassungsprozesse in Österreich und der Schweiz mittels Preis- und Wechselkursanpassungsgleichungen analysiert. Die Arbeit beschäftigt sich somit nur mit *einem* Aspekt der Frage nach dem optimalen Wechselkursregime für die Schweiz. Für ein Gesamturteil über die Vor- und Nachteile einer Wechselkursfixierung wären neben den möglichen Folgen für die Preisentwicklung auch die Auswirkungen auf andere Zielgrössen wie etwa das reale Wirtschaftswachstum zu untersuchen.

In Abschnitt 2 dieses Aufsatzes wird die Kaufkraftparitätentheorie kurz erläutert. Anschliessend werden die unterschiedlichen Anpassungs-

² Prof. Heinz Hauser und Stephan Ziegler erstellten im Jahre 1990 eine Studie für die Kommission für Konjunkturfragen unter dem Titel «Integration der europäischen Kapitalmärkte: Konsequenzen für die schweizerische Geldpolitik». Eine Kurzfassung erschien als 330. Mitteilung der Kommission für Konjunkturfragen (Hauser/Ziegler [1991]).

³ Gemeint ist offensichtlich eine Wechselkursbindung an die deutsche *Währung*.

⁴ Im Original nicht kursiv.

⁵ Hauser/Ziegler (1991), S. 11.

mechanismen bei fixen bzw. flexiblen Wechselkursen betrachtet. Abschnitt 3 enthält einen Überblick über die Preis- und D-Mark-Kursentwicklung in Österreich und der Schweiz. In den Abschnitten 4 (Kointegrationsregressionen und -tests) und 5 (Fehlerkorrekturmodelle der kurzfristigen Preis- bzw. Wechselkursanpassung) wird die Kaufkraftparitätentheorie ökonomisch untersucht.⁶ In Abschnitt 6 finden sich eine Zusammenfassung der Resultate sowie die Schlussfolgerungen, die sich daraus bezüglich der Wahl des Wechselkursregimes ziehen lassen.

2. Bemerkungen zur Kaufkraftparitätentheorie

2.1 Zum Begriff der Kaufkraftparitätentheorie⁷

Der Begriff der Kaufkraftparität (KKP) wird in der Literatur unterschiedlich interpretiert. Von der «absoluten» KKP-Theorie ist oft die Rede, wenn die Preise international gehandelter Güter miteinander verglichen werden. Diese absolute KKP – die manchmal und zutreffender als «law of one price» bezeichnet wird – ist eine reine Arbitragebeziehung. Wenn sich die verwendeten Preisniveaus in

$$[2.1] p_t = p_t^* + e_t$$

mit p_t : Preisniveau in Inlandwährung
 p_t^* : Preisniveau in Auslandwährung
 e_t : Wechselkurs, d.h. Preis der ausländischen Währung in inländischer Währung (alle Grössen in Logarithmen, t : Zeitindex)

auf einen gleichartigen Warenkorb international gehandelter Güter beziehen und weder Transportkosten noch sonstige Konkurrenz- und Handelshemmnisse bestehen, sollten Arbitragetransaktionen dazu führen, dass Abweichungen von [2.1] jeweils rasch korrigiert werden. Die Möglichkeit der Güterarbitrage ist zwar ein Übertragungskanal, mit dem auch die breiter definierte KKP-Theorie rechnet. Diese macht aber Aussagen, die über die recht triviale Arbitragebedingung hinausgehen und die gesamten Preisniveaus der verglichenen Länder betreffen, also den Warenkorb gehandelter und heimischer Güter zusammen.

In ihrer klassischen Form besagt diese breiter definierte, auch relative KKP-Theorie genannte Beziehung, stark unterschiedliche Inflationsverläufe zweier Länder sollten tendenziell durch den Wechselkurs kompensiert werden. Dies kann durch die Gleichung für das Inlandpreisniveau

$$[2.2] p_t = \theta + p_t^* + e_t$$

oder als Gleichung für den Wechselkurs

$$[2.3] e_t = (p_t - p_t^*) - \theta$$

ausgedrückt werden. In beiden Gleichungen beziehen sich die Preisindizes auf Warenkörbe, die neben international gehandelten auch nicht gehandelte und nicht handelbare Güter und Dienstleistungen enthalten. Diese Form der KKP beruht im wesentlichen auf quantitätstheoretischen Überlegungen. Sie sollte entsprechend dann gelten, wenn hinter unterschiedlichen Inflationsraten – oder hinter Wechselkursschocks bei gleichen Inflationsraten – monetäre Ursachen stehen. Falls die Quantitätstheorie in beiden betrachteten Ländern gilt, ist Geld langfristig neutral, d.h., nach einer monetären Störung ändern sich die relativen Preise innerhalb eines Landes nicht dauerhaft. Alle realen Grössen werden deshalb durch Geldangebots- oder Geldnachfrageschocks langfristig nicht beeinflusst. Dies gilt auch für den realen Wechselkurs,

$$[2.4] e_t - (p_t - p_t^*) = -\theta$$

⁶ Für das Ausland existieren zahlreiche Untersuchungen zur Kaufkraftparitätentheorie. (Vgl. die in Ardeni/Lubian [1991] und Johnson [1990] genannten Studien.) Die Resultate sind uneinheitlich. Wo über kürzere Zeiträume von zwanzig bis dreissig Jahren geschätzt wurde, kamen besonders viele Studien zu negativen Ergebnissen. So fanden z.B. weder Ardeni/Lubian [1991] noch Mark [1990] Hinweise für die Gültigkeit der Kaufkraftparitätentheorie. Andererseits ergaben sich bei Johnson [1990] auch über verhältnismässig kurze Zeiträume deutliche Tendenzen zur Korrektur von Störungen der Kaufkraftparität zwischen Kanada und den USA. In einer Studie für den Zeitraum 1973–1988 konnten Fisher/Park [1991] eine weichere Form der Kaufkraftparitätentheorie – es wird keine vollständige langfristige Anpassung gefordert – in verschiedenen Fällen nicht verwerfen. Nach ihren Ergebnissen bestand unter anderem für das Länderpaar Deutschland/Schweiz Kointegration zwischen Wechselkurs und Konsumentenpreisniveaus.

⁷ Vgl. den Übersichtsartikel Dornbusch [1987].

der nach monetär bedingten Störungen wieder zu seinem Gleichgewichtswert $-\theta$ zurücktendieren muss. Mit [2.2] und [2.3] ist schon angedeutet, dass die KKP-Theorie im Prinzip nichts über die Kausalität des Anpassungsprozesses zur längerfristigen Wiederherstellung der Parität aussagt. Sie kann durch eine Anpassung des Wechselkurses als Reaktion auf veränderte relative Inland- und Auslandpreinsniveaus erfolgen. Sie kann aber im Anschluss an einen monetären Schock im einen Land auch durch Preisniveauveränderungen eintreten. In einem Regime völlig fixer Wechselkurse ist dies sogar die einzige Anpassungsmöglichkeit, während bei flexiblen oder veränderbaren Wechselkursen auch kombinierte Wechselkurs- und Preisanpassungsreaktionen denkbar sind.

Die KKP gilt prinzipiell nur bei langfristig neutralem Geld und nur bezüglich monetärer Störungen. Dies bedeutet, dass Abweichungen von der relativen KKP-Beziehung vorkommen können, wenn im betrachteten Zeitraum reale Faktoren auf den realen Wechselkurs einwirken. Die Gründe für temporäre oder dauerhafte reale Wechselkursveränderungen können beispielsweise bei unterschiedlichen Produktivitätsfortschritten der verglichenen Länder oder bei Präferenzverschiebungen der Konsumenten liegen. Die Möglichkeit realer Wechselkursverschiebungen erschwert die empirische Überprüfbarkeit der KKP-Theorie. Wenn θ im Zeitablauf nicht konstant ist, erlaubt der einfache Vergleich von Wechselkurs- und Preisniveaudaten keine verlässlichen Aussagen über die Gültigkeit der breiter definierten, «klassischen» KKP-Theorie.

2.2 Anpassungsmechanismen bei fixen und flexiblen Wechselkursen

In diesem Abschnitt wird angenommen, dass die relative KKP gilt. Welche Mechanismen führen nach einer Störung tendenziell zur KKP zurück? Die Frage ist angesichts der Fülle theoretischer Modelle über internationale Wirkungskanäle schwierig zu beantworten. Im folgenden werden anhand einfacher Modelle einige mögliche Abläufe skizziert. Im Fall fixer Wechselkurse werden zwei Störungen, ein monetärer und ein realer Schock, die zu Preissteigerungen führen, be-

trachtet. Anschliessend wird ein möglicher Anpassungsprozess an eine monetäre Störung bei flexiblen Wechselkursen beschrieben. Ausgangspunkt ist stets ein Länderpaar, das den empirischen Vergleichen in dieser Arbeit entspricht. Einem grossen Land (Deutschland) wird in den Beispielen eine kleine Volkswirtschaft (Österreich, Schweiz) gegenübergestellt.

Bei völlig *fixen Wechselkursen* erfolgt die Wiederannäherung an die KKP-Relation nach einer monetären Störung zwangsläufig über eine Anpassung der relativen Preisniveaus. Ein *monetär bedingter Preisschub im grossen Land* wird im kleinen Partnerland Anpassungen bewirken, die kaum oder nur beschränkt auf das grosse Land zurückwirken. Verzeichnet Deutschland einen solchen Teuerungsschub, so wird dies in Partnerländern wie Österreich, die den Wechselkurs fixieren, über drei Kanäle ebenfalls zu Preissteigerungen führen. Erstens wird die Güterarbitrage bei gehandelten Gütern die Importpreise und damit das Konsumentenpreinsniveau in Österreich direkt erhöhen. Zweitens wird die vorübergehend verbesserte preisliche Konkurrenzfähigkeit Österreichs zu einer Verbesserung der Ertragsbilanz und einem entsprechenden Zufluss an D-Mark führen. Um zu verhindern, dass der Wechselkurs der D-Mark fällt, muss die ÖNB D-Mark gegen Schilling kaufen. Sie muss also die inländische Geldmenge ausweiten. Dieser Effekt wird durch einen dritten Wirkungskanal verstärkt und möglicherweise dominiert. Eine expansive deutsche Geldpolitik führt in einer ersten Phase zu einem Rückgang der deutschen Zinssätze. Die dadurch entstehende Zinsdifferenz gegenüber Österreich schafft einen Anreiz zur Verschiebung kurzfristigen Kapitals nach Österreich. Dies erzeugt einen weiteren Abwertungsdruck auf die D-Mark, dem die ÖNB durch eine Geldmengenausweitung entgegenwirken muss. Die durch Kapitalströme und Ertragsbilanzverbesserung ausgelöste Geldmengenausweitung hat in Österreich auch eine Erhöhung der Nachfrage nach heimischen Gütern und eine Preissteigerung zur Folge. Unter festen Wechselkursen sollte aufgrund des skizzierten Anpassungsmechanismus eine starke Tendenz hin zur KKP herrschen, *sofern* monetäre Störungen im grossen Land die dominierende Ursache für Störungen der KKP-Relation sind.

Vom kleinen Land können, wenn es den Wechselkurs fixiert, keine monetären Störungen der KKP ausgehen. So müssen Zinsänderungen, die sich bei Schwankungen der österreichischen Geldnachfrage resultieren, durch die ÖNB umgehend korrigiert werden. Sinkt wegen verringerter Geldnachfrage das Zinsniveau in Österreich, so bewirkt dies Kapitalexporte nach Deutschland. Die damit verbundenen D-Mark-Käufe drücken auf den Wechselkurs des österreichischen Schillings. Um dies zu verhindern, muss die ÖNB die ursprüngliche Zinssenkung umgehend rückgängig machen, indem sie ihr Geldangebot der gesunkenen Geldnachfrage entsprechend verringert.

Nach einem *realen Schock im grossen Land*, der Preissteigerungen nach sich zieht, wären bei *fixem Wechselkurs* etwa folgende Anpassungsvorgänge zu erwarten. Beispiele für solche Schocks wären etwa der Übergang zu einer expansiven staatlichen Finanzpolitik oder – angebotsseitig – ein Lohnschub. Störungen dieser Art würden in Deutschland bei unverändertem Geldangebot zu Zinssteigerungen führen. Dadurch würde eine Tendenz zu Kapitalabflüssen aus Österreich und zur Abwertung des Schillings ausgelöst. Die ÖNB wäre gezwungen, den Schilling-Kurs durch eine restriktive Politik zu stützen. Als kurzfristige Wirkung eines preissteigernden realen Schocks in Deutschland ist daher – neben der Verteuerung der aus Deutschland importierten Güter – ein Zinsanstieg in Österreich zu erwarten. Er dämpft tendenziell die Konjunktur und drückt – mit Verzögerung – auf das Preisniveau in Österreich. Auf längere Sicht verbessert dies jedoch die Konkurrenzfähigkeit der österreichischen Wirtschaft und damit die Ertragsbilanz. Dadurch entsteht wie im zuerst besprochenen Beispiel schliesslich wieder eine Geldmengenexpansion und ein Preisauftrieb. Anders als im Falle eines rein monetären Schocks braucht der Anpassungsmechanismus hier aber nicht zu einer völligen Wiederherstellung der KKP zu führen. Die KKP würde nur dann wieder genau erreicht, wenn der reale Schock in Deutschland keinerlei dauerhaften realen Wirkungen auf die deutsche Wirtschaft hervorriefe.

Bei einem *Regime flexibler Wechselkurse* sind gegenüber dem Fixkurs-Fall erhebliche Unter-

schiede in den Anpassungsprozessen zu erwarten. Der Wechselkurs kann sich an geänderte Gegebenheiten im Ausland anpassen; die inländische Geldmenge im kleinen Land – in der Schweiz – kann prinzipiell so gesteuert werden, dass der Trend des inländischen Preisniveaus von ausländischen monetären Schocks unbeeinflusst bleibt. Die Wiederannäherung an die KKP sollte bei flexiblen Wechselkursen grundsätzlich über die Wechselkursveränderung erfolgen. Schwierigkeiten ergeben sich bei der konkreten Vorhersage von Anpassungsmechanismen allerdings aus der Fülle theoretisch möglicher Anpassungspfade von Wechselkurs und inländischem Preisniveau. Beide Grössen können, unter Umständen in einem komplizierten dynamischen Zusammenspiel, vorübergehend einen Teil der Anpassung tragen, während dafür bei fixem Wechselkurs nur das Preisniveau zur Verfügung steht.

