

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 4  
Dezember / décembre 1993**



## Inhalt / Table des matières

---

Übersicht	255
Sommaire	256
Sommario	257
Abstracts	258
<hr/>	
Die Geldpolitik im Jahre 1994	259
La politique monétaire en 1994	261
La politica monetaria nel 1994	263
Swiss monetary policy in 1994	265
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	267
Situation économique et monétaire	293
<hr/>	
Markus Lusser: Geldpolitik im europäischen Raum – Überlegungen nach der EWS-Krise	321
<hr/>	
Michel Peytrignet: Transparence de la politique monétaire	328
<hr/>	
Catherine Marrel: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1992	338
Les investissements directs suisses à l'étranger en 1992	343
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	349
Chronique monétaire	349
<hr/>	
Inhaltsverzeichnis 1993	350
Table des matières 1993	350

---



# Übersicht

---

## **Die Geldpolitik im Jahre 1994 (S. 259–260)**

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank verfolgt im Einvernehmen mit dem Bundesrat weiterhin das Ziel, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge mittelfristig um durchschnittlich ein Prozent pro Jahr auszuweiten. Die Nationalbank sichert damit die Preisstabilität und belässt der schweizerischen Wirtschaft einen ausreichenden Wachstumsspielraum für die sich abzeichnende Konjunkturerholung.

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 267–292)**

Im dritten Quartal 1993 hellte sich die Konjunkturlage im OECD-Raum auf. Die amerikanische Konjunktur gewann an Schwung, und in Grossbritannien setzte sich das mässige Wachstum fort. In Deutschland, Frankreich und Italien deuteten die Indikatoren auf eine Stagnation der Wirtschaft hin. Im Gegensatz dazu hieß der Konjunkturrückgang in Japan an. Während sich die Lage auf dem amerikanischen und britischen Arbeitsmarkt verbesserte, nahm die Zahl der Arbeitslosen in den meisten übrigen europäischen Ländern weiter zu. Die durchschnittliche Teuerungsrate bildete sich im OECD-Raum nochmals leicht zurück. Die grossen Industrieländer lockerten ihre Geldpolitik im dritten Quartal mehrheitlich weiter. Eine Ausnahme bildeten die amerikanischen Währungsbehörden, die ihre Zinssätze unverändert liessen.

In der Schweiz mehrten sich die Zeichen einer konjunkturellen Erholung. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm gegenüber dem zweiten Quartal leicht zu, und der Rückgang gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode schwächte sich stark ab. Zum leichten Wachstum trugen alle Nachfragekomponenten – vor allem aber der private Konsum und die Exporte – bei. Die Beschäftigung sank indessen nochmals, und die Arbeitslosenquote stieg. Nachdem die Teuerungsrate von Juli bis Oktober bei rund 3,5% verharret hatte, sank sie im November deutlich unter 3%. Nach dem Rückgang im Juli bildeten sich die kurz- und langfristigen Zinssätze bis Ende November nochmals geringfügig zurück. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge nahm im dritten Quartal zu und näherte sich damit dem mittelfristigen Zielpfad von 1%.

## **Geldpolitik im europäischen Raum (S. 321–327)**

Die durch die EWS-Krise erzwungenen Wechselkursanpassungen ermöglichen es, währungspolitische Ungleichgewichte abzubauen, die während der langen Phase nominaler Wechselkursstabilität entstanden waren. Gleichzeitig erhöht die Erweiterung der Bandbreiten den geldpolitischen Spielraum der Mitgliedsländer. Die Währungsunion muss als logischer Schlusspunkt eines wirtschaftlichen und politischen Integrationsprozesses angesehen werden. Die Errichtung einer Währungsunion vor der Verwirklichung der politischen Union ist mit Risiken verbunden, die nicht eingegangen werden sollten.

## **Transparenz der Geldpolitik (S. 328–337)**

Dieser Beitrag fasst einige Elemente der vor allem im angelsächsischen Raum seit längerer Zeit geführten Diskussion zu den Themenkreisen Regelbindung, Zeitkonsistenz und Transparenz der Geldpolitik zusammen. Im ersten Kapitel werden die theoretischen Grundlagen erörtert, die im zweiten Kapitel aus dem Blickwinkel der praktischen Geldpolitik diskutiert werden. Besonders wird auf die Schwierigkeiten hingewiesen, die mit der Durchführung einer transparenten Geldpolitik verbunden sind. Im letzten Kapitel wird die schweizerische Geldpolitik im Lichte der diskutierten Fragen näher unter die Lupe genommen.

## **Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland (S. 338–342)**

Die inländischen Unternehmen tätigten im Jahre 1992 für 8 Mrd. Franken Direktinvestitionen im Ausland, rund 1,4 Mrd. weniger als im Vorjahr. Die in den letzten Jahren stark gewachsene Investitionstätigkeit der Dienstleistungsunternehmen erlitt einen massiven Einbruch. Dagegen steigerten die Industrieunternehmen die Kapitalexperte markant. Ende 1992 betrug der Kapitalbestand der schweizerischen Investoren im Ausland 108 Mrd. Franken. Rund 80% davon befinden sich in den OECD-Ländern. Die schweizerische Wirtschaft beschäftigte Ende 1992 1,1 Mio. Personen im Ausland.

# Sommaire

---

## **La politique monétaire en 1994 (p. 261–262)**

La Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, en accord avec le Conseil fédéral, de continuer à viser son objectif qui consiste à accroître la monnaie centrale dessaisonnalisée de 1% par année, en moyenne pluriannuelle. La Banque nationale veut ainsi assurer la stabilité des prix, tout en laissant à l'économie suisse une marge de croissance suffisante pour la reprise conjoncturelle qui se dessine.

## **Situation économique et monétaire (p. 293–319)**

L'horizon économique des Etats membres de l'OCDE s'est éclairci au troisième trimestre. La conjoncture a gagné en vigueur aux Etats-Unis, et la croissance a continué à un rythme modéré au Royaume-Uni. Pour l'Allemagne, la France et l'Italie, les indicateurs signalent une stagnation de l'activité économique. Au Japon par contre, la conjoncture a encore faibli. La situation s'est améliorée sur les marchés du travail américain et britannique, mais le nombre des chômeurs a de nouveau augmenté dans la plupart des autres pays européens. En moyenne des pays de l'OCDE, le taux annuel de renchérissement a une nouvelle fois fléchi légèrement. Les grands pays industrialisés ont généralement assoupli leur politique monétaire au troisième trimestre. Les autorités monétaires américaines ont toutefois maintenu inchangés leurs taux d'intérêt.

En Suisse, les signes d'une amélioration de la conjoncture se sont multipliés. Le produit intérieur brut réel a quelque peu augmenté du deuxième au troisième trimestre. En outre, le recul observé par rapport à la période correspondante de l'année précédente a nettement diminué. Toutes les composantes de la demande, en particulier la consommation privée et les exportations, ont contribué à cette légère progression. Toutefois, l'emploi a encore diminué, et le taux de chômage s'est accru. Après être resté stable à environ 3,5%, le taux annuel de renchérissement s'est replié à 2,2%. Les taux d'intérêt à court et long terme ont de nouveau fléchi légèrement. Au troisième trimestre, la monnaie centrale dessaisonnalisée a progressé et s'est rapprochée de son sentier de croissance à moyen terme de 1%.

## **La politique monétaire dans l'espace européen (p. 321–327)**

La crise qui a secoué le SME a contraint à des ajustements de cours de change. Ces ajustements ont permis de réduire des déséquilibres monétaires qui étaient nés pendant la longue phase de stabilité des cours de change en termes nominaux. En outre, l'élargissement de la bande de fluctuation des monnaies a accru la marge de manœuvre dont disposent les pays membres pour la conduite de leur politique monétaire. L'Union monétaire doit être considérée comme l'aboutissement logique d'un processus d'intégration économique et politique. La création d'une Union monétaire avant la réalisation de l'Union politique est liée à des risques qu'il faudrait éviter de courir.

## **Transparence de la politique monétaire (p. 328–337)**

L'article rassemble quelques éléments de réflexion sur le débat «règle contre discrétion», la consistance temporelle et la transparence de la politique monétaire. Les fondements théoriques sont présentés dans une première partie, puis abordés sous un angle plus pratique. En particulier, les difficultés liées à la mise en œuvre d'une politique monétaire transparente sont décrites. Dans une troisième partie, la politique monétaire suisse est examinée à la lumière de ces aspects.

## **Les investissements directs suisses à l'étranger (p. 343–347)**

En vue d'investissements directs, les entreprises suisses ont exporté 8 milliards de francs en 1992, soit un montant inférieur d'environ 1,4 milliard au chiffre observé l'année précédente. Très forts au cours des dernières années, les investissements des entreprises du secteur tertiaire ont été faibles en 1992. En revanche, les entreprises du secteur secondaire ont sensiblement accru leurs exportations de capitaux. A fin 1992, les investissements directs suisses à l'étranger atteignaient 108 milliards de francs. La part revenant aux pays de l'OCDE s'élevait à 80% environ. En outre, 1,1 million de personnes travaillaient à l'étranger dans les implantations d'entreprises suisses.

## Sommario

---

### **La politica monetaria nel 1994 (p. 263–264)**

D'intesa con il Consiglio federale, la Direzione generale della Banca nazionale svizzera perseguirà anche nel prossimo anno un obiettivo di crescita a medio termine della base monetaria destagionalizzata dell'1% in media annuale. La Banca nazionale assicura così la stabilità dei prezzi, pur lasciando all'economia svizzera un sufficiente margine di crescita per la ripresa economica che si sta profilando.

### **Situazione economica e monetaria (p. 267–319)**

Nel corso del terzo trimestre del 1993, la situazione congiunturale nei paesi dell'OCSE è migliorata. La congiuntura statunitense ha ripreso slancio e in Gran Bretagna si è mantenuta una modesta crescita economica. In Germania, Francia e Italia gli indicatori economici segnalano una fase di ristagno; in Giappone il deterioramento congiunturale è invece proseguito. Mentre sui mercati del lavoro degli Stati Uniti e della Gran Bretagna la situazione è migliorata, il numero dei disoccupati è di nuovo aumentato nelle maggior parte degli altri paesi europei. Il tasso medio di rincaro nella zona dell'OCSE è leggermente calato. La politica monetaria è stata ulteriormente allentata nella maggior parte dei paesi industrializzati, ad eccezione degli Stati Uniti, dove le autorità monetarie hanno mantenuto tassi d'interesse invariati.

In Svizzera i segni di ripresa congiunturale si sono moltiplicati. Il prodotto interno lordo reale è leggermente aumentato rispetto al secondo trimestre. Il tasso di decremento rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente si è perciò assai ridotto. Tutte le componenti della domanda, ma in modo particolare il consumo privato e le esportazioni, hanno contribuito a questa lieve crescita. L'occupazione è tuttavia ancora diminuita e il tasso di disoccupazione è aumentato. Il rincaro, mantenutosi intorno al 3,5% tra luglio e ottobre, è sceso al 2% in novembre. I tassi d'interesse a breve e a lunga scadenza, già calati nel mese di luglio, sono ancora lievemente scesi fino alla fine di novembre. La base monetaria destagionalizzata è aumentata nel corso del terzo trimestre, avvicinandosi all'obiettivo di crescita a medio termine dell'1%.

### **Politica monetaria sul piano europeo (p. 321–327)**

Gli aggiustamenti dei tassi di cambio indotti dalla crisi dello SME hanno consentito di ridurre gli squilibri monetari sorti durante la lunga fase di stabilità dei cambi nominali. L'estensione dei margini di fluttuazione ha inoltre accresciuto il margine di manovra di cui dispongono i paesi membri nella conduzione della politica monetaria. L'Unione monetaria deve essere intesa come logico compimento di un processo d'integrazione economica e politica. Farla precedere all'unione politica, significherebbe assumere inutili rischi.

### **Trasparenza della politica monetaria (p. 328–337)**

In questo articolo si trovano riassunti alcuni elementi del dibattito in corso, soprattutto nei paesi anglosassoni, su quanto la politica monetaria debba essere rispettosa delle proprie regole, coerente nel tempo e trasparente. Il primo capitolo presenta i fondamenti teorici, il secondo li discute sotto l'aspetto pratico, con particolare riferimento alle difficoltà connesse all'applicazione di una politica monetaria trasparente. L'ultimo capitolo esamina la politica monetaria svizzera sotto questi aspetti.

### **Investimenti diretti svizzeri all'estero nel 1992 (p. 338–347)**

Nel 1992, le imprese domiciliate in Svizzera hanno investito all'estero 8 miliardi di franchi, ossia 1,4 miliardi meno che nel 1991. Gli investimenti operati nel settore dei servizi, in forte crescita nel corso degli ultimi anni, hanno subito un calo improvviso e massiccio. Sono invece notevolmente aumentate le esportazioni di capitale delle imprese industriali. Alla fine del 1992 gli investimenti diretti svizzeri all'estero ammontavano a 108 miliardi di franchi – di cui circa l'80% nei paesi dell'OCSE – e l'economia svizzera occupava all'estero 1,1 milioni di persone.

## Abstracts

---

### **Monetary policy in 1994 (pp. 265–266)**

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, will adhere to its goal of expanding the seasonally-adjusted monetary base by an average of one percent per annum in the medium term. By this policy, the Swiss National Bank is seeking to ensure price stability while allowing the Swiss economy sufficient leeway for growth in the emerging economic recovery.

### **Economic and monetary developments (pp. 267–319)**

In the third quarter of 1993, the economic outlook in the OECD countries brightened somewhat. In the United States economic activity gained momentum, while the moderate growth in the United Kingdom continued. In Germany, France and Italy the indicators pointed to stagnation of the economy. Japan, by contrast, witnessed a sustained downturn. Whereas the situation in the US and British labour markets showed an improvement, unemployment figures in most other European countries rose still higher. The average inflation rate in the OECD countries again receded slightly. Most major industrial countries further eased their monetary policies in the third quarter. An exception were the US monetary authorities, who left their interest rates unchanged.

In Switzerland the signs of an economic recovery increased. Real GDP rose slightly against the second quarter while the decline slowed down considerably compared to the corresponding period a year earlier. All demand components – more especially private consumption and exports – contributed to the moderate growth. Employment levels, however, fell once more, and the unemployment rate moved up. After having remained at a level of about 3.5% from July to October, the inflation rate fell to well below 3% in November. Following a decline in July, short- and long-term interest rates again receded minimally until the end of November. The seasonally-adjusted monetary base expanded in the third quarter, more closely approaching the medium-term target path of 1%.

### **Monetary policy in the European area (pp. 321–327)**

The exchange rate adjustments imposed by the EMS crisis make it possible to reduce monetary imbalances which had arisen during the long phase of nominal exchange rate stability. At the same time, wider parity bands provide more monetary leeway for the member countries. Monetary union must be regarded as the logical outcome of an economic and political integration process. The establishment of a monetary union prior to the realisation of a political union involves risks which should be avoided.

### **Transparency of monetary policy (pp. 328–337)**

This contribution is a brief outline of some elements of the discussion which has been under way for quite a while now mainly in English-speaking countries on the subject of rules, time consistency and transparency of monetary policy. The first section deals with the theoretical foundations, which are then discussed from a practical monetary policy viewpoint in the second section. Particular reference is made to the difficulties accompanying the implementation of a transparent monetary policy. The final section deals in some detail with Swiss monetary policy in the light of the questions discussed.

### **Swiss direct investments abroad (pp. 338–347)**

In 1992, direct foreign investments by Swiss-based companies totalled Sfr 8 billion, i.e. approximately Sfr 1.4 billion less than in the previous year. Investment activities of service-sector enterprises, which had expanded considerably in the past years, suffered a severe setback. On the other hand, capital exports of the industrial sector increased markedly. At the end of 1992, capital holdings of Swiss investors abroad amounted to Sfr 108 billion. The OECD countries account for some 80% of total investments. Swiss business and industry employed 1.1 million persons in foreign countries at the end of 1992.



# Die Geldpolitik der Nationalbank im Jahre 1994

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank verfolgt im Einvernehmen mit dem Bundesrat weiterhin das Ziel, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge mittelfristig um durchschnittlich ein Prozent im Jahr auszuweiten. Die Nationalbank sichert damit die Preisstabilität und belässt der schweizerischen Wirtschaft einen ausreichenden Wachstumsspielraum für die sich abzeichnende Konjunkturerholung.

Die Nationalbank strebt für 1994 ein Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge an, das wiederum über dem mittelfristigen Ziel von 1% liegt. Die Notenbankgeldmenge dürfte zwar etwas weniger stark zunehmen als 1993. Sie wird sich aber dem vom vierten Quartal 1989 ausgehenden Wachstumspfad, den die Nationalbank als Orientierungsgrösse betrachtet, weiter annähern. Die Nationalbank sieht indessen davon ab, die Notenbankgeldmenge bereits bis Ende 1994 völlig auf das Niveau des Zielpfades ansteigen zu lassen. Dazu wäre eine starke und rasche weitere Lockerung der Geldpolitik nötig, die später inflationäre Wirkungen haben könnte. Die Nationalbank erwartet für 1994 eine weiter sinkende Teuerung und noch eine leichte Rückbildung des Zinsniveaus am Geldmarkt. Sie behält sich wie üblich vor, vom geldpolitischen Kurs abzuweichen, falls schwerwiegende Störungen an den Devisen- und Finanzmärkten auftreten sollten.

Die Mitte 1992 eingeleitete Lockerung der Geldpolitik führte dazu, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge 1993 deutlich zunahm. Sie dürfte im vierten Quartal 1993 den entsprechenden Vorjahresstand um schätzungsweise 3 Prozent übertreffen und 29,8 Mrd. Franken betragen. Ihre Entwicklung entsprach damit den Erwartungen der Nationalbank. Das effektive Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge seit Beginn der mittelfristigen Zielperiode ist aus der Tabelle ersichtlich.

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

	Mittelfristiges Ziel (%)	Effektives Wachstum (%)
1990	1*	-2,5
1991	1	1,4
1992	1	-1,0
1993	1	3,0**
Jährlicher Durchschnitt	1	0,2**

\* Das mittelfristige Ziel wurde erst Ende 1990 rückwirkend festgelegt

\*\* Schätzung

Bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses für 1994 prognostizierte die Nationalbank wie üblich die Entwicklung der Nachfrage nach Notenbankgeld. Sie nahm dabei an, dass der 1994 verfolgte geldpolitische Kurs das reale schweizerische Bruttoinlandprodukt (BIP) erst ab 1995 und die Teuerung erst ab 1996 oder noch später beeinflussen werde. Die Entwicklung des realen BIP und des Preisniveaus sowie die damit verbundene Zunahme der Nachfrage nach Notenbankgeld dürften deshalb im Jahre 1994 für die Nationalbank vorgegeben sein.

Die Nationalbank geht von einem Wachstum des realen BIP von gut 1% im Jahresdurchschnitt 1994 aus. Im vierten Quartal 1994 dürfte das reale BIP seinen Vorjahresstand um 1,5% übertreffen. Die Teuerung – gemessen am Konsumentenpreisindex – wird sich im Jahresdurchschnitt 1994 voraussichtlich auf 2% und bis zum vierten Quartal 1994 auf 1,5% zurückbilden. Somit rechnet die Nationalbank – wie die schweizerischen Prognoseinstitute – mit einer bescheidenen Erholung der inländischen Konjunktur und einem deutlichen Rückgang der Teuerung.

Die prognostizierte Entwicklung des realen BIP und der Konsumentenpreise dürfte die Nachfrage nach Notenbankgeld im Laufe des Jahres 1994 um weniger als 1% steigen lassen. Weitet die Nationalbank das Geldangebot – wie beabsichtigt – um mehr als 1% aus, werden die schweizerischen Geldmarktsätze voraussichtlich noch einmal leicht sinken. Solange die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge unter dem mittelfristigen Zielpfad liegt, muss sie stärker als 1% wachsen. Sonst kann die Nationalbank ihr Geldmengenziel nicht erreichen.

Das überdurchschnittliche Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge im Jahre 1993 ist vor allem auf den markanten Zinsrückgang seit dem Sommer 1992 zurückzuführen. Dieser dürfte jedoch im Laufe des Jahres 1994 zum Stillstand kommen. Die stimulierende Wirkung, die die sinkenden Zinssätze auf die Geldnachfrage ausüben, wird daher allmählich verschwinden. Dennoch dürfte das überdurchschnittliche Wachstum noch eine Weile anhalten. Die meisten Prognostiker erwarten, dass die schweizerische Konjunktur im Jahre 1995 an Schwung gewinnen wird. Im Anfangsstadium eines Konjunkturaufschwungs nimmt das reale BIP erfahrungsgemäss mit Raten zu, die über dem längerfristigen Wachstumspotential der schweizerischen Wirtschaft liegen. Sollten die Prognosen einer deutlichen konjunkturellen Erholung zutreffen, wäre daher auch nach 1994 noch für beschränkte Zeit mit einem überdurchschnittlichen Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge zu rechnen. Erst wenn sich die schweizerische Wirtschaft wieder im Rahmen ihres Wachstumspotentials entwickelt, dürfte die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge den mittelfristigen Zielpfad erreichen.

Wollte die Nationalbank versuchen, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge schon Ende 1994 an den mittelfristigen Zielpfad heranzuführen, müssten die kurzfristigen Zinsen massiv sinken. Die erforderliche Lockerung der Geldpolitik wäre zu stark und würde mittelfristig die Gefahr einer erneuten konjunkturellen Überhitzung der schweizerischen Wirtschaft mit den bekannten inflationären Konsequenzen heraufbeschwören. Das Geldmengenziel wäre zwar Ende 1994 erreicht. Die Nationalbank müsste indessen mit der Möglichkeit rechnen, ihren mittelfristigen Zielpfad – als Folge erneuter konjunktureller Exzesse – nach 1994 zu überschreiten.

Die Entwicklung der anderen Geldaggregate, beispielsweise der Geldmenge  $M_1$ , deutet ebenfalls darauf hin, dass eine weitere starke Lockerung der Geldpolitik aus mittelfristiger Sicht gefährlich wäre. Das Aggregat  $M_1$  stieg vor allem in der ersten Hälfte 1993 kräftig. Sein Jahreswachstum erhöhte sich bis Ende August 1993 auf 16,0%. Im Oktober fiel es wieder auf 14,9%. Die massive vorübergehende Wachstumsbeschleunigung von  $M_1$  – die in Zeiten sinkender Zinssätze normalerweise auftritt – ist zwar nicht mit Inflationsgefahren verbunden. Sie bekräftigt indessen die Ansicht der Nationalbank, dass der Spielraum für einen weiteren Rückgang der Geldmarktsätze eng geworden ist.

Die Nationalbank behält sich wie in der Vergangenheit vor, bei unerwarteten Entwicklungen vom ursprünglich in Aussicht genommenen Kurs abzuweichen. Wie bisher wird sie auch die Zuverlässigkeit der Notenbankgeldmenge als vorlaufenden Indikators der Preisentwicklung regelmässig überprüfen.

## La politique monétaire suisse en 1994

La Direction générale de la Banque nationale suisse a décidé, en accord avec le Conseil fédéral, de continuer à viser son objectif qui consiste à accroître de 1% par année, en moyenne pluriannuelle, la monnaie centrale dessaisonnalisée. La Banque nationale veut ainsi assurer la stabilité des prix, tout en laissant à l'économie suisse une marge de croissance suffisante pour la reprise conjoncturelle qui se dessine.

La Banque nationale se propose d'augmenter, en 1994, la monnaie centrale dessaisonnalisée à un rythme de nouveau supérieur à 1%. L'agrégat progressera un peu moins qu'en 1993, mais continuera à se rapprocher du sentier de croissance que l'institut d'émission s'est fixé comme point de repère, sentier qui part du quatrième trimestre de 1989. La Banque nationale n'entend toutefois pas accroître la monnaie centrale pour que celle-ci soit, à fin 1994 déjà, sur son sentier de croissance. Si elle voulait atteindre un tel résultat, il lui faudrait encore assouplir fortement et rapidement sa politique monétaire, ce qui pourrait avoir ultérieurement des répercussions inflationnistes. Pour 1994, la Banque nationale s'attend à un nouveau repli du renchérissement et à une légère diminution des rémunérations servies sur le marché monétaire. L'institut d'émission se réserve, comme précédemment, la possibilité de s'écarter de son objectif monétaire en cas de graves perturbations sur les marchés des changes, de l'argent ou des capitaux.

Les rênes monétaires ayant été assouplies à partir du milieu de 1992, la monnaie centrale dessaisonnalisée a sensiblement augmenté en 1993. Au quatrième trimestre de 1993, elle devrait s'inscrire à 29,8 milliards de francs, dépassant ainsi d'environ 3% son niveau de la même période de l'année précédente. Son évolution a donc correspondu à ce qu'attendait la Banque nationale. Le tableau ci-dessous montre l'évolution effective de la monnaie centrale dessaisonnalisée depuis le début de la période à moyen terme qui sert de référence.

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

	Objectif à moyen terme (%)	Variation effectivement enregistrée (%)
1990	1*	-2,5
1991	1	1,4
1992	1	-1,0
1993	1	3,0**
Moyenne pluriannuelle	1	0,2**

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

\*\* Estimation

Pour fixer l'orientation qu'elle entend donner à sa politique monétaire en 1994, la Banque nationale est partie, comme toujours, de l'évolution attendue de la demande de monnaie centrale. La politique monétaire qui sera menée en 1994 n'influera qu'à partir de 1995 sur le produit intérieur brut réel (PIB) de la Suisse et de 1996, ou ultérieurement, sur le renchérissement. Aussi l'évolution, en 1994, du PIB réel et du niveau des prix ainsi que l'augmentation de la demande de monnaie centrale qui en découlera sont-elles en principe des données pour l'institut d'émission.

La Banque nationale part de l'hypothèse que la croissance du PIB réel, en 1994, sera d'un peu plus de 1% en moyenne annuelle. Au quatrième trimestre de 1994, le PIB réel devrait dépasser de 1,5% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement diminuera probablement à 2% en moyenne annuelle et à 1,5% au quatrième trimestre de 1994. Par conséquent, la Banque nationale table, comme les instituts suisses de prévisions économiques, sur une modeste reprise de la conjoncture intérieure et sur un net repli du renchérissement.