Eine *expansive Geldpolitik* im grossen Land – Deutschland – sollte beispielsweise bei frei schwankendem Wechselkurs zuerst eine rasche Aufwertung des Schweizer Frankens bewirken. Tiefere deutsche Zinssätze lösen eine Nachfrage nach Franken aus, die bei kurzfristig unveränderter Ertragsbilanz nur bei einem höheren Frankenkurs befriedigt werden kann. Die schweizerische Teuerung sinkt, da der stärkere Franken die Importpreise senkt. Die schweizerische Wirtschaft verliert infolge der Aufwertung an preislicher Konkurrenzfähigkeit, und die Ertragsbilanz beginnt sich zu verschlechtern. Schwächere Exporte drücken auf das reale Sozialprodukt und auf das Preisniveau. Die Geldnachfrage sinkt und die Zinssätze gehen zurück. Die Zinsdifferenz gegenüber Deutschland nimmt ab. Dies um so mehr, als die deutschen Zinssätze nach einem anfänglichen Rückgang ansteigen, weil das steigende deutsche Preisniveau die Geldnachfrage erhöht. Der Frankenkurs schwächt sich mit abnehmender Zinsdifferenz zu Deutschland wieder etwas ab. Dies erhöht – zusammen mit den steigenden deutschen Preisen – die preisliche Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Volkswirtschaft. Die Ertragsbilanz verbessert sich wieder. Ein neues KKP-Gleichgewicht, mit unverändertem schweizerischem Preis- und Zinsniveau wird schliesslich erreicht, wenn sich die D-Mark genau um die eingetretene deutsche Preissteigerung abgewertet hat.

Das geschilderte Szenario ist von einer Reihe ganz bestimmter Annahmen abhängig, auf die hier nicht eingegangen wird. Je nach den konkreten Voraussetzungen, die in einem Modell flexibler Wechselkurse gelten, kann der Anpassungsprozess auch deutlich anders verlaufen, als oben beschrieben. Trotz unvollkommener theoretischer Grundlagen ist aber davon auszugehen, dass unter flexiblen Wechselkursen kurzfristig andere Anpassungsprozesse hin zur KKP gelten sollten als unter fixen Kursen. Ob sich solche Unterschiede beim Vergleich Schweiz/Österreich ab 1973 und beim Vergleich der schweizerischen Entwicklung vor und nach 1973 finden, gilt es im folgenden abzuklären.

3. Inflations- und Wechselkursentwicklung 1960-1992*

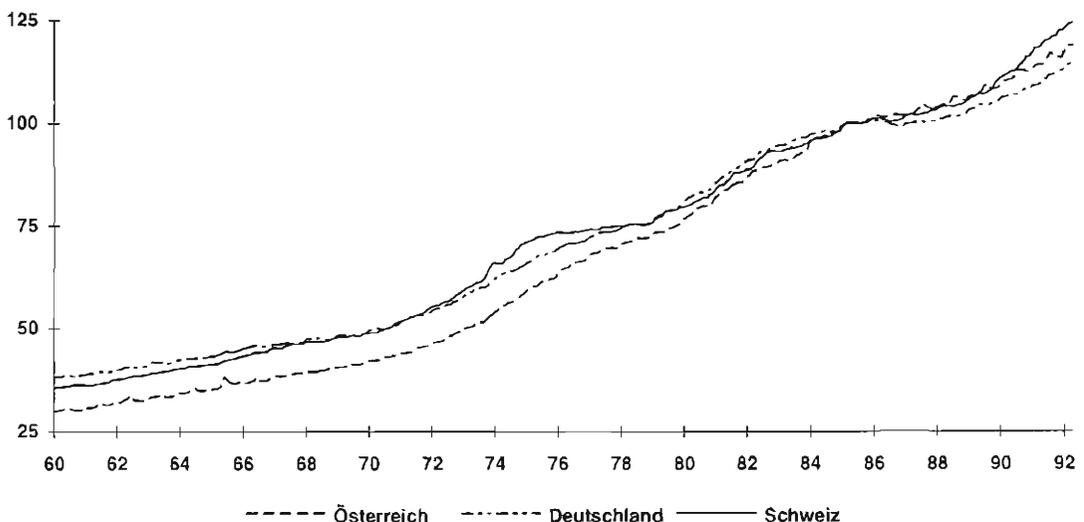
In Grafik 1 werden zunächst die Konsumentenpreisindizes der drei Länder einander gegenübergestellt. Es fällt auf, dass die Beziehung zwischen deutschem und schweizerischem Preisniveau im Trend recht eng ist. Der schweizerische Preisan-

stieg lag in der Periode grundsätzlich fixer Wechselkurse 1960 bis 1972 geringfügig über dem deutschen. Von der Freigabe der Wechselkurse Anfang 1973 an bis im Jahre 1985 erhöhte sich das Preisniveau in beiden Ländern im gleichen Ausmass; seither allerdings, und besonders in den letzten Jahren, divergierte die Entwicklung. In der Schweiz beschleunigte sich die Teuerung markant, in Deutschland hielt sie sich weiterhin in engen Grenzen. In Österreich stieg das Preisniveau bis Anfang der siebziger Jahre praktisch im Gleichschritt mit dem deutschen, ab 1973 hingegen lag der Teuerungstrend merklich über jenem Deutschlands und der Schweiz. Seit dem definitiven Übergang zur Hartwährungspolitik gegenüber der D-Mark im Jahre 1981 war die Diskrepanz zwar deutlich niedriger als in den siebziger Jahren; die österreichische Inflationsrate lag indessen auch in jüngster Zeit noch leicht über der deutschen (Grafik 2).

Um den Bezug zur Kaufkraftparitätentheorie herzustellen, sind die festgestellten Preistrends mit der Wechselkursentwicklung zu vergleichen. Grafik 3 gibt den nominellen Kursverlauf der D-Mark in Schweizer Franken und in Schilling wieder. In den sechziger Jahren wurde die D-Mark zweimal aufgewertet. Im Jahre 1961 betrug der Aufwertungs-

* Die verwendeten Daten stammen aus dem «Main Economic Indicators»-File der OECD.

Grafik 1: Konsumentenpreisindizes 1960:1-1992:4
(1985 = 100)



satz fünf, 1969 sogar zehn Prozent. Die Schweiz und Österreich behielten demgegenüber ihre Dollarparität bei. Nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen unterscheidet sich die Entwicklung der D-Mark gegenüber dem Schilling markant von jener gegenüber dem Franken. Auf eine anfängliche – leichte – Schillingabwertung folgte 1974 eine Korrektur; die darauffolgende erneute Abwertungsphase fand ihren Abschluss mit dem Übergang zur definitiven Hartwährungspolitik mit der Kursfixierung der D-Mark bei 700 Schilling pro 100 D-Mark. Demgegenüber schwächte sich die D-Mark im Vergleich zum Franken in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre massiv und dauerhaft ab. In den achtziger Jahren folgte eine verhältnismässig ruhige Entwicklung mit einer leichten Aufwertungstendenz der D-Mark in der jüngsten Vergangenheit.

Bereits die Grafiken lassen vermuten, dass die Entwicklung der letzten dreissig Jahre nicht der reinen KKP-Theorie entsprach. Die Abweichung lässt sich visualisieren, indem aus den Preisverläufen und dem nominellen Wechselkurs ein realer D-Mark-Kurs errechnet wird. Herrschte im Mittel einer Periode KKP, so dürfte der reale Wechselkurs keinen Trend aufweisen. Wie Grafik 4 zeigt, traf dies nicht für die ganze Periode

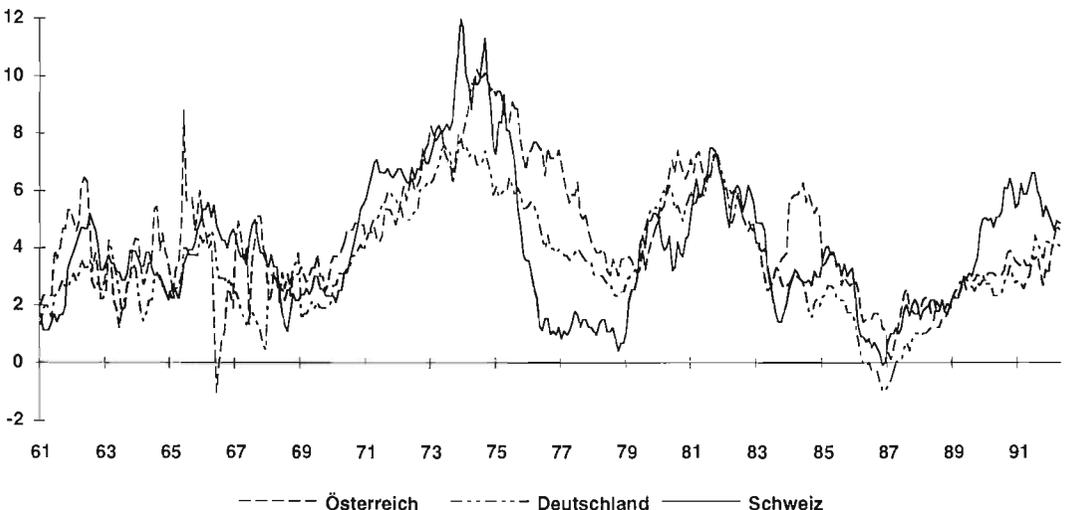
der letzten dreissig Jahre zu. Die D-Mark verlor vielmehr gegenüber dem Schilling seit Mitte der siebziger Jahre real kontinuierlich an Wert. Gegenüber dem Franken fiel die Realabwertung noch wesentlich grösser aus; sie verlief aber unregelmässiger. Die massive D-Mark-Abwertung der siebziger Jahre bedeutete eine reale Wechselkursverschiebung gleichen Ausmasses. Seit dieser bedeutenden Korrektur schwächte sich die Realabwertungstendenz gegenüber dem Franken wesentlich ab. Sie folgte in den achtziger Jahren – sieht man von den stärkeren kurzfristigen Schwankungen ab – etwa dem gleichen Trend wie gegenüber dem österreichischen Schilling.

4. Schätzung von Kointegrationsregressionen*

In diesem Abschnitt soll untersucht werden, ob sich der visuelle Eindruck, wonach die KKP zwischen 1960 und 1992 nicht strikt erfüllt war, ökonomisch bestätigen lässt. Wenn die KKP-Theorie in Wirklichkeit relevant ist, müsste die

* Die Schätzungen wurden mit dem Programm «Macintosh RATS, Version 3.02» durchgeführt.

Grafik 2: Inflationsraten 1961:1-1992:4
(in % gegenüber Vorjahresmonat)



Regressionsbeziehung [4.1] über längere Zeiträume hinweg eine akzeptable statistische Anpassung an die Daten aufweisen.

[4.1] $p_t = a + b \cdot (p_t^* + e_t) + u_t$. Dabei bedeuten

p_t : inländisches Preisniveau (kleines Land; Österreich, Schweiz), logarithmiert (log.)

p_t^* : ausländisches Preisniveau (grosses Land; Deutschland), log.

e_t : Wechselkurs der Auslandswährung (öS bzw. sFr. pro DM), log.

Der Schätzwert des Koeffizienten (b) des wechsellkurskorrigierten Auslandpreisniveaus müsste in der Nähe von eins liegen.

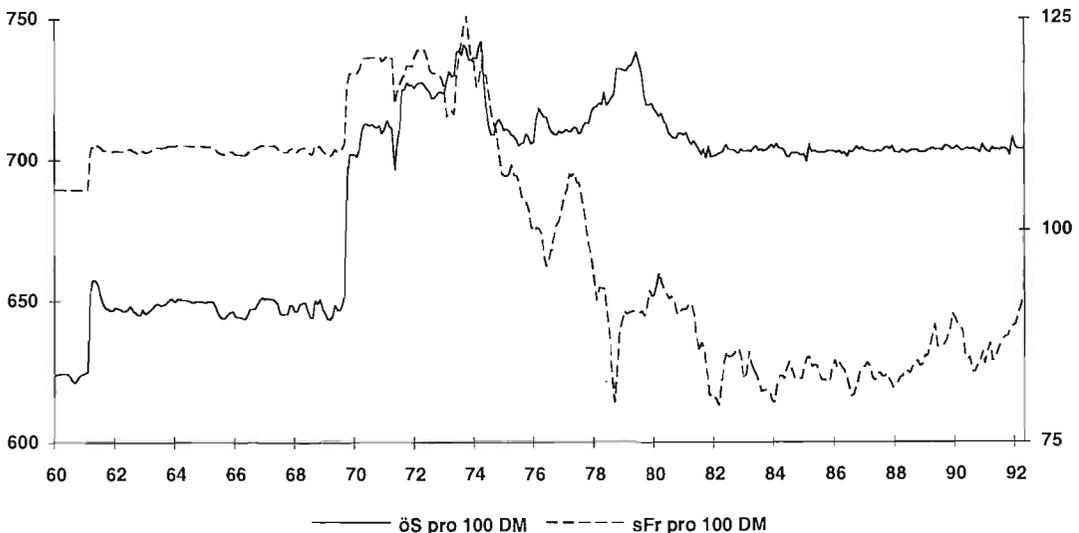
Wären die verwendeten Variablen stationär, so könnte die Nullhypothese

$$H_0 : b = 1$$

anhand des in Beziehung [4.1] geschätzten Standardfehlers von b getestet werden. Könnte die Nullhypothese nicht verworfen werden, läge Evidenz für die KKP vor.

Die Grafiken für die Preis- und Wechselkursentwicklung in den untersuchten Ländern deuten jedoch bereits an, dass die in Beziehung [4.1] verwendeten Variablen nicht stationär sind. Sie weisen, auch wenn sie logarithmiert werden, mehr oder weniger ausgeprägte Trends auf. Hier nicht gezeigte Tests auf (schwache) Stationarität ergaben, dass die österreichischen und schweizerischen Inlandpreise (p_t) sowie die wechsellkurskorrigierten deutschen Preise ($p_t^* + e_t$) als integriert vom Grade eins, d.h. als $I(1)$ -Variablen, aufgefasst werden können. Die betrachteten Variablen weisen, anders ausgedrückt, einen stochastischen Trend auf, der sich durch einmalige Differenzenbildung beseitigen lässt. Unter diesen Umständen darf Gleichung [4.1] nicht auf traditionelle Art und Weise analysiert werden. Die Beziehung kann aber aufgrund der Theorie kointegrierter Zeitreihen (Engle/Granger [1987]) untersucht werden. Falls [4.1] als längerfristige Gleichgewichtsbeziehung im Sinne der KKP empirisch gilt, müssen die $I(1)$ -Variablen der Gleichung kointegriert sein. Die Residuen u_t der Gleichung müssen ohne Differenzenbildung schwach stationär sein, d.h., sie müssen integriert vom Grade null, $I(0)$, sein. Die Residuen u_t stellen nichts anderes dar als die kurzfristigen Abweichungen von der postulierten Gleichgewichtsbeziehung. Letztere kann aber

Grafik 3: Schilling- und Frankenkurs der D-Mark



nur gelten, wenn auf die Abweichungen stets wieder eine Tendenz zur Rückkehr in Richtung des Gleichgewichts folgt. Bei trendbehafteten, nicht-stationären Residuen bestünde diese Korrekturtendenz nicht; die Abweichungen von der vermeintlichen Langfristbeziehung vergrösserten sich vielmehr im Zeitablauf zusehends.

Kointegrationstests geben Anhaltspunkte darüber, ob die Residuen u_t als stationär betrachtet werden können. Ist dies der Fall, stützen die Testergebnisse die vermutete Langfristbeziehung. Umgekehrt sprechen nicht-stationäre Residuen von Gleichung [4.1] gegen die Gültigkeit der Langfristrelation, d.h., im vorliegenden Zusammenhang, gegen die KKP.

Tabelle 2 enthält die Resultate einiger Schätzungen der Kointegrationsregression [4.1] des österreichischen und des schweizerischen Konsumentenpreisindex auf das wechselkurskorrigierte deutsche Preisniveau:

Für die ganze Untersuchungsperiode von Januar 1960 bis April 1992 liegt der Koeffizient $\hat{\beta}$ des bereinigten deutschen Konsumentenpreisniveaus in der österreichischen Gleichung mit 1,14 viel näher bei eins als in der schweizerischen (1,48).

Der Zusammenhang ist für die Relation Österreich/Deutschland zudem deutlich enger als für die Beziehung Schweiz/Deutschland: Das korrigierte Bestimmtheitsmass \bar{R}^2 liegt für Österreich bei 0,99, gegenüber 0,95 für die Schweiz.

Die sehr tiefen Werte des – für Kointegrationstests allerdings wenig zuverlässigen – Durbin-Watson-Masses D.W. deuten an, dass über den ganzen Untersuchungszeitraum zwischen den verglichenen Variablen kaum Kointegration vorlag. Die etwas aussagekräftigeren ADF-(augmented Dickey-Fuller)-Tests verstärken diesen Eindruck. Die Nullhypothese des ADF-Tests lautet, die Residuen der Kointegrationsgleichung seien *nicht* stationär, sondern $I(1)$. Die Nullhypothese bedeutet im hier untersuchten Fall also, Störungen der KKP tendierten im Zeitablauf nicht generell dazu, wieder abgebaut zu werden. Sie seien vielmehr mindestens teilweise permanenter Art. Diese Hypothese lässt sich aufgrund der festgestellten ADF-Werte von $-1,5$ bzw. $-2,6$ auch bei einer grosszügigen Irrtumswahrscheinlichkeit von 10% nicht verwerfen.⁸

⁸ Tabelle 3 in Engle/Yoo [1987] enthält die kritischen Werte für verschiedene Signifikanzniveaus.

Grafik 4: Realer Schilling- und Frankenkurs der D-Mark (1985 = 100)

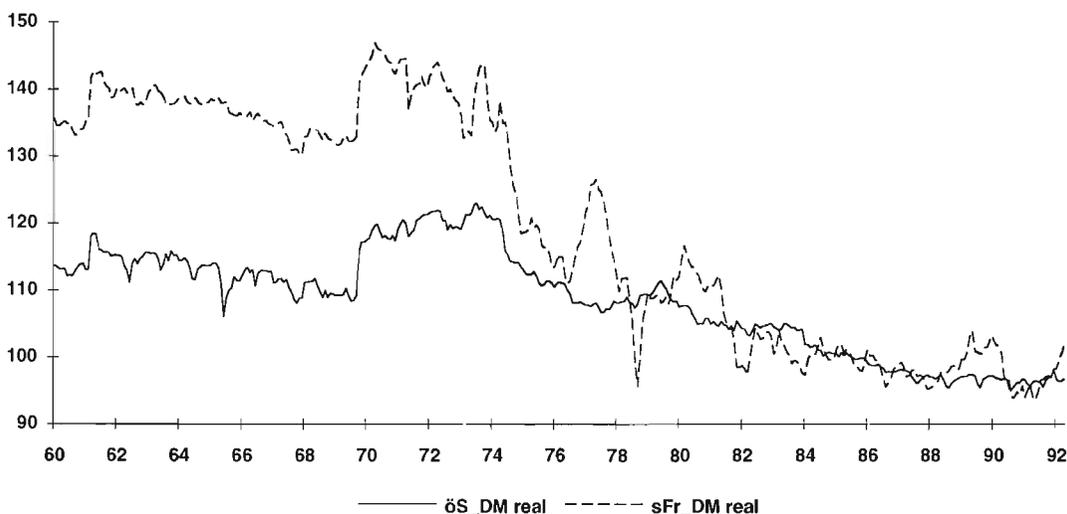


Tabelle 2

Hauptresultate der Kointegrationsgleichungen für Österreich/Deutschland und Schweiz/Deutschland

	Österreich				Schweiz			
	60:1- 92:4	73:1- 92:4	80:1- 92:4	81:1- 92:4	60:1- 92:4	73:1- 92:4	75:1- 92:4	80:1 - 92:4
α	-2,25	-2,65	-2,75	-2,79	0,213	0,253	0,236	0,221
β (Standardfehler)	1,14 (0,006)	1,36 (0,008)	1,41 (0,018)	1,43 (0,023)	1,48 (0,018)	1,58 (0,054)	1,42 (0,040)	1,25 (0,043)
\bar{R}^2	0,990	0,992	0,978	0,967	0,947	0,790	0,858	0,849
D.W.-Statistik	0,033	0,092	0,120	0,118	0,045	0,073	0,108	0,122
t-Wert für ADF- Test ¹	-1,5	-3,5*	-1,8	-1,8	-2,6	-2,8	-3,5*	-3,2**
Lags n ¹	14	12	14	14	2	2	3	3

1 ADF-Regression: $\Delta \hat{u}_t = a + b \hat{u}_{t-1} + \sum_{i=1}^n \delta_i \Delta \hat{u}_{t-i} + \varepsilon_t$, n bestimmt anhand Akaikes FPE-Kriterium. Der "t"-Wert bezieht sich auf b .

* Signifikant auf dem 5%-Niveau gemäss kritischen Werten von Engle/Yoo [1987].

** Praktisch auf der 5%-Signifikanzgrenze.

Wird die Bretton Woods-Periode fester, aber anpassbarer Wechselkurse ausgeklammert, scheint demgegenüber für Österreich Kointegration über den Zeitraum 1973–1992 und für die Schweiz über jenen von 1975–1992 vorzuliegen. In beiden Fällen sind die geschätzten Koeffizienten des wechselkursbereinigten deutschen Preisniveaus jedoch weit vom theoretischen KKP-Wert von eins entfernt (1,36 bzw. 1,42).

Werden schliesslich nur die achtziger Jahre betrachtet, liegt der Schätzwert \hat{b} erneut in beiden Ländern deutlich über eins. Die Hypothese, die Residuen der Gleichung seien I(1), lässt sich aber für die Schweiz wiederum verwerfen. Für Österreich dagegen trifft dies anscheinend nicht zu,

wenn nur die Periode der strikten Hartwährungspolitik ab 1981 betrachtet wird.

Was lässt sich aus diesen vorläufigen statistischen Untersuchungen als Zwischenergebnis herauslesen? Drei Feststellungen scheinen zulässig:

- Die Schätzgleichungen bestätigen, erstens, den visuellen Eindruck, der aufgrund der Grafiken der realen Wechselkursentwicklung entstand. Über den ganzen Untersuchungszeitraum hinweg lag die Beziehung zwischen dem deutschen und dem österreichischen Preisniveau deutlich näher bei der KKP-Relation als jene zwischen dem deutschen und dem schweizerischen Preisverlauf.

- Die eng interpretierte KKP-Theorie wird, zweitens, durch die Daten nicht gestützt. Die Vorstellung, Störungen der relativen KKP müssten sich auf Stufe Konsumentenpreise unabhängig von den Ursachen der Störungen verhältnismässig zügig und weitgehend wieder abbauen, erweist sich als nicht haltbar.
- Drittens können die Regressionsgleichungen für die Periode nach Mitte der siebziger Jahre – trotz «erfolgreicher» Kointegrationstests – nicht als stabile langfristige Gleichgewichtsbeziehungen interpretiert werden. Die geschätzten, hohen, $\hat{\beta}$ -Koeffizienten deuten vielmehr auf trendmässige Verschiebungen hin, die sich inskünftig kaum so fortsetzen können. Die in den letzten fünfzehn bis zwanzig Jahren eingetretene Aufwertung des Schweizer Frankens und des österreichischen Schillings gegenüber der D-Mark könnten sich zwar durchaus auf lange Zeit hinaus als irreversibel erweisen. Es ist indessen schlecht vorstellbar, dass sich die Aufwertungstrends mit der Geschwindigkeit fortsetzen, die in den hohen $\hat{\beta}$ -Schätzwerten zum Ausdruck kommt.⁹ Bei der Interpretation dieser Schätzwerte ist allerdings Vorsicht geboten. Die mit der Kleinst-Quadrate-Methode geschätzten Koeffizienten sind zwar konsistent, können aber bei kurzen Untersuchungszeiträumen beträchtliche Verzerrungen gegenüber den wahren Werten aufweisen.

Die Evidenz aus der Kointegrationsuntersuchung stützt die KKP-Hypothese somit nicht wesentlich. Falls die gemäss KKP massgebenden Kräfte wirkten, waren sie im Untersuchungszeitraum möglicherweise weitgehend durch reale Schocks überdeckt.

5. Schätzung von Fehlerkorrekturmodellen

Falls zwischen $I(1)$ -Variablen Kointegration besteht, kann für die Modellierung der kurzfristigen Dynamik ein Fehlerkorrekturansatz geschätzt werden, der als zu korrigierenden «Fehler» die Abweichungen von der längerfristigen «Gleichgewichts»-Beziehung enthält. Trotz der Unsicherheit, die die Kointegrationsuntersuchung bezüglich der Existenz einer längerfristigen Beziehung zwischen den verglichenen Variablen offenliess,

wurde eine Reihe von Fehlerkorrekturmodellen geschätzt. Damit sollten Hinweise zu zwei Fragen gewonnen werden:

- Gab es, erstens, im Preis- und Wechselkursverlauf signifikante Tendenzen zur Korrektur von Störungen des längerfristigen internationalen Preiszusammenhangs, oder wurden die Preisbildungsprozesse von realen kurz- und mittelfristigen Störungen dominiert?
- Bestehen, falls Einflüsse in Richtung KKP nachweisbar sind, zweitens, zwischen den unterschiedlichen Wechselkursregimes die theoretisch erwarteten Unterschiede im Korrekturprozess? Unter dem Regime fixer Wechselkurse müssten Preisanpassungsgleichungen eine klare Tendenz zur Korrektur von Störungen der KKP aufweisen, da kein anderer Ausgleichsmechanismus zur Verfügung steht. In Perioden flexibler Wechselkurse ist eine Korrektur durch Preisanpassungen nicht zwingend zu erwarten; hingegen sollte in den Wechselkursanpassungsgleichungen ein signifikanter Fehlerkorrekturterm erscheinen.

Fehlerkorrekturmodelle können (Engle/Granger [1987]) zweistufig geschätzt werden. Die Residuen \hat{u}_t der Kointegrationsregression [4.1] werden, um eine Periode verzögert, als Fehlerkorrekturterm in die zweite Schätzstufe einbezogen. Als Regressand dienen in dieser zweiten Stufe die ersten Differenzen der ursprünglichen abhängigen Variable. Da letztere $I(1)$ ist, sind ihre Differenzen ebenso wie die Residuen aus der Kointegrationsregression $I(0)$. In der Fehlerkorrekturgleichung wird die kurzfristige Anpassungsdynamik an die längerfristige Beziehung modelliert, indem neben der Abweichung \hat{u}_{t-1} soweit nötig noch andere $I(0)$ -Variablen als erklärende Grössen einbezogen werden. Im Gegensatz zur Niveauregression können – da alle enthaltenen Variablen $I(0)$ sind – die üblichen statistischen Tests auf die zweite Stufe des Engle/Granger-Verfahrens angewendet werden.

⁹ Messungengenauigkeiten sowie unterschiedliche Erhebungs- und Gewichtungungsverfahren bei den Konsumentenpreisindizes der untersuchten Länder könnten, neben unterschiedlichen staatlichen Preisregulierungen, allerdings zu den festgestellten Trends beigetragen haben. Soweit dies der Fall ist, widerspiegeln die Trends keine echten Realaufwertungen.

5.1 Kurzfristige Preisanpassungsmodelle

Im vorliegenden Fall wurden insbesondere die verzögerten Veränderungen von p_t und p_t^* sowie – bei flexiblen Wechselkurs – von e_t in die Fehlerkorrekturgleichung einbezogen. Deren Grundspezifikation lautete im zweistufigen Verfahren folgendermassen:

$$[5.1] \quad \Delta p_t = C_0 + \sum_{i=1}^k \varphi_i \Delta p_{t-i} + \sum_{i=1}^l \psi_i \Delta e_{t-i} + \sum_{i=0}^m \xi_i \Delta p_{t-i}^* + \gamma \hat{u}_{t-1} + S.D. + \varepsilon_t,$$

mit
$$\hat{u}_{t-1} = p_{t-1} - \hat{b} \left(p_{t-1}^* + e_{t-1} \right) - \hat{a}$$

aus der ersten Schätzstufe, der Kointegrationsregression. S.D. steht für die elf Saison-Dummy-Variablen, die in die Gleichung einbezogen wurden.

Eine Tendenz zur Korrektur von Störungen der längerfristigen Relation zwischen p_t und $(p_t^* + e_t)$ müsste sich in dieser Gleichung in einem signifikant negativen Koeffizienten γ widerspiegeln. Die durch eine Störung

$$\hat{u}_t = p_t - \hat{b} \left(p_t^* + e_t \right) - \hat{a}$$

hervorgerufene Abweichung von der geschätzten langfristigen Beziehung müsste in den anschließenden Perioden $t+1, t+2, \dots$ usw. im durch γ gegebenen Ausmass wieder abgebaut werden.