L'évolution attendue du PIB réel et des prix à la consommation devrait accroître la demande de monnaie centrale de moins de 1% au cours de l'année 1994. Si la Banque nationale, comme elle en a l'intention, augmente l'offre de monnaie de plus de 1%, les rémunérations servies sur le marché monétaire suisse diminueront sans doute encore légèrement. Tant que la monnaie centrale dessaisonnalisée évolue au-dessous de son sentier de croissance, elle doit progresser de plus de 1% par an pour que la Banque nationale puisse atteindre son objectif monétaire à moyen terme.

La croissance supérieure à la moyenne que la monnaie centrale dessaisonnalisée a enregistrée en 1993 s'explique principalement par le net repli qui a caractérisé les taux d'intérêt à partir de l'été 1992. Ce repli prendra toutefois fin au cours de l'année 1994. Les effets stimulants que la baisse des taux d'intérêt exerce sur la demande de monnaie disparaîtront ainsi graduellement. Néanmoins, l'agrégat continuera, pendant un certain temps encore, à progresser davantage que la moyenne. La plupart des prévisionnistes s'attendent à ce que la conjoncture prenne de la vigueur en 1995. Au début d'une phase de reprise économique, le PIB réel augmente, nous le savons par expérience, à des taux supérieurs au potentiel de croissance à moyen terme de l'économie suisse. Si les prévisions conjoncturelles se révèlent exactes, alors la croissance de la monnaie centrale dessaisonnalisée restera supérieure à la moyenne, quelque temps encore, après 1994. Ce n'est qu'au moment où l'économie suisse évoluera de nouveau à un rythme conforme à son potentiel de croissance que la monnaie centrale dessaisonnalisée rejoindra probablement son sentier de progression à moyen terme.

Si la Banque nationale voulait tenter de ramener, à fin 1994 déjà, la monnaie centrale sur son sentier de croissance à moyen terme, elle devrait provoquer une baisse massive des taux d'intérêt à court terme. L'assouplissement qu'il faudrait donner à la politique monétaire serait trop fort et ferait resurgir, à moyen terme, le danger d'une nouvelle surchauffe de l'économie suisse, avec ses retombées inflationnistes bien connues. L'objectif monétaire serait atteint à fin 1994, mais la Banque nationale devrait alors compter avec la possibilité – conséquence d'une conjoncture de nouveau excessive – d'un dépassement, après 1994, de son sentier de croissance à moyen terme.

L'évolution des autres agrégats monétaires, notamment de  $M_1$ , donne également à penser qu'un nouvel et fort assouplissement de la politique monétaire serait dangereux à moyen terme. L'agrégat  $M_1$  a vigoureusement augmenté, en particulier au premier semestre de 1993. Son taux annuel de croissance s'est accéléré pour atteindre 16% à fin août 1993. Il a ensuite diminué à 14,9% en octobre. L'accélération temporairement massive de l'expansion de  $M_1$  – elle est habituelle dans les phases de baisse des taux d'intérêt – n'engendre pas de danger inflationniste. Elle confirme toutefois à la Banque nationale que la marge à disposition pour une nouvelle baisse des taux d'intérêt est devenue étroite.

Comme les années précédentes, la Banque nationale se réserve, en cas d'évolution imprévue, la possibilité de s'écarter du cours qu'elle entend donner à sa politique monétaire. Elle continuera également à tester la fiabilité de la monnaie centrale en tant qu'indicateur avancé de l'évolution des prix.

## La politica monetaria svizzera nel 1994

La Direzione generale della Banca nazionale svizzera ha deciso, d'intesa con il Consiglio federale, di mantenere l'obiettivo di accrescere a medio termine la base monetaria destagionalizzata dell'1% in media annuale. In questo modo la Banca nazionale assicura la stabilità dei prezzi e lascia all'economia svizzera un sufficiente margine di crescita per la ripresa economica che si sta profilando.

Per il 1994, la Banca nazionale si prefigge nuovamente di aumentare la base monetaria destagionalizzata oltre l'obiettivo a media scadenza dell'1%. La base monetaria dovrebbe crescere meno vigorosamente che non nel 1993, ma continuerà a avvicinarsi alla direttrice di crescita stabilita dalla Banca nazionale, che ha inizio al quarto trimestre 1989. La Banca nazionale rinuncia nondimeno a compensare interamente lo scarto tra la base monetaria e l'obiettivo di crescita entro la fine del 1994. Ciò richiederebbe un forte e rapido allentamento supplementare della politica monetaria, il quale, in seguito, potrebbe avere conseguenze inflazionistiche. Per il 1994, la Banca nazionale prevede un rincaro ancora al ribasso e una lieve riduzione del livello dei tassi d'interesse del mercato monetario. Come il solito, la Banca nazionale si riserva di scostarsi dal proprio corso di politica monetaria, qualora si manifestassero gravi perturbazioni sui mercati finanziari e delle divise.

L'allentamento della politica monetaria avviato alla metà del 1992 ha avuto per effetto di fare di nuovo aumentare consistentemente la base monetaria destagionalizzata nel 1993. Nel quarto trimestre 1993, dovrebbe salire a circa 29,8 miliardi di franchi, superando del 3% il livello raggiunto nel periodo corrispondente dello scorso anno. La sua evoluzione ha corrisposto alle aspettative della Banca nazionale. L'incremento effettivo della base monetaria destagionalizzata dall'inizio del periodo di computo dell'obiettivo a medio termine è esposto nella seguente tavola.

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

	Obiettivo a medio termine in %	Crescita effettiva in %
1990	1*	-2,5
1991	1	1,4
1992	1	-1,0
1993	1	3,0**
Media annuale	1	0,2**

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

\*\* Stima

Per determinare il corso di politica monetaria per il 1994, la Banca nazionale ha, come di consueto, effettuato delle previsioni sull'evoluzione della domanda di base monetaria. La politica monetaria del 1994 non dovrebbe incidere prima del 1995 sul prodotto interno lordo (PIB) reale e prima del 1996, o successivamente, sul rincaro. L'evoluzione del PIB reale e del livello dei prezzi, come pure il conseguente aumento della domanda di base monetaria, sono perciò dati su cui l'istituto di emissione, nel 1994, non potrà influire.

La Banca nazionale prevede per il 1994 una crescita media del PIB reale leggermente superiore all'1%. Nel quarto trimestre 1994 il PIB reale dovrebbe eccedere dell'1,5% il livello del quarto trimestre 1993. Il rincaro – sulla base dell'indice dei prezzi al consumo – dovrebbe scendere al 2% in media annuale e all'1,5% al quarto trimestre 1994. Di conseguenza, la Banca nazionale – come gli istituti svizzeri di previsione economica – si aspetta una modesta ripresa della congiuntura domestica e un netto calo del rincaro.

Nel 1994, l'evoluzione prevista del PIB reale e dei prezzi al consumo dovrebbe comportare una crescita della domanda di base monetaria inferiore all'1%. Se, come previsto, la Banca nazionale accresce l'offerta di moneta di oltre l'1%, i tassi d'interesse del mercato monetario svizzero caleranno ancora lievemente. Finché la base monetaria stagionalizzata resta al di sotto della direttrice di espansione a medio termine, la sua crescita annuale dovrà essere maggiore dell'1%. In caso contrario, la Banca nazionale non potrà raggiungere il suo obiettivo monetario.

La crescita superiore alla media della base monetaria stagionalizzata nel 1993 si spiega soprattutto con il calo dei tassi d'interesse a partire dall'estate 1992. Nel corso del 1994, i tassi d'interesse dovrebbero cessare di diminuire. L'effetto stimolante che il calo dei tassi d'interesse esercita sulla domanda di moneta si esaurirà così gradualmente. La crescita superiore alla media dovrebbe tuttavia persistere ancora per qualche tempo. Secondo la maggior parte degli specialisti, nel 1995, la congiuntura dovrebbe consolidarsi. Nella fase iniziale di una ripresa congiunturale il PIB reale aumenta solitamente a tassi superiori al potenziale di crescita a lungo termine dell'economia svizzera. Se le previsioni congiunturali dovessero rivelarsi esatte, la crescita della base monetaria stagionalizzata risulterà temporaneamente superiore alla media anche dopo il 1994. La base monetaria stagionalizzata raggiungerà probabilmente la direttrice d'espansione a medio termine solo quando l'economia svizzera sarà tornata a aumentare a una cadenza conforme al suo potenziale di crescita.

Se la Banca nazionale volesse portare la base monetaria sul livello dell'obiettivo di crescita già alla fine del 1994, i tassi d'interesse a breve termine dovrebbero allora diminuire consistentemente. L'allentamento della politica monetaria che si renderebbe necessario, sarebbe eccessivo e, a medio termine, farebbe risorgere il pericolo di un surriscaldamento dell'economia svizzera, con i ben noti effetti inflazionistici che ne derivano. Indubbiamente, l'obiettivo monetario sarebbe raggiunto alla fine del 1994, ma la Banca nazionale – in seguito ai rinnovati eccessi congiunturali – non potrebbe escludere l'eventualità di un superamento dell'obiettivo di crescita a medio termine dopo il 1994.

L'evoluzione degli altri aggregati monetari, in particolare della massa monetaria  $M_1$ , indica che un ulteriore forte allentamento della politica monetaria sarebbe pericoloso a medio termine. L'aggregato  $M_1$  è aumentato vigorosamente, soprattutto durante il primo semestre 1993. Il suo tasso annuale di crescita si è progressivamente accelerato, raggiungendo il 16% a fine agosto, per poi ridiscendere al 14,9% in ottobre. La passeggera e robusta progressione della velocità di crescita di  $M_1$  – abituale nelle fasi di calo dei tassi d'interesse – non genera pressioni inflazionistiche. Sorregge tuttavia la Banca nazionale nel suo parere, che il margine disponibile per un ulteriore calo dei tassi d'interesse si è ristretto.

Come negli scorsi anni, la Banca nazionale si riserva di scostarsi temporaneamente dall'indirizzo monetario prescelto. Continuerà inoltre a verificare periodicamente l'affidabilità della base monetaria quale indicatore anticipatore dell'evoluzione dei prezzi.

## Swiss monetary policy in 1994

The Governing Board of the Swiss National Bank, in agreement with the Federal Government, will adhere to its goal of expanding the seasonally-adjusted monetary base by an average of one per cent per annum in the medium term. By this policy, the Swiss National Bank is seeking to ensure price stability while allowing the Swiss economy sufficient leeway for growth in the emerging economic recovery.

The Swiss National Bank envisages growth of the seasonally-adjusted monetary base for 1994 which will again exceed the medium-term target of 1%. While the monetary base is likely to expand a little less markedly than in 1993 it will nevertheless come still closer to the growth path based on the fourth quarter 1989, which the Swiss National Bank regards as its target magnitude. The Swiss National Bank, however, does not intend to let the monetary base reach the full level of the growth path as early as at the end of 1994. This would require a significant and rapid further relaxation of monetary policy with possible inflationary aftereffects. The Swiss National Bank anticipates a continued decline in inflation and another slight fall in money market rates in 1994. As in the past, it will retain the option of deviating from its monetary course in the event of serious disruptions in the currency and financial markets.

The easing of monetary policy begun in mid-1992 has caused the seasonally-adjusted monetary base to increase markedly in 1993. In the fourth quarter of 1993, it is expected to exceed the corresponding previous year's level by an estimated 3.0% and to amount to Sfr 29.8 billion. It thus developed in line with the Swiss National Bank's expectations. Actual growth in the seasonally-adjusted monetary base since the beginning of the medium-term target period is illustrated by the table below.

In fixing its monetary policy for 1994, the Swiss National Bank as usual forecast the development

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

	Medium-term target (%)	Actual growth (%)
1990	1*	-2.5
1991	1	1.4
1992	1	-1.0
1993	1	3.0**
annual average	1	0.2**

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

\*\* estimate

of demand for central bank money. It based on the assumption that the monetary policy to be implemented in 1994 would not influence real Swiss gross domestic product (GDP) until the beginning of 1995, and inflation no earlier than in 1996 or even later. The development of real GDP and of the price level and the concomitant increase in demand for central bank money therefore seem to be predetermined for the Swiss National Bank in 1994.

The Swiss National Bank bases its forecasts on an annual average growth of real GDP of just over 1%. In the fourth quarter of 1994, real GDP will probably exceed the previous year's level by 1.5%. The inflation rate – measured by the consumer price index – is expected to decline to 2% on an annual average in 1994, and to 1.5% until the fourth quarter of 1994. Accordingly, the Swiss National Bank – like the Swiss forecasting institutions – anticipates a modest recovery in domestic economic activity and a marked fall in inflation.

The predicted development of real GDP and of consumer prices should bring about an increase in demand for central bank money of less than 1% in the course of 1994. If the Swiss National Bank expands liquidity, as planned, by more than 1%,

Swiss money market rates will probably show a renewed slight decline. As long as the seasonally-adjusted monetary base remains below the medium-term target path it must grow by more than 1% if the Swiss National Bank is to achieve its money supply target.

The above-average increase in the seasonally-adjusted monetary base in 1993 is due chiefly to the sharp fall in interest rates since summer 1992. This downtrend should, however, come to a standstill in the course of 1994. The stimulating influence which receding interest rates exert on the demand for money will then gradually disappear. The above-average growth is nevertheless likely to continue for some time. Most forecasters expect the Swiss economy to gain momentum in 1995. When an economic upswing actually gets off the ground, real GDP generally rises at rates in excess of the long-term growth potential of the Swiss economy. If forecasts of a perceptible economic recovery are correct, an above-average expansion of the seasonally-adjusted monetary base would still have to be expected for a limited period even after 1994. Not until the Swiss economy is again developing in keeping with its growth potential is the seasonally-adjusted monetary base likely to reach the medium-term growth path.

If the Swiss National Bank were to try and bring the seasonally-adjusted monetary base close to the medium-term growth path already at the end of

1994, short-term interest rates would have to fall significantly. This would require an excessive relaxation of monetary policy, conjuring up the danger of a renewed overheating of the Swiss economy in the medium term with the well-known inflationary consequences. The money supply target would then be reached by the end of 1994. The Swiss National Bank would, however, risk overshooting the medium-term target path after 1994 as a result of renewed economic excesses.

The development of the other monetary aggregates, such as the money stock  $M_1$ , also indicates that a further significant easing of monetary policy would be dangerous in the medium term. The aggregate  $M_1$  rose considerably, notably in the first half of 1993. Its annual growth rate soared to 16.0% by the end of August 1993, only to drop again to 14.9% in October. The dramatic temporary acceleration in the growth of  $M_1$ , which is a normal occurrence in times of receding interest rates, does not signify any particular inflationary dangers. It does, however, strengthen the Swiss National Bank's view that the leeway for a further decline in money market rates has become narrow.

As in the past, the Swiss National Bank retains the option of deviating from the policy originally envisaged in case of unexpected developments. It will also continue to regularly review the reliability of the monetary base as a preliminary indicator of price developments.



# Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 10. Dezember 1993\*

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

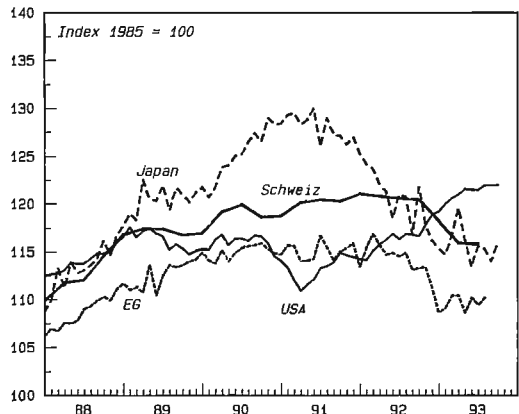
### 1. Ausland

#### Konjunkturentwicklung

Im dritten Quartal 1993 hellte sich die Wirtschaftslage im OECD-Raum auf. Nach dem schwachen Wachstum in der ersten Jahreshälfte verstärkte sich der Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten, und die britische Wirtschaft setzte ihr mässiges Wachstum fort. In den grossen kontinentaleuropäischen Ländern deuteten die Indikatoren auf eine Stagnation der Wirtschaft hin, nachdem das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal leicht zugenommen hatte. Das Stimmungsbild in der Industrie verbesserte sich etwas. Dazu trug vor allem der teilweise ausgeprägte Zinsrückgang bei, der eine wichtige Voraussetzung für eine allmähliche konjunkturelle Erholung schuf. Im Gegensatz dazu hielt der Konjunkturrückgang in Japan an. Sowohl die Binnen- als auch die Exportnachfrage nahm im zweiten und dritten Quartal weiter ab.

Die OECD rechnet damit, dass die Rezession in Europa und in Japan im Jahre 1994 überwunden wird. Gemäss ihrer Prognose wird das reale Bruttoinlandsprodukt der OECD-Länder um durchschnittlich 2,2% steigen, gegenüber schätzungsweise 1,1% im Jahre 1993. Mit 3% prognostiziert sie für die Vereinigten Staaten das stärkste Wachstum; für Europa beträgt der erwartete Zu-

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

wachs lediglich 1,5%, wobei Deutschland mit 0,7% am unteren Ende liegt.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich in den Vereinigten Staaten im dritten Quartal weiter. Während die Arbeitslosenquote in Grossbritannien unverändert blieb, nahm sie in den übrigen grossen EG-Ländern erneut zu. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EG-Länder betrug im September 10,8% gegenüber 10,6% im Juni. Auch in Japan erhöhte sich die Zahl der Arbeitslosen.

Die durchschnittliche Jahreststeuerung bildete sich im OECD-Raum nochmals geringfügig zurück. Im September betrug sie 2,7%, gegenüber 2,8% drei Monate zuvor.

#### Wirtschaftspolitik

Die Währungsbehörden aller grossen Industrieländer – mit Ausnahme der USA und Grossbritan-

\* Der Bericht wurde Mitte November abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im August, September und Oktober 1993 bekannt wurden. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar.

niens – lockerten ihre Geldpolitik im dritten Quartal weiter. Sie trugen damit der schwachen Konjunkturlage und dem günstigen Inflationsumfeld Rechnung. Ende September senkte die Bank von Japan den Diskontsatz auf den tiefsten je verzeichneten Stand. Die Krise im Europäischen Währungssystem (EWS) führte am 2. August zum Entscheid, die Bandbreiten für die am Wechselkursmechanismus beteiligten Währungen auf  $\pm 15\%$  auszuweiten. Einzig die Niederlande hielten an der alten Bandbreite fest. Als Folge der erweiterten Schwankungsbreiten erhöhte sich der geldpolitische Spielraum der betroffenen EG-Länder. Die Banque de France nutzte diesen Spielraum zunächst nur vorsichtig. Nachdem sich die Lage im EWS ab Mitte August stabilisiert hatte, senkte sie ihre Zinssätze etwas stärker. Die Deutsche Bundesbank setzte ihre Politik der schrittweisen Leitzinssenkung fort. Von Anfang Juli bis Oktober nahm sie den Diskontsatz in drei Schritten um insgesamt 1,5 Prozentpunkte zurück. Bei der Leitzinssenkung vom 21. Oktober zogen fast alle EG-Zentralbanken mit.

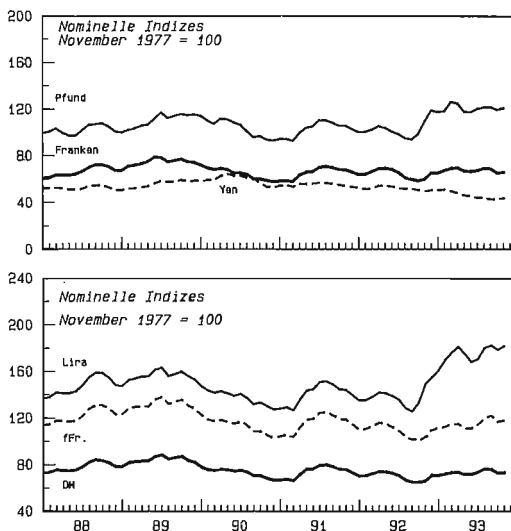
Die japanische Regierung gab im September angesichts der hartnäckigen Konjunkturschwäche ein weiteres Programm zur Stimulierung der Wirtschaft bekannt. Im Gegensatz zu den beiden vorangegangenen Konjunkturprogrammen enthält es auch Massnahmen zur Deregulierung der Wirtschaft. In den grossen europäischen Ländern dürfte die Fiskalpolitik auch im Jahre 1994 tendenziell restriktiv bleiben. Während die französischen Staatsausgaben nur noch geringfügig steigen sollen, plant die italienische Regierung massive Ausgabenkürzungen.

### Devisenmarkt

Die Entwicklung auf den Devisenmärkten stand im Zeichen der Neugestaltung des EWS und der Stabilisierung des Yen.

Die Anpassung der Wechselkurse innerhalb des EWS hielt sich trotz der massiven Ausdehnung der Bandbreiten in Grenzen. Die dänische Krone verlor in den beiden ersten Augustwochen mit rund 4,5% gegenüber dem ECU am stärksten an Wert, während sich die D-Mark um 2,5% aufwertete. Ab Mitte August stabilisierten sich die meisten Währungen. Das britische Pfund und die italienische

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



Lira, die seit September 1992 nicht mehr am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligt sind, büssten gegenüber der D-Mark bis Mitte Oktober um 5,5% bzw. 7% an Wert ein; nach der deutschen Leitzinssenkung im Oktober festigte sich das Pfund wieder. Die Lira schwächte sich nach einer kurzen Erholung weiter ab.

Nachdem der Yen Mitte August Jahreshöchstwerte erreicht hatte, beendete er seinen Höhenflug in der zweiten Augusthälfte. Bis Ende November sank er gegenüber dem Dollar um rund 6%. Der Dollar schwächte sich von Anfang August bis Mitte September gegenüber den europäischen Währungen vorübergehend leicht ab. Positive amerikanische Konjunkturmeldungen führten ab Mitte September zunächst zu einer Stabilisierung, die nach der deutschen Leitzinsreduktion im Oktober in einen kräftigen Anstieg überging. Ende November lag der Kurs des Dollars gegenüber der D-Mark fast wieder gleich hoch wie Anfang August.

### Europäische Integration

Der Maastrichter Unionsvertrag trat am 1. November in Kraft. Als letztes Land hatte ihn Deutschland

am 13. Oktober ratifiziert. Die Ratifikation wurde durch den Entscheid des deutschen Bundesverfassungsgerichts, der Unionsvertrag stehe in Einklang mit dem deutschen Grundgesetz, ermöglicht. Das Gericht stellte in seiner Urteilsbegründung jedoch einschränkend fest, weitergehende Integrationsschritte dürften nur bei einem Ausbau der demokratischen Strukturen und mit Zustimmung der nationalen Parlamente erfolgen. Insbesondere bestätigte es das Recht des Bundestages, über die Teilnahme Deutschlands an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion zu befinden.

Am ausserordentlichen Europäischen Gipfel vom 29. Oktober in Brüssel bestimmten die Staats- und Regierungschefs der EG-Länder Frankfurt zum Sitz des Europäischen Währungsinstituts (EWI) und der künftigen Europäischen Zentralbank. Das EWI wird seine Arbeit mit Beginn der zweiten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion am 1. Januar 1994 aufnehmen. Seine Hauptaufgabe wird darin bestehen, die Grundlagen für eine gemeinsame Geldpolitik zu schaffen, die Zusammenarbeit zwischen den nationalen Zentralbanken zu verstärken, das Funktionieren des Europäischen Währungssystems zu überwachen und die Effizienz grenzüberschreitender Zahlungssysteme zu erhöhen. Zudem übernimmt das EWI die Funktionen des bisherigen Ausschusses der Präsidenten der EG-Zentralbanken und des Europäischen Fonds für währungspolitische Zusammenarbeit.

### **Internationale Währungszusammenarbeit**

Der Internationale Währungsfonds (IWF) gewährte der Republik Moldau im September sowie Litauen und Estland im Oktober erste Kredittranchen im Rahmen der Systemübergangs-Fazilität (STF). Nachdem Kirgisien gewisse Auflagen erfüllt hatte, erhielt das Land im September die zweite Kredittranche im Rahmen der STF.

Mitte September schloss der IWF mit Ungarn eine Bereitschaftskreditvereinbarung über 340 Mio. SZR ab. Mit Litauen und Estland einigte er sich auf je eine Bereitschaftskreditvereinbarung in gleicher Höhe wie die aus der STF finanzierten Kredite.

Basierend auf einem Umschuldungsabkommen zwischen Bulgarien und den im Pariser Club zusammengeschlossenen Gläubigerländer trat Anfang Oktober das zweite bilaterale Umschuldungsabkommen zwischen der Schweiz und Bulgarien in Kraft. Die Vereinbarung betrifft Zahlungsrückstände und Fälligkeiten im Betrag von 16,1 Mio. Franken, die in den Zeitraum von April 1992 bis April 1993 fallen.

## **2. Schweiz**

In der Schweiz mehrten sich im dritten Quartal die Zeichen einer konjunkturellen Erholung. Nach der Stagnation im zweiten Quartal nahm das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode leicht zu. Es lag damit nur noch um 0,4% unter dem entsprechenden Vorjahreswert (2. Quartal: -1,1%). Zum Wachstum trugen vor allem der private Konsum und die Exporte bei. Auch die Anlageinvestitionen erhöhten sich geringfügig. Gemäss der Konjunkturumfrage der KOF-ETH verbesserte sich der Geschäftsgang in der Industrie. Während der Bestellungseingang aus dem Inland nochmals sank, erhöhte sich derjenige aus dem Ausland leicht.

Der Abbau der Beschäftigung verlangsamte sich weiter. Nachdem die Zahl der Beschäftigten im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr noch um 3,7% gesunken war, verringerte sich der Rückgang im dritten Quartal auf 2,8%.

Die Jahresteuersatzrate verharrte von Juli bis Oktober bei rund 3,5%. Im November ging sie erwartungsgemäss deutlich zurück und betrug nur noch 2,2%. Dies war vor allem auf den Rückgang der Mieten zurückzuführen, die im Frühjahr 1993 noch kräftig gestiegen waren.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge nahm im dritten Quartal weiter zu und übertraf mit 29,5 Mrd. Franken die Prognose der Nationalbank leicht. Gegenüber dem vierten Quartal 1992 nahm die Notenbankgeldmenge um 2,1% zu. Zum Wachstum trugen sowohl der Notenumlauf als auch die Giroguthaben bei. Für das vierte Quartal prognostizierte die Nationalbank einen Stand von 29,7 Mrd. Franken. Dies entspricht einer Zunahme gegenüber dem vierten Quartal 1992 von 2,7%. Im November erreichte die Notenbankgeldmenge

29,8 Mrd. Franken und übertraf damit das Niveau des vierten Quartals 1992 um 3,1%.