Statt mit dem zweistufigen Engle/Granger-Verfahren kann die Fehlerkorrekturgleichung auch direkt einstufig geschätzt werden. Der längerfristige «Gleichgewichts»-Zusammenhang zwischen inländischem und korrigiertem ausländischem Preisindex wird dabei nicht vorgängig geschätzt, sondern zusammen mit der kurzfristigen Anpassungsdynamik. Anstelle von [5.1] tritt dann der Ansatz¹⁰

$$[5.2] \quad \Delta p_t = C_0 + \sum_{i=1}^k \varphi_i \Delta p_{t-i} + \sum_{i=1}^l \psi_i \Delta e_{t-i} + \sum_{i=0}^m \xi_i \Delta p_{t-i}^* + \gamma \left[p_{t-1} - b \left(p_{t-1}^* + e_{t-1} \right) \right] + S.D. + \varepsilon_t,$$

Tabelle 3.1

Preisanpassungsgleichungen für Österreich
Gesamte Periode: 1962:1 – 1992:4

	Österreich ¹ ohne $\Delta p_{t,i}^*$	Österreich ¹ mit $\Delta p_{t,i}^*$
Fehlerkorrektur-Koeffizient γ (t-Wert)	-0,33 (-4,5)	-0,026 (-3,6)
Fehlerkorrektur-Koeffizient $\gamma \cdot b$ (t-Wert)	0,37 (4,4)	0,030 (3,5)
Lags k	22	22
Lags m ²	-	0
\bar{R}^2	0,43	0,46
Standardfehler der Gleichung	0,0049	0,0047
D.W.	2,02	1,99
F-Test der Restriktion $b=1$ (Freiheitsgrade)	(1,327)	(1,326)
F	12,3	7,9
Signifikanzniveau	0,1%	0,5%
Godfrey ³ (1,12) Signifikanzniveau	19,5 7,7%	28,7 0,4%
ARCH ³ (12) Signifikanzniveau	63,5 0,0%	54,8 0,0%
Breusch-Pagan ³ (Freiheitsgrade)	115,7 (31)	180,3 (36)
Signifikanzniveau	0,0%	0,0%

1 Dummy-Variable 1984:1 (Mehrwertsteuererhöhung).
Keine $\Delta e_{t,i}$ einbezogen.

2 0: $\Delta p_{t,i}^*$ unverzögert einbezogen;
-: keine $\Delta p_{t,i}^*$ einbezogen.

3 Godfrey (1,12): Test auf Autokorrelation erster bis zwölfter Ordnung;
ARCH (12): Test auf ARCH (AutoRegressive Conditional Heteroscedasticity) zwölfter Ordnung;
Breusch-Pagan: Lagrange-Multiplikator-Test auf Heteroskedastizität.

¹⁰ \hat{a} lässt sich in dieser einstufigen Variante nicht separat ermitteln. Der Koeffizient a geht in die geschätzte Konstante der Fehlerkorrekturgleichung ein.

Tabelle 3.2
 Preisanpassungsgleichungen für Österreich und die Schweiz
 Bretton Woods: 1962:1 – 1972:12

	Österreich	Schweiz	Österreich	Schweiz
	ohne $\Delta p_{t,i}$		mit $\Delta p_{t,i}$	
Fehlerkorrektur- Koeffizient γ (t-Wert)	-0,061 (-3,19)	-0,025 (-2,84)	-0,048 (-2,48)	-0,023 (-2,67)
Fehlerkorrektur- Koeffizient $\gamma \cdot b$ (t-Wert)	1	0,029 (3,43)	1	1
Lags k	9	4	9	4
Lags m^2	-	-	0	0 und 1
\bar{R}^2	0,36	0,51	0,39	0,54
Standardfehler der Gleichung	0,0071	0,0025	0,0069	0,0024
D.W.	2,0	1,96	2,02	1,97
F-Test der Restriktion $b=1$ (Freiheitsgrade)	(1,109)	(1,114)	(1,108)	(1,112)
F	0,33	4,10	0,07	1,82
Signifikanzniveau	56,6%	4,5%	78,6%	18,0%
Godfrey ³ (1,12) Signifikanzniveau	13,2 35,4%	16,5 17,0%	12,2 42,9%	9,9 62,8%
ARCH ³ (12) Signifikanzniveau	12,7 39,0%	5,8 92,6%	10,4 57,8%	13,5 33,3%
Breusch-Pagan ³ (Freiheitsgrade)	24,7 (14)	6,29 (12)	47,6 (18)	9,5 (14)
Signifikanzniveau	3,8%	90,1%	0,0%	79,5%

1 Restringierte Schätzung ($\gamma b = -\gamma$), F-Wert ($b = 1$) nicht signifikant.

2 0: $\Delta p_{t,i}$ unverzögert einbezogen;

-: keine $\Delta p_{t,i}$ einbezogen.

3 Godfrey (1,12): Test auf Autokorrelation erster bis zwölfter Ordnung;
 ARCH (12): Test auf ARCH (AutoRegressive Conditional Heteroscedasticity)
 zwölfter Ordnung;
 Breusch-Pagan: Lagrange-Multiplikator-Test auf Heteroskedastizität.

Tabelle 3.3
Preisanpassungsgleichungen für Österreich und die Schweiz
Siebziger Jahre

	Österreich ⁴	Schweiz ⁴	Österreich ⁴	Schweiz ⁴
	73:1 - 80:12	73:1 - 79:12	73:1 - 80:12	73:1 - 79:12
	ohne Δp_{t-1}		mit Δp_{t-1}	
Fehlerkorrektur-Koeffizient γ (t-Wert)	-0,056 (-3,8)	-0,021 (-3,2)	-0,038 (-2,5)	-0,016 (-2,8)
Fehlerkorrektur-Koeffizient $\gamma \cdot b$ (t-Wert)	0,084 (3,7)	1	0,059 (2,5)	1
Lags k	16	3	16	-
Lags m ²	-	-	0	0
\bar{R}^2	0,61	0,28	0,64	0,39
Standardfehler der Gleichung	0,0027	0,0046	0,0025	0,0042
D.W.	2,05	1,98	2,04	1,92
F-Test der Restriktion b=1 (Freiheitsgrade)	(1,66)	(1,67)	(1,65)	(1,69)
F	10,2	1,31	5,92	0,55
Signifikanzniveau	0,2%	25,7%	1,8%	46,1%
Godfrey ³ (1,12)	24,2*	17,7	31,8	15,1
Signifikanzniveau	1,9%	12,5%	0,1%	23,7%
ARCH ³ (12)	13,9	30,2	11,3	12,5
Signifikanzniveau	30,8%	0,3%	50,3%	40,8%
Breusch-Pagan ³ (Freiheitsgrade)	35,5 (24)	8,4 (8)	27,6 (29)	5,6 (6)
Signifikanzniveau	6,1%	39,3%	53,7%	46,7%

1 Restringierte Schätzung ($\gamma b = -\gamma$), F-Wert ($b = 1$) nicht signifikant.

2 0: Δp_{t-1} unverzögert einbezogen;

-: keine Δp_{t-1} einbezogen.

3 Godfrey (1,12): Test auf Autokorrelation erster bis zwölfter Ordnung;
 ARCH (12): Test auf ARCH (AutoRegressive Conditional Heteroscedasticity)
 zwölfter Ordnung;

Breusch-Pagan: Lagrange-Multiplikator-Test auf Heteroskedastizität. Bulletin trimestriel BNS 4/92

4 Keine Δe_{t-1} einbezogen.

Tabelle 3.4
Preisanpassungsgleichungen für Österreich und die Schweiz
Achtziger Jahre

	Österreich ^{4,5}	Schweiz ⁵	Österreich ^{4,5}	Schweiz ⁵
	81:1 - 92:4	80:1- 92:4	81:1 - 92:4	80:1 - 92:4
	ohne $\Delta p_{t,i}$		mit $\Delta p_{t,i}$	
Fehlerkorrektur-Koeffizient γ (t-Wert)	-0,009 (-0,91)	-0,0035 (-0,64)	-0,010 (-1,10)	+0.0031 (0,58)
Fehlerkorrektur-Koeffizient $\gamma \cdot b$ (t-Wert)	1	1	1	1
Lags k	12	12	12	7
Lags m^2	-	-	0	0 und 1
\bar{R}^2	0,64	0,30	0,68	0,44
Standardfehler der Gleichung	0,0027	0,0031	0,0026	0,0027
D.W.	2,04	2,00	2,08	1,99
F-Test der Restriktion $b=1$ (Freiheitsgrade)	(1,109)	(1,122)	(1,108)	(1,125)
F	0,44	0,10	0,51	0,68
Signifikanzniveau	51,0%	75,7%	47,6%	41,2%
Godfrey ³ (1,12) Signifikanzniveau	19,7 7,4%	11,1 51,9%	15,8 20,0%	7,8 79,9%
ARCH ³ (12) Signifikanzniveau	15,7 20,3%	13,1 36,0%	13,4 33,9%	9,8 63,7%
Breusch-Pagan ³ (Freiheitsgrade) Signifikanzniveau	45,8 (21) 0,1%	26,6 (17) 6,5%	36,4 (22) 2,8%	31,4 (17) 1,8%

1 Restringierte Schätzung ($\gamma b = -\gamma$), F-Wert ($b = 1$) nicht signifikant.

2 0: $\Delta p_{t,i}$ unverzögert einbezogen;

-: keine $\Delta p_{t,i}$ einbezogen.

3 Godfrey (1,12): Test auf Autokorrelation erster bis zwölfter Ordnung;
 ARCH (12): Test auf ARCH (AutoRegressive Conditional Heteroscedasticity)
 zwölfter Ordnung;
 Breusch-Pagan: Lagrange-Multiplikator-Test auf Heteroskedastizität.

4 Mit Dummy-Variablen 1984:1 (Mehrwertsteuererhöhung).

5 Keine $\Delta e_{t,i}$ einbezogen.

Für die vorliegende Studie wurden zunächst sowohl Gleichung [5.1] als auch [5.2] untersucht. Die ein- und zweistufigen Schätzergebnisse stimmten indessen gemäss diesen Vorabklärungen derart eng überein, dass für die definitiven Schätzgleichungen nur die einstufige Variante [5.2] weiter verfolgt wurde. Gemäss eng interpretierter KKP dürfte sich \hat{b} in dieser Schätzgleichung nicht signifikant von eins unterscheiden. Die ohne diese Restriktion geschätzte Gleichung [5.2] wurde deshalb jeweils mittels eines F-Tests daraufhin geprüft, ob die Daten mit der Bedingung $b=1$ vereinbar seien. Die Anzahl der in die Gleichung aufgenommenen verzögerten Werte von Δp_{t-j} , Δe_{t-j} und Δp^*_{t-j} , d.h. die «lag»-Längen k , l und m , wurde gemäss dem Akaike-Kriterium bestimmt (Minimierung des finalen Prognosefehlers FPE).

Tabelle 3 enthält die Hauptresultate der für die Schweiz und Österreich geschätzten Fehlerkorrekturmodelle der kurzfristigen Preis Anpassung. Für Österreich, das mehr oder weniger ständig fixe Wechselkurse hatte, wurde das Modell zunächst (Tabelle 3.1) über die ganze Periode 1962:2 bis 1992:4 geschätzt. Die verhältnismässig hohen «t»-Statistiken für $\hat{\gamma}$ und $(\hat{\gamma}b)$ weisen zwar auf eine Tendenz zur Korrektur der Abweichungen vom längerfristigen Zusammenhang hin. Die KKP-Restriktion ($b = 1$) ist aber eindeutig verletzt, wie die Signifikanzniveaus des entsprechenden F-Tests von 0,1 % bzw. 0,5 % zeigen. In ergänzenden Untersuchungen erwiesen sich die zwei Schätzgleichungen zudem als im Zeitablauf nicht stabil. Ferner fielen die Tests auf autokorrelierte (Godfrey) und heteroskedastische Residuen (ARCH und Breusch/Pagan) signifikant aus. Diese Resultate bestätigen, dass das geprüfte Fehlerkorrekturmodell für die ganze Untersuchungsperiode keine befriedigende statistische Beschreibung des Preisveränderungsprozesses in Österreich bildet. Deshalb wurden, wie für die Schweiz, wo vor und nach 1973 zwei eindeutig verschiedene Wechselkursregimes galten, auch für Österreich mehrere Teilperioden untersucht. Für beide Länder wurden drei Zeitabschnitte unterschieden:

In Österreich wurde die Periode von Bretton Woods (1960–1972) von der Phase der Wechselkurspolitik gegenüber einem Währungskorb (1973–1980) und der definitiven Hartwährungsopo-

litik mit D-Mark-Kursfixierung (1981–1992) abgegrenzt. In der Schweiz wurde zunächst ebenfalls die Periode von Bretton-Woods separat analysiert. Daneben schien nach Vorabklärungen eine Teilung der Periode flexibler Wechselkurse in siebziger (1973–1979) und achtziger Jahre (1980–1992) angemessen.

Resultate für die Periode von Bretton Woods

Die Gleichungen für die «Fixkurs»-Periode unter dem Bretton Woods-System (Tabelle 3.2) fielen für beide Länder statistisch recht befriedigend aus. Dies gilt insbesondere für die Spezifikation, in der auch deutsche Preisveränderungen Δp^* (mit Verzögerungen 0, bzw. 0 und 1) enthalten waren. Die KKP-Implikation $b=1$ konnte in diesem Falle für Österreich wie für die Schweiz akzeptiert werden – mit Signifikanzniveaus des F-Tests von 78,6% bzw. 18,0%. Die Koeffizienten und t-Statistiken des Fehlerkorrekturausdrucks fielen recht bescheiden aus: Die Gleichungen implizieren eine zwar vorhandene, doch sehr langsam wirkende Korrekturkraft in Richtung KKP.

Resultate für die siebziger Jahre

Der Fehlerkorrekturterm ist wiederum in beiden Ländern gemäss konventionellen Signifikanzkriterien statistisch nachgewiesen (Tabelle 3.3). Eine gewisse Tendenz zur Korrektur von Störungen der KKP durch Preis Anpassungen ist also auch in dieser Periode erkennbar. In der Schweiz kann die restringierte Form der Schätzgleichung ($b=1$) akzeptiert werden, in Österreich ist die Restriktion verletzt. Der Koeffizient des wechselkurskorrigierten deutschen Preisniveaus ist merklich höher als der (negative) Koeffizient des österreichischen Preises. In der Spezifikation mit Einschluss von Δp^*_t entsprechen die beiden Koeffizienten einem Punkt-Schätzwert für \hat{b} von 1,55 (= 0,059/0,038). Der an \bar{R}^2 gemessene Erklärungsgehalt der Preis Anpassungsgleichung liegt für die Schweiz deutlich niedriger, für Österreich deutlich höher als in der Periode von Bretton Woods.

Resultate für die achtziger Jahre

In den achtziger Jahren wird der Fehlerkorrekturterm der Preisgleichung interessanterweise nicht nur für die Schweiz, wo Anpassungen auch über

den Wechselkurs erfolgen konnten, insignifikant (Tabelle 3.4). Er verschwindet vielmehr praktisch auch für Österreich – und zwar ausgerechnet in der Periode der definitiven Hartwährungspolitik.

5.2 Kurzfristige Wechselkursanpassungsmodelle für die Schweiz

Ein Fehlerkorrekturmodell für den Wechselkurs der D-Mark in Schweizerfranken wurde analog zum einstufigen Modell der kurzfristigen Preis-anpassung [5.2] formuliert. In

$$\begin{aligned}
 \Delta e_t = C_0 + \sum_{i=1}^k \varphi_i \Delta e_{t-i} + \sum_{i=0}^l \psi_i \Delta p_{t-i} + \sum_{i=1}^m \xi_i \Delta p_{t-i}^* \\
 + \gamma \left[p_{t-1} - b \left(p_{t-1}^* + e_{t-1} \right) \right] + \varepsilon_t,
 \end{aligned}
 \tag{5.3}$$

wurde der gleiche Fehlerkorrekturausdruck ($p_{t-1} - b [p_{t-1}^* + e_{t-1}]$) verwendet wie in den Preisgleichungen. Falls eine Tendenz des Wechselkurses bestand, Abweichungen des schweizerischen Preisniveaus vom längerfristigen Zusammenhang mit dem korrigierten deutschen Preisindex auszugleichen, mussten die Schätzwerte des Koeffizienten γ signifikant *positiv* ausfallen. Ein positiver Wert von γ in Gleichung [5.3] bedeutet ja, dass ein über dem «gleichgewichtigen» Niveau liegender Wert von p_{t-1} anschliessend eine Tendenz zu steigendem D-Mark-Kurs (positivem Δe_t) nach sich zieht.

Die Wechselkursgleichung [5.3] wurde aufgrund der Resultate der Kointegrationstests für die Periode Januar 1975 bis April 1992 geschätzt. Tabelle 4 enthält die Resultate dieses Fehlerkorrekturmodells. Zum Vergleich sind dort auch die Schätzwerte aufgeführt, die für die gleiche Spezifikation über die ganze Periode flexibler Wechselkurse ab 1973 resultieren. Um verzerrende Einflüsse der damaligen Wechselkurs-turbulenzen auszuschalten, wurden für die Monate August bis Oktober 1978 Dummy-Variablen eingesetzt. Die Berücksichtigung von saisonalen Dummy-Variablen erwies sich dagegen in der Wechselkursbeziehung nicht als nötig.

Der Koeffizient des Fehlerkorrekturausdrucks weist gemäss Tabelle 4 das korrekte Vorzeichen

Tabelle 4
Wechselkursanpassungsgleichungen für die Schweiz

	75:1 - 92:4	73:1 - 92:4
Fehlerkorrektur-Koeffizient γ	0,045	0,033
(t-Wert)	(3,6)	(3,6)
Lags k		3
Lags l ¹		0 - 4, 12
Lags m ¹		2,4,8,9,11,12
\bar{R}^2	0,45	0,40
Standardfehler der Gleichung	0,010	0,011
D.W.	1,97	1,92
F-Test der Restriktion $b=1$ (Freiheitsgrade)	(1,186)	(1,210)
F	1,7	1,1
Signifikanzniveau	19,6%	28,6%
Godfrey ² (1,12)	11,3	13,2
Signifikanzniveau	50,4%	35,7%
ARCH ² (12)	11,5	9,4
Signifikanzniveau	48,9%	67,0%
Breusch-Pagan ² (Freiheitsgrade)	25,6 (27)	32,9 (27)
Signifikanzniveau	54,3%	20,0%

- 1 Lags mit t-Werten <1 nicht einbezogen
- 2 Godfrey (1,12): Test auf Autokorrelation erster bis zwölfter Ordnung;
ARCH (12): Test auf ARCH (AutoRegressive Conditional Heteroscedasticity) zwölfter Ordnung;
Breusch-Pagan: Lagrange-Multiplikator-Test auf Heteroskedastizität.

auf und ist signifikant von null verschieden. Die KKP-Restriktion $b=1$ ist mit dem Wechselkursverlauf offenbar kompatibel, und die Tests auf Autokorrelation und Heteroskedastizität der Residuen fallen zufriedenstellend aus. Das niedrige Bestimmtheitsmass \bar{R}^2 und der hohe Standardfehler der Schätzgleichung weisen auf bedeutende kurzfristige Zufallsschwankungen des Wechselkurses hin. Mittelfristig trug der Wechsel-

kurs aber jeweils wieder zur, allerdings langsamen, Annäherung an die KKP-Relation bei. Der Anpassungsprozess an die langfristige Beziehung zwischen schweizerischen und deutschen Preisen verlief offenbar zu einem guten Teil über den Wechselkurs – und er entsprach damit den theoretischen Erwartungen gemäss KKP-Theorie.

6. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

Mittels Kointegrationstests und der Schätzung von Fehlerkorrekturmodellen wurde in diesem Aufsatz die Relevanz der KKP-Theorie für die Preis- und Wechselkursentwicklung in der Schweiz und Österreich untersucht. Damit sollte unter anderem geklärt werden, ob eine enge Wechselkursbindung an ein grosses Land wie Deutschland eine zügige Anpassung der eigenen Inflationsrate bewirkt.

Gemäss den Kointegrationstests nach Engle/Granger [1987] scheinen die Daten die KKP-Hypothese im engeren Sinne nur wenig zu stützen. Über den ganzen Untersuchungszeitraum von 1960 bis 1992 hinweg war für die Beziehungen Österreich–Deutschland und Schweiz–Deutschland keine stabile Relation im Sinne der KKP-Theorie nachweisbar. Immerhin besteht eine gewisse Evidenz für Kointegration, wenn die Periode von Bretton Woods ausgeklammert und erst ab Mitte der siebziger Jahre geschätzt wird.

Entsprechend den negativen Kointegrationsergebnissen konnte für Österreich kein akzeptables Fehlerkorrekturmodell der kurzfristigen Preisentwicklung geschätzt werden, wenn der ganze Untersuchungszeitraum betrachtet wurde. Eine Aufteilung der Schätzperiode auf die Phase von Bretton Woods, die «siebziger» (ab 1973) und die achtziger Jahre förderte für die Unterabschnitte teilweise bessere Resultate zutage. Für die «Fixkurs»-Periode 1960 bis 1972 reagierten die österreichischen und schweizerischen Preise auf Abweichungen von der KKP theoriegemäss. Die geschätzten Koeffizienten deuten allerdings auf eine nur sehr langsame Korrektur eingetretener Abweichungen von der KKP-Relation hin. Die Resultate der Preisanpassungsgleichung für die

Schweiz in den siebziger Jahren und für den Kurs der D-Mark in Schweizer Franken von 1975–1992 entsprechen ebenfalls den Erwartungen aufgrund der KKP-Theorie. Demgegenüber fiel die Preisanpassungsgleichung für Österreich in den siebziger Jahren schlechter aus als für die Schweiz. In den achtziger Jahren liess sich in den Preisveränderungen weder für Österreich noch für die Schweiz eine signifikante Tendenz hin zur KKP nachweisen. Aufgrund der KKP-Theorie hätte man für Österreich, das den Wechselkurs fixierte, sowohl in den siebziger als auch in den achtziger Jahren Preisanpassungsgleichungen mit einer klaren Fehlerkorrekturtendenz erwartet.

Welche Schlüsse lassen sich aus den Resultaten im Hinblick auf die Wahl des Wechselkursregimes eines kleinen Landes ziehen?

- Die langsame Anpassung des Preisniveaus in Richtung KKP und das insignifikante Ergebnis für Österreich während der Hartwährungspolitik von 1981–1992 zeigen, dass ein fixer Wechselkurs keine rasche Annäherung der Inflationsrate eines kleinen Landes an jene des grossen Partners garantiert. Dazu ist allerdings anzumerken, dass die Inflationsunterschiede zwischen den drei hier betrachteten Ländern ohnehin nie sehr gross waren. Der Zug zur KKP wäre möglicherweise klarer erkennbar, wenn Länder mit grösseren Inflationsunterschieden unter fixen Wechselkursen verglichen würden.
- Die Kaufkraftparitätentheorie darf nicht als in engem Sinne gültig betrachtet werden. Langandauernde oder permanente Abweichungen von der KKP sind nicht nur theoretisch möglich, sondern offenbar auch von praktischer Bedeutung.

Damit kann aus geringfügigen Inflationsdifferenzen (vgl. Tabelle 1) nicht gefolgert werden, die Schweiz hätte in den achtziger Jahren mit einer Wechselkursfixierung gegenüber der D-Mark einen besseren Inflationsdurchschnitt erreicht als mit ihrer eigenständigen Geldpolitik. Das KKP-Argument kann allenfalls dann als Begründung für eine Wechselkursfixierung gegenüber einem preisstabilen grossen Partnerland dienen, wenn die Notenbank eines kleinen Landes mangels Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit nicht in der

Lage ist, einen hohen Inflationstrend autonom zu reduzieren. Wo die Teuerung im Trend niedrig ist und die Zentralbank, wie die SNB, Inflationsschübe aus eigener Kraft korrigieren kann, müssen andere Kriterien, wie z.B. die Auswirkungen auf das Zinsniveau oder die Übertragung externer wirtschaftlicher Störungen, die Wahl des Wechselkursregimes bestimmen.

Anzumerken bleibt schliesslich, dass auch eine Wechselkursfixierung glaubwürdig durchgesetzt werden muss, wenn sie den erwünschten «Import» von Preisstabilität auf Dauer bewirken soll. Ausserdem muss das Partnerland, an dessen Währung die eigene gebunden wird, wirklich Gewähr für eine dauerhafte Politik der Preisstabilität bieten. Der ÖNB ist eine erfolgreiche Hartwährungspolitik gelungen; andere Beispiele gibt es aber gerade in der jüngsten Vergangenheit auch.

Literaturverzeichnis

- Ardeni, P. G. und Lubian, D. [1991]: Is there Trend Reversion in Purchasing Power Parity? *European Economic Review* 35, 1035–1055.
- Breuss, F. [1984]: Schweiz und Österreich: Ein Wirtschaftsvergleich. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Handel, Gewerbe und Industrie, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung, Wien.
- Dornbusch, R. [1987]: Purchasing Power Parity. In: Eatwell, J. et al. (eds.), *The New Palgrave: a Dictionary of Economics*. London. Vol. 3, 1075–1085.
- Engle, R. F. und Granger, C. W. J. [1987]: Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing. *Econometrica* 55, 251–276.
- Engle, R. F. und Yoo, B. S. [1987]: Forecasting and Testing in Co-integrated Systems. *Journal of Econometrics* 35, 143–159.
- Genberg, H. [1986]: Monetary Targeting: Theory, Experiences and Implications for the EFTA Countries. Occasional Paper No. 17, European Free Trade Association, Genf.
- Genberg, H. [1990]: In the Shadow of the Mark: Exchange Rate and Monetary Policy in Austria and Switzerland. In: Argy, V. and De Grauwe, P. (eds.), *Choosing an Exchange Rate Regime: the Challenge for Smaller Industrial Countries*. IMF, Washington, D.C., 197–219.
- Hauser, H. und Ziegler, S. [1991]: Integration der europäischen Kapitalmärkte: Konsequenzen für die schweizerische Geldpolitik. Kurzfassung einer Studie, erstellt im Auftrag der Kommission für Konjunkturfragen (KfK). 330. Mitteilung der KfK, «Die Wirtschaftslage», Bericht vom 7. September 1990, Beilage zur «Volkswirtschaft» Heft 6 / 91.
- Huizinga, J. H. [1987]: An Empirical Investigation of the Long-run Behavior of Real Exchange Rates. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 27, 149–214.
- Johnson, D. R. [1990]: Co-integration, Error Correction, and Purchasing Power Parity between Canada and the United States. *Canadian Journal of Economics* 23, No. 4, November.
- Mark, N. C. [1990]: Real and Nominal Exchange Rates in the Long Run: An Empirical Investigation. *Journal of International Economics* 28, No. 1/2, February, 115–136.
- Rich, G. und Béguélin, J.-P. [1985]: Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s, an Experiment in Pragmatic Monetarism. In: Brunner, K., et al. (eds.), *Monetary Policy and Monetary Regimes*. Center Symposium Series No. CS-17, Center for Research in Government Policy and Business, University of Rochester.
- Rich, G. [1989]: Geldmengenziele und schweizerische Geldpolitik: eine Standortbestimmung. *Geld, Währung und Konjunktur, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank* 7, Nr. 4, Dezember, 345–360.
- Rich, G. [1990]: Exchange-Rate Management under Floating Exchange Rates. A Skeptical Swiss View. *Journal of Banking and Finance* 14, November, 993–1021.

Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1991

Catherine Marrel*

Kapitalexporte im Jahre 1991

Nach der intensiven Wachstumsphase in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre mit Höhepunkt im Jahre 1989 schwächte sich die schweizerische Direktinvestitionstätigkeit im Jahre 1990 ab. Im Jahre 1991 verstärkten die schweizerischen Unternehmen ihre Investitionen im Ausland wieder. Sie investierten 9,4 Mrd. Franken oder 0,6 Mrd. Franken mehr als im Vorjahr.

Die Kapitalflüsse gingen 1991 grösstenteils in die EG- und die EFTA-Länder, insbesondere nach Frankreich, Italien, Schweden, Spanien, Deutschland und Norwegen. Ausserdem investierten die Unternehmen verstärkt in den osteuropäischen Ländern, vor allem in Polen und Ungarn. Damit setzten sie ihre Anpassung an den europäischen Binnenmarkt und an die Öffnung des ehemals kommunistischen Blocks fort. Auch in die USA floss im Jahre 1991 wieder mehr Kapital, nachdem dort im Vorjahr kaum investiert worden war. Die Investitionen stammten zum grössten Teil von Banken und Versicherungen. Die Unternehmen aus den übrigen Branchen hielten sich dagegen zurück. In Grossbritannien wurde im Vergleich zu den Vorjahren nur wenig investiert.