Nach dem Rückgang im Juli blieb der Dreimonatssatz für Eurofrankenanlagen bis Ende September annähernd stabil bei 4,6%. Bis Ende November ging er nochmals leicht zurück. Am 21. Oktober senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen viertel Prozentpunkt auf 4,25%, nachdem sie diesen Satz bereits Anfang Juli um einen halben Prozentpunkt verringert hatte. Die langfristigen Zinssätze bildeten sich weiter zurück. Die Durchschnittsrendite langfristiger Obligationen betrug Ende November 4,1%, gegenüber durchschnittlich 4,5% im Juli. Sie lag damit um fast 2 Prozentpunkte tiefer als vor Jahresfrist.

Im dritten Quartal gewann der Franken gegenüber den Währungen der wichtigen Handelspartner an Wert, so dass sich der exportgewichtete nominelle und reale Wechselkurs gegenüber dem zweiten Quartal deutlich erhöhte. Gegenüber dem dritten Quartal 1992 stieg er um 3,6% bzw. 3,1%. Im Oktober bildete sich der nominelle exportgewichtete Wechselkurs wieder zurück, während der reale Wechselkurs nochmals stieg.

## **B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern**

### ***Vereinigte Staaten***

Die amerikanische Konjunktur gewann in der zweiten Jahreshälfte 1993 an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode auf Jahresbasis hochgerechnet um 2,8% zu (1. Halbjahr 1993: +1,4%) und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 2,8%. Ohne den Ernteverlust als Folge der Überschwemmungen im mittleren Westen hätte das Wachstum sogar 3,4% betragen. Das Muster der vergangenen Quartale blieb unverändert: während die zinsempfindlichen Komponenten der Inlandnachfrage weiter expandierten, dämpften die geringeren Exporte (1,1%) und die stagnierenden Staatsausgaben das Wachstum. Der private Konsum erhöhte sich auf Jahresbasis gegenüber dem Vorquartal um 4,2%. Die Unter-

nehmensinvestitionen stiegen mit 6,3% etwas weniger kräftig als in den Vorperioden. Besonders stark wuchs der Wohnungsbau (10,1%), der damit den Rückgang im Vorquartal kompensierte. Die Lager nahmen hauptsächlich infolge der Ernteverluste in der Landwirtschaft verlangsamt zu.

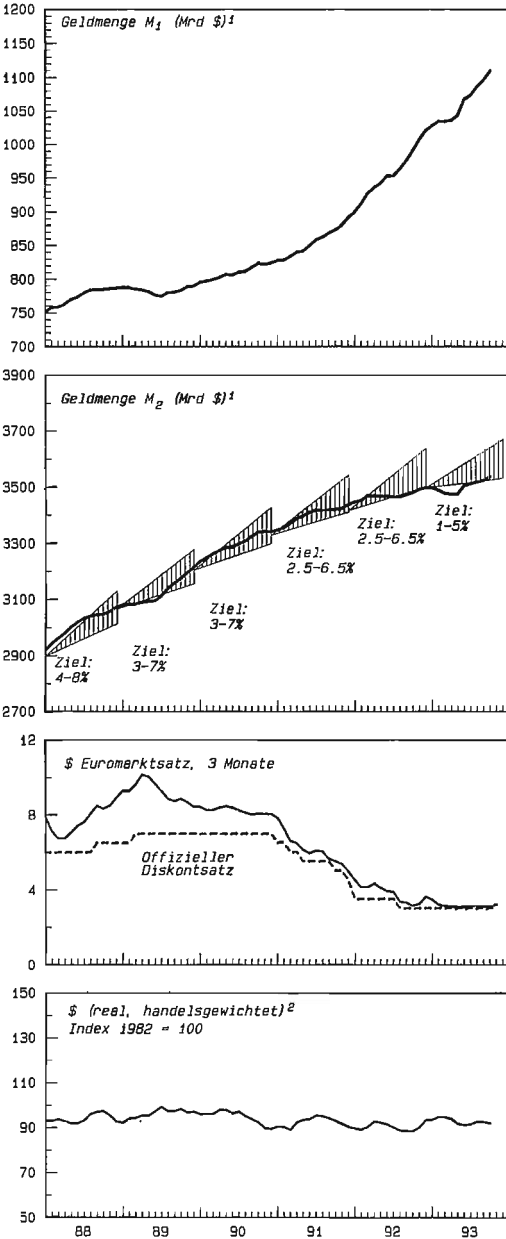
Die Industrieproduktion blieb im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode unverändert und übertraf damit den Vorjahresstand um 4,1%. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie stagnierte bei 81,6%. Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal mit durchschnittlich 117 000 Personen pro Monat deutlich langsamer als in den Vorquartalen zu. Sie übertraf den Vorjahresstand um 1,6%. Die Arbeitslosenquote sank auf 6,7%, gegenüber 7% im Vorquartal. Die Konjunktur dürfte durch die stark gesunkenen langfristigen Zinssätze weiter stimuliert werden. Gemäss ersten Indikatoren sorgten der private Konsum, der Wohnungsbau und die Autoproduktion auch im vierten Quartal für ein robustes Wachstum. Trotz der guten Konjunkturlage sank der Index der Konsumentenstimmung in der zweiten Jahreshälfte wieder auf Rezessionswerte. Darin drückt sich hauptsächlich die Sorge um die Arbeitsplätze aus. In vielen Wirtschaftsbe-  
reichen ist ein tiefgreifender Restrukturierungsprozess im Gang.

Die Jahresteuierung sank von 3,1% im zweiten auf 2,8% im dritten Quartal. Rund die Hälfte des Rückgangs entfällt auf tiefere Erdölpreise; die Kernrate ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise bildete sich von 3,4% auf 3,2% zurück.

Das Defizit der amerikanischen Handelsbilanz war im dritten Quartal mit 36,5 Mrd. Dollar leicht höher als im zweiten Vierteljahr. Während die Importe konjunkturbedingt stiegen, nahmen die Exporte infolge der schwachen Nachfrage aus Europa und Japan leicht ab.

Die amerikanische Regierung legte im September ihren Plan für die Reform des Gesundheitswesens vor. Er gilt neben dem im August verabschiedeten mittelfristigen Budgetplan als zweiter wichtiger Schritt zur Sanierung der Staatsfinanzen. Der Reformentwurf sieht ein Obligatorium für die Krankenversicherung vor. Um die Kostendynamik im Gesundheitswesen zu brechen, setzt die Regierung vor allem auf einen gelenkten Wettbewerb.

**Grafik 3: Vereinigte Staaten**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Dies kommt tendenziell einer Einkommenspolitik im Gesundheitswesen gleich. So werden die Preiskontrollen bei pharmazeutischen Produkten und bei der Verrechnung ärztlicher Leistungen verschärft. Die Finanzierung des neuen Systems erfolgt hauptsächlich über Lohnprozente. Die Unternehmen befürchten deshalb, dass die Lohnnebenkosten stark steigen werden. Die Unsicherheit über die Reform des Gesundheitswesens bildet gemäss Umfragen einen wichtigen Grund für die Zurückhaltung der Unternehmen bei Personaleinstellungen.

Die amerikanischen Währungsbehörden beliehen den Satz für Federal Funds unverändert bei 3%. Der Dreimonatssatz am Eurodollarmarkt verharrte ebenfalls bei leicht über 3%. Die Sätze für zehnjährige Regierungsobligations fielen nach der Verabschiedung des mittelfristigen Budgetplanes von 6,5% im Juli auf 5,7% Anfang Oktober, den niedrigsten Stand seit Jahrzehnten. Im vierten Quartal zogen sie wieder leicht an und lagen Ende November bei 6,3%. Wie in den Vorquartalen nahm die Geldmenge  $M_1$  im dritten Quartal stark zu; sie lag um 12,3% höher als vor Jahresfrist. Die Geldaggregate  $M_2$  und  $M_3$  wuchsen gegenüber dem vierten Quartal 1992 lediglich um 1,3% bzw. 0,2% und verblieben damit am unteren Rand des Zieltrichters von 1–5% bzw. 0–4%.

### Japan

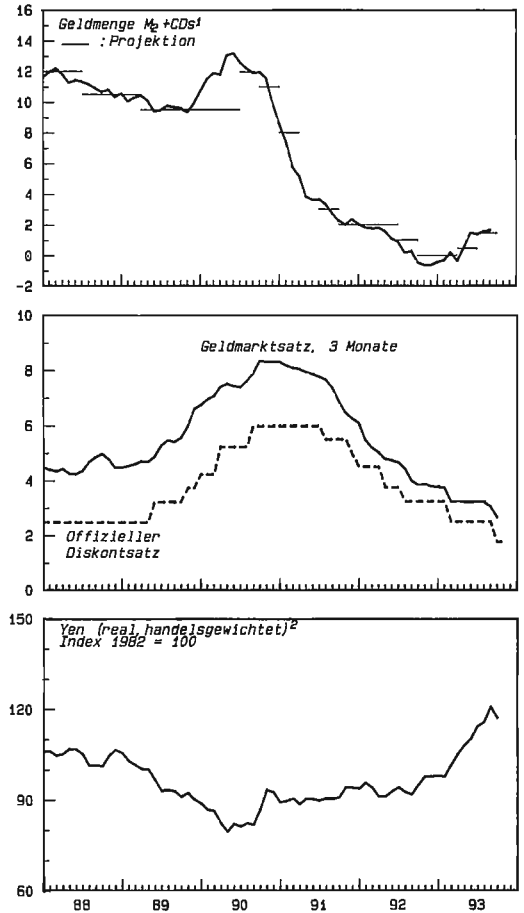
In Japan verstärkte sich die Rezession im Laufe des Jahres 1993. Das reale Bruttosozialprodukt nahm im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,5% ab und lag damit um 0,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Konsumausgaben gingen gegenüber dem Vorquartal um 0,6% zurück, während die Unternehmensinvestitionen um 3,7% und die Exporte um 1,4% sanken. Konjunkturstützend wirkten lediglich die Staatsausgaben (+0,4%) und der Wohnungsbau (+5,1%), wobei die starke Zunahme des Wohnungsbaus eine Korrektur des Rückgangs im Vorquartal darstellt. Die realen Importe fielen um 0,8%.

Im dritten Quartal verschlechterte sich die Konjunkturlage erneut. Infolge der kräftigen Aufwertung des Yen sanken die Exporte real weiter, während die deutlich billiger gewordenen Importe

trotz schrumpfender Binnennachfrage kräftig zunahmen; im September lagen sie um 10% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Der private Konsum schwächte sich wiederum ab. Sowohl der Absatz von Fahrzeugen als auch die übrigen Detailhandelsverkäufe sanken deutlich. Neben dem Rückgang der verfügbaren Einkommen trug auch die steigende Sparquote – eine Folge der wachsenden Angst vor Arbeitslosigkeit – zum Rückgang des privaten Konsums bei. Die Investitionstätigkeit blieb ebenfalls gedrückt. Im Vorjahresvergleich sanken die Auftragseingänge für Investitionsgüter um 13,7%. Die tiefen Zinssätze führten indessen zu einer Erholung des Wohnungsbaus. Aufgrund der Fiskalprogramme stiegen auch die Staatsausgaben. Die Zunahme dieser beiden Komponenten, deren Anteil am Brutto-sozialprodukt im internationalen Vergleich tief ist, reichte indessen nicht aus, um die Gesamtnachfrage spürbar zu beleben. Die Produktion der verarbeitenden Industrie lag im dritten Quartal um 4,4% tiefer als vor Jahresfrist, und die Kapazitätsauslastung sank auf 71,8%, gegenüber 73% in der Vorperiode. Da die Endnachfrage wesentlich stärker als die Produktion zurückging, stiegen die Lager im Verhältnis zu den Umsätzen deutlich und erreichten beinahe den Höchstwert von Ende 1992. Entsprechend ist in den kommenden Quartalen mit weiteren Produktionskürzungen zu rechnen. Gemäss einer im August durchgeführten vierteljährlichen Umfrage der japanischen Zentralbank verschlechterten sich die Erwartungen der Unternehmen auf breiter Front.

Auf dem Arbeitsmarkt sind die Anzeichen einer spürbaren Verschlechterung unübersehbar. Das Verhältnis zwischen Stellenangeboten und Stellensuchenden ging im dritten Quartal weiter zurück. Die ausgewiesene Arbeitslosenquote stieg leicht auf 2,5% (2. Quartal: 2,4%). In Japan wird allerdings nur als arbeitslos gezählt, wer weniger als 10% arbeitet. Da Arbeitslose häufig eine Teilzeitbeschäftigung annehmen, werden viele von ihnen nicht in die Statistik einbezogen. Nach einer Umfrage des Arbeitsministeriums betrachten fast die Hälfte der Grossunternehmen ihren Personalbestand als zu hoch und stellen das System der lebenslangen Beschäftigung zunehmend in Frage. Konjunkturbeobachter rechnen damit, dass die Arbeitslosigkeit im Fiskaljahr 1994/95 stark steigen wird.

**Grafik 4: Japan**



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode; die Projektionen werden quartalsweise festgelegt (Quelle: Bank of Japan)  
<sup>2</sup> Quelle: OECD

Der Überschuss der japanischen Ertragsbilanz betrug im dritten Quartal 32,2 Mrd. Dollar. Der Aktivsaldo der Handelsbilanz erreichte 29,2 Mrd. Dollar und überstieg damit den Wert der Vorquartale. Trotz der starken Aufwertung des Yen zeichnet sich noch keine Tendenz zu einem sinkenden Handelsbilanzüberschuss ab. Die Exporte schrumpften zwar real, stiegen aber nominal und in Dollar ausgedrückt als Folge der Yen-Aufwertung. Umgekehrt nahmen die Importe real kräftig

zu; tiefere Erdölpreise sorgten allerdings für eine vergleichsweise geringe nominale Steigerung.

Die Jahreststeuerung, gemessen an den Konsumentenpreisen, stieg von 0,9% im zweiten auf 1,8% im dritten Quartal. Der Teuerungsanstieg ist indessen allein auf die Entwicklung der Nahrungsmittelpreise zurückzuführen, die wegen des kalten Sommers vorübergehend kräftig anzogen.

Mitte September gab die Regierung ein drittes Programm zur Stimulierung der Wirtschaft bekannt. Im Gegensatz zu den beiden ersten Programmen liegt der Schwerpunkt bei der Deregulierung der Binnenwirtschaft und bei Massnahmen zur Förderung des Wettbewerbs im Detailhandel. Der Gesamtumfang des Konjunkturpaketes beträgt 6500 Mrd. Yen. Das reale Bruttosozialprodukt soll dadurch im Fiskaljahr 1994/95 um schätzungsweise 0,4% gesteigert werden.

Die japanischen Währungsbehörden lockerten die Geldpolitik im dritten Quartal erneut. Die Bank von Japan senkte den Tagesgeldsatz im September auf 2,5%. Am 21. September ermässigte sie den Diskontsatz von 2,5% auf 1,75%. Dies entspricht dem tiefsten je verzeichneten Stand. Der Dreimonatssatz für Depositenzertifikate fiel von 3,2% im Juli auf 2,5% im Oktober. Parallel dazu bildete sich die Rendite einjähriger Regierungsobligationen von 4,2% auf 3,7% zurück. Die Geldmenge  $M_2+CD$  übertraf den Vorjahresstand um 1,8%. Die Projektion für das vierte Quartal wurde auf 2% festgesetzt.

## **Deutschland**

In den alten Bundesländern kam der konjunkturelle Rückgang nach dem markanten Einbruch zu Beginn des Jahres 1993 zum Stillstand. Das reale Bruttoinlandsprodukt war im zweiten Quartal leicht höher als in der Vorperiode, da sich der Lagerabbau verlangsamte. Es lag jedoch erneut deutlich unter dem Vergleichswert des Vorjahres (-2,4%). Der private und der öffentliche Konsum gingen gegenüber dem ersten Quartal zurück, jedoch weniger stark als in der Vorperiode. Dagegen sanken die Investitionen und die Exporte wiederum erheblich. Die Bauinvestitionen stagnierten im Vorjahresvergleich, während die Ausrüstungsinvesti-

tionen um rund 18% schrumpften. Infolge der umfangreichen staatlichen Förderungsprogramme dürfte allerdings ein Teil der Investitionen nach Ostdeutschland verlagert worden sein.

Im dritten Quartal änderte sich die wirtschaftliche Situation in den alten Bundesländern aufgrund der ersten Indikatoren nicht wesentlich. Die Produktion in der verarbeitenden Industrie stagnierte gegenüber der Vorperiode. Der Auftragseingang erhöhte sich leicht, besonders in der Konsumgüterindustrie. Während aus dem Ausland weniger Bestellungen kamen, nahmen die Aufträge aus dem Inland zu. Die Umsätze im Einzelhandel, die seit einem Jahr sinken, gingen im dritten Quartal nicht weiter zurück; jedoch wurden erneut weniger Fahrzeuge verkauft. Der Absatzeinbruch löste in der deutschen Automobilindustrie eine Krise aus, die in den ersten neun Monaten des Jahres 1993 zu einem Produktionsrückgang von rund 25% gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert führte. Besonders stark litt die Herstellung von Nutzfahrzeugen. Die Krise in der Automobilindustrie legte Strukturschwächen frei, die erhebliche Auswirkungen auf die vorgelagerten Produktionsstufen haben werden.

Die Zahl der Beschäftigten nahm in Westdeutschland wiederum ab. Die Arbeitslosenquote, die im zweiten Quartal 8% betragen hatte, erhöhte sich auf 8,5%. Innerhalb eines Jahres stieg die Arbeitslosenquote um fast zwei Prozentpunkte. Die Jahreststeuerung, gemessen an den Konsumentenpreisen, belief sich im dritten Quartal auf durchschnittlich 4,2%. Sie war damit gleich hoch wie in der Vorperiode. Im Oktober sank die Inflation leicht auf 3,9%. Die Produzentenpreise bildeten sich im dritten Quartal erneut geringfügig zurück.

In den neuen Bundesländern stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr 1993 im Vorjahresvergleich um 6,2%. Im zweiten Halbjahr 1992 hatte der Zuwachs 10,1% betragen. Während im ersten Halbjahr 1993 der private und der staatliche Konsum mit insgesamt 1,8% nur wenig zunahm, erhöhten sich die Investitionen um 13%. Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen um 2,5%, die Bauinvestitionen dagegen um 18,8%. Die Exporte gingen um 4,9% zurück. Die neuen Bundesländer erwirtschafteten einen Anteil von

8,3% am gesamtdeutschen Bruttoinlandprodukt. Allerdings ist die volkswirtschaftliche Gesamtrechnung für Ostdeutschland mit erheblichen Unsicherheiten behaftet.

In der verarbeitenden Industrie der neuen Bundesländer stagnierte die Produktion im dritten Quartal; das Vorjahresniveau wurde indessen deutlich übertroffen. Die Auftragseingänge und die Umsätze waren dagegen leicht tiefer als in der Vorperiode. Das Baugewerbe verzeichnete wiederum erhebliche Wachstumsraten.

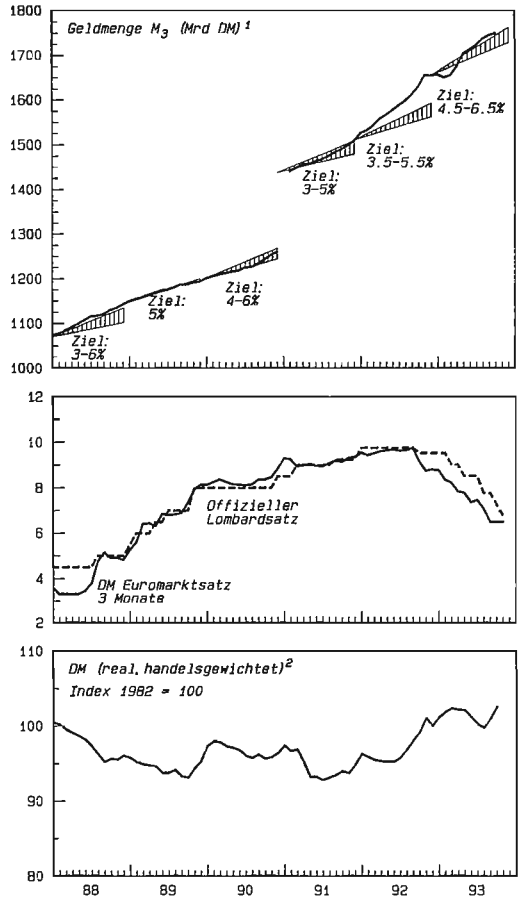
Die ostdeutsche Arbeitslosigkeit stieg im dritten Quartal wieder an und betrug 16%, gegenüber 15,2% in der Vorperiode. Gleichzeitig wurden erneut weniger Personen in Arbeitsbeschaffungsprogrammen beschäftigt oder weitergebildet. Die Jahreststeuerung betrug im dritten Quartal unverändert 9%.

Die gesamtdeutschen Ausfuhren sanken im zweiten Quartal gemäss ersten Angaben gegenüber der Vorperiode um 2,5%. Da die Einfuhren mit 6,3% stärker zurückgingen, erhöhte sich der Handelsbilanzüberschuss von 8,8 Mrd. D-Mark auf 13,9 Mrd. D-Mark. Dadurch verbesserte sich die Ertragsbilanz deutlich; das Defizit belief sich auf 5,2 Mrd. D-Mark, verglichen mit 11 Mrd. D-Mark im ersten Vierteljahr 1993.

Die Deutsche Bundesbank fuhr fort, ihre Geldpolitik schrittweise zu lockern. Sie senkte den Diskontsatz am 1. Juli, am 9. September und am 21. Oktober um je einen halben Prozentpunkt bis auf 5,75%. Der Lombardsatz ging im gleichen Zeitraum um insgesamt eindreiviertel Prozentpunkt auf 6,75% zurück. Die Senkung vom Oktober war für beide Leitzinssätze der sechste Rückgang im laufenden Jahr. Der Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte, über den die Bundesbank die Liquidität hauptsächlich steuert, wurde von 7,6% Anfang Juli auf 6,4% Ende Oktober angepasst. Das langfristige Zinsniveau, gemessen an der Rendite festverzinslicher Wertpapiere, sank von durchschnittlich 6,5% im Juli auf 5,9% im Oktober.

Die Geldmenge  $M_3$  wuchs im dritten Quartal mit einer Jahresrate von 7,1% und stieg damit leicht stärker als in der Vorperiode. Der Zielbereich von

**Grafik 5: Deutschland**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

4,5–6,5% wurde wiederum überschritten. Der Bargeldumlauf und die Sichteinlagen expandierten besonders kräftig. Die D-Mark wertete sich im dritten Quartal gegenüber den meisten Währungen des EWS auf, nachdem Anfang August die Bandbreiten des Wechselkursmechanismus ausgeweitet worden waren.

In der Herbstumfrage des Deutschen Industrie- und Handelstages schätzten die westdeutschen Unternehmen nicht nur die gegenwärtige Wirtschaftslage als düster ein, auch für das Jahr 1994



verbreiteten sie wenig Optimismus. Bestenfalls dürfte sich die Konjunktur auf tiefem Niveau stabilisieren. Die Unternehmen rechnen mit einem weiteren Rückgang der Investitionen, da der Absatz stagniert, die Kapazitäten nicht ausgelastet sind und die Lohnkosten im Vergleich zur Produktivität weiterhin zu stark wachsen. In den neuen Bundesländern wurde dagegen gemäss der Umfrage der Tiefpunkt überwunden, wobei neben dem Aufschwung in der Bauwirtschaft und bei den Dienstleistungen auch in Teilen der Industrie vermehrt Lichtblicke erkennbar sind. Insgesamt ist die Prognose der Unternehmen deutlich pessimistischer als das Gutachten der sechs grossen Wirtschaftsforschungsinstitute, die im nächsten Jahr in Westdeutschland eine Erholung erwarten.

### **Frankreich**

Nach dem markanten Rückgang zu Beginn des Jahres 1993 stabilisierte sich die Konjunktur im zweiten Quartal auf tiefem Niveau. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal leicht zu. Es lag damit um 1% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Konjunkturstützend wirkten der private Konsum und die realen Exporte, die gegenüber der Vorperiode um 0,6% bzw. 1,1% wuchsen. Der seit zwei Jahren andauernde Rückgang der Investitionstätigkeit setzte sich dagegen abgeschwächt fort. Die Ausstattungsinvestitionen sanken gegenüber dem ersten Quartal um 1,8%, nachdem sie in der Vorperiode um 6,7% zurückgegangen waren. Etwas weniger stark fielen die Bauinvestitionen (-1%). Insgesamt lagen die realen Anlageinvestitionen um 5,7% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Der Lagerabbau verstärkte sich etwas. Die Importe, die sich im ersten Quartal stark zurückgebildet hatten, erhöhten sich geringfügig.

Im dritten Quartal sank die Produktion der verarbeitenden Industrie nochmals leicht und lag damit um 5,3% tiefer als vor Jahresfrist. Besonders stark war der Rückgang in der Automobilindustrie. Die gesamte Industrieproduktion, die auch die Produktion von Energie und Nahrungsmitteln umfasst, nahm dagegen etwas zu. Gemäss den Unternehmensumfragen stabilisierte sich die Nachfrage auf tiefem Niveau; es wird nicht mit einem weiteren Produktionsrückgang gerechnet. Die

Lager werden allerdings immer noch als zu hoch beurteilt. Auch die Zahl der neubegonnenen Bauten sank nicht mehr weiter. Die Detailhandelsumsätze zeigten insgesamt keine Erholung. Während sich Verkäufe einzelner dauerhafter Konsumgüter belebten, nahm insbesondere die Zahl der neu zugelassenen Personenwagen weiter stark ab. Das verfügbare Einkommen wurde durch die im dritten Quartal in Kraft getretenen höheren Steuern und Sozialabgaben geschmälert. Dennoch rechnen offizielle Stellen mit einer baldigen Belebung des privaten Konsums, da die tieferen Zinssätze zu einem Rückgang der Sparquote führen dürften.