Die Kapitalexporte in die Schwellenländer halbierten sich. Sie waren aber immer noch bedeutend höher als in den Jahren bis 1989. In der jüngsten Zeit erlebten die Kapitalexporte in die lateinamerikanischen und asiatischen Schwellenländer einen Aufschwung. Viele dieser Länder hatten in den letzten Jahren umfassende Wirtschaftsreformen eingeleitet und den Waren- und Kapitalverkehr liberalisiert. Die Investitionen in Mexiko profitierten von der geplanten Freihandelszone in Nordamerika (NAFTA). Die übrigen Entwicklungsländer (ohne karibische Zone und Schwellenländer) erhielten 1991 erstmals mehr Investitionen, nachdem in den Vorjahren Direktinvestitions-

kapital zurückgezogen worden war. Die Kapitalexporte nach Lateinamerika sanken von 3,5 Mrd. Franken im Vorjahr auf 1,8 Mrd. Franken. Die Abnahme betraf zur Hauptsache die Direktinvestitionen in der karibischen Zone, auf die aber immer noch der grösste Teil der Kapitalflüsse nach Lateinamerika entfiel. Ein Teil der Direktinvestitionen wird aus steuerlichen Gründen über die karibische Zone abgewickelt. Die wichtigsten Empfänger unter den Entwicklungs- und Schwellenländern waren im Jahre 1991 die karibische Zone, Singapur und Mexiko. Sie erhielten beinahe drei Viertel der Kapitalexporte in die Entwicklungsländer.

Die Kapitalexporte der Industrieunternehmen nahmen um 0,4 Mrd. auf 4,7 Mrd. Franken ab. Der Rückgang betraf vor allem die Entwicklungs- und Schwellenländer, dagegen steigerten die Industrieunternehmen ihre Investitionen in Europa. Die Kapitalexporte der Dienstleistungsunternehmen stiegen um mehr als das Doppelte auf ebenfalls 4,7 Mrd. Franken. Bei den Dienstleistungsunternehmen bauten vor allem die Banken und Versicherungen ihre Stellung in den EG- und EFTA-Ländern und in den USA weiter aus. Sie investierten ausserdem geringfügig in den asiatischen Schwellenländern.

Von den gesamten Kapitalexporten entfielen 5,9 Mrd. Franken auf Kapitalerhöhungen und Übernahmen von Unternehmen im Ausland. Ausserdem erhielten die Beteiligungen im Ausland 1,6 Mrd. Franken in Form von Krediten, während 1,9 Mrd. Franken aus reinvestierten Erträgen stammten.

Kapitalbestand Ende 1991

Ende 1991 betrug der Kapitalbestand der schweizerischen Direktinvestitionen 102,2 Mrd. Franken gegenüber 85,2 Mrd. im Vorjahr. Vom Zuwachs von 17 Mrd. Franken entfielen 9,4 Mrd. Franken

* Ressort Statistik der Schweizerischen Nationalbank

Tabelle 1

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalbestand am Jahresende (in Mio. Franken)**

Industrieunternehmen	1988	1989	1990	1991
EFTA	4 178	4 377	4 075	4 966
EG	20 207	20 584	23 185	25 503
Übriges Westeuropa	185	259	224	245
Osteuropa	8	15	47	364
Nordamerika	10 836	11 516	9 981	11 279
Lateinamerika	5 613	6 251	8 037	10 600
Mittlerer Osten	123	262	137	198
Afrika	921	1 000	1 007	1 256
Australien, Neuseeland	877	753	875	1 125
Asien, Ozeanien	2 682	2 758	2 722	3 592
Total	45 629	47 775	50 288	59 126

Dienstleistungs- unternehmen	1988	1989	1990	1991
EFTA	353	432	557	1 039
EG	13 049	15 535	17 692	20 662
Übriges Westeuropa	43	101	104	67
Osteuropa	-4	-5	-3	5
Nordamerika	6 815	10 425	9 317	12 255
Lateinamerika	3 803	4 842	4 782	5 423
Mittlerer Osten	97	202	218	237
Afrika	72	136	114	581
Australien, Neuseeland	426	486	475	625
Asien, Ozeanien	628	1 437	1 610	2 096
Total	25 281	33 591	34 866	42 990

Total	1988	1989	1990	1991
EFTA	4 531	4 809	4 631	6 005
EG	33 256	36 119	40 877	46 165
Übriges Westeuropa	227	360	328	312
Osteuropa	4	10	44	368
Nordamerika	17 651	21 941	19 298	23 534
Lateinamerika	9 416	11 093	12 819	16 023
Mittlerer Osten	220	463	355	435
Afrika	993	1 136	1 121	1 837
Australien, Neuseeland	1 302	1 239	1 349	1 750
Asien, Ozeanien	3 310	4 195	4 332	5 688
Total	70 910	81 366	85 154	102 116

Tabelle 2

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalbewegungen (in Mio. Franken)**

Industrieunternehmen	1988	1989	1990	1991
EFTA	208	1 205	-352	747
EG	7 263	2 120	2 388	1 978
Übriges Westeuropa	109	54	34	-52
Osteuropa	-1	7	19	64
Nordamerika	-135	2 861	-53	92
Lateinamerika	1 483	941	2 578	1 420
Mittlerer Osten	-24	104	-117	44
Afrika	70	29	105	156
Australien, Neuseeland	167	27	221	75
Asien, Ozeanien	-24	166	273	195
Total	9 116	7 512	5 096	4 719

Dienstleistungs- unternehmen	1988	1989	1990	1991
EFTA	79	36	80	105
EG	1 453	965	2 134	2 623
Übriges Westeuropa	-22	52	2	-17
Osteuropa	1	-1	2	2
Nordamerika	1 362	3 057	199	1 264
Lateinamerika	463	861	924	368
Mittlerer Osten	100	104	19	0
Afrika	-2	11	-19	37
Australien, Neuseeland	121	83	77	143
Asien, Ozeanien	52	162	336	137
Total	3 607	5 330	3 753	4 662

Total	1988	1989	1990	1991
EFTA	287	1 241	-273	852
EG	8 716	3 084	4 522	4 601
Übriges Westeuropa	87	107	36	-69
Osteuropa	-0	6	21	66
Nordamerika	1 227	5 918	146	1 355
Lateinamerika	1 946	1 802	3 502	1 788
Mittlerer Osten	76	208	-98	44
Afrika	68	40	86	193
Australien, Neuseeland	288	109	298	218
Asien, Ozeanien	28	327	609	332
Total	12 723	12 842	8 849	9 381

+ = schweizerische Kapitalexporte,
- = Rückflüsse aus dem Ausland

auf Kapitalexporte, während der Rest hauptsächlich auf Bewertungsveränderungen respektive auf die Umstellung der Bilanzierungsmethoden einzelner Unternehmen zurückzuführen war.

Ende 1991 befanden sich rund 80% des schweizerischen Direktinvestitionskapitals im Ausland in Industriestaaten und zwar vor allem in den

USA, Deutschland, Frankreich, Grossbritannien, Italien und den Niederlanden. Von den restlichen 20% des Kapitals konzentrierten sich die Direktinvestitionsbestände auf die karibische Zone, Brasilien, Mexiko, Hongkong und Panama.

In den letzten Jahren haben die Direktinvestitionsbestände der Dienstleistungsunternehmen im

Tabelle 3

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Kapitalbewegungen (in Mio. Franken)**

Industrieunternehmen	Kredite	Beteili- gungs- kapital	reinve- stierte Erträge	Total
EFTA	-70	279	539	747
EG	756	473	749	1 978
Übriges Westeuropa	-22	16	-47	-52
Osteuropa	18	44	3	64
Nordamerika	-1	1 107	-1 014	92
Lateinamerika	615	-10	815	1 420
Mittlerer Osten	11	33	1	44
Afrika	12	81	63	156
Australien, Neuseeland	2	91	-19	75
Asien, Ozeanien	-21	110	105	195
Total	1 300	2 224	1 196	4 719

Industrieunternehmen	Kredite	Beteili- gungs- kapital	reinve- stierte Erträge	Total
EFTA	47	23	35	105
EG	205	2 013	405	2 624
Übriges Westeuropa	-22	33	-28	-17
Osteuropa	-2	3	1	2
Nordamerika	37	1 185	42	1 264
Lateinamerika	-17	129	256	368
Mittlerer Osten	-17	14	3	0
Afrika	7	21	8	37
Australien, Neuseeland	-5	51	96	143
Asien, Ozeanien	24	202	-89	137
Total	258	3 674	730	4 662

Industrieunternehmen	Kredite	Beteili- gungs- kapital	reinve- stierte Erträge	Total
EFTA	-23	301	574	852
EG	961	2 487	1 154	4 601
Übriges Westeuropa	-44	49	-74	-69
Osteuropa	16	46	4	66
Nordamerika	35	2 292	-972	1 355
Lateinamerika	598	119	1 071	1 788
Mittlerer Osten	-6	46	4	44
Afrika	19	102	71	193
Australien, Neuseeland	-2	142	78	218
Asien, Ozeanien	3	312	17	332
Total	1 557	5 898	1 925	9 381

+ = schweizerische Kapitalexporte,
- = Rückflüsse aus dem Ausland

Vergleich zu jenen der Industrieunternehmen immer mehr an Bedeutung gewonnen. Gehörten im Jahre 1985 über drei Viertel des Investitionskapitals im Ausland Industrieunternehmen, betrug Ende

Tabelle 4

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland
Personalbestand im Ausland am Jahresende**

Industrieunternehmen	1988	1989	1990	1991
EFTA	101 501	99 047	97 239	87 674
EG	332 757	344 038	342 779	349 410
Übriges Westeuropa	3 687	3 997	3 615	3 914
Osteuropa	46	39	5 779	11 293
Nordamerika	112 031	133 028	145 307	165 244
Lateinamerika	80 659	82 064	79 789	79 321
Mittlerer Osten	2 962	5 671	4 945	5 335
Afrika	23 272	25 853	26 357	26 687
Australien, Neuseeland	9 828	15 917	18 767	16 411
Asien, Ozeanien	65 792	61 975	54 480	60 411
Total	732 535	771 629	779 057	805 700

Dienstleistungs- unternehmen	1988	1989	1990	1991
EFTA	8 126	6 474	8 336	11 934
EG	85 101	89 189	104 793	132 334
Übriges Westeuropa	853	1 274	1 648	989
Osteuropa	57	70	144	621
Nordamerika	32 060	37 362	38 329	44 797
Lateinamerika	11 766	10 834	10 257	15 499
Mittlerer Osten	2 084	2 025	2 342	4 275
Afrika	2 860	3 335	4 714	4 520
Australien, Neuseeland	5 466	6 624	7 014	8 980
Asien, Ozeanien	10 482	11 825	14 552	18 465
Total	158 855	169 012	192 129	242 414

Total	1988	1989	1990	1991
EFTA	109 627	105 521	105 575	99 608
EG	417 858	433 227	447 572	481 744
Übriges Westeuropa	4 540	5 271	5 263	4 903
Osteuropa	103	109	5 923	11 914
Nordamerika	144 091	170 390	183 636	210 041
Lateinamerika	92 425	92 898	90 046	94 820
Mittlerer Osten	5 046	7 696	7 287	9 610
Afrika	26 132	29 188	31 071	31 207
Australien, Neuseeland	15 294	22 541	25 781	25 391
Asien, Ozeanien	76 274	73 800	69 032	78 876
Total	891 390	940 641	971 186	1 048 114

1991 deren Anteil am Gesamtbestand weniger als 60%. Überproportional waren die Industrieunternehmen in den EFTA-Ländern, in Osteuropa sowie in den Entwicklungsländern vertreten.

Auch im Jahre 1991 erhöhten die Dienstleistungsunternehmen ihre Direktinvestitionsbestände im Ausland stärker (+23,3%) als die Industrieunternehmen (+17,6%). Die Dienstleistungsunternehmen verstärkten ihre Stellung in Europa und Nordamerika, während die Bestände von Industrieunternehmen in Lateinamerika, Afrika, Asien und Osteuropa überdurchschnittlich stiegen.

Ein Teil des schweizerischen Direktinvestitionskapitals im Ausland stammt von ausländisch beherrschten Holdinggesellschaften. Der Anteil dieser Gesellschaften betrug Ende 1990 23% und verminderte sich auf 21% Ende 1991.

Personalbestand Ende 1991

Ende 1991 beschäftigten die schweizerischen Unternehmen im Ausland 1,048 Mio. Personen, oder 7,9% mehr als im Vorjahr. Die Zahl der Beschäftigten stieg wegen Übernahmen bestehender Betriebe. Überdurchschnittlich nahm die Zahl der Beschäftigten in Deutschland, Osteuropa, in den USA, in Afrika und Asien zu. Die Dienstleistungsunternehmen erhöhten die Zahl ihrer Angestellten im Ausland in allen Kapital-exportregionen bedeutend stärker (+26,2%) als die Industrieunternehmen (+3,4%).

Ende 1991 befanden sich 83% des Personals schweizerischer Produktionsstätten im Ausland in den Industriestaaten und 17% in den Entwicklungsländern. Am meisten Personen sind in den USA, in Deutschland, Frankreich, Grossbritannien, Italien, Schweden und Brasilien beschäftigt (ungefähr 60% des gesamten Bestandes).

Ungefähr drei Viertel der Beschäftigten arbeiten in ausländischen Produktionsstätten von Industrieunternehmen und ein Viertel in ausländischen Tochtergesellschaften und Niederlassungen von Dienstleistungsunternehmen.

Begriff

Mit Direktinvestitionen beabsichtigen die Investoren einen dauerhaften und direkten Einfluss auf die Geschäftstätigkeit eines ausländischen

Unternehmens auszuüben. Eine Direktinvestition liegt normalerweise vor,

- wenn ein Investor sich am stimmberechtigten Kapital einer Unternehmung am Ausland beteiligt oder
- im Ausland eine Tochtergesellschaft oder eine Filiale gründet.

Zum Ausland zählen alle Unternehmen ausserhalb des Gebietes der Schweiz und des Fürstentums Liechtenstein.

Erhebung

Die jährlich von der SNB durchgeführte Erhebung richtet sich an alle in der Schweiz domizilierten international tätigen Industrie- und Dienstleistungsunternehmen, deren Direktinvestitionsbestand 10 Mio. Franken übersteigt. Erhebungszeitpunkt ist jeweils Ende Jahr.