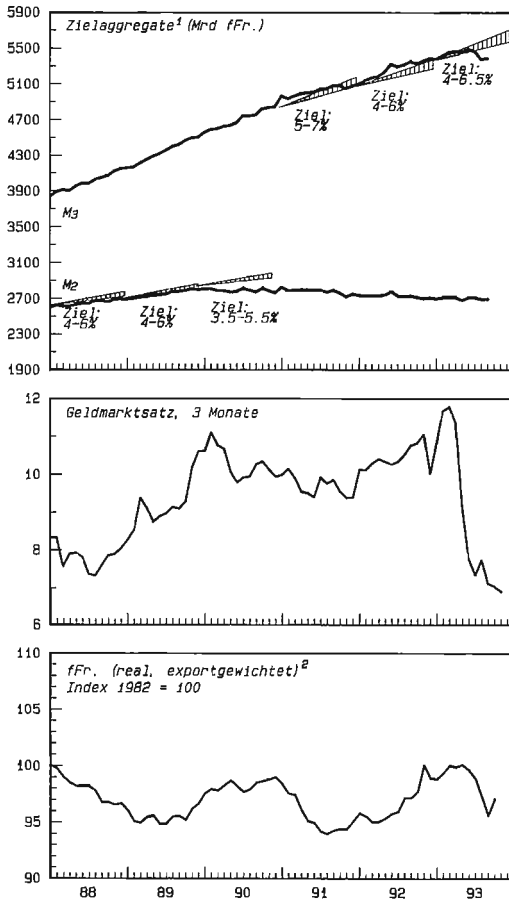
Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich im dritten Quartal weiter. Während die Beschäftigung im Dienstleistungssektor stagnierte, wurden in der Industrie weitere Stellen abgebaut. Die Arbeitslosenquote stieg von 11,6% im Juni auf 11,8% im September. Verschiedene grosse öffentliche Unternehmen kündigten bis Ende 1994 einen massiven Stellenabbau an. Zur Förderung der Beschäftigung ergriff die Regierung Massnahmen, um für die nächsten fünf Jahre die Lohnnebenkosten bei den wenig qualifizierten Arbeitnehmern zu senken und die Arbeitszeit flexibler zu gestalten. Das Gesetz wurde im November vom Senat verabschiedet.

Die Erhöhung der Mineralölsteuer schlug sich in einem leichten Anstieg der Jahresteuierung nieder. Im dritten Quartal betrug sie 2,2%, gegenüber 2% in der Vorperiode.

Der Handelsbilanzüberschuss erhöhte sich im zweiten Quartal, da die Exporte schneller stiegen als die Importe. Der Überschuss betrug 21,2 Mrd. Francs, gegenüber 14,7 Mrd. Francs im Vorquartal. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz erhöhte sich von 9,9 Mrd. auf 20,4 Mrd. Francs.

Ende September begann die Regierung ihr Privatisierungsprogramm mit dem Verkauf einer grossen Staatsbank. Bis zum Jahresende soll auch einer der grossen staatlichen Chemiekonzerne privatisiert werden. Die Einnahmen aus den beiden Privatisierungen dürften die Summe von 43 Mrd. Francs übertreffen, die im Staatshaushalt 1993 budgetiert worden waren. Das Budget für 1994 sieht sowohl eine Reduktion des Defizits als auch Massnahmen zur Stimulierung der Konjunktur.

## Grafik 6: Frankreich



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

tur vor. Aufgrund einer vergleichsweise optimistischen Prognose für das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (+1,4%) rechnet die Regierung mit einem Rückgang des Fehlbetrags von 317 Mrd. Francs im Jahre 1993 auf 300 Mrd. Francs oder 4,1% des Bruttoinlandsprodukts im Jahre 1994. Um den privaten Konsum zu stützen, wird die Einkommenssteuer um insgesamt 19 Mrd. Francs gesenkt. Die geplanten Privatisierungen sollen zudem rund 50 Mrd. Francs einbringen. Die Einnahmen dienen grösstenteils zur Deckung der laufenden Staatsausgaben.

Nach der Erweiterung der Bandbreiten im EWS lockerte die Banque de France ihre Geldpolitik vorsichtig. Nachdem sie den Pensionsatz für ein-tägige Kredite während der EWS-Krise Ende Juli auf 10% erhöht hatte, senkte sie ihn bis Ende August wieder auf 7,75%. Am 9. September reduzierte sie auch den gewöhnlichen Pensionsatz für Schatzwechsel auf 7,75%, der damit auf den Stand vor Ausbruch der EWS-Krise fiel. Nach der deutschen Leitzinssenkung vom 22. Oktober wurde dieser Satz um einen weiteren halben Prozentpunkt auf 7,25% und der Interventionssatz um 0,3 Prozentpunkt auf 6,45% herabgesetzt. Der Satz für dreimonatige Interbankeinlagen, der Ende Juli auf 9,7% gestiegen war, sank bis Ende Oktober auf 6,8%. Parallel zu den kurzfristigen Zinsen bildete sich auch die Rendite langfristiger Staatsanleihen weiter zurück; im Oktober lag sie bei 6,1%, gegenüber 6,6% im Juli und 8,3% im Oktober 1992.

Die Geldmenge M<sub>3</sub> nahm im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal leicht ab. Dies war teilweise auf den vorübergehenden Liquiditätsentzug zurückzuführen, der infolge der Liberierung der im Juli emittierten Staatsanleihe auftrat. Die Anleihe war mit 110 Mrd. Francs stark überzeichnet worden. Die Geldmenge M<sub>3</sub> wuchs gegenüber dem vierten Quartal 1992, auf das Jahr hochgerechnet, um 0,2% und lag damit deutlich unter dem für 1993 festgelegten Zielkorridor von 4-6,5%.

## Grossbritannien

Im zweiten Quartal 1993 setzte sich die konjunkturelle Erholung in Grossbritannien fort. Das reale Bruttoinlandsprodukt wuchs gegenüber der Vorperiode wiederum um 0,5%. Im Vorjahresvergleich war es um 2% höher. Konjunkturstützend wirkten der Privatkonsum und der staatliche Konsum. Die Investitionen gingen dagegen insgesamt zurück. Während die Ausrüstungsinvestitionen deutlich sanken, nahmen die Bauinvestitionen geringfügig zu. Die Exporte waren erneut schwach rückläufig. Die Importe schrumpften trotz der höheren Binnennachfrage stark.

Die ersten Indikatoren für das dritte Quartal deuten darauf hin, dass die Wirtschaft wiederum

wuchs, jedoch etwas weniger stark als in der Vorperiode. Der Detailhandel verzeichnete einen robusten Umsatzzuwachs, besonders bei den langlebigen Konsumgütern. Die Produktion in der verarbeitenden Industrie ging dagegen leicht zurück. Vor allem bei den Auftragseingängen aus dem Ausland war die Rezession spürbar, in der verschiedene wichtige Handelspartner Grossbritanniens stecken. In den neuesten Umfragen war der Optimismus bei den Unternehmen etwas gedämpfter als im ersten halben Jahr.

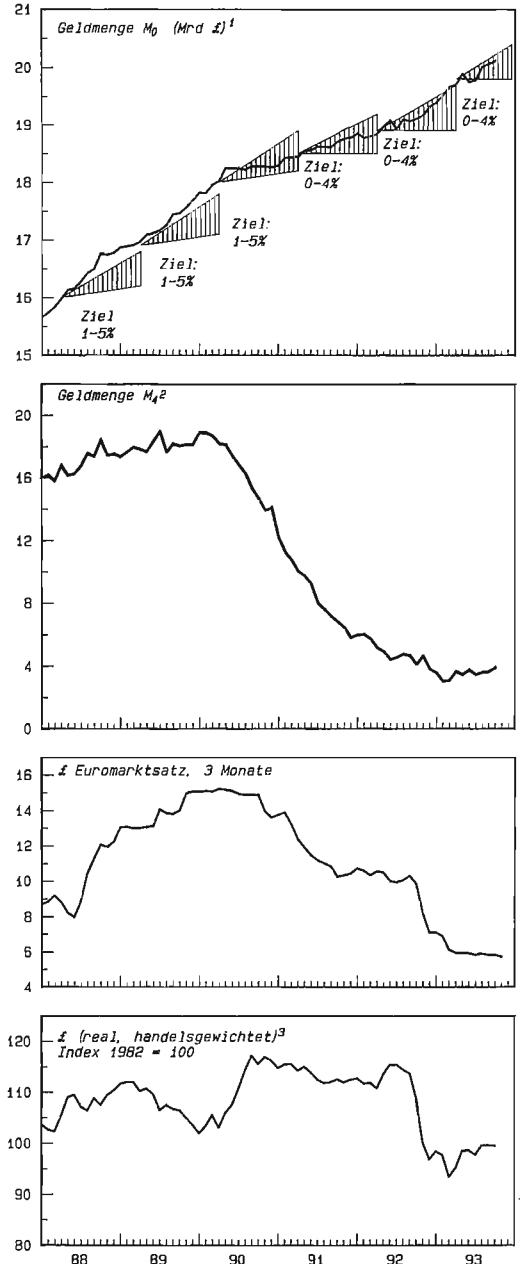
Der Anstieg der Arbeitslosigkeit, der Mitte 1990 begonnen hatte, kam im ersten Halbjahr 1993 zum Stillstand. Im dritten Quartal war die Arbeitslosenquote mit 10,4% gleich hoch wie in der Vorperiode. Die Teuerung stieg leicht von durchschnittlich 1,3% auf 1,6%. Die Basisinflation, welche die Hypothekarzinsen nicht enthält, erhöhte sich ungefähr im selben Ausmass auf 3,1%.

Die britische Handelsbilanz wies aufgrund vorläufiger Zahlen im zweiten Quartal mit 3,6 Mrd. Pfund ein geringfügig höheres Defizit als in der Vorperiode auf. Gegenüber dem ersten Quartal sanken die Ausfuhren um 2,8% und die Einfuhren um 2,3%. Der Passivsaldo der Ertragsbilanz ging von 3 Mrd. auf 2,7 Mrd. Pfund zurück.

Die britischen Währungsbehörden liessen ihre Geldpolitik im dritten Quartal unverändert. Der Basiszinssatz, den die Banken ihren erstklassigen Schuldnern verrechnen und der Anfang 1993 letztmals gesenkt worden war, betrug weiterhin 6%. Der Dreimonatssatz am Interbankenmarkt bildete sich von 6% im zweiten auf 5,9% im dritten Quartal zurück. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen fiel von 8% im Juli auf 7,1% im Oktober. Am 23. November nahm die Bank of England die Leitzinsen um einen halben Prozentpunkt zurück. Der Basiszinssatz sank damit auf 5,5%.

Die monetäre Basis  $M_0$  wuchs gegenüber demselben Zeitraum des Vorjahres im dritten Quartal mit 5,1% stärker als in der Vorperiode (4,2%). Der Zielbereich für das Fiskaljahr 1993/94 beträgt 0-4%. Die Geldmenge  $M_4$ , die auch Bankeinlagen und Einlagen bei den Bausparkassen enthält, stieg um 3,7% (2. Quartal: 3,6%). Die Jahreswachstumsraten für  $M_4$  sollten sich zwischen 3 und 9% bewegen.

Grafik 7: Grossbritannien



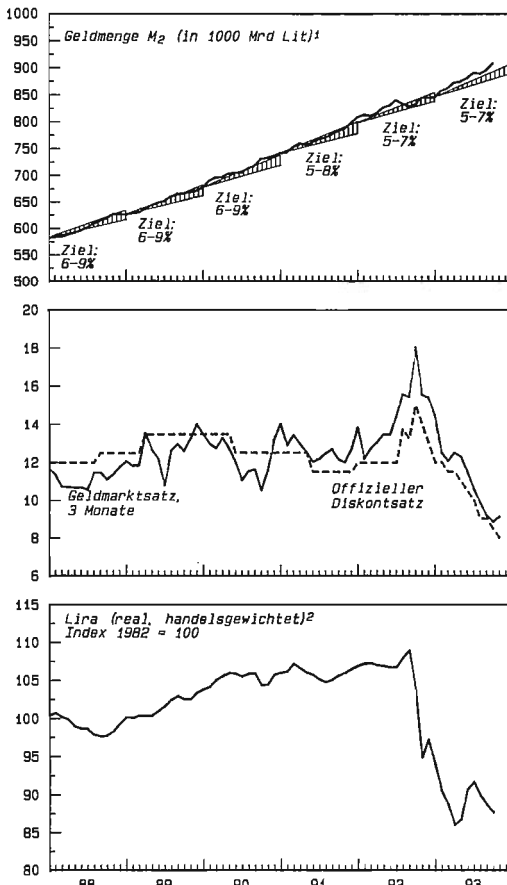
<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele: April bis März des folgenden Jahres (Quelle: Bank of England)  
<sup>2</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Bank of England)  
<sup>3</sup> Quelle: OECD

## Italien

Im zweiten Quartal 1993 stieg das reale Bruttoinlandsprodukt gegenüber der Vorperiode um 0,8%, nachdem es während der drei letzten Quartale zurückgegangen war. Im Vorjahresvergleich sank es um 0,6% (1. Quartal: -1,1%). Die konjunkturelle Stabilisierung war vor allem auf eine Verlangsamung des Lagerabbaus zurückzuführen. Die übrigen Komponenten der Binnennachfrage blieben dagegen schwach. Die sinkenden Reallöhne führten zusammen mit der höheren Fiskalbelastung und dem Beschäftigungsrückgang zu einer erneu-

ten Abnahme des privaten Konsums. Er lag um 2,2% tiefer als vor Jahresfrist. Auch die Anlageinvestitionen sanken weiter, wobei sich der Rückgang etwas abschwächte. Die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen schrumpften gegenüber dem Vorjahr um 4,5% bzw. 13,5%. Die schwache Binnenkonjunktur widerspiegelte sich in weiter sinkenden Importen. Auch die Exporte nahmen leicht ab, nachdem sie im Vorquartal überaus stark expandiert hatten. Während die Exporte das Vorjahresniveau um 10,5% übertrafen, lagen die Importe um 11,1% tiefer als vor Jahresfrist.

**Grafik 8: Italien**



Im dritten Quartal stagnierte die Industrieproduktion auf dem tiefen Niveau der Vorperiode. Sie lag damit um 2,8% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Als eine von wenigen Branchen wies die Nahrungsmittelindustrie eine höhere Produktion aus. Dagegen wurde die Produktion von Automobilen erneut gedrosselt. Der inländische Auftragseingang blieb infolge der gedrückten Konsumentenstimmung schwach. Dagegen gingen aus dem Ausland vermehrt Bestellungen ein. Die Lager an Fertigprodukten bewegten sich auf einem Tiefststand. Die Unternehmen erwarten, dass sich die Produktion insgesamt auf tiefem Niveau stabilisieren wird.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt blieb gedrückt. Im Juli lag die Beschäftigung um 5,1% unter dem entsprechenden Vorjahreswert, wobei sich der Rückgang saisonbedingt leicht abschwächte. Während in der Industrie etwas weniger Stellen abgebaut wurden, sank die Zahl der Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor unverändert stark. Die Arbeitslosenquote ging saisonbedingt von 10,5% im April auf 10,3% im Juli zurück.

Die Jahresteuerrate betrug im dritten Quartal 4,3%, gegenüber 4,1% in der Vorperiode. Der Anstieg war vor allem auf die Anhebung der Erdölsteuer und der Wohnungsmieten zurückzuführen. Auf der Grosshandelsstufe verstärkte sich der Teuerungsantrieb von 5,2% im zweiten auf 6,2% im dritten Quartal. Auch die Produzentenpreise nahmen stärker zu, hauptsächlich wegen der wechselkursbedingten massiven Verteuerung der importierten Güter.

Infolge der sinkenden Importe und der kräftig steigenden Exporte verbesserte sich die italienische

<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr. Ab 1992, Ziel: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banca d'Italia)  
<sup>2</sup> Quelle: OECD

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

	1989	1990	1991	1992 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>			1993 <sup>a)</sup>		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	2,5	1,2	-0,7	2,6	2,1	2,6	3,9	3,2	2,9	2,8
Japan <sup>b)</sup>	4,7	5,6	4,1	1,4	1,6	0,8	0,3	0,4	-0,2	0,4
Westdeutschland	3,7	5,9	4,6	1,2	1,2	1,3	0,1	-3,0	-2,4	-1,5
Frankreich	4,1	2,2	0,7	1,4	1,7	1,1	0,6	-0,9	-1,0	
Grossbritannien	2,2	0,4	-2,2	-0,5	-0,7	-0,1	0,1	1,5	2,0	
Italien	2,9	2,2	1,3	0,9	1,6	0,7	-0,3	-1,1	-0,6	
Schweiz	3,9	2,3	0,0	-0,1	0,3	0,0	-0,8	-1,0	-1,1	-0,4

a) provisorisch

b) BSP

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

	1989	1990	1991	1992	1993		1993			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	4,6	5,5	4,3	3,0	3,1	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7
Japan	2,3	3,1	3,4	1,7	0,9	1,8	1,9	1,9	1,5	1,3
Westdeutschland	2,8	2,7	3,5	4,0	4,2	4,2	4,3	4,2	4,0	3,9
Frankreich	3,6	3,4	3,1	2,4	2,0	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2
Grossbritannien	7,8	9,4	5,9	3,7	1,3	1,6	1,4	1,7	1,8	1,4
Italien	6,6	6,5	6,4	5,4	4,1	4,3	4,4	4,4	4,2	4,2
Schweiz	3,2	5,4	5,9	4,0	3,5	3,5	3,4	3,6	3,4	3,4

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

	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>		1993 <sup>a)</sup>			
					2. Q.	3. Q.	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
USA	5,2	5,5	6,8	7,4	7,0	6,7	6,8	6,7	6,7	6,8
Japan	2,3	2,1	2,1	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7
Westdeutschland <sup>b)</sup>	7,9	7,1	6,3	6,7	8,0	8,5	8,3	8,5	8,6	8,8
Frankreich	9,4	9,0	9,5	10,4	11,5	11,7	11,7	11,7	11,8	12,0
Grossbritannien <sup>c)</sup>	6,3	5,8	8,1	9,8	10,4	10,4	10,4	10,4	10,3	10,2
Italien <sup>d)</sup>	12,1	11,2	11,0	11,5	10,5	10,3	10,3	-	-	
Schweiz <sup>e)</sup>	0,5	0,5	1,1	2,6	4,4	4,9	4,7	4,9	5,0	5,1

a) provisorisch

b) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

c) ausgenommen Schulabgänger

d) ab 4. Quartal 1992: neue Erhebungsmethode; nicht saisonbereinigt

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

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

	1989	1990	1991	1992	1992			1993 <sup>a) d)</sup>		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
USA	-101,1	-90,4	-3,7	-66,4	-18,3	-17,8	-23,7	22,3	-26,9	
Japan	57,2	35,8	72,3	117,8	28,6	28,8	33,0	36,1	31,6	32,4
Westdeutschland <sup>b)</sup>	57,4	47,3	-19,9	-25,8	-5,9	-5,3	-8,6	-6,8	-3,1	
Frankreich	-3,8	-9,4	-6,5	3,5	1,9	-0,5	2,8	1,8	3,7	
Grossbritannien <sup>c)</sup>	-35,6	-30,2	-11,0	-20,3	-5,4	-4,3	-6,1	-4,4	-4,1	
Italien <sup>c)</sup>	-10,8	-14,7	-21,9	-26,8	-5,7	-6,8	-4,8	-2,9	2,8	3,8
Schweiz <sup>c)</sup>	7,0	8,6	10,6	15,0	2,9	3,7	4,0	6,0	4,4	3,6

a) provisorisch

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

c) nicht saisonbereinigt

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

Handelsbilanz seit Jahresbeginn markant. Gemäss provisorischen Angaben betrug der Handelsbilanzüberschuss in den ersten acht Monaten 18 933 Mrd. Lire, nachdem im entsprechenden Vorjahreszeitraum noch ein Defizit von 10 514 Mrd. Lire ausgewiesen worden war. Die Ertragsbilanz verzeichnete im gleichen Zeitraum einen Überschuss von rund 8200 Mrd. Lire, gegenüber einem Fehlbetrag von 21 000 Mrd. Lire im Jahr zuvor.

Das italienische Staatsdefizit dürfte infolge der eingeleiteten Sanierungsmassnahmen den für das Jahr 1993 budgetierten Wert von 150 000 Mrd. Lire nur leicht überschreiten. Für 1994 sieht die Regierung eine Reduktion des Defizits auf 144 000 Mrd. Lire bzw. 8,7% des Bruttoinlandprodukts vor. Die Ausgaben müssen dazu um insgesamt 27 200 Mrd. Lire gekürzt werden. Dies soll durch eine Straffung der Verwaltung, eine Reduktion der Truppenbestände, geringere Ausgaben im Gesundheits- und Erziehungswesen sowie eine Begrenzung der Lohnsteigerungen im öffentlichen Sektor erreicht werden. Dank tieferen Zinssätzen dürfte sich ausserdem der Schuldendienst verringern. Die Einnahmen werden infolge der Erhöhung der Mehrwert- und der Einkommenssteuer bei den Selbständigerwerbenden um schätzungsweise 3800 Mrd. Lire steigen. Die Einnahmen der vorgesehenen Privatisierungen sollen teilweise zur Reduktion der Schulden der grossen Staatskonzerne IRI und ENI herangezogen werden.

Die italienische Zentralbank legte einen Sanierungsplan für den Banco di Sicilia vor. Bei der Bank ist ein wesentlicher Anteil der Kredite gefährdet. Gemäss dem Vorschlag sollen sechs italienische Grossbanken dem Institut umfangreiche Gelder zur Verfügung stellen. Der Staat soll weitere Mittel zur Rekapitalisierung einschiessen. Gleichzeitig präsentierten die grossen Gläubigerbanken einen Plan zur Sanierung des zweitgrössten privaten Unternehmenkonglomerats Ferruzzi. Er sieht eine Kapitalerhöhung, Verkäufe von Aktiven sowie eine Konsolidierung der Schulden vor.

Die Banca d'Italia lockerte ihre Geldpolitik im dritten Quartal weiter. Von Juli bis Oktober senkte sie den Diskontsatz in drei Schritten von 10% auf 8%. Der Dreimonatssatz am Interbankenmarkt sank von 10,2% im Juni auf 8,8% im Oktober. Parallel

dazu bildete sich die Rendite der einjährigen Schatzwechsel (BoT) von 9,5% im Juni auf 7,9% zurück. Die Geldmenge  $M_2$  wuchs im dritten Quartal 1993, verglichen mit dem vierten Quartal 1992 und auf das Jahr hochgerechnet, um 8,3%. Sie lag damit über dem Zielkorridor von 5–7%.

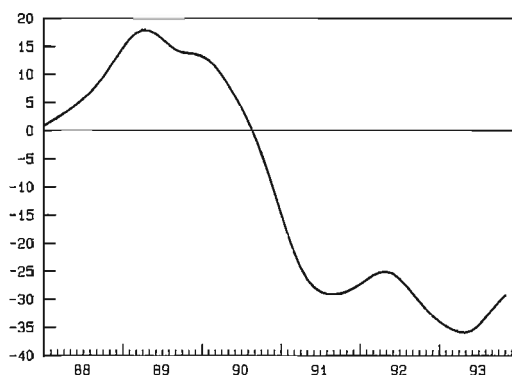
## C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

### 1. Der realwirtschaftliche Bereich

#### *Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion*

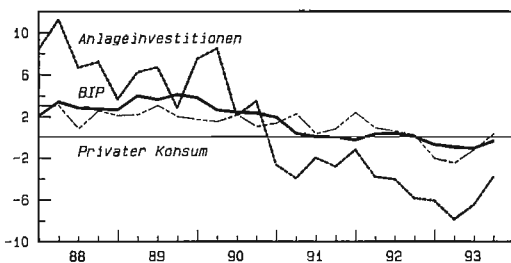
Im dritten Quartal mehrten sich in der Schweiz die Anzeichen einer konjunkturellen Erholung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im dritten Quartal im Vorquartalsvergleich zu, nachdem es bereits in der Vorperiode leicht gestiegen war. Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr schwächte sich deutlich ab und betrug noch 0,4% (2. Quartal: -1,1%). Sowohl die binnen- als auch die ausserwirtschaftlichen Komponenten des Bruttoinlandproduktes trugen zur Stabilisierung der Konjunkturlage bei.

**Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>**



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

**Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

Gemäss der Umfrage der KOF-ETH stieg der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» im dritten Quartal wieder. Die Aufwärtsbewegung erfasste sowohl die binnen- als auch die exportorientierten Sektoren der Industrie. Die Zahl der inländorientierten Unternehmen, die rückläufige Bestelleingänge gegenüber der Vorperiode meldeten, sank. Ferner war der Anteil der Unternehmungen, die immer noch sinkende Auftragsbestände verzeichneten, nur noch wenig höher als jener mit steigenden Beständen. Nach wie vor wurden die Auftragsbestände von einer überwiegenden Zahl der Befragungsteilnehmer als zu tief beurteilt. Für die Entwicklung der Produktion ergab die Umfrage das gleiche Bild. Die Exportindustrie bewertete ihre Lage ähnlich wie die für das Inland produzierenden Unternehmen. Unterschiede traten lediglich bei der Einschätzung der Lager auf. Während eine kleine Mehrheit der inländorientierten Industrien die Lager an Produkten in Arbeit als zu tief beurteilten, wurden diese von der Exportindustrie als zu hoch eingestuft. Bei beiden Industriegruppen galten die Lager an Fertigprodukten hingegen als zu hoch. In der Industrie insgesamt erhöhte sich die Kapazitätsauslastung saisonbereinigt auf 80,1%, und der Anteil der Überstunden an der Normalarbeitszeit nahm leicht auf 1,1% zu. Sowohl die technischen als auch die personellen Kapazitäten wurden nach wie vor als zu hoch beurteilt. Für die kommenden drei Monate erwartet eine wachsende Zahl der Umfrageteilnehmer anziehende Bestelleingänge sowie eine nicht weiter schrumpfende Produktion.

Das vorlaufende KOF-Konjunkturbarometer zeigte im dritten Quartal weiter nach oben und erreichte wieder den längerfristigen Trend. Bis zum Vorquartal hatten ausschliesslich die monetären Komponenten zum kontinuierlichen Anstieg des Sammelindex, der schon vor einem Jahr eingesetzt hatte, beigetragen. Seit Juli gehen auch von den meisten realen Komponenten, wie den Beschäftigungsaussichten, den offenen Stellen und dem Bauindikator, Wachstumssignale aus.

## Konsum

Der private Konsum nahm im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode zu. Er lag damit um 0,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert, nachdem er im zweiten Quartal noch um 1,2% gesunken war. Stützend wirkte vor allem der Güterkonsum, während die Nachfrage nach Dienstleistungen schwach blieb.