Die Unternehmungen geben Auskünfte über die Kapitalbestände (Konzernkredite und Beteiligungskapital), über die Finanzbewegungen auf Konzernkrediten, auf dem Beteiligungskapital (Gründung, Erwerb, Verkauf, Kapitalerhöhungen etc.) und über die reinvestierten Erträge. Die reinvestierten Erträge sind jener Teil des Geschäftsergebnisses, der nicht ausgeschüttet wird. Sie entsprechen der Differenz zwischen dem Ergebnis der Geschäftsperiode (inkl. vom Direktinvestor geleistete Sanierungsbeiträge) und den in der gleichen Periode fälligen Ausschüttungen. Sie ermöglichen den Aufbau der Direktinvestitionsposition, ohne dass ein eigentlicher Kapital-export stattfindet. Im übrigen geben die Firmen Auskunft über die Zahl der in den ausländischen Tochtergesellschaften oder Filialen tätigen Personen. Alle Angaben werden länderweise¹ erhoben.

Bei den Bestandeszahlen handelt es sich um Buchwerte. Die Buchwerte liegen in der Regel tiefer als die Marktwerte.

¹ Die reinvestierten Erträge werden seit 1991 länderweise erfasst.

Obwohl Kapitalbestände und Kapitalbewegungen voneinander abhängen, kann von der Veränderung der Kapitalbestände nicht auf die Kapitalflüsse geschlossen werden oder umgekehrt. Einerseits untersteht die Veränderung des Kapitalbestandes verschiedenen Einflüssen, welche nicht in den Kapitalbewegungen erscheinen. Finanzbewegungen, die ausschliesslich zwischen Direktinvestitionsunternehmen im Ausland stattfinden, schlagen sich nur in der Veränderung des Kapitalbestandes nieder. Ausserdem werden die Kapitalbestände auch durch Einflüsse verändert wie Wechselkursveränderungen, neue Bewer-

tungsgrundsätze in der Buchhaltung (z.B. Anpassung an die International Accounting Standards). Andererseits führt bei Neuinvestitionen der Goodwill (Unterschied zwischen Kaufpreis und Buchwert des Unternehmens) meistens zu Kapitalbewegungen, die grösser sind als die Zunahme des Bestandes.

Zahlen über die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland wurden erstmals für das Jahr 1984 als Teil der Zahlungsbilanz veröffentlicht. Angaben über die Bestände und Flüsse, gegliedert nach Ländern und Sektoren, sind seit 1985 verfügbar.

Les investissements directs suisses à l'étranger en 1991

Catherine Marrel*

Les exportations de capitaux en 1991

Après une phase de vive expansion dans la seconde moitié des années quatre-vingt et un point culminant en 1989, les exportations de capitaux en vue d'investissements directs à l'étranger ont faibli en 1990. Elles ont toutefois augmenté de nouveau en 1991; les entreprises suisses ont en effet investi 9,4 milliards de francs à l'étranger, soit un montant dépassant de 0,6 milliard celui de 1990.

En 1991, les Etats membres de la CE et de l'AELE – en particulier la France, l'Italie, la Suède, l'Espagne, l'Allemagne et la Norvège – ont été les principaux bénéficiaires du flux de capitaux. En outre, les entreprises suisses ont investi davantage dans les pays européens de l'Est, notamment en Pologne et en Hongrie. Elles ont ainsi poursuivi leur adaptation au grand marché européen et à l'ouverture des pays de l'ancien bloc communiste. Le flux vers les Etats-Unis, qui avait été très faible en 1990, a lui aussi progressé. Les investissements dans ce pays ont été effectués en majeure partie par des banques et des compagnies d'assurances; les entreprises des autres branches ont par contre marqué une certaine retenue. Les investissements au Royaume-Uni ont été nettement moins élevés que pendant les années précédentes.

D'une année à l'autre, les exportations de capitaux vers les pays nouvellement industrialisés ont diminué de moitié. Elles sont restées cependant bien supérieures aux flux observés dans les années antérieures à 1990. Les flux vers les pays nouvellement industrialisés d'Asie et d'Amérique latine ont enregistré un essor depuis 1990. Nombre de ces pays ont, ces dernières années, entrepris de vastes réformes économiques et libéralisé les mouvements de marchandises et de capitaux. Les investissements au Mexique ont été stimulés par la prochaine mise en place de la zone de libre-

échange en Amérique du Nord (ALENA). Les autres pays en développement (sans la zone des Caraïbes et les pays nouvellement industrialisés) ont bénéficié d'un flux en 1991, alors que des reflux avaient été enregistrés les années précédentes. Les exportations de capitaux vers l'Amérique latine ont diminué, passant de 3,5 milliards en 1990 à 1,8 milliard de francs l'année suivante. Ce recul est dû principalement à l'évolution du flux vers la zone des Caraïbes, zone qui a toutefois absorbé, en 1991 également, la majeure partie des exportations de capitaux vers l'Amérique latine. Pour des motifs fiscaux, une part des investissements directs transite par la zone des Caraïbes. Cette zone, Singapour et le Mexique ont absorbé, en 1991, les trois quarts des exportations de capitaux vers les pays en développement, y compris les pays nouvellement industrialisés.

D'une année à l'autre, les exportations de capitaux des entreprises industrielles ont fléchi de 0,4 milliard pour s'inscrire à 4,7 milliards de francs. Ces entreprises ont investi davantage qu'en 1990 dans les pays européens, mais réduit leur flux principalement vers les pays en développement (y compris les pays nouvellement industrialisés). Du côté du secteur des services, les exportations de capitaux ont plus que doublé pour atteindre 4,7 milliards de francs également. Les entreprises de ce secteur – banques et compagnies d'assurances avant tout – ont continué à développer leurs implantations dans les pays de la CE et de l'AELE. Elles ont également investi quelque peu dans les pays nouvellement industrialisés d'Asie.

Du total des exportations de capitaux, 5,9 milliards de francs ont été consacrés à des acquisitions d'entreprises et à des augmentations de capital de sociétés à l'étranger. Les entreprises d'investissement direct à l'étranger ont reçu également des crédits pour 1,6 milliard de francs et un montant de 1,9 milliard sous forme de bénéfices réinvestis.

* Direction de la statistique de la Banque nationale suisse

Tableau 1

**Investissements directs suisses à l'étranger,
valeur comptable en millions de francs
à la fin de l'année**

Industrie	1988	1989	1990	1991
AELE	4 178	4 377	4 075	4 966
CE	20 207	20 584	23 185	25 503
Autres pays de l'Europe occidentale	185	259	224	245
Europe de l'Est	8	15	47	364
Amérique du Nord	10 836	11 516	9 981	11 279
Amérique latine	5 613	6 251	8 037	10 600
Moyen-Orient	123	262	137	198
Afrique	921	1 000	1 007	1 256
Australie, Nouvelle-Zélande	877	753	875	1 125
Asie, Océanie	2 682	2 758	2 722	3 592
Total	45 629	47 775	50 288	59 126

Services	1988	1989	1990	1991
AELE	353	432	557	1 039
CE	13 049	15 535	17 692	20 662
Autres pays de l'Europe occidentale	43	101	104	67
Europe de l'Est	4	5	3	5
Amérique du Nord	6 815	10 425	9 317	12 255
Amérique latine	3 803	4 842	4 782	5 423
Moyen-Orient	97	202	218	237
Afrique	72	136	114	581
Australie, Nouvelle-Zélande	426	486	475	625
Asie, Océanie	628	1 437	1 610	2 096
Total	25 281	33 591	34 866	42 990

Total	1988	1989	1990	1991
AELE	4 531	4 809	4 631	6 005
CE	33 256	36 119	40 877	46 165
Autres pays de l'Europe occidentale	227	360	328	312
Europe de l'Est	4	10	44	368
Amérique du Nord	17 651	21 941	19 298	23 534
Amérique latine	9 416	11 093	12 819	16 023
Moyen-Orient	220	463	355	435
Afrique	993	1 136	1 121	1 837
Australie, Nouvelle-Zélande	1 302	1 239	1 349	1 750
Asie, Océanie	3 310	4 195	4 332	5 688
Total	70 910	81 366	85 154	102 116

Tableau 2

**Investissements directs suisses à l'étranger,
flux de capitaux en millions de francs**

Industrie	1988	1989	1990	1991
AELE	208	1 205	-352	747
CE	7 263	2 120	2 388	1 978
Autres pays de l'Europe occidentale	109	54	34	-52
Europe de l'Est	-1	7	19	64
Amérique du Nord	-135	2 861	-53	92
Amérique latine	1 483	941	2 578	1 420
Moyen-Orient	-24	104	-117	44
Afrique	70	29	105	156
Australie, Nouvelle-Zélande	167	27	221	75
Asie, Océanie	-24	166	273	195
Total	9 116	7 512	5 096	4 719

Services	1988	1989	1990	1991
AELE	79	36	80	105
CE	1 453	965	2 134	2 623
Autres pays de l'Europe occidentale	-22	52	2	-17
Europe de l'Est	1	-1	2	2
Amérique du Nord	1 362	3 057	199	1 264
Amérique latine	463	861	924	368
Moyen-Orient	100	104	19	0
Afrique	-2	11	-19	37
Australie, Nouvelle-Zélande	121	83	77	143
Asie, Océanie	52	162	336	137
Total	3 607	5 330	3 753	4 662

Total	1988	1989	1990	1991
AELE	287	1 241	-273	852
CE	8 716	3 084	4 522	4 601
Autres pays de l'Europe occidentale	87	107	36	-69
Europe de l'Est	-0	6	21	66
Amérique du Nord	1 227	5 918	146	1 355
Amérique latine	1 946	1 802	3 502	1 788
Moyen-Orient	76	208	-98	44
Afrique	68	40	86	193
Australie, Nouvelle-Zélande	288	109	298	218
Asie, Océanie	28	327	609	332
Total	12 723	12 842	8 849	9 381

+ = exportations suisses de capitaux

- = reflux de capitaux vers la Suisse

Le volume des investissements directs à fin 1991

Le volume des investissements directs suisses à l'étranger atteignait 102,2 milliards de francs à fin

1991, contre 85,2 milliards un an auparavant. Du total de l'accroissement, 9,4 milliards de francs provenaient d'exportations de capitaux. Le solde s'explique par des adaptations de valeur et des

Tableau 3

Investissements directs suisses à l'étranger, flux de capitaux en millions de francs

Industrie	Participations aux fonds propres		Bénéfices réinvestis	Total
	Crédits			
AELE	-70	279	539	747
CE	756	473	749	1 978
Autres pays de l'Europe occidentale	-22	16	-47	-52
Europe de l'Est	18	44	3	64
Amérique du Nord	-1	1 107	-1 014	92
Amérique latine	615	-10	815	1 420
Moyen-Orient	11	33	1	44
Afrique	12	81	63	156
Australie, Nouvelle-Zélande	2	91	-19	75
Asie, Océanie	-21	110	105	195
Total	1 300	2 224	1 196	4 719

Industrie	Participations aux fonds propres		Bénéfices réinvestis	Total
	Crédits			
AELE	47	23	35	105
CE	205	2 013	405	2 624
Autres pays de l'Europe occidentale	-22	33	-28	-17
Europe de l'Est	-2	3	1	2
Amérique du Nord	37	1 185	42	1 264
Amérique latine	-17	129	256	368
Moyen-Orient	-17	14	3	0
Afrique	7	21	8	37
Australie, Nouvelle-Zélande	-5	51	96	143
Asie, Océanie	24	202	-89	137
Total	258	3 674	730	4 662

Industrie	Participations aux fonds propres		Bénéfices réinvestis	Total
	Crédits			
AELE	-23	301	574	852
CE	961	2 487	1 154	4 601
Autres pays de l'Europe occidentale	-44	49	-74	-69
Europe de l'Est	16	46	4	66
Amérique du Nord	35	2 292	-972	1 355
Amérique latine	598	119	1 071	1 788
Moyen-Orient	-6	46	4	44
Afrique	19	102	71	193
Australie, Nouvelle-Zélande	-2	142	78	218
Asie, Océanie	3	312	17	332
Total	1 557	5 898	1 925	9 381

+ = exportations suisses de capitaux
 - = reflux de capitaux vers la Suisse

Tableau 4

Investissements directs suisses à l'étranger, effectifs du personnel à l'étranger à la fin de l'année

Industrie	1988	1989	1990	1991
AELE	101 501	99 047	97 239	87 674
CE	332 757	344 038	342 779	349 410
Autres pays de l'Europe occidentale	3 687	3 997	3 615	3 914
Europe de l'Est	46	39	5 779	11 293
Amérique du Nord	112 031	133 028	145 307	165 244
Amérique latine	80 659	82 064	79 789	79 321
Moyen-Orient	2 962	5 671	4 945	5 335
Afrique	23 272	25 853	26 357	26 687
Australie, Nouvelle-Zélande	9 828	15 917	18 767	16 411
Asie, Océanie	65 792	61 975	54 480	60 411
Total	732 535	771 629	779 057	805 700

Services	1988	1989	1990	1991
AELE	8 126	6 474	8 336	11 934
CE	85 101	89 189	104 793	132 334
Autres pays de l'Europe occidentale	853	1 274	1 648	989
Europe de l'Est	57	70	144	621
Amérique du Nord	32 060	37 362	38 329	44 797
Amérique latine	11 766	10 834	10 257	15 499
Moyen-Orient	2 084	2 025	2 342	4 275
Afrique	2 860	3 335	4 714	4 520
Australie, Nouvelle-Zélande	5 466	6 624	7 014	8 980
Asie, Océanie	10 482	11 825	14 552	18 465
Total	158 855	169 012	192 129	242 414

Total	1988	1989	1990	1991
AELE	109 627	105 521	105 575	99 608
CE	417 858	433 227	447 572	481 744
Autres pays de l'Europe occidentale	4 540	5 271	5 263	4 903
Europe de l'Est	103	109	5 923	11 914
Amérique du Nord	144 091	170 390	183 636	210 041
Amérique latine	92 425	92 898	90 046	94 820
Moyen-Orient	5 046	7 696	7 287	9 610
Afrique	26 132	29 188	31 071	31 207
Australie, Nouvelle-Zélande	15 294	22 541	25 781	25 391
Asie, Océanie	76 274	73 800	69 032	78 876
Total	891 390	940 641	971 186	1 048 114

modifications dans les méthodes comptables d'entreprises.

A fin 1991, 80% environ des capitaux d'investissement direct à l'étranger étaient détenus dans

les pays industrialisés, avant tout aux Etats-Unis, en Allemagne, en France, au Royaume-Uni, en Italie et aux Pays-Bas. Les 20% restants étaient concentrés surtout dans la zone des Caraïbes, au Brésil, au Mexique, à Hong Kong et au Panama.