Die Detailhandelsumsätze stagnierten im dritten Quartal gegenüber dem Vorquartal. Auch im Vorjahresvergleich waren sie deutlich weniger stark rückläufig als in den vorangegangenen beiden Quartalen. Pro Verkaufstag verringerten sie sich binnen Jahresfrist real noch um 0,3% (2. Quartal: -2,4%). Vor allem bei den Umsätzen von dauerhaften Konsumgütern hat sich der Rückgang deutlich abgeschwächt. Die Konsumgüterimporte, die im zweiten Quartal wieder zu wachsen begannen, setzten ihren Aufwärtstrend im dritten Quartal fort. Ferner wurden erneut weniger Personenwagen als im Vorjahr abgesetzt (-6%). Die Abnahme fiel jedoch merklich geringer aus als in den Vorquartalen. Der Tourismus litt im dritten Quartal sowohl unter der Konjunkturschwäche als auch unter dem schlechten Wetter. Im Vorjahresvergleich ging die Zahl der Hotelübernachtungen inländischer Gäste um 4,8% zurück.

Der Sammelindex der Konsumentenstimmung verbesserte sich im Oktober gegenüber der Vorhebung. Im Unterschied zur Juli-Umfrage wurden die Indikatoren, die sich auf die vergangenen zwölf Monate sowie auf die gegenwärtige Lage beziehen, von den Umfrageteilnehmern optimistischer beurteilt. Eine Ausnahme bildete die Sicherheit der Arbeitsplätze, die nach wie vor als gering eingestuft wurde. Zudem verbesserte sich die

Einschätzung der zukunftsbezogenen Komponenten weiter. So rechnen die Befragten im nächsten Jahr mit einer Konjunkturerholung und einem anhaltenden Abbau der Teuerung.

### Investitionen

Auch bei den Anlageinvestitionen zeichnete sich im dritten Quartal eine Besserung ab. Nachdem sie seit dem zweiten Quartal 1990 im Vorperiodenvergleich ununterbrochen markant gesunken waren, nahmen sie im dritten Quartal erstmals wieder schwach zu. Ebenso flachte sich der Rückgang gegenüber dem Vorjahr ab. Binnen Jahresfrist verringerten sich die Anlageinvestitionen real um 3,8% (2. Quartal: -6,5%).

Die Bauinvestitionen blieben gegenüber dem Vorquartal unverändert. Binnen Jahresfrist nahmen sie real um 3,8% ab (2. Quartal: -5,9%). Wie die Umfrage des Baumeisterverbandes ergab, hat sich die Situation im Baugewerbe weiter stabilisiert. Der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe nahm wiederum zu und lag real um 7,3% über dem Vorjahresniveau (2. Quartal: 5,7%). Ebenso wuchs der Auftragsbestand real leicht um 0,4% (2. Quartal: -8%). Es war hauptsächlich der Wohnungsbau, der zu diesen verbesserten Aussichten beitrug. Keine Anzeichen einer Erholung gingen hingegen vom Wirtschaftsbau aus, da noch für längere Zeit mit einem Überangebot an Ge-

schäfts- und Lagerräumen zu rechnen ist. Die Zementlieferungen stabilisierten sich im dritten Quartal auf tiefem Niveau. Dasselbe trifft für die offenen Limiten der privaten Baukredite zu.

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode wieder zu. Im Vorjahresvergleich sanken sie real um 3,9% (2. Quartal: -7,6%). Der Rückgang der Investitionsgüterimporte verlangsamte sich stark. Wie die Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller ergab, ist die Investitionsbereitschaft nach wie vor gedrückt. Die nominellen Bestellungseingänge aus dem Inland lagen leicht über dem ausserordentlich tiefen Vorjahresniveau. Der Arbeitsvorrat betrug Ende Oktober 4,7 Monate und verharrte damit auf dem tiefen Stand von Ende Juni.

### Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die Ausfuhren lagen im dritten Quartal real um 0,6% über dem Vorjahresniveau. Gegenüber der Vorperiode stieg das Exportvolumen saisonbereinigt sogar um 3%. Die Ausfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten übertraf den Vorjahresstand geringfügig, und der Rückgang der Investitionsgüterexporte schwächte sich deutlich ab. Umgekehrt verloren die Ausfuhren von Konsumgütern, die von Anfang 1992 bis zum Vorquartal kräftig gestiegen waren, an Schwung.

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

	1989	1990	1991	1992	1992			1993		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Import von Investitionsgütern, real	6,0	3,0	-2,9	-10,3	-7,9	-14,1	-12,6	-10,4	-11,2	-0,9
Baubewilligte Wohnungen <sup>1</sup>	-0,1	-9,1	7,6	19,7	39,0	11,1	7,8	12,6	-16,1	2,0
Neuerstellte Wohnungen <sup>1</sup>	-11,9	-3,1	1,3	-3,6	-23,4	13,6	2,4	3,9	11,6	-19,5
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	12,0	2,0	-4,0	-12,0	-14,2	-16,4	-10,0	-13,0	-5,0	4,0
Privater Bau	12,0	-1,0	-10,0	-18,0	-18,9	-23,3	-17,0	-12,0	-2,0	13,0
Öffentlicher Bau	14,0	7,0	4,0	-6,0	-9,1	-8,8	-3,0	-13,0	-8,0	-4,0
Bauteuerung <sup>2</sup>	3,8	5,8	6,7	4,9	4,9	4,9	4,9	4,7	3,3	3,6

<sup>1</sup> in 96 Städten; ab 1. Quartal 1993 in 110 Städten

<sup>2</sup> gewichteter Produktionskostenindex des SBV

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



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

	1989	1990	1991	1992	1992			1993 <sup>a)</sup>		
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
<b>Reale Ausfuhr</b>	5,2	4,5	-1,3	4,3	3,5	5,3	-0,5	-2,6	-1,2	0,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	4,3	1,9	-1,2	2,8	0,7	3,5	-0,1	-4,4	-4,1	0,6
Investitionsgüter	5,5	5,1	-4,0	0,0	0,8	1,8	-5,0	-9,2	-5,1	-1,8
Konsumgüter	5,9	6,3	1,4	10,6	9,6	11,1	4,2	6,2	5,5	2,8
Ausfuhrpreise	6,4	1,0	2,8	0,7	1,5	-0,3	0,9	-1,0	0,8	0,3
<b>Reale Einfuhr</b>	5,3	2,7	-1,4	-4,3	-4,9	-4,4	-6,4	-7,5	-3,4	0,0
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	6,7	1,8	-5,2	-1,4	-3,2	1,6	-1,1	-5,6	-1,8	-1,2
Investitionsgüter	6,0	3,0	-2,9	-10,3	-7,9	-14,1	-12,6	-10,4	-11,2	-0,9
Konsumgüter	4,6	2,7	2,7	-2,9	-4,8	-2,4	-5,1	-6,9	2,6	3,4
Einfuhrpreise	8,5	-0,7	0,1	2,2	4,2	0,4	-0,8	-1,5	-2,5	-1,2

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

<sup>a)</sup> provisorische Werte

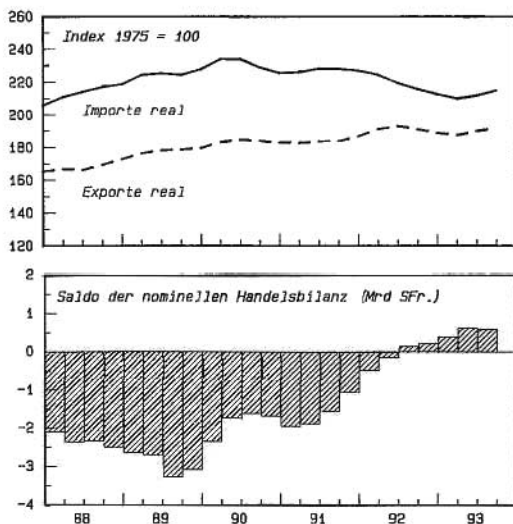
Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BFK

Nach Branchen gegliedert waren markante Unterschiede zu verzeichnen. Die Ausfuhren der chemischen Industrie lagen über dem Vorjahresniveau, während jene der Metallindustrie unverändert blieben. Die Maschinenindustrie lieferte hingegen weniger Güter ins Ausland als im Vorjahr. Auch innerhalb der Branchen verschoben sich die Akzente. Die chemische Industrie verdankte ihren Erfolg vor allem den stark wachsenden Ausfuhren von agrochemischen Produkten. In der Maschinenindustrie büsst die für den Export bedeutenden Bereiche der Metallverarbeitungs- und Textilmaschinen weiter Terrain ein. Hingegen konnten die weniger bedeutenden Sparten Büromaschinen und Telekommunikation erneut zulegen. Bei den Konsumgütern wuchsen die Ausfuhren von Nahrungs- und Genussmitteln deutlich, während die Exporte der Bekleidungs- und der Textilindustrie erneut zurückgingen.

Nach Absatzgebieten gegliedert, schrumpften die Ausfuhren nach Westeuropa und Japan erneut. Besonders stark gingen diejenigen nach Spanien, Italien und Portugal zurück. Hingegen erhöhten sich die Lieferungen nach Grossbritannien sowie in die Vereinigten Staaten. Auch nach China und Südostasien sowie – auf tiefem Niveau – nach Osteuropa und in die Länder der früheren Sowjetunion wurde mehr exportiert.

Die realen Importe nahmen im dritten Quartal saisonbereinigt wie schon in der Vorperiode zu. Dies

**Grafik 11: Aussenhandel<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturforschung

deutet auf eine Stabilisierung der Binnennachfrage hin. Im Vorjahresvergleich stagnierte das Einfuhrvolumen, nachdem es im zweiten Quartal noch um 3,4% gesunken war. Am stärksten war die Verbesserung bei der Einfuhr von Investitionsgütern, die im Vorjahresvergleich nur noch um knapp 1% sanken (2. Quartal: -11,2%). Bei den

**Tabelle 4: Ertragsbilanz<sup>1</sup>**

	1990	1991	1992 a)	1992 a)			1993 b)		
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
<b>Total Einnahmen</b>	<b>160,6</b>	<b>162,2</b>	<b>165,4</b>	<b>41,7</b>	<b>41,5</b>	<b>40,1</b>	<b>42,4</b>	<b>42,2</b>	<b>41,3</b>
Warenexporte	91,1	90,9	95,3	24,4	22,6	24,3	23,9	24,7	22,5
<i>Spezialhandel (Index 1)</i>	88,3	87,9	92,1	23,6	21,8	23,5	23,1	23,8	21,7
<i>Übrige Warenexporte<sup>2</sup></i>	2,8	2,9	3,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8
Dienstleistungsexporte	24,0	25,9	26,9	6,4	8,2	5,4	7,4	6,7	8,5
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	42,3	42,1	39,6	10,0	9,9	9,6	10,1	9,9	9,4
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,3	3,4	3,6	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8
<b>Total Ausgaben</b>	<b>148,6</b>	<b>147,0</b>	<b>144,2</b>	<b>37,3</b>	<b>36,6</b>	<b>34,6</b>	<b>33,4</b>	<b>35,7</b>	<b>36,0</b>
Warenimporte	100,6	98,9	96,3	25,1	22,6	23,6	23,1	24,0	22,5
<i>Spezialhandel (Index 1)</i>	96,6	95,0	92,3	24,1	21,8	22,6	22,0	23,0	21,5
<i>Übrige Warenimporte<sup>2</sup></i>	4,0	3,8	3,9	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9
Dienstleistungsimporte	12,8	13,3	13,9	3,6	5,5	2,7	2,0	3,6	5,5
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	28,7	27,8	26,3	6,6	6,5	6,5	6,4	6,2	6,0
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	6,5	7,2	7,7	1,9	2,0	1,8	1,9	2,0	2,0
<b>Saldo der Ertragsbilanz</b>	<b>12,0</b>	<b>15,1</b>	<b>21,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>5,2</b>

<sup>1</sup> in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

<sup>2</sup> inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Maschinen, Apparaten und Elektronik erreichten die Einfuhren das Vorjahresniveau; tiefer lagen sie bei den Produktgruppen Metalle, Fahrzeuge und Energieträger. Das Wachstum der Konsumgüterimporte beschleunigte sich. So lagen die Einfuhren von Textilien, Bekleidung und Schuhen sowie Uhren und Bijouterieartikeln über dem Vorjahresniveau.

Die Preise der exportierten Güter lagen im dritten Quartal, gemessen am Mittelwertindex, um 0,3% über dem Vorjahresniveau (2. Quartal: 0,8%). Die eingeführten Güter waren laut Mittelwertindex im Durchschnitt 1,2% billiger als vor Jahresfrist (2. Quartal: -2,5%).

Der Überschuss der Handelsbilanz bildete sich im dritten Quartal auf 0,2 Mrd. Franken zurück (2. Quartal: 0,8 Mrd.). In der entsprechenden Vorjahresperiode war die Handelsbilanz ausgeglichen gewesen. Der Überschuss der Dienstleistungsbilanz fiel deutlich höher als ein Jahr zuvor aus. Dazu trugen vor allem die gestiegenen Bankkommissionen bei. Der Aktivsaldo der Ertragsbilanz er-

höhte sich leicht auf 5,2 Mrd. Franken (3. Quartal 1992: 4,9 Mrd.). In den ersten drei Quartalen betrug der Saldo der Ertragsbilanz 20,7 Mrd. Franken. Er lag damit um rund 5 Mrd. Franken höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

### **Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Nachdem die Zahl der Beschäftigten saisonbereinigt im zweiten Quartal 1993 gegenüber der Vorperiode stagniert hatte, nahm sie im dritten Quartal erneut ab. Der Rückgang verlangsamte sich jedoch im Vorjahresvergleich von 3,7% (2. Quartal) auf 2,8%.

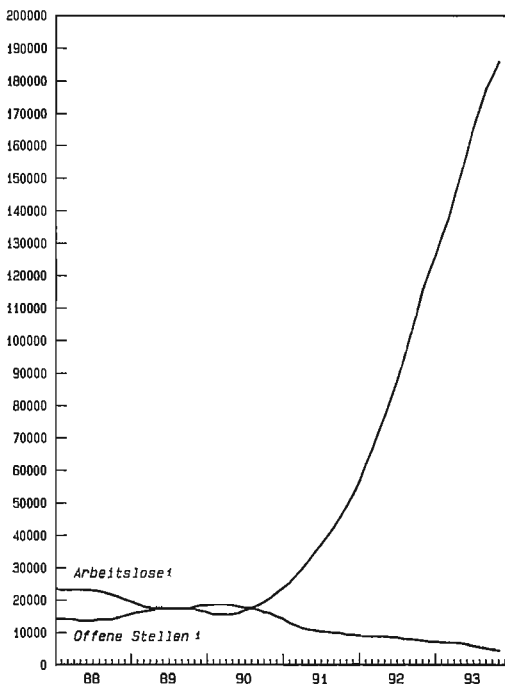
Der Manpower-Stellenindex verharrt seit März 1993 auf tiefem Niveau. Die Zahl der bei den Arbeitssämtern gemeldeten offenen Stellen sank weiter und betrug im dritten Quartal saisonbereinigt 5000.

Die Zahl der Arbeitslosen stieg im dritten Quartal saisonbereinigt auf 177 000 (2. Quartal: 158 000);

dies entspricht einer Arbeitslosenquote von 4,9%. Die Langzeitarbeitslosigkeit nahm erneut zu. Im dritten Quartal war bereits jeder fünfte Arbeitslose länger als ein Jahr ohne Arbeit. In der Westschweiz und im Tessin, d.h. in jenen Regionen, die deutlich stärker von der Arbeitslosigkeit betroffen sind, war der prozentuale Anteil der Langzeitarbeitslosen höher als in der Deutschschweiz. Sowohl bei den Frauen als auch bei den Männern war im dritten Quartal ein Anteil von durchschnittlich knapp 20% länger als ein Jahr ohne Arbeit. Die ausländischen Arbeitskräfte waren von der Langzeitarbeitslosigkeit stärker betroffen als die inländischen. Deutliche Unterschiede ergaben sich bei der Betrachtung nach Altersklassen. Rund 29% der Arbeitslosen, die fünfzig Jahre und älter sind, waren bereits über ein Jahr auf Stellensuche, dagegen betrug der entsprechende Anteil bei den 15- bis 24jährigen nur knapp 10%.

Gemäss der einmal jährlich durchgeführten Schweizerischen Arbeitskräfteerhebung (SAKE) ist die Zahl der Erwerbstätigen zwischen dem zweiten Quartal 1992 und dem zweiten Quartal 1993 um 13 000 auf 3 725 000 gesunken. Die Zahl der Erwerbslosen stieg in der entsprechenden Periode um 35 000 auf 145 000. Zum gleichen Zeitpunkt wies das BIGA 158 000 registrierte Arbeitslose aus. Die beiden Statistiken sind nur bedingt vergleichbar. Die Differenzen können zu einem grossen Teil mit der unterschiedlichen Definition

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**



<sup>1</sup> Saison- und extremwertbereinigt

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

von Arbeitslosigkeit erklärt werden. Die vom BIGA erstellte Statistik basiert auf einer Vollerhebung bei den kantonalen Arbeitsämtern. In die Statistik

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

	1990	1991	1992	1992			1993		1993				
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	Jul.	Aug.	Sept.	Okt.
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten <sup>1</sup>	1,4	-0,3	-2,6	-2,1	-3,4	-3,3	-4,2	-3,0	-2,5				
Index der Vollzeitbeschäftigten <sup>1</sup>					-4,1	-4,1	-5,0	-3,7	-2,8				
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	0,5	1,1	2,6	2,3	2,6	3,3	4,1	4,3	4,7	4,6	4,7	4,8	4,8
Arbeitslose <sup>3</sup>	18 133	39 222	92 308	82 047	95 696	119 599	146 667	157 681	168 789	165 290	169 009	172 069	173 528
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	734	20 269	34 020	35 823	22 535	36 616	54 096	48 520	28 110	26 494	24 991	32 844	36 283
Gemeldete offene Stellen <sup>3</sup>	17 261	10 549	8 166	8 856	8 124	6 978	6 544	6 912	5 268	5 645	5 236	4 923	4 583

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

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

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

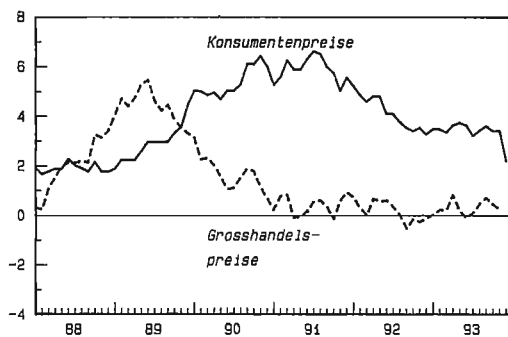
Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

gehen all jene arbeitsuchenden Personen ein, die sich auf einem Arbeitsamt zur Vermittlung angemeldet haben. Die Ergebnisse der SAKE basieren dagegen auf einer Stichprobe. Hauptziel ist die Ermittlung einer jährlichen Erwerbstätigenzahl. Bei der Definition der Erwerbstätigkeit und Erwerbslosigkeit orientiert sich diese Statistik an den Empfehlungen des internationalen Arbeitsamtes. So gelten diejenigen Personen als erwerbslos, die in der abgeschlossenen Woche vor der Befragung nicht erwerbstätig waren, in den vier vorangegangenen Wochen eine oder mehrere Suchaktionen unternommen haben und innerhalb der nächsten vier Wochen in der Lage wären, eine Stelle anzutreten.

### Preise

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im dritten Quartal um 3,5% über dem Vorjahres-

**Graphik 13: Preisentwicklung<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

stand. Die Teuerung hatte bereits in den vier vorangegangenen Quartalen 3,5% betragen. Die Heraufsetzung verschiedener administrierter Preise,

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

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	NBGM <sup>1,3</sup>	Saisonfaktoren	SBNBGM <sup>1,4</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
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 <sup>5</sup>
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
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1992 3. Q.	26 133	-0,3	2 488	-6,8	28 621	0,986	29 017	-0,8
4. Q.	26 697	-0,6	2 615	-0,7	29 312	1,013	28 925	-1,0
1993 1. Q.	26 969	1,3	2 593	2,2	29 563	1,010 P	29 272 P	0,6 P
2. Q.	26 696	1,1	2 618	1,9	29 314	0,996 P	29 442 P	0,9 P
3. Q.	26 514	1,5	2 668	7,4	29 182	0,988 P	29 527 P	1,8 P
1993 April	26 873	1,3	2 625	4,8	29 498	0,997 P	29 587 P	1,4 P
Mai	26 599	1,1	2 557	-0,5	29 156	0,995 P	29 303 P	0,6 P
Juni	26 616	0,8	2 673	1,3	29 289	0,995 P	29 436 P	0,7 P
Juli	26 709	1,3	2 563	2,4	29 272	0,995 P	29 419 P	1,2 P
Aug.	26 401	1,5	2 709	15,1	29 110	0,983 P	29 613 P	2,4 P
Sept.	26 432	1,6	2 733	4,8	29 165	0,987 P	29 549 P	1,7 P
Okt.	26 566	2,4	2 667	8,1	29 233	0,986 P	29 648 P	2,8 P
Nov.	26 766	2,8	2 771	4,6	29 537	0,990 P	29 835 P	3,0 P

<sup>1</sup> Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

<sup>2</sup> Gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal; Quartalsveränderungen sind Durchschnitte der monatlichen Veränderungsdaten

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

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

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

P provisorisch

die Treibstoffzollerhöhung im Frühjahr sowie die nur langsame Anpassung der Mieten an die tiefen Hypothekarzinsen verhinderten einen raschen Teuerungsabbau. Durch die Neudefinition des Landesindex der Konsumentenpreise ergeben sich zudem bis Mai 1994 gewisse Verzerrungen bei der publizierten Jahreststeuerung. So überzeichneten die veröffentlichten Werte die tatsächliche Jahreststeuerung von August bis Oktober 1993 leicht. Da die Mieten noch bis zum Frühjahr 1993 kräftig stiegen, verharrte die Teuerungsrate für im Inland produzierte Waren und Dienstleistungen bei 3,8%. Die Importwaren verteuerten sich binnen Jahresfrist um 2,6% (2. Quartal: 2,5%).

Nachdem die Jahreststeuerung im Oktober immer noch 3,4% betragen hatte, unterschritt sie im November mit 2,2% erstmals seit August 1989 die Marke von 3%. Der deutliche Rückgang ist vor allem auf die rückläufigen Mieten zurückzuführen. Im November 1992 war der Mietindex gegenüber der Vorerhebung um 2,8% gestiegen; im November 1993 gingen indessen die Wohnungsmieten um 0,7% zurück.

Der Grosshandelspreisindex lag im dritten Quartal um 0,5% über dem Vorjahresniveau, verglichen mit 0,1% im zweiten Quartal.

## 2. Der monetäre Bereich

### Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die Nationalbank ist seit Mitte 1992 bestrebt, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge an den mittelfristigen Zielpfad heranzuführen. Im dritten Quartal nahm die Notenbankgeldmenge weiter auf durchschnittlich 29,5 Mrd. Franken zu. Sie lag damit um 1,8% über dem entsprechenden Vorjahresniveau und um 2,1% höher als im vierten Quartal 1992.

Der von der Nationalbank für das dritte Quartal prognostizierte Wert der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29,4 Mrd. Franken wurde um 127 Mio. Franken (+0,4%) überschritten. Diese Differenz ist zu einem grossen Teil auf die unerwartet starke Nachfrage nach Giroguthaben in den Monaten August und September zurückzu-

**Tabelle 7: Geldmengenaggregate<sup>1</sup>**

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
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
1992	0,1	0,6	2,8
1992 3. Q.	-1,8	1,8	2,7
4. Q.	2,7	-0,5	2,8
1993 1. Q. <sup>2</sup>	8,2	-3,1	4,6
2. Q. <sup>2</sup>	12,2	-7,9	4,5
3. Q. <sup>2</sup>	14,2	-9,1	5,6
1993 April <sup>2</sup>	10,7	-6,1	4,9
Mai <sup>2</sup>	12,7	-8,6	4,2
Juni <sup>2</sup>	13,1	-9,1	4,4
Juli <sup>2</sup>	15,0	-9,0	5,4
Aug. <sup>2</sup>	16,0	-8,9	5,7
Sept. <sup>2</sup>	11,7	-9,4	5,8
Okt. <sup>2</sup>	14,9	-7,2	7,3

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

<sup>2</sup> provisorisch

M<sub>1</sub> = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

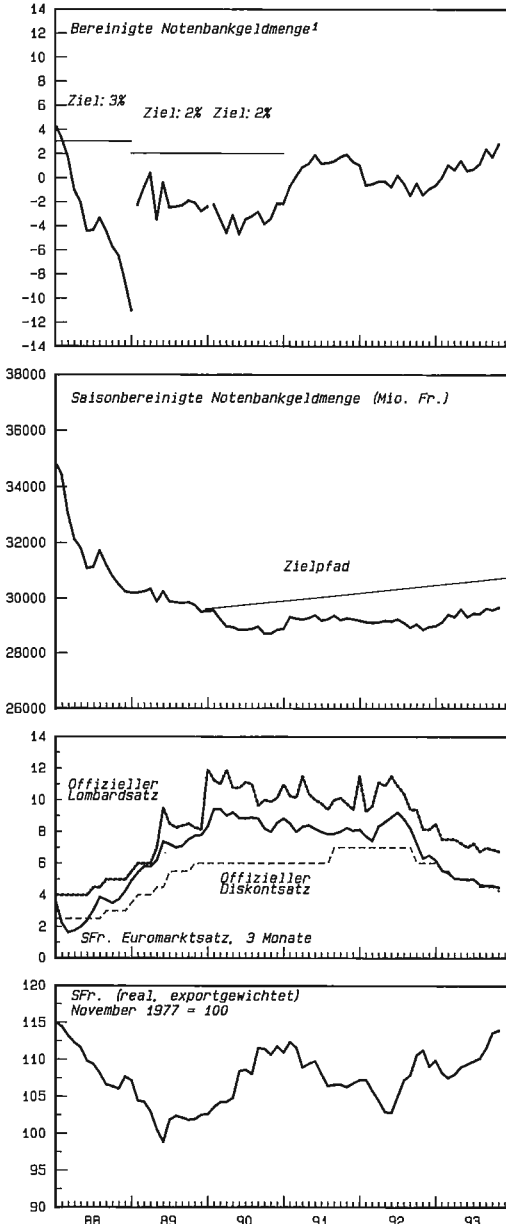
M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + Spareinlagen

führen. Der Notenumlauf, der mehr als 90% der Notenbankgeldmenge ausmacht, entwickelte sich weitgehend gemäss den Erwartungen.

Der Verlauf der breiteren Geldmengenaggregate war im dritten Quartal weiterhin durch Umschichtungen bei den Bankeinlagen geprägt. Die Termineinlagen gingen weiter zurück, während die Sicht- und Spareinlagen zunahmen. Allerdings fiel das Ausmass dieser Umschichtungen merklich geringer aus als in den Vorquartalen. Der Grund liegt darin, dass die kurzfristigen Zinssätze, die bis Mitte 1993 massiv gefallen waren, recht stabil blieben.

Die Geldmenge M<sub>1</sub> lag im dritten Quartal deutlich über dem Vorjahresstand (+14,2%). Während der Bargeldumlauf sein Vorjahresniveau nur geringfügig übertraf (+1,9%), stiegen die Sichteinlagen im gleichen Zeitraum massiv (+20,4%). Allerdings beginnt sich die Verlangsamung des Umschichtungsprozesses auch in den Jahreswachstums-

**Grafik 14: Schweiz**



<sup>1</sup> 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

raten zu widerspiegeln: Nachdem das Jahreswachstum von  $M_1$  im August mit 16% einen Höhepunkt erreicht hatte, verringerte es sich bis im Oktober wieder auf 14,9%.

Das starke Wachstum von  $M_1$  entspricht einem Muster, das in der Vergangenheit wiederholt aufgetreten war. Normalerweise beschleunigt sich das Wachstum von  $M_1$  in Phasen sinkender Teuerung und Zinssätze. Dabei handelt es sich nur um einen vorübergehenden Wachstumssprung, der wieder verschwindet, wenn sich Teuerung und Zinssätze auf tiefem Niveau stabilisieren. Sollte sich das hohe Wachstum von  $M_1$  in den kommenden Monaten weiter abschwächen, so sind damit keine Inflationsgefahren verbunden. Die Spareinlagen lagen im dritten Quartal ebenfalls massiv über dem Vorjahresstand (+23,9%), doch gingen die rund halb so grossen Termineinlagen im gleichen Zeitraum deutlich zurück (-21,2%). Als Folge dieser Entwicklungen übertraf die Geldmenge  $M_3$  den Vorjahresstand im dritten Quartal um 5,6%.

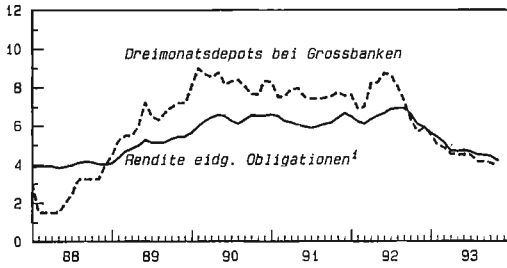
**Geldmarkt**

Nachdem die Geldmarktsätze im Juli um 0,3 bis 0,5 Prozentpunkt gefallen waren, verringerten sie sich bis zum Ende des dritten Quartals nur noch wenig. Im Oktober gingen die kurzfristigen Sätze erneut leicht zurück. Die Nationalbank folgte dieser Entwicklung, indem sie den offiziellen Diskontsatz am 22. Oktober um  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt auf  $4\frac{1}{4}$ % senkte. Der Tagesgeldsatz betrug im November noch durchschnittlich 4,5%, gegenüber 5,1% im Juni. Der Zinssatz für dreimonatige Eurofrankeneinlagen nahm im selben Zeitraum um 0,5 Prozentpunkt auf knapp 4,5% ab. Der Satz für Dreimonatsdepots bei Grossbanken lag Ende November bei 4,0%, gegenüber 4,5% fünf Monate zuvor. Die Emissionsrendite der eidgenössischen

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

- Ziele: 1988: durchschnittliche monatliche Zuwachsrate gegenüber Vorjahr
- 1989: siehe Fussnote 5, Tabelle 6
- 1990: Wachstumsrate des vierten Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

**Grafik 15: Zinssatzentwicklung**



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

Geldmarktbuchforderungen (drei Monate) sank seit Jahresmitte um 0,7 Prozentpunkt auf 4,3% im November.

Da sich die deutschen Geldmarktsätze zwischen Juni und November etwas stärker als die schweizerischen Sätze zurückbildeten, schrumpfte die Zinsdifferenz zwischen D-Mark- und Schweizerfrankenanlagen weiter. Bei den dreimonatigen Euroeinlagen überstiegen die D-Marksätze die Frankensätze im November noch um 2,1 Prozentpunkte, verglichen mit 2,5 Prozentpunkten fünf Monate zuvor.

**Devisenmarkt**

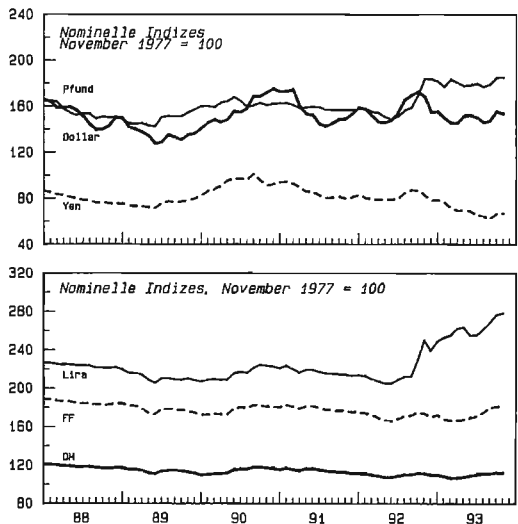
Nach einem vorübergehenden Kursrückgang in der ersten Augushälfte gewann der Schweizer Franken gegenüber den meisten europäischen Währungen bis Mitte September leicht an Wert. Stützend wirkten vor allem die erwarteten Zinssenkungen der am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligten Länder. Im Oktober schwächte sich der Franken gegenüber den meisten europäischen Währungen leicht ab, um sich im November wieder zu festigen. Ende November lag der Kurs der D-Mark mit 87,5 Franken pro hundert D-Mark leicht tiefer als Anfang August.

Gegenüber dem US-Dollar gewann der Franken von Anfang August bis Mitte September rund 7% an Wert, schwächte sich jedoch ab Mitte Oktober wieder ab. Im November stabilisierte sich der Dol-

larkurs bei knapp 1,50 Franken pro Dollar. Ähnlich entwickelte sich der Franken zunächst auch gegenüber dem Yen. Nach der markanten Höherbewertung von Mitte August bis Mitte September stabilisierte er sich bei 1,34 Franken pro 100 Yen, bevor er bis Ende November wieder deutlich an Wert einbüsste.

Der reale exportgewichtete Wechselkurs des Franken erhöhte sich im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode weiter. Der Zuwachs gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal schwächte sich indessen von 5,6% im zweiten Quartal auf 3,1% ab, da der Franken während der EWS-Krise ein Jahr zuvor noch stärker gestiegen war. Binnen Jahresfrist legte der Franken vor allem gegenüber der italienischen Lira (+22,4%) und dem britischen Pfund (+13,9%) real kräftig zu, während er gegen den US-Dollar (-11,1%) und den japanischen Yen (-24,2%) stark an Wert verlor. Während sich der nominelle exportgewichtete Wechselkurs im Oktober gegenüber dem Vormonat etwas zurückbildete, nahm der reale Wechselkurs nochmals zu.

**Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



## Kapitalmarkt

Am Kapitalmarkt gingen die Zinssätze im dritten und zu Beginn des vierten Quartals weiter zurück. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen betrug im dritten Quartal 4,4%, gegenüber 4,7% in der Vorperiode. Ende November lag sie noch bei rund 4,1% und befand sich damit weiterhin unter den kurzfristigen Zinssätzen am Eurofrankenmarkt.

Nachdem die Zinssätze auf neuen Kassenobligationen von April bis Juli 1993 unverändert geblieben waren, gingen sie bis Anfang November um insgesamt 0,4 Prozentpunkt zurück. Die von den Kantonalbanken offerierten Sätze sanken auf durchschnittlich 4,3%. Die Zinssätze auf den gewöhnlichen Spareinlagen bei den Kantonalbanken wurde um 0,3 Prozentpunkt auf 3,9% herabgesetzt. Im gleichen Zeitraum nahmen die Kantonalbanken ihre Aktivzinssätze für erstrangige Neuhypothesen um einen Drittel Prozentpunkt auf durchschnittlich 5,8% zurück, während sie die entsprechenden Zinssätze auf Althypothesen um 0,7 Prozentpunkt auf durchschnittlich 6,0% senkten.

Am Aktienmarkt stieg der Swiss-Performance-Gesamtindex von Ende Juli bis Ende November um weitere 14%. Damit erhöhte er sich seit Jahresbeginn um 40%.

Die Emission von Aktien und Obligationen am schweizerischen Kapitalmarkt lag im dritten

Quartal mit insgesamt 23,5 Mrd. Franken rund 140% höher als vor Jahresfrist. Der kräftige Anstieg war vor allem auf die Zunahme ausländischer Obligationenanleihen in der Schweiz zurückzuführen. Die Neubeausspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten nahm jedoch ebenfalls stark zu; sie war um 75% höher als im dritten Quartal 1992. Nach Abzug der Rückzahlungen von 3,8 Mrd. Franken betrug die Netto-beanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten 6,4 Mrd. Franken (3. Quartal 1992: 4,3 Mrd.).

## Kapitalexport

Die Nationalbank bewilligte im dritten Quartal Kapitalexporte im Betrag von 14,5 Mrd. Franken (2. Quartal: 15,5 Mrd.), d.h. 57% mehr als ein Jahr zuvor. Dabei erhöhten sich die Bewilligungen für Anleihen um 70%, während die Kredite auf dem Vorjahresstand verharrten. Der Anteil der Anleihen stieg damit von 81% auf 88%.

Ausländische Schuldner gaben Anleihen im Betrag von knapp 12,8 Mrd. aus; dies ist der höchste Betrag seit dem ersten Quartal 1988 (13,5 Mrd.). Die Erwartungen auf einen Rückgang des Zinsniveaus stimulierten die Emissionstätigkeit vor allem im Juli und August. Im September trat mit der vorübergehenden Stabilisierung der Zinssätze eine Konsolidierung ein. Im dritten Quartal wurden um 70% mehr normale Anleihen ausgegeben als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Die eigen-

**Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport** (in Mio. Franken)

	Anleihen <sup>1</sup>	Finanzkredite	Exportkredite	Total
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
1992	27 697,0	8 820,7	975,3	37 493,0
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
4. Q.	10 533,3	2 235,0	105,7	12 874,0
1993 1. Q.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2. Q.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8
3. Q.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6

<sup>1</sup> inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes



kapitalbezogenen Anleihen, davon vier Fünftel Optionsanleihen, nahmen mit 71% ebenfalls markant zu. Der Anteil der Privatplazierungen an den gesamten Emissionen ging von 60% im dritten Quartal 1992 auf 55% zurück.

Die geographische Verteilung zeigt eine Zunahme des Anteils der westeuropäischen Länder von 48% auf 55%; sie widerspiegelt die erhöhte Kapitalnachfrage der EG-Länder. Der Anteil Nordamerikas und der Karibik stieg von 11% auf 12% bzw. von 4% auf 8%. Hingegen ging der Anteil Japans gegenüber dem dritten Quartal 1992 von 31% auf 21% zurück. Der Anteil der internationalen Entwicklungsorganisationen sank von 9% auf 8%.

### **Bankbilanzen und Kredite**

Die Bankbilanzen standen am Ende des dritten Quartals noch immer im Zeichen der schwachen Konjunktur. Die seit der Mitte des vergangenen Jahres eingetretene markante Reduktion der Zinssätze von Frankenanlagen äusserte sich bisher vor allem in massiven Umschichtungen von Kreditoren auf Zeit zu Sicht- und Spareinlagen. Insgesamt blieb der Zufluss an Publikumsgeldern zwischen dem dritten Quartal 1992 und dem dritten Quartal 1993 gering; aufgrund der Zinssenkungserwartungen dürften Kapitalmarkt- und Aktienanlagen in dieser Phase des Zinszyklus attraktiver als Bankeinlagen gewesen sein. Ebenfalls noch keine Spuren hinterliessen bis anhin die vollzogenen oder angekündigten Ermässigungen der Zinsen auf hypothekarisch gedeckten Krediten; die realwirtschaftlichen Rahmenbedingungen standen einer wieder wachsenden Kreditnachfrage noch im Wege.

Am Ende des dritten Quartals lag die Bilanzsumme der monatlich meldenden Banken mit 1122 Mrd. Franken um 4% höher als vor einem Jahr.

Da das Wachstum der Kredite vom Ende des dritten Quartals 1992 und bis zum Ende des dritten Quartals 1993 geringer ausfiel als der Zufluss an Publikumsgeldern, bauten die Banken ihre Finanzanlagen aus. So wuchsen die Netto-Finanzanlagen (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie

Wertschriften) um 18%. Der Anstieg der Finanzanlagen widerspiegelte vor allem einen erhöhten Bestand an Wechseln und Geldmarktpapieren (+5%) und insbesondere einen markanten Zuwachs der Wertschriften (+45%). Zum starken Wachstum der bankeigenen Wertschriften trugen einerseits entsprechende Käufe und andererseits die Höherbewertung der Bestände im Zuge der Kurssteigerungen an den Kapital- und Aktienmärkten bei. Mit 100 Mrd. Franken machten die Wertschriften am Ende des dritten Quartals 9% an der Bilanzsumme aus; vor einem Jahr hatte der Bilanzsummenanteil der Wertschriften noch 6% betragen. Die Ende September ausgewiesenen Kassenbestände lagen dagegen um rund 9% unter dem Vorjahresniveau. Dieser Rückgang geht primär auf eine Reduktion der auf Dollar und D-Mark lautenden Kassenbestände zurück; die auf Franken lautenden Kassenbestände sanken um 3%. Die im Durchschnitt der Unterlegungsperiode vom 20. August bis zum 19. September 1993 ausgewiesenen, auf Franken lautenden Kassenbestände stiegen gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode hingegen um 4%. Da sich das gesetzliche Erfordernis im gleichen Zeitraum um weniger als 4% erhöhte, nahm der Deckungsgrad von 123% auf 124% zu. Die Schweizer Banken borgten zwischen dem dritten Quartal 1992 und dem dritten Quartal 1993 mehr Mittel bei im Ausland domizilierten Banken, als sie dort anlegten: Die Nettoverschuldung im Interbankgeschäft lag Ende September 1993 bei fast 23 Mrd. Franken; vor einem Jahr hatte er noch bei 10 Mrd. Franken gelegen.

Die Banken hatten am Ende des dritten Quartals Kredite von insgesamt 701 Mrd. Franken ausstehend. Dies entspricht einer Zunahme von 1% gegenüber dem Vorjahr. Sowohl die Kredite im Inland (+1%) als auch im Ausland (+3%) wuchsen nur schwach. Die inländischen Hypothekaranlagen – mit einem Bilanzsummenanteil von 25% die grösste Kreditposition – erhöhten sich von Ende September 1992 bis Ende September 1993 um 2%. Die mit einem Bilanzsummenanteil von 22% zweitwichtigste Kreditposition, die Debitoren, nahmen im gleichen Zeitraum um 1% ab. Wegen der schwachen Baukonjunktur sanken die bewilligten Baukredite (beanspruchte Kredite plus offene Limiten) um 12%. Das Total der beanspruchten Baukredite sank um den gleichen Prozentsatz.

Die Publikumsgelder lagen mit 731 Mrd. Franken am Ende des dritten Quartals um 3% höher als vor Jahresfrist. Im Bereich der auf Franken lautenden und aus dem Inland stammenden Publikumsgelder flossen den Banken binnen Jahresfrist insgesamt 11 Mrd. Franken oder 2% mehr zu. Dabei verlangsamen sich die Umschichtungen von Kreditoren auf Zeit zu Sicht- und Spareinlagen. Im Vorjahresvergleich schrumpfte der Bestand der Kreditoren auf Zeit um 28 Mrd. Franken oder 21%. Demgegenüber nahmen die Spar- und Depositionseinlagen um 37 Mrd. Franken oder 25% zu. Obwohl die Zinssätze auf Kassenobligationen seit der Mitte des Jahres wieder über den Zinssätzen

auf Spareinlagen liegen, reduzierte sich der Bestand an Kassenobligationen weiter: Vom dritten Quartal 1992 bis zum dritten Quartal 1993 sank der Bestand an Kassenobligationen um 13 Mrd. Franken oder 11%.

Die von den monatlich meldenden Banken angelegten Treuhandgelder lagen Ende September 1993 um 6% unter dem Vorjahresniveau. Die aus dem Inland stammenden Treuhandgelder, die enge Substitute zu Termineinlagen in Franken darstellen, sanken als Folge des Zinsrückgangs binnen Jahresfrist um 13%.

# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 10 décembre 1993\*

## A. Aperçu

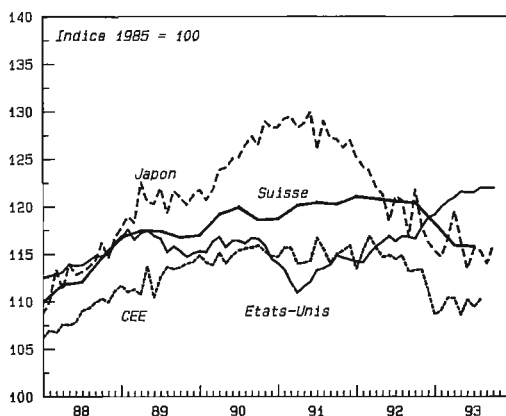
### 1. Etranger

#### Evolution de la conjoncture

L'horizon économique des Etats membres de l'OCDE s'est éclairci au troisième trimestre de 1993. Aux Etats-Unis, la reprise conjoncturelle s'est accélérée, après la faible croissance observée au premier semestre. L'économie britannique a continué sa progression modérée. Les grands pays de l'Europe continentale, qui avaient enregistré une légère progression du produit intérieur brut réel au deuxième trimestre, semblent dans une phase de stagnation économique selon les indicateurs disponibles. Dans l'industrie, le climat s'est quelque peu amélioré, grâce principalement à la baisse, en partie substantielle, des taux d'intérêt, condition importante pour une reprise progressive de la conjoncture. Au Japon par contre, le tassement conjoncturel a continué. La demande – tant intérieure qu'étrangère – s'est encore contractée aux deuxième et troisième trimestres.

L'OCDE s'attend à ce que l'Europe et le Japon sortent de la récession en 1994. Elle table sur une croissance du produit national brut réel de 2,2%, en moyenne de la zone, contre environ 1,1% en 1993. L'OCDE prévoit une expansion de 3% aux Etats-Unis, pays qui enregistrerait ainsi la croissance la plus forte. La progression ne devrait être que de 1,5% en Europe; l'Allemagne, avec 0,7%, occuperait le dernier rang des pays européens.

#### Graphique 1: Production industrielle



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

Au troisième trimestre, la situation a continué à s'améliorer sur le marché américain du travail. Le taux de chômage est resté inchangé au Royaume-Uni, mais a augmenté dans les autres grands pays de l'Union européenne. Le taux moyen de chômage des pays de l'Union européenne atteignait 10,8% en septembre, contre 10,6% en juin. Au Japon également, le nombre des chômeurs s'est accru.

Le taux annuel de renchérissement a de nouveau faibli légèrement dans la zone de l'OCDE. Il s'inscrivait à 2,7% en septembre, contre 2,8% trois mois auparavant.

#### Politique économique

Les autorités monétaires de tous les grands pays industrialisés – à l'exception des Etats-Unis et du Royaume-Uni – ont encore assoupli leur politique au troisième trimestre. Elles ont ainsi tenu compte de la faiblesse de la conjoncture et de l'environnement plus favorable dans le domaine du ren-

\* Le rapport, achevé à la mi-novembre, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois d'août et d'octobre 1993. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie sont disponibles avec retard à cause d'adaptations dans les statistiques.

chérissement. A fin septembre, la Banque du Japon a réduit son taux de l'escompte à un niveau jamais observé auparavant. La crise qui a éclaté au sein du Système monétaire européen (SME) a débouché, le 2 août, sur un élargissement de la marge de fluctuation des monnaies participant au mécanisme de change. La marge autorisée a été portée à  $\pm 15\%$  par rapport aux cours-pivots. Seuls les Pays-Bas ont conservé l'ancienne marge. Cette extension de la bande de fluctuation a accru la marge de manœuvre, en matière de politique monétaire, des pays participant au mécanisme de change. Au début, la Banque de France n'a mis à profit cette marge de manœuvre qu'avec la plus grande prudence. A partir de la mi-août cependant, une fois la situation redevenue plus stable au sein du SME, elle a réduit un peu plus fortement ses taux directeurs. La Banque fédérale d'Allemagne a continué d'assouplir par petites étapes sa politique. Entre le début de juillet et le mois d'octobre, elle a abaissé à trois reprises, de 1,5 point au total, son taux de l'escompte. Le 21 octobre, presque toutes les banques centrales de l'Union européenne ont emboîté le pas à la Banque fédérale d'Allemagne et réduit leurs taux directeurs.

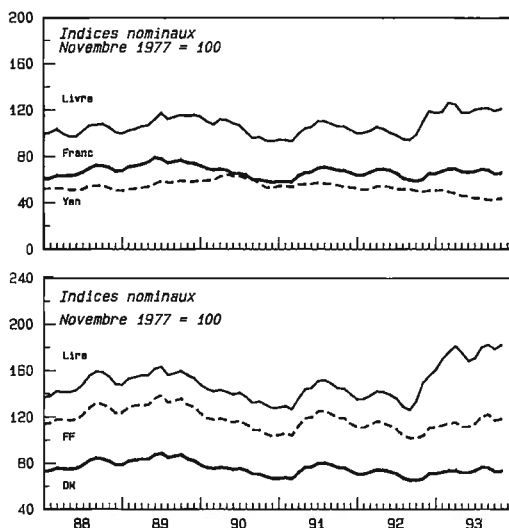
Compte tenu de la faiblesse persistante de la conjoncture, le gouvernement japonais a annoncé, en septembre, un nouveau plan de relance économique. Ce plan, contrairement aux deux premiers, contient aussi des mesures de dérégulation de l'économie. En 1994, la politique budgétaire des grands pays européens devrait rester plutôt restrictive. Les dépenses publiques devraient augmenter faiblement en France et diminuer fortement en Italie.

### Marchés des changes

Le réaménagement du Système monétaire européen et la stabilisation du yen ont constitué les deux faits les plus saillants de l'évolution sur les marchés des changes.

En dépit de l'élargissement substantiel de la marge de fluctuation des monnaies au sein du SME, les cours de change n'ont pas enregistré de forts mouvements. Au cours des deux premières semaines d'août, la couronne danoise a subi la

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



plus forte baisse de toutes les monnaies. Elle a perdu 4,5% face à l'Ecu, alors que le mark allemand s'est revalorisé de 2,5%. A partir du milieu du mois, la plupart des monnaies ont retrouvé de la stabilité. Jusqu'à la mi-octobre, la livre sterling et la lire italienne, qui ne font plus partie du mécanisme de change du SME depuis septembre 1992, ont fléchi par rapport au mark allemand de 5,5% et de 7%. Après la réduction des taux directeurs allemands en octobre, la livre sterling s'est raffermie; la lire a connu une courte phase de hausse, puis recommencé à faiblir.

Au milieu du mois d'août, le yen a atteint ses cours les plus élevés de l'année; il a ensuite cédé du terrain, perdant environ 6% face au dollar jusqu'à fin novembre. Entre le début d'août et la mi-septembre, le dollar a légèrement faibli vis-à-vis des monnaies européennes. Mais il a retrouvé une certaine stabilité, dès le milieu de septembre, après la publication de données favorables sur la conjoncture aux Etats-Unis; dans la phase qui a suivi la réduction des taux directeurs allemands en octobre, cette stabilité a fait place à un vigoureux mouvement de hausse. A fin novembre, la monnaie américaine avait retrouvé, face au mark allemand, un niveau très proche de celui du début d'août.

## **Intégration européenne**

Le traité de Maastricht sur l'Union européenne est entré en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre. Peu auparavant, le 13 octobre, l'Allemagne avait été le dernier pays à le ratifier. Cette ratification a été possible grâce à un arrêt de la Cour constitutionnelle fédérale de Karlsruhe, arrêt déclarant le traité compatible avec la loi fondamentale allemande. Dans son jugement, la Cour a toutefois demandé que toute future étape d'intégration soit accompagnée d'un développement des structures démocratiques et soumise à l'approbation des parlements nationaux. Elle a notamment confirmé le droit du parlement allemand (Bundestag) de se prononcer sur la participation de l'Allemagne à la troisième étape de l'Union économique et monétaire.

Lors du Conseil européen extraordinaire qu'ils ont tenu le 29 octobre, à Bruxelles, les chefs d'Etat et de gouvernement des pays de l'Union européenne ont désigné Francfort comme siège de l'Institut monétaire européen (IME) et de la future Banque centrale européenne. L'IME entrera en fonction le 1<sup>er</sup> janvier 1994, date qui marquera aussi le commencement de la deuxième étape de l'Union économique et monétaire. Ses tâches principales consisteront à mettre sur pied les fondements de la politique monétaire commune, à renforcer la coopération entre les banques centrales nationales, à contrôler le fonctionnement du Système monétaire européen et à rendre les systèmes de paiements transfrontaliers plus performants. En outre, l'IME reprendra les fonctions dévolues jusqu'ici au Comité des gouverneurs des banques centrales de l'Union européenne et au Fonds européen de coopération monétaire.

## **Coopération monétaire internationale**

Le Fonds monétaire international (FMI) a octroyé à la Moldavie, en septembre, puis à la Lituanie et à l'Estonie, en octobre, la première tranche de crédits ouverts au titre de la facilité pour la transformation systémique (FTS). Après avoir rempli certaines conditions, le Kirghizistan a reçu, en septembre, la deuxième tranche d'un crédit au titre de la FTS.

A la mi-septembre, la Hongrie a conclu un accord de confirmation de 340 millions de DTS avec le FMI. La Lituanie et l'Estonie ont elles aussi passé des accords de confirmation portant sur des montants identiques à ceux des prêts obtenus au titre de la FTS.