Ces dernières années, la part des entreprises du secteur des services au total des capitaux d'investissement direct à l'étranger a augmenté au détriment de celle des entreprises industrielles. Entre fin 1985 et fin 1991, la part des entreprises industrielles a reculé, passant de plus de trois quarts à moins de 60%. Elle était supérieure à la moyenne dans les pays de l'AELE, en Europe orientale et dans les pays en développement.

Les entreprises du secteur des services ont augmenté, en 1991, de 23,3% le volume de leurs capitaux d'investissement direct à l'étranger. Pour les entreprises industrielles, la progression s'est inscrite à 17,6%. Elle a donc été inférieure, une fois encore, à celle des entreprises du tertiaire. Celles-ci ont renforcé leurs implantations en Europe et en Amérique du Nord, alors que les entreprises industrielles ont accru davantage que la moyenne le volume de leurs capitaux d'investissement direct en Amérique latine, en Afrique, en Asie et en Europe orientale.

Une partie des capitaux d'investissement direct suisses à l'étranger provient de sociétés holding en mains étrangères. La part de ces sociétés s'établissait à 21% à la fin de 1991, contre 23% un an auparavant.

Effectif du personnel

L'effectif du personnel des entreprises suisses à l'étranger a augmenté, en 1991, de 7,9% pour atteindre 1,048 million. Cette progression s'explique par des reprises de sociétés. Elle a été supérieure à la moyenne en Allemagne, en Europe de l'Est, aux Etats-Unis, en Afrique et en Asie. Dans l'ensemble, le personnel à l'étranger des entreprises du secteur des services s'est accru de 26,2%, soit à un rythme plus rapide que celui des entreprises industrielles (3,4%).

A fin 1991, 83% des personnes occupées par des entreprises suisses à l'étranger étaient dans

des pays industrialisés, et 17%, dans des pays en développement. Les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie, la Suède et le Brésil comptaient le plus grand nombre d'employés dans des filiales et succursales d'entreprises suisses (60% environ de l'effectif total).

Les trois quarts environ de l'effectif total travaillaient pour des entreprises industrielles, et un quart, pour des entreprises du secteur des services.

Définition

L'investisseur qui effectue un investissement direct dans une entreprise étrangère cherche à influencer directement et durablement sur la gestion de cette entreprise. Normalement, il y a investissement direct quand un investisseur

- participe au capital (avec droit de vote) d'une entreprise sise à l'étranger, ou
- fonde une filiale ou une succursale à l'étranger.

Sont à l'étranger toutes les entreprises situées à l'extérieur du territoire de la Suisse et de la Principauté de Liechtenstein.

Enquête

L'enquête annuelle de la Banque nationale s'adresse à toutes les entreprises qui sont domiciliées en Suisse, appartiennent à l'industrie ou aux services, exercent une activité internationale et détiennent des investissements directs à l'étranger pour un montant supérieur à 10 millions de francs. Elle porte sur la situation en fin d'année.

Les entreprises fournissent des données sur le volume de leurs capitaux d'investissement direct (crédits au sein du groupe et participations aux fonds propres), sur les flux financiers dans le domaine des crédits au sein du groupe et celui des participations aux fonds propres (fondations, acquisitions, ventes, augmentations de capital, etc.) ainsi que sur les bénéfices réinvestis. Ceux-ci représentent la part du résultat d'exploitation qui

n'est pas distribuée. Ils correspondent à la différence entre le résultat d'un exercice (y compris les contributions d'assainissement que l'investisseur direct a fournies) et le montant distribué pour le même exercice. Les bénéfices réinvestis permettent à l'investisseur direct de renforcer sa position sans avoir à exporter, au sens strict, des capitaux. En outre, les entreprises fournissent également des informations sur l'effectif du personnel dans leurs filiales et succursales à l'étranger. Toutes les données recueillies sont réparties par pays¹.

Les montants en fin d'année reposent sur les valeurs comptables. Ces valeurs sont en général inférieures aux valeurs marchandes.

Bien qu'il y ait une interdépendance entre le volume des investissements directs et les flux de capitaux, on ne peut, à partir d'une variation du volume, tirer des conclusions sur les flux de capitaux et inversement. Les variations du volume proviennent aussi de facteurs qui n'ap-

paraissent pas dans les flux de capitaux. Quand ils ont lieu exclusivement entre des entreprises d'investissement direct à l'étranger, les mouvements de fonds ne se reflètent que dans des variations du volume. En outre, le volume peut varier à cause de facteurs tels que l'évolution des cours de change, une modification dans la méthode comptable d'évaluation (adaptation aux «International Accounting Standards»). D'un autre côté, le «goodwill» ou survalueur (différence entre le prix d'achat et la valeur comptable de l'entreprise) conduit, lors d'une acquisition, à des flux de capitaux qui sont généralement supérieurs à l'augmentation du volume des investissements.

Les premières données sur les investissements directs suisses à l'étranger – elles concernent l'année 1984 – ont été publiées dans le commentaire concernant la balance des paiements. Des données sur le volume et les flux, avec répartition par pays et ventilation par secteurs, sont disponibles depuis 1985.

¹ Les bénéfices réinvestis sont eux aussi répartis par pays depuis 1991.

Geld- und währungspolitische Chronik

Senkung des Diskontsatzes

Mit Wirkung ab 15. September bzw. ab 25. September senkte die Schweizerische Nationalbank den Diskontsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 6,5% bzw. 6%. Sie passte den Diskontsatz damit der Zinssituation am Geldmarkt an.

Ablehnung des Beitritts zum EWR

An der Volksabstimmung vom 6. Dezember 1992 lehnte die Schweiz den Beitritt zum Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) ab. Die von den eidg. Räten in der Herbstsession im Hinblick auf einen EWR-Beitritt beschlossenen Gesetzesanpassungen, die auch Änderungen der Bundesgesetzgebung im Zuständigkeitsbereich der Nationalbank betrafen, treten damit nicht in Kraft.

Die vorgesehenen Änderungen galten Art. 7 und 8 des Bankengesetzes. Zum einen sollte in Art. 7 Abs. 5 Bankengesetz eine explizite Rechtsgrundlage geschaffen werden, um die Meldepflicht für Schweizerfranken-Emissionsgeschäfte im Inland verankern zu können. Gestützt darauf hätte bei Schweizerfranken-Emissionsgeschäften künftig nur noch die Syndikatsführung durch eine Bank mit Geschäftsdomizil (rechtlicher Sitz oder Zweigstelle) in der Schweiz wahrgenommen werden müssen. Dieser Syndikatsführer wäre der Nationalbank gegenüber für die korrekte Erfüllung der statistischen Meldepflichten verantwortlich gewesen. Im übrigen hätten auch ausländische Institute im Syndikat mitwirken können.

Zum anderen sollte Art. 8 Bankengesetz, wonach von Banken auf eigene Rechnung getätigte oder vermittelte Kapitalexporte bewilligungspflichtig sind, liberalisiert werden. Diese Bestimmung wäre im Rahmen von Eurolex zu einer Schutzklausel bei aussergewöhnlichen Kapitalabflüssen, welche die schweizerische Geld- und Währungspolitik ernstlich gefährden, umgestaltet worden.

Verwaltungsvereinbarung über die Durchführung der Mitgliedschaft beim IWF

Mitte September wurde die Vereinbarung zwischen dem Bundesrat und der Schweizerischen Nationalbank über die Durchführung der Mitglied-

schaft beim IWF unterzeichnet. Sie konkretisiert Art. 4 des Bundesgesetzes über die Mitwirkung der Schweiz an den Institutionen von Bretton Woods (vom 4. Oktober 1991). Grundsätzlich wird bei der Abgabe von Stellungnahmen sowie der Erteilung von Auskünften an den IWF im gegenseitigen Einvernehmen gehandelt. Das Eidgenössische Finanzdepartement ist für die allgemeinen Beziehungen zum IWF federführend. Dazu gehören insbesondere Statutenänderungen, Quotenänderungen, die allgemeine IWF-Politik, die Überwachung der Mitgliedländer und die Inanspruchnahme der allgemeinen Fondsmittel durch die Mitgliedländer. Der Nationalbank obliegt die Federführung bei den Angelegenheiten, welche die schweizerische Geld- und Währungspolitik betreffen oder vorwiegend währungstechnischen Charakter haben. Der Gouverneursposten im IWF wird vom Nationalbankpräsidenten bekleidet. Stellvertreter ist der Vorsteher des Finanzdepartements. Dieser vertritt die Schweiz auch im Interimsausschuss, wobei dort der Nationalbankpräsident die Stellvertretung innehat. Der Exekutivdirektor soll in der Regel abwechselungsweise von der Eidgenössischen Finanzverwaltung und der Nationalbank gestellt werden.

IWF – Neunte Quotenrevision

Am 11. November 1992 ist die neunte Revision der IWF-Quoten in Kraft getreten. Die Schweizer Quote erhöhte sich damit von 1700 auf 2470,4 Mio. Sonderziehungsrechte (SZR). Die Nationalbank, die den Quotenbetrag aufzubringen hatte, zahlte den zusätzlichen Betrag von 770,4 Mio. SZR am 23. November 1992 ein. Ein Viertel der Quotenerhöhung wurde dem IWF in SZR überwiesen, der Rest dem Konto in Schweizer Franken des IWF gutgeschrieben.

Réduction du taux de l'escompte

La Banque nationale suisse a réduit son taux de l'escompte à deux reprises pour l'adapter à l'évolution des rémunérations servies sur le marché monétaire. Elle l'a ainsi ramené de 7% à 6,5%, avec effet au 15 septembre, puis à 6%, à compter du 25 septembre.

Rejet de la participation à l'EEE

La participation de la Suisse à l'Espace économique européen (EEE) a été rejetée, le 6 décembre, en votation populaire. Les adaptations de la législation, que les Chambres fédérales avaient approuvées à leur session d'automne, n'entreront par conséquent pas en vigueur.

Deux de ces adaptations concernaient des domaines entrant dans les attributions de la Banque nationale. L'une portait sur l'article 7 de la loi sur les banques. Il était prévu de créer une base légale – alinéa 5 – pour pouvoir soumettre les émissions en francs suisses à une obligation de déclarer en Suisse. En vertu de cette disposition, le chef de file du syndicat, pour toute émission en francs suisses, aurait dû être une banque domiciliée en Suisse (siège principal ou succursale). Il aurait été responsable, envers la Banque nationale, de la bonne exécution de l'obligation de déclarer à des fins statistiques. Pour le reste, des établissements étrangers auraient pu, eux aussi, participer au syndicat.

La seconde aurait entraîné une libéralisation de l'article 8 de la loi sur les banques, article qui soumet à une autorisation les exportations de capitaux pour le compte des banques ou par leur intermédiaire. Dans le cadre d'«Eurolex», ces dispositions auraient été transformées en une clause de sauvegarde pour pouvoir faire face à des sorties de capitaux qui, par leur ampleur, auraient mis sérieusement en danger la politique monétaire suisse.

Convention relative à l'application du statut de membre du FMI

A la mi-septembre, le Conseil fédéral et la Banque nationale suisse ont signé une convention relative à l'application du statut de membre du FMI. Cette convention complète l'article 4 de la loi fédérale

du 4 octobre 1991 concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods. Fondamentalement, la remise de prises de position et d'informations au FMI se fait après entente préalable. Le Département fédéral des finances assure les fonctions de chef de file pour ce qui a trait aux relations en général avec le FMI, en particulier pour la modification des statuts, la révision des quotes-parts, la politique générale du FMI, la surveillance des pays membres et l'accès des pays aux ressources générales du Fonds. Quant à la Banque nationale, elle est chef de file pour toutes les questions qui concernent la politique monétaire suisse ou qui revêtent un caractère essentiellement monétaire. Le poste de gouverneur au FMI revient au président de la Direction générale de la Banque nationale. Le chef du Département fédéral des finances est son suppléant. Il représente la Suisse au Comité intérimaire du FMI, où le président de la Direction générale est son suppléant. En règle générale, l'administrateur est désigné en alternance au sein du Département fédéral des finances et de la Banque nationale.

FMI – Neuvième révision des quotes-parts

La neuvième révision des quotes-parts des pays membres du FMI est entrée en vigueur le 11 novembre 1992. La quote-part suisse a été ainsi portée de 1700 millions à 2470,4 millions de droits de tirage spéciaux (DTS). La Banque nationale, qui avait déjà constitué la quote-part de la Suisse, a fourni, le 23 novembre, le montant supplémentaire de 770,4 millions de DTS. Un quart de l'augmentation a été versé en DTS au FMI, le solde étant bonifié sur le compte en francs suisses du FMI.

Inhaltsverzeichnis 10. Jahrgang, 1992

Table des matières, 10^e année, 1992

Konjunkturberichte/Rapports conjoncturels	Heft bulletin	Seite page
Wirtschafts- und Währungslage	1	9
	2	107
	3	205
	4	313
Situation économique et monétaire	1	35
	2	133
	3	231
	4	339
Artikel und Referate		
Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1991/ La balance suisse des paiements en 1991	3	289
Die Geldpolitik im Jahre 1993/La politique monétaire en 1993/ La politica monetaria nel 1993/Monetary policy in 1993	4	305
Gerber, Peter: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 24. April 1992/Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 24 avril 1992	2	159
Lusser, Markus: Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Schweizerischen Nationalbank	1	63
Lusser, Markus: Der Wettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen – Die Sicht eines Schweizer	3	259
Lusser, Markus: Generalversammlungsreferat vom 24. April 1992/ Exposé à l'Assemblée générale du 24 avril 1992	2	163
Marrell, Catherine: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1991/ Les investissements directs suisses à l'étranger en 1991	4	384
Meyer, Hans: Gedanken zu den internationalen Währungsbeziehungen	2	174
Neukomm, Hans: Soll eine zahlungsunfähige Bank liquidiert werden?	2	180
Rich, Georg: Die schweizerische Teuerung: Lehren für die Nationalbank	1	73
Spöndli, Erich: Wechselkursregime und Inflation: Österreich und die Schweiz im Vergleich	4	365
Spöndli, Erich: Zum Entwurf eines schweizerischen Stabilisierungsgesetzes A propos du projet de «loi sur une évolution économique équilibrée»	1	89
Zurlinden, Mathias: Stabilitätspolitik in einem Mehrländermodell: Simulationsergebnisse für die Schweiz	3	269
Geld- und währungspolitische Chronik/Chronique monétaire	1	98
	2	195
	3	295
	4	394