La deuxième convention bilatérale de rééchelonnement, passée entre la Suisse et la Bulgarie, est entrée en vigueur au début d'octobre. Fondée sur un accord de rééchelonnement que la Bulgarie et les pays créanciers ont conclu dans le cadre du Club de Paris, elle porte sur le réaménagement de 16,1 millions de francs suisses d'arriérés et de montants échus dont le pays aurait dû s'acquitter entre avril 1992 et avril 1993.

## **2. Suisse**

Au troisième trimestre, les signes de reprise économique se sont multipliés en Suisse. Par rapport aux trois mois précédents, le produit intérieur brut réel a légèrement progressé, après avoir stagné au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, il a marqué un repli de 0,4% (-1,1% au deuxième trimestre). La progression observée d'un trimestre à l'autre s'explique principalement par la consommation privée et les exportations. Les investissements ont eux aussi augmenté quelque peu. Selon une enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la marche des affaires s'est améliorée dans l'industrie. Si les entrées de commandes provenant du marché intérieur ont encore fléchi, celles de la clientèle étrangère ont enregistré une légère hausse.

L'emploi a continué à diminuer, mais à un rythme plus lent. Au troisième trimestre, le nombre des personnes occupées était inférieur de 2,8% au chiffre observé un an auparavant. Le recul s'élevait à 3,7% au deuxième trimestre.

De juillet à octobre, le taux annuel de renchérissement est resté autour de 3,5%. Conformément aux prévisions, il a considérablement fléchi, en novembre, pour s'inscrire à 2,2%. Les loyers, qui ont diminué, expliquent une grande part de ce repli; au printemps dernier, ils avaient encore fortement augmenté.

La monnaie centrale dessaisonnalisée a continué à progresser, au troisième trimestre, pour atteindre 29,5 milliards de francs, soit un montant légèrement supérieur à ce que la Banque nationale avait prévu. Par rapport au quatrième trimestre de 1992, l'agrégat a augmenté de 2,1%. Aussi bien les billets en circulation que les avoirs en comptes de virements ont contribué à cette expansion. Pour le quatrième trimestre de 1993, la Banque nationale a prévu une augmentation de la monnaie dessaisonnalisée à 29,7 milliards de francs. Ainsi, l'agrégat dépasserait de 2,7% son niveau de la période correspondante de 1992. En novembre, il s'inscrivait à 29,8 milliards de francs, soit à un montant supérieur de 3,1% à celui du quatrième trimestre de 1992.

Après avoir diminué en juillet, la rémunération des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs est restée aux alentours de 4,6% jusqu'à fin septembre. Pendant les mois d'octobre et de novembre, elle s'est remise à fléchir légèrement. Le 21 octobre, la Banque nationale a ramené le taux de l'escompte de 4,5% à 4,25%; au début de juillet, elle l'avait déjà abaissé d'un demi-point. Les rémunérations à long terme se sont elles aussi inscrites en repli. Le rendement moyen des obligations à long terme a passé de 4,5% en moyenne du mois de juillet à 4,1% à fin novembre. En l'espace d'une année, il a donc reculé de près de deux points.

Au troisième trimestre, le franc s'est raffermi face aux monnaies d'importants partenaires commerciaux de la Suisse. D'un trimestre à l'autre, son cours pondéré par les exportations a nettement augmenté en termes nominaux et réels. Par rapport au troisième trimestre de 1992, il s'est accru de 3,6% en termes nominaux et de 3,1% en termes réels. En octobre, le cours nominal, pondéré par les exportations, a fléchi, alors que le cours réel a enregistré une nouvelle hausse.

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

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

L'économie américaine a repris de la vigueur au second semestre de 1993. Par rapport à la pé-

riode précédente, le produit intérieur brut réel a augmenté, en taux annualisé, de 2,8% au troisième trimestre (premier semestre: 1,4%). Il dépassait de 2,8% son niveau du troisième trimestre de 1992. Sa croissance aurait même atteint 3,4% si des récoltes n'avaient pas été perdues à la suite des inondations dans le Middle West. Des tendances identiques à celles des trimestres précédents ont été observées: les composantes de la demande intérieure, qui sont sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt, ont continué à progresser, alors que les exportations, en repli de 1,1%, et les dépenses publiques stagnantes ont pesé sur la croissance. D'un trimestre à l'autre, la consommation privée a marqué une hausse de 4,2% en taux annualisé. Les investissements des entreprises se sont accrus de 6,3%, soit à un rythme inférieur à celui des périodes précédentes. Dans la construction de logements, l'expansion a atteint 10,1% au troisième trimestre, ce qui a compensé le recul du trimestre précédent. Les stocks ont augmenté plus lentement du fait surtout de la perte de récoltes dans l'agriculture.

Au troisième trimestre, la production industrielle s'est maintenue à son niveau du deuxième trimestre, mais a augmenté de 4,1% par rapport à la période correspondante de 1992. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a stagné à 81,6%. Le nombre des personnes occupées a progressé de 117 000 par mois, en moyenne, soit beaucoup plus lentement que les trimestres précédents. Il dépassait de 1,6% le niveau observé un an auparavant. Du deuxième au troisième trimestre, le taux de chômage a diminué, passant de 7% à 6,7%. La forte baisse des taux d'intérêt à long terme devrait continuer à stimuler la conjoncture. Selon de premiers indicateurs, la croissance a sans doute été forte, au quatrième trimestre également, grâce à la consommation privée, à la construction de logements et à la production de l'industrie automobile. Malgré la conjoncture favorable, l'indice de confiance des consommateurs est retombé, au second semestre, à son niveau de la phase de récession. Cette détérioration reflète essentiellement l'inquiétude qui règne à propos de l'emploi. Un processus de restructuration profonde est en cours dans de nombreux secteurs de l'économie.

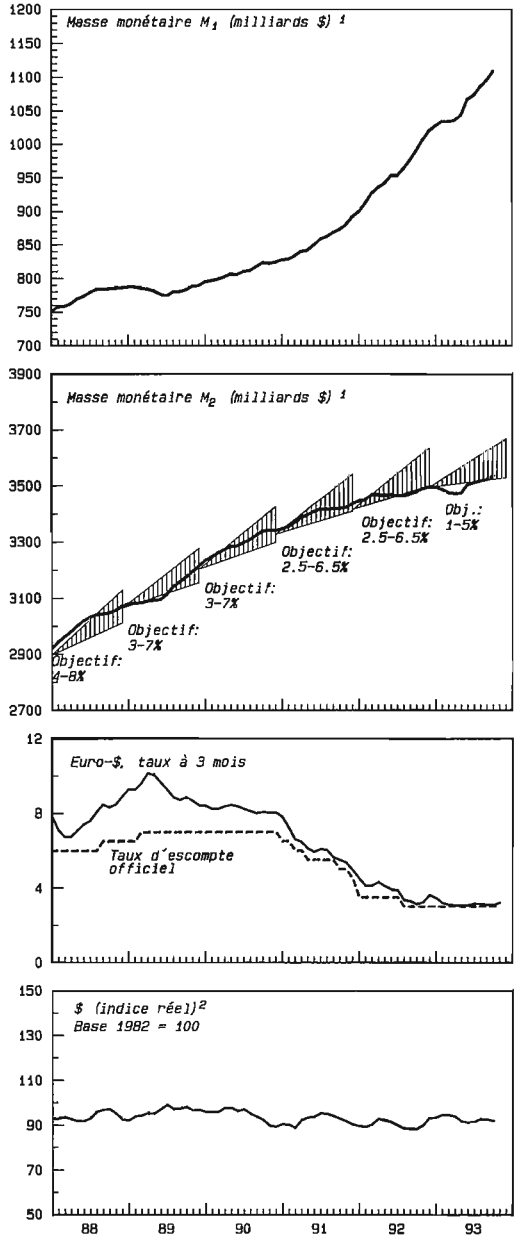
Du deuxième au troisième trimestre, le renchérissement a diminué, passant de 3,1% à 2,8%. Ce recul s'explique, pour moitié environ, par la baisse des prix pétroliers. Abstraction faite des produits alimentaires et de l'énergie, le rythme de la hausse des prix a fléchi de 3,4% à 3,2%.

Le solde passif de la balance commerciale américaine s'est inscrit, au troisième trimestre, à 36,5 milliards de dollars, soit à un niveau légèrement supérieur à celui du deuxième trimestre. Les importations, stimulées par la conjoncture, se sont accrues, alors que les exportations ont quelque peu fléchi à la suite de la faiblesse de la demande en Europe et au Japon.

Le gouvernement américain a présenté, en septembre, son plan de réforme du système de santé. Après le plan budgétaire à moyen terme qui a été approuvé en août, ce projet est considéré comme la seconde étape importante de l'assainissement des finances publiques. Il prévoit de rendre l'assurance maladie obligatoire. Pour enrayer l'explosion des coûts de la santé, le gouvernement préconise de soumettre la concurrence dans ce domaine à un contrôle étatique, ce qui revient à introduire une politique des revenus dans le système de santé. Le contrôle exercé sur les prix des médicaments et sur les honoraires des prestations médicales sera donc renforcé. Ce nouveau système de santé sera financé en majeure partie par des cotisations calculées en pour-cent des salaires. Aussi les entreprises craignent-elles une forte augmentation des charges sociales. Plusieurs enquêtes montrent que l'incertitude à propos de la réforme du système de santé joue un rôle important dans les réticences des entreprises à engager du personnel.

Les autorités monétaires américaines ont maintenu à 3% le taux des fonds fédéraux. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois en dollars est restée légèrement supérieure à 3%. Après l'approbation du plan budgétaire à moyen terme, le rendement des obligations émises à dix ans par l'Etat a passé de 6,5% en juillet à 5,7% au début d'octobre, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis des décennies. Au quatrième trimestre, il a légèrement augmenté pour s'inscrire à 6,3% à fin novembre.

Graphique 3: Etats-Unis



<sup>1</sup> Données cvs; objectifs: du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant (source: Système de Réserve Fédérale)

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

La masse monétaire  $M_1$  a continué à progresser fortement au troisième trimestre. Elle dépassait de 12,3% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Par rapport au quatrième trimestre de 1992,  $M_2$  a augmenté de 1,3%, et  $M_3$ , de 0,2%. Ces agrégats évoluaient ainsi à la limite inférieure de leurs corridors de croissance, fixés entre 1 et 5% pour  $M_2$  et entre 0 et 4% pour  $M_3$ .

## **Japon**

Au cours de l'année, la récession s'est accentuée au Japon. Au deuxième trimestre, le produit national brut réel était inférieur de 0,5% à son niveau des trois mois précédents et de 0,6% à celui de la période correspondante de 1992. D'un trimestre à l'autre, les dépenses de consommation ont reculé de 0,6%, les investissements des entreprises, de 3,7%, et les exportations, de 1,4%. La conjoncture n'a été stimulée que par les dépenses publiques (+0,4%) et la construction de logements (+5,1%). La croissance substantielle dans ce dernier secteur a compensé le recul observé le trimestre précédent. Quant aux importations, elles ont diminué de 0,8% en volume.

La conjoncture a subi une nouvelle détérioration au troisième trimestre. A la suite de la forte revalorisation du yen, les exportations ont encore diminué en volume, mais les importations, nettement plus avantageuses, se sont accrues vigoureusement, en dépit d'un fléchissement de la demande intérieure. En septembre, celles-ci dépassaient de 10% leur niveau de la période correspondante de 1992. La consommation privée a de nouveau faibli. Les ventes ont régressé sensiblement dans la branche automobile et les autres secteurs du commerce de détail. La baisse des revenus disponibles mais aussi l'augmentation de l'épargne – conséquence de la peur croissante du chômage – ont entraîné un recul de la consommation privée. Les investissements sont eux aussi restés déprimés. Les entrées de commandes de biens d'équipement ont chuté de 13,7% par rapport à l'année précédente. Les taux d'intérêt bas ont toutefois stimulé la construction de logements. Les dépenses publiques se sont accrues à cause notamment des mesures adoptées par le gouvernement pour stimuler la conjoncture. Mais ces deux composantes – construction de loge-

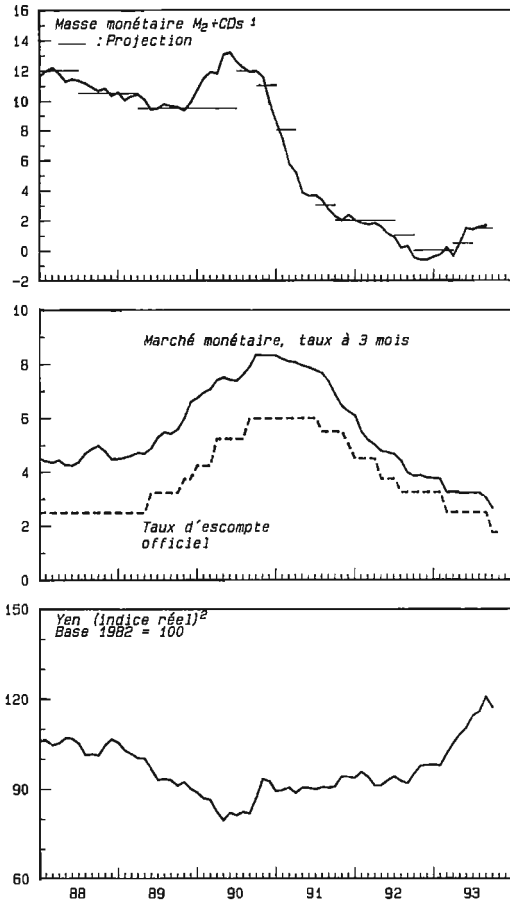
ments et dépenses publiques – n'ont pas suffisamment progressé pour permettre une reprise de la demande globale; leurs parts au produit national brut sont en effet peu élevées en comparaison internationale. Au troisième trimestre, la production de l'industrie manufacturière était inférieure de 4,4% au niveau observé un an auparavant, et le taux moyen d'utilisation des capacités de production s'inscrivait à 71,8%, contre 73% le trimestre précédent. Le repli de la demande finale ayant été beaucoup plus fort que celui de la production, les stocks ont sensiblement augmenté par rapport aux chiffres d'affaires pour atteindre un niveau proche de leur record de fin 1992. Il faut donc s'attendre à de nouvelles diminutions de la production au cours des prochains trimestres. Selon une enquête trimestrielle que la Banque du Japon a effectuée en août, les anticipations des entreprises se sont détériorées sur un large front.

Sur le marché du travail, les signes d'une aggravation sensible se sont multipliés. Au troisième trimestre, le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a continué à diminuer. Le taux de chômage, tel qu'il ressort des statistiques officielles, s'inscrivait à 2,5%, contre 2,4% au deuxième trimestre. N'est toutefois enregistré comme chômeur, au Japon, que celui dont l'activité est inférieure à 10%. Les chômeurs acceptant fréquemment un travail à temps partiel, nombre d'entre eux n'entrent pas dans les statistiques. Selon une enquête du ministère du travail, près de la moitié des grandes entreprises considèrent leurs effectifs comme trop importants et remettent de plus en plus en question le système de l'emploi à vie. Les spécialistes des prévisions économiques s'attendent à un fort accroissement du chômage au cours de l'année budgétaire qui prendra fin en 1995.

L'excédent de la balance courante du Japon a atteint 32,2 milliards de dollars au troisième trimestre. Le solde actif de la balance commerciale a totalisé 29,2 milliards de dollars, dépassant ainsi les chiffres des trimestres précédents. Il ne tend pas encore à se réduire, malgré le raffermissement sensible du yen sur les marchés des changes. Les exportations ont diminué en volume, mais augmenté, en dollars, du fait de la revalorisation du yen. Inversement, les importations se sont accrues vigoureusement en volume; les prix



**Graphique 4: Japon**



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

pétroliers ayant reculé, elles n'ont enregistré qu'une progression relativement faible en valeur.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est accéléré. Son taux annuel a passé de 0,9% au deuxième trimestre à 1,8% le trimestre suivant. Cette hausse est due uniquement aux prix des produits alimentaires qui, du fait d'un été froid, ont enregistré une augmentation passagère très vive.

A la mi-septembre, le gouvernement a annoncé un troisième programme de relance économique.

Contrairement aux deux premiers, ce plan porte principalement sur la déréglementation de l'économie intérieure et sur des mesures visant à intensifier la concurrence au sein du commerce de détail. Au total, il s'élève à 6500 milliards de yens, ce qui devrait accroître le produit national brut réel d'approximativement 0,4% pendant l'exercice budgétaire 1994/95.

Les autorités monétaires nippones ont encore assoupli leur politique au troisième trimestre. En septembre, la Banque du Japon a abaissé le taux de l'argent au jour le jour à 2,5%. Le 21 septembre, elle a en outre ramené le taux de l'escompte de 2,5% à 1,75%, soit à un niveau jamais observé jusque-là. La rémunération des certificats de dépôts à trois mois a fléchi de 3,2% en juillet à 2,5% en octobre. Durant la même période, le rendement des obligations émises à un an par l'Etat a reculé de 4,2% à 3,7%. La masse monétaire  $M_2+CD$  dépassait de 1,8% le niveau enregistré un an auparavant. La Banque du Japon a fixé à 2% sa projection pour la croissance de cet agrégat au quatrième trimestre.

### Allemagne

Après un fort repli au début de 1993, la conjoncture s'est stabilisée dans les anciens Länder. Les stocks ayant diminué plus lentement, le produit intérieur brut réel a légèrement progressé du premier au deuxième trimestre. Il était cependant inférieur de 2,4% à son niveau de la période correspondante de 1992. D'un trimestre à l'autre, la consommation – privée et publique – a fléchi, mais à un rythme moins rapide. Par contre, les investissements et les exportations ont de nouveau enregistré un recul considérable. En comparaison annuelle, les investissements ont stagné dans la construction, tandis qu'ils fléchissaient de 18%, en chiffre rond, dans les biens d'équipement. Pour une part, les investissements devraient toutefois avoir été opérés en Allemagne orientale, du fait des vastes programmes de soutien adoptés par les pouvoirs publics.

Selon les premiers indicateurs disponibles, la situation économique ne s'est guère améliorée, au troisième trimestre, dans les anciens Länder. La production de l'industrie manufacturière a

stagné à son niveau du trimestre précédent. Les entrées de commandes ont progressé quelque peu, en particulier dans l'industrie des biens de consommation. Les ordres en provenance de l'étranger ont été un peu moins nombreux, mais les commandes de la clientèle allemande ont augmenté. Les chiffres d'affaires du commerce de détail, qui baissaient depuis un an, se sont stabilisés au troisième trimestre; les ventes de véhicules ont toutefois continué à diminuer. L'effondrement des ventes de véhicules a déclenché une crise dans l'industrie automobile; au cours des neuf premiers mois de 1993, la production a en effet reculé d'environ 25% par rapport à la même période de l'année précédente. Le repli a été particulièrement important dans le secteur des véhicules utilitaires. La crise qui a frappé l'industrie automobile a révélé des faiblesses structurelles dont les répercussions sur les entreprises, en amont, seront considérables.

Le nombre des personnes occupées a encore diminué en Allemagne occidentale. Le taux de chômage s'établissait à 8,5% au troisième trimestre, contre 8% le trimestre précédent. Il a augmenté de près de deux points en l'espace d'une année. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement est resté approximativement inchangé à 4,2% en moyenne, au deuxième comme au troisième trimestre. En octobre, il a fléchi à 3,9%. Les prix à la production ont de nouveau diminué légèrement au troisième trimestre.

Dans les nouveaux Länder, le produit intérieur brut réel dépassait, au premier semestre, de 6,2% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Sa croissance avait atteint 10,1% au second semestre de 1992. Durant la première moitié de 1993, la consommation – privée et publique – n'a augmenté que de 1,8%, mais les investissements ont marqué une hausse de 13%; la progression a été de 2,5% dans les biens d'équipement et de 18,8% du côté de la construction. Par contre, les exportations ont reculé de 4,9%. La part des nouveaux Länder au produit intérieur brut de l'ensemble de l'Allemagne s'élève à 8,3%. Bien des zones d'ombre subsistent toutefois à propos de la comptabilité nationale de l'Allemagne orientale.

Au troisième trimestre, la production de l'industrie manufacturière a stagné dans les nouveaux Länder; elle dépassait toutefois sensiblement le niveau observé un an auparavant. Les entrées de commandes et les chiffres d'affaires ont par contre légèrement diminué par rapport à la période précédente. Dans la construction, des taux de croissance particulièrement élevés ont été de nouveau enregistrés.

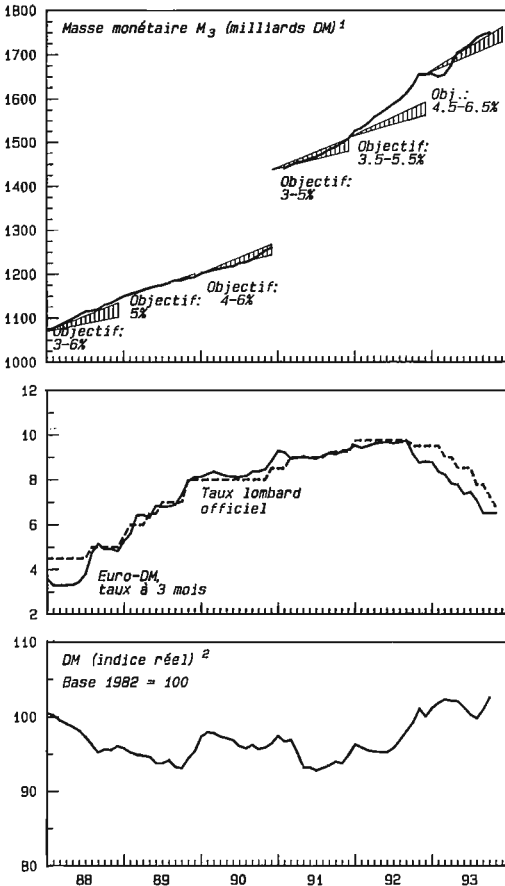
Le taux de chômage est-allemand atteignait 16% au troisième trimestre, contre 15,2% le trimestre précédent. Le nombre des personnes bénéficiant des mesures prises par l'Etat pour promouvoir l'emploi ou la formation continue a encore diminué. Quant au taux annuel de renchérissement, il est resté inchangé à 9% au troisième trimestre.

Selon des données provisoires, les exportations de l'ensemble de l'Allemagne ont régressé de 2,5% du premier au deuxième trimestre. Etant donné que les importations ont reculé de 6,3%, l'excédent de la balance commerciale s'est accru, passant de 8,8 milliards à 13,9 milliards de marks. La balance courante s'est par conséquent nettement améliorée; son solde passif a diminué de 11 milliards de marks au premier trimestre à 5,2 milliards le trimestre suivant.

La Banque fédérale d'Allemagne a continué à assouplir graduellement sa politique monétaire. Les 1er juillet, 9 septembre et 21 octobre, elle a réduit d'un demi-point le taux de l'escompte qui a ainsi passé de 7,25% à 5,75%. Dans la même période, elle a ramené le taux lombard de 8,5% à 6,75%. Ainsi, ces deux taux directeurs ont été réduits à six reprises au cours des dix premiers mois de l'année. Le taux appliqué aux prises en pension de titres – principal instrument auquel recourt la banque centrale pour la gestion des liquidités – a été abaissé de 7,6% au début de juillet à 6,4% à la fin d'octobre. Mesuré au rendement des titres à revenu fixe, le niveau des taux à long terme s'établissait à 5,9% en octobre, contre 6,5% en moyenne du mois de juillet.

Au troisième trimestre, la masse monétaire  $M_3$  s'est accrue de 7,1% en taux annualisé, soit à un rythme supérieur à celui de la période précédente. Une nouvelle fois, cet agrégat évoluait au-dessus de son corridor de croissance, fixé entre

## Graphique 5: Allemagne



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

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

4,5 et 6,5%. Le numéraire en circulation et les dépôts à vue ont enregistré des expansions particulièrement fortes. Au troisième trimestre, le mark s'est raffermi face à la plupart des autres monnaies du Système monétaire européen, après l'élargissement, début août, des marges de fluctuation auxquelles sont soumises les monnaies participant au mécanisme de change.

L'enquête effectuée en automne par la Fédération des chambres de commerce et d'industrie allemandes a montré que les entreprises ouest-allemandes portent un jugement sombre sur la situa-

tion économique et sont peu optimistes pour 1994. La conjoncture devrait tout au plus se stabiliser à un bas niveau. Les entreprises tablent sur un nouveau recul des investissements, étant donné que les ventes stagnent, que les capacités de production ne sont pas pleinement utilisées et que les coûts salariaux continuent à augmenter trop rapidement par rapport à la productivité. Selon cette enquête, la conjoncture a en revanche franchi le creux de la vague dans les nouveaux Länder. À côté de la construction et des services en plein essor, des améliorations se dessinent de plus en plus dans certaines branches de l'industrie. Dans l'ensemble, les prévisions des entreprises sont nettement plus pessimistes que celles des six grands instituts de recherches conjoncturelles qui, pour 1994, tablent sur une reprise en Allemagne occidentale.

## France

Après un net recul au début de 1993, la conjoncture s'est stabilisée à un bas niveau au deuxième trimestre. Le produit intérieur brut réel a légèrement augmenté d'un trimestre à l'autre, mais fléchi de 1% par rapport à la même période de 1992. Du premier au deuxième trimestre, la consommation privée a progressé de 0,6%, et les exportations, de 1,1% en volume. Ces deux composantes ont donc eu des effets stimulants sur la conjoncture. Le repli que marquent les investissements depuis deux ans s'est ralenti. Les investissements en biens d'équipement ont diminué de 1,8%, contre 6,7% le trimestre précédent. Dans la construction, ils n'ont régressé que de 1%. Au total, les investissements étaient inférieurs de 5,7%, en termes réels, à leur niveau du deuxième trimestre de 1992. La réduction des stocks s'est accélérée quelque peu. Les importations, qui avaient fortement reculé au premier trimestre, se sont accrues légèrement.

Au troisième trimestre, la production de l'industrie manufacturière a encore fléchi. Elle a diminué de 5,3% en l'espace d'une année. L'industrie automobile a enregistré un repli particulièrement sensible. En revanche, la production industrielle globale – y compris l'énergie et les produits alimentaires – a progressé quelque peu. Selon les enquêtes effectuées auprès des entreprises, la

demande s'est stabilisée à un bas niveau, mais la production ne devrait plus reculer. Les stocks sont cependant encore toujours considérés comme trop élevés. Le nombre des constructions mises en chantier a cessé également de diminuer. Globalement, les chiffres d'affaires du commerce de détail n'ont pas progressé. Les ventes de quelques biens de consommation durables se sont redressées, mais le nombre des nouvelles immatriculations de voitures, en particulier, a continué à fléchir fortement. Les hausses d'impôts – contribution sociale généralisée notamment – entrées en vigueur au troisième trimestre, ont réduit le revenu disponible des ménages. Néanmoins, des organismes officiels tablent sur une reprise prochaine de la consommation privée, la baisse des taux d'intérêt devant entraîner un repli du taux d'épargne.

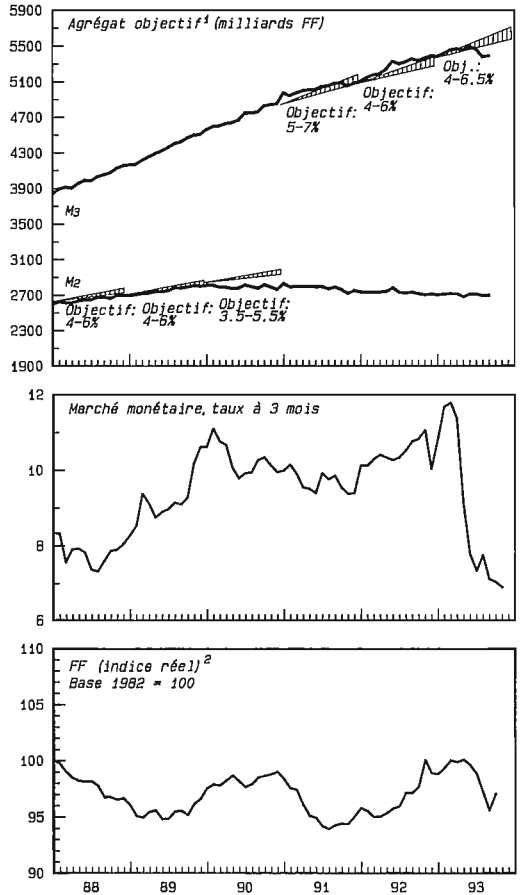
Sur le marché du travail, la situation s'est encore détériorée au troisième trimestre. L'emploi a stagné dans le secteur des services, de nouveaux licenciements ont eu lieu dans l'industrie. Le taux de chômage a augmenté, passant de 11,6% en juin à 11,8% en septembre. Plusieurs grandes entreprises publiques ont annoncé des licenciements massifs jusqu'à la fin de 1994. En vue de promouvoir la création d'emplois, le gouvernement a prévu de réduire au cours des cinq prochaines années les charges sociales pour les travailleurs les moins qualifiés et d'aménager avec plus de souplesse le temps de travail. Une loi a été approuvée par le Sénat en novembre.

L'augmentation de la taxe sur les produits pétroliers a entraîné une légère hausse du renchérissement. Celui-ci s'inscrivait à 2,2% au troisième trimestre, contre 2% le trimestre précédent.

Les exportations ayant augmenté plus rapidement que les importations, l'excédent de la balance commerciale s'est accru de 14,7 milliards au premier trimestre, à 21,2 milliards de francs français au trimestre suivant. Le solde actif de la balance courante a passé de 9,9 milliards à 20,4 milliards de francs français.

Le programme de privatisation mis sur pied par le gouvernement a débuté, à fin septembre, par la vente des actions d'une grande banque. Un groupe chimique important devrait également

**Graphique 6: France**



<sup>1</sup> Données cvs; objectifs: du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant (source: Banque de France)

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

être privatisé jusqu'à fin 1993. Ces deux privatisations devraient rapporter à l'Etat une somme supérieure aux 43 milliards de francs français qui avaient été inscrits au budget de 1993. Le budget pour 1994 prévoit une réduction du déficit ainsi que des mesures de relance de la conjoncture. Se fondant sur une croissance du produit intérieur brut réel de 1,4%, soit une prévision relativement optimiste, le gouvernement pense ramener le déficit budgétaire de 317 milliards de francs français en 1993 à 300 milliards en 1994, ce qui correspondrait à 4,1% du produit intérieur brut. En vue de soutenir la consommation, l'impôt sur le revenu sera réduit de 19 milliards de francs français au

total. De plus, les privatisations prévues devraient permettre à l'Etat d'encaisser 50 milliards de francs français en chiffre rond. Ces recettes serviront en majeure partie à couvrir les dépenses courantes de l'Etat.

Après l'élargissement des marges de fluctuation au sein du SME, la Banque de France a assoupli prudemment sa politique monétaire. A fin juillet, lors de la crise qui a secoué le SME, elle avait porté le taux de ses pensions à 24 heures à 10%. Ce taux a été ramené graduellement à 7,75% jusqu'à la fin du mois d'août. Le 9 septembre, les autorités monétaires françaises ont réduit le taux habituel des prises en pension à 7,75%, niveau auquel il se trouvait avant l'éclatement de la crise du SME. Après la baisse des taux directeurs en Allemagne, le 22 octobre, le taux des prises en pension a été abaissé encore de 7,75% à 7,25%, et celui des appels d'offres, de 6,75% à 6,45%. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois, qui avait atteint 9,7% à fin juillet, a diminué pour s'inscrire à 6,8% à fin octobre. A l'instar des taux à court terme, le rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat a également continué à se replier; il était de 6,1% en octobre, contre 6,6% en juillet et 8,3% en octobre 1992.

Au troisième trimestre, la masse monétaire  $M_3$  a légèrement diminué par rapport à la période précédente. Son repli est lié en partie à la libération de l'emprunt public, lancé en juillet. Cet emprunt a permis de recueillir 110 milliards de francs français, les souscriptions ayant atteint un multiple du montant initialement prévu. Par rapport au quatrième trimestre de 1992, la masse monétaire  $M_3$  s'est accrue de 0,2% en taux annualisé. Elle évoluait donc nettement au-dessous du corridor de croissance fixé entre 4 et 6,5% pour 1993.

### **Royaume-Uni**

Au deuxième trimestre de 1993, la conjoncture a continué à se redresser au Royaume-Uni. Le produit intérieur brut réel s'est accru de nouveau de 0,5% d'un trimestre à l'autre. En comparaison annuelle, il a augmenté de 2%. La consommation – privée et publique – a soutenu la conjoncture. Les investissements, par contre, ont reculé globalement. Ils ont diminué sensiblement dans les biens

d'équipement, mais progressé quelque peu dans la construction. Les exportations ont encore fléchi légèrement. Quant aux importations, elles ont baissé fortement malgré le raffermissement de la demande intérieure.

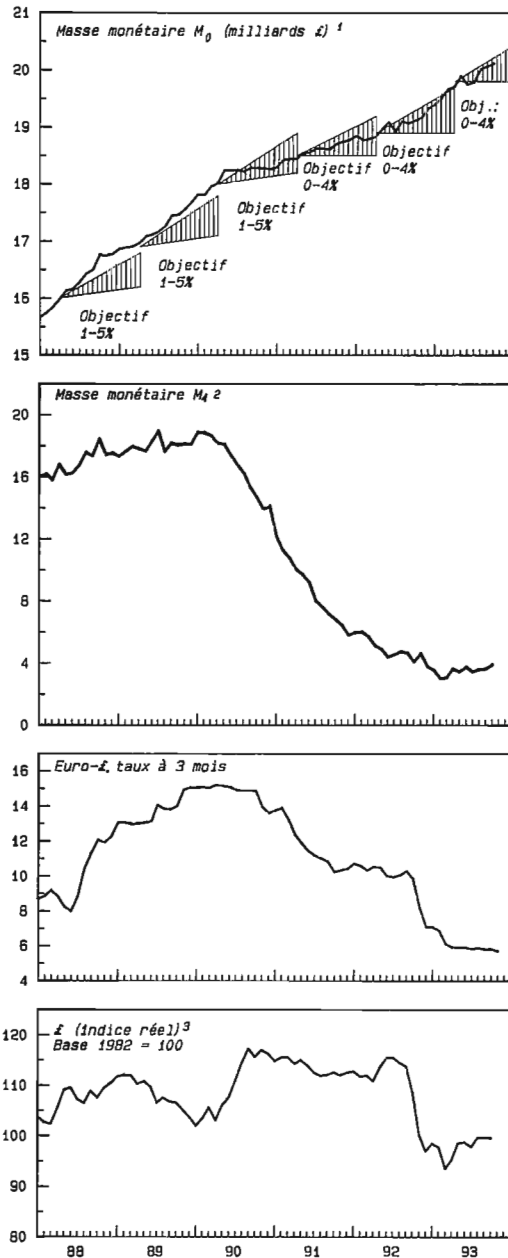
Pour le troisième trimestre, les premiers indicateurs montrent que l'économie a repris le chemin de la croissance. Cette dernière est toutefois un peu moins prononcée qu'au trimestre précédent. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé vigoureusement, notamment dans les biens de consommation durables. Par contre, la production a faibli légèrement dans l'industrie manufacturière. La récession, qui frappe d'importants partenaires commerciaux du Royaume-Uni, a fait sentir ses effets principalement sur les entrées de commandes en provenance de l'étranger. Il ressort des dernières enquêtes que les entreprises sont un peu moins optimistes qu'au premier semestre.

Le mouvement de hausse du chômage, qui s'était amorcé au milieu de 1990, a cessé au premier semestre de 1993. Entre juillet et septembre, le taux de chômage s'est inscrit à 10,4%, soit au même niveau qu'au deuxième trimestre. Le renchérissement a augmenté en moyenne de 1,3% à 1,6%. Corrigée des effets des taux hypothécaires, l'inflation de base a enregistré un accroissement presque aussi fort, atteignant 3,1%.

D'un montant de 3,6 milliards de livres sterling selon des chiffres provisoires, le déficit de la balance commerciale britannique a été légèrement supérieur à celui du premier trimestre. D'un trimestre à l'autre, les exportations ont diminué de 2,8%, et les importations, de 2,3%. Le solde passif de la balance courante a reculé de 3 milliards de livres à 2,7 milliards.

Les autorités monétaires britanniques n'ont pas modifié leur politique au troisième trimestre. Le taux de base, soit le taux que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre, a été maintenu à 6%. Sa dernière baisse remonte au début de 1993. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois s'est inscrit à 5,9% au troisième trimestre, contre 6% le trimestre précédent. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a fléchi de 8%, en juillet, à 7,1%, en octobre. Le

## Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

<sup>3</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

23 novembre, la Banque d'Angleterre a abaissé ses taux directeurs d'un demi-point. Le taux de base s'est ainsi établi à 5,5%.

Au troisième trimestre, l'expansion annuelle de la base monétaire  $M_0$  a atteint 5,1%, contre 4,2% au deuxième trimestre. La fourchette de croissance de cet agrégat a été fixée entre 0 et 4% pour l'exercice 1993/94. La masse monétaire  $M_4$ , qui englobe notamment les dépôts effectués auprès des banques et des caisses d'épargne-logement, s'est accrue de 3,7% au troisième trimestre, contre 3,6% le trimestre précédent. Le taux annuel d'expansion de  $M_4$  devrait évoluer entre 3 et 9%.

## Italie

En Italie, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,8% du premier au deuxième trimestre de 1993, après avoir fléchi au cours des trois trimestres précédents. En comparaison annuelle, il a reculé de 0,6% au deuxième trimestre, contre 1,1% au premier. Ce retour à la stabilité s'explique surtout par une réduction plus lente des stocks. Les autres composantes de la demande intérieure sont, par contre, restées faibles. La baisse des salaires réels, les charges fiscales plus élevées et la détérioration de l'emploi ont influé une nouvelle fois sur la consommation privée, qui a diminué de 2,2% par rapport au niveau observé un an auparavant. Les investissements ont continué à décliner également, mais à un rythme plus lent. En l'espace d'une année, ils ont régressé de 4,5% dans la construction, et de 13,5% dans les biens d'équipement. La faiblesse de la conjoncture s'est reflétée sur les importations qui ont encore reculé. Les exportations, elles aussi, se sont contractées légèrement, après avoir marqué une très forte expansion au trimestre précédent. D'une année à l'autre, elles ont enregistré une hausse de 10,5%, et les importations, une baisse de 11,1%.

Au troisième trimestre, la production industrielle a stagné à son bas niveau du trimestre précédent. Elle a reculé de 2,8% par rapport à la période correspondante de 1992. L'industrie alimentaire a été l'une des rares branches dont la production a augmenté. L'industrie automobile, par contre,

a enregistré une nouvelle réduction de la sienne. Etant donné la faible propension à consommer, les entrées de commandes de la clientèle indigène sont restées peu nombreuses. Les commandes en provenance de l'étranger se sont accrues en revanche. Le volume des stocks de produits finis a été très faible. Les entreprises s'attendent à ce que la production, dans son ensemble, se stabilise à un bas niveau.

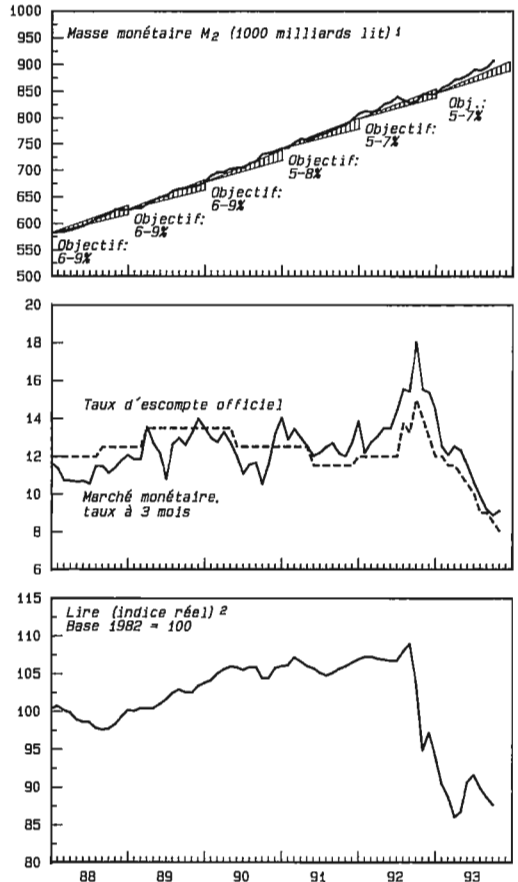
Sur le marché du travail, la situation est demeurée morose. En juillet, l'emploi était inférieur de 5,1% au niveau observé il y a une année, reculant ainsi plus lentement à cause de facteurs saisonniers. Alors que les suppressions d'emplois ont été un peu moins nombreuses dans l'industrie, le nombre des postes de travail supprimés dans les services a continué à se réduire fortement. Pour des motifs saisonniers, le taux de chômage a passé de 10,5% en avril à 10,3% en juillet.

Au troisième trimestre, le renchérissement annuel s'est inscrit à 4,3%, contre 4,1% le trimestre précédent. Cette évolution est imputable principalement au relèvement de la taxe sur les produits pétroliers et à la majoration des loyers. Passant de 5,2% au deuxième trimestre à 6,2% au troisième trimestre, la hausse des prix s'est accélérée dans le secteur du commerce de gros. Les prix à la production, eux aussi, ont augmenté plus fortement, à la suite surtout du renchérissement sensible – dû aux cours de change – des marchandises importées.

Du fait de la baisse des importations et de la forte hausse des exportations, la balance commerciale italienne s'est considérablement améliorée depuis le début de l'année. Selon des données provisoires, elle a dégagé un excédent de 18 933 milliards de lires entre janvier et août 1993, alors qu'elle avait accusé un déficit de 10 514 milliards un an auparavant. Dans le même temps, la balance des transactions courantes a enregistré un solde actif de 8200 milliards de lires, en chiffre rond, contre un déficit de 21 000 milliards pour les huit premiers mois de 1992.

A la suite des mesures prises en vue d'assainir les finances publiques, le déficit budgétaire italien devrait à peine dépasser le montant de 150 000 milliards de lires, inscrit au budget de 1993. Pour

Graphique 8: Italie



<sup>1</sup> Données cvs. Objectifs: de décembre à décembre suivant; depuis 1992, du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant (source: Banque d'Italie)

<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

1994, le gouvernement prévoit de ramener le déficit à 144 000 milliards de lires, ou à 8,7% du produit intérieur brut. Les dépenses seront par conséquent diminuées, au total, de 27 200 milliards de lires. A cette fin, il est prévu de rationaliser l'administration, de réduire les forces armées, de comprimer les dépenses dans les domaines de la santé et de l'éducation ainsi que de limiter les hausses de salaires dans le secteur public. Grâce à des taux d'intérêt plus bas, le service de la dette devrait en outre s'alléger. Du fait du relèvement de la TVA et de l'impôt sur le revenu des indépendants, les recettes aug-

## Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1989	1990	1991	1992 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>			1993 <sup>a)</sup>		
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	2,5	1,2	-0,7	2,6	2,1	2,6	3,9	3,2	2,9	2,8
Japon <sup>b)</sup>	4,7	5,6	4,1	1,4	1,6	0,8	0,3	0,4	-0,2	0,4
Allemagne occidentale	3,7	5,9	4,6	1,2	1,2	1,3	0,1	-3,0	-2,4	-1,5
France	4,1	2,2	0,7	1,4	1,7	1,1	0,6	-0,9	-1,0	
Royaume-Uni	2,2	0,4	-2,2	-0,5	-0,7	-0,1	0,1	1,5	2,0	
Italie	2,9	2,2	1,3	0,9	1,6	0,7	-0,3	-1,1	-0,6	
Suisse	3,9	2,3	0,0	-0,1	0,3	0,0	-0,8	-1,0	-1,1	-0,4

a) Chiffres provisoires    b) PNB

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

	1989	1990	1991	1992	1993		1993			
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	4,6	5,5	4,3	3,0	3,1	2,8	2,8	2,8	2,7	2,7
Japon	2,3	3,1	3,4	1,7	0,9	1,8	1,9	1,9	1,5	1,3
Allemagne occidentale	2,8	2,7	3,5	4,0	4,2	4,2	4,3	4,2	4,0	3,9
France	3,6	3,4	3,1	2,4	2,0	2,2	2,1	2,2	2,3	2,2
Royaume-Uni	7,8	9,4	5,9	3,7	1,3	1,6	1,4	1,7	1,8	1,4
Italie	6,6	6,5	6,4	5,4	4,1	4,3	4,4	4,4	4,2	4,2
Suisse	3,2	5,4	5,9	4,0	3,5	3,5	3,4	3,6	3,4	3,4

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

	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>		1993 <sup>a)</sup>			
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.
Etats-Unis	5,2	5,5	6,8	7,4	7,0	6,7	6,8	6,7	6,7	6,8
Japon	2,3	2,1	2,1	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7
Allemagne occidentale <sup>b)</sup>	7,9	7,1	6,3	6,7	8,0	8,5	8,3	8,5	8,6	8,8
France	9,4	9,0	9,5	10,4	11,5	11,7	11,7	11,7	11,8	12,0
Royaume-Uni <sup>c)</sup>	6,3	5,8	8,1	9,8	10,4	10,4	10,4	10,4	10,3	10,2
Italie <sup>d)</sup>	12,1	11,2	11,0	11,5	10,5	10,3	10,3	-	-	
Suisse <sup>e)</sup>	0,5	0,5	1,1	2,6	4,4	4,9	4,7	4,9	5,0	5,1

a) Chiffres provisoires    b) En % des salariés    c) Sans les jeunes sortant de l'école

d) Depuis le 4<sup>e</sup> trim. de 1992, nouvelle méthode d'enquête; variations saisonnières non déduites

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

### 1.4 Balance des transactions courantes

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

	1989	1990	1991	1992	1992		1993 <sup>a) d)</sup>			
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	-101,1	-90,4	-3,7	-66,4	-18,3	-17,8	-23,7	22,3	-26,9	
Japon	57,2	35,8	72,3	117,8	28,6	28,8	33,0	36,1	31,6	32,4
Allemagne occidentale <sup>b)</sup>	57,4	47,3	-19,9	-25,8	-5,9	-5,3	-8,6	-6,8	-3,1	
France	-3,8	-9,4	-6,5	3,5	1,9	-0,5	2,8	1,8	3,7	
Royaume-Uni <sup>c)</sup>	-35,6	-30,2	-11,0	-20,3	-5,4	-4,3	-6,1	-4,4	-4,1	
Italie <sup>c)</sup>	-10,8	-14,7	-21,9	-26,8	-5,7	-6,8	-4,8	-2,9	2,8	3,8
Suisse <sup>c)</sup>	7,0	8,6	10,6	15,0	2,9	3,7	4,0	6,0	4,4	3,6

a) Chiffres provisoires    b) Depuis le 3<sup>e</sup> trim. de 1990, y compris les transactions entre les nouveaux Länder et l'étranger

c) Variations saisonnières non déduites

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



total. De plus, les privatisations prévues devaient permettre à l'Etat d'encaisser 50 milliards de francs français en chiffre rond. Ces recettes serviront en majeure partie à couvrir les dépenses courantes de l'Etat.

Après l'élargissement des marges de fluctuation au sein du SME, la Banque de France a assoupli prudemment sa politique monétaire. A fin juillet, lors de la crise qui a secoué le SME, elle avait porté le taux de ses pensions à 24 heures à 10%. Ce taux a été ramené graduellement à 7,75% jusqu'à la fin du mois d'août. Le 9 septembre, les autorités monétaires françaises ont réduit le taux habituel des prises en pension à 7,75%, niveau auquel il se trouvait avant l'éclatement de la crise du SME. Après la baisse des taux directeurs en Allemagne, le 22 octobre, le taux des prises en pension a été abaissé encore de 7,75% à 7,25%, et celui des appels d'offres, de 6,75% à 6,45%. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois, qui avait atteint 9,7% à fin juillet, a diminué pour s'inscrire à 6,8% à fin octobre. A l'instar des taux à court terme, le rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat a également continué à se replier; il était de 6,1% en octobre, contre 6,6% en juillet et 8,3% en octobre 1992.

Au troisième trimestre, la masse monétaire  $M_3$  a légèrement diminué par rapport à la période précédente. Son repli est lié en partie à la libération de l'emprunt public, lancé en juillet. Cet emprunt a permis de recueillir 110 milliards de francs français, les souscriptions ayant atteint un multiple du montant initialement prévu. Par rapport au quatrième trimestre de 1992, la masse monétaire  $M_3$  s'est accrue de 0,2% en taux annualisé. Elle évoluait donc nettement au-dessous du corridor de croissance fixé entre 4 et 6,5% pour 1993.

### **Royaume-Uni**

Au deuxième trimestre de 1993, la conjoncture a continué à se redresser au Royaume-Uni. Le produit intérieur brut réel s'est accru de nouveau de 0,5% d'un trimestre à l'autre. En comparaison annuelle, il a augmenté de 2%. La consommation – privée et publique – a soutenu la conjoncture. Les investissements, par contre, ont reculé globalement. Ils ont diminué sensiblement dans les biens

d'équipement, mais progressé quelque peu dans la construction. Les exportations ont encore fléchi légèrement. Quant aux importations, elles ont baissé fortement malgré le raffermissement de la demande intérieure.

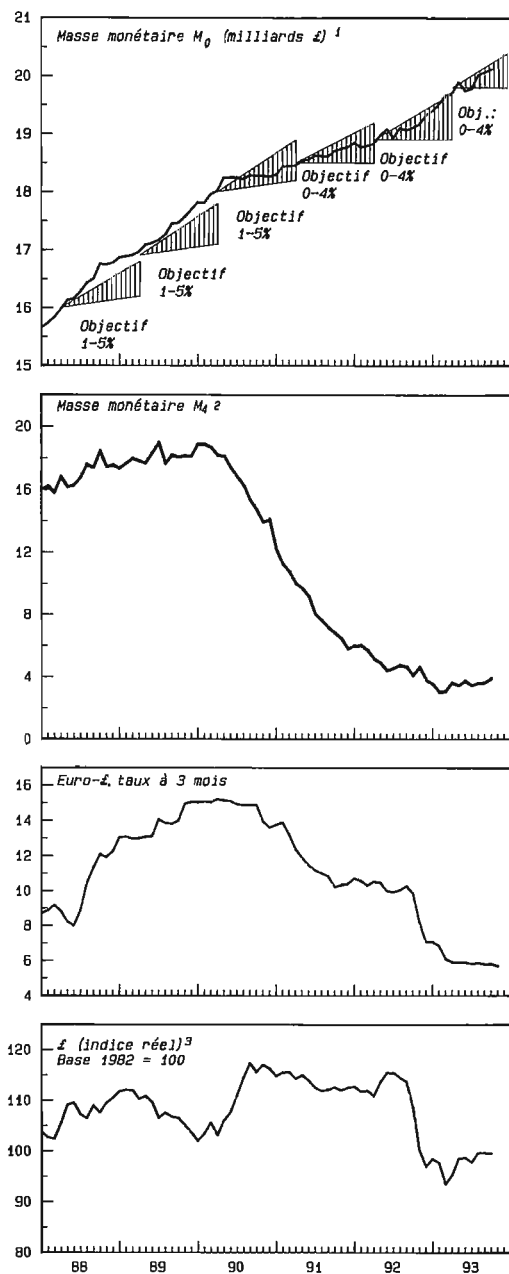
Pour le troisième trimestre, les premiers indicateurs montrent que l'économie a repris le chemin de la croissance. Cette dernière est toutefois un peu moins prononcée qu'au trimestre précédent. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé vigoureusement, notamment dans les biens de consommation durables. Par contre, la production a faibli légèrement dans l'industrie manufacturière. La récession, qui frappe d'importants partenaires commerciaux du Royaume-Uni, a fait sentir ses effets principalement sur les entrées de commandes en provenance de l'étranger. Il ressort des dernières enquêtes que les entreprises sont un peu moins optimistes qu'au premier semestre.

Le mouvement de hausse du chômage, qui s'était amorcé au milieu de 1990, a cessé au premier semestre de 1993. Entre juillet et septembre, le taux de chômage s'est inscrit à 10,4%, soit au même niveau qu'au deuxième trimestre. Le renchérissement a augmenté en moyenne de 1,3% à 1,6%. Corrigée des effets des taux hypothécaires, l'inflation de base a enregistré un accroissement presque aussi fort, atteignant 3,1%.

D'un montant de 3,6 milliards de livres sterling selon des chiffres provisoires, le déficit de la balance commerciale britannique a été légèrement supérieur à celui du premier trimestre. D'un trimestre à l'autre, les exportations ont diminué de 2,8%, et les importations, de 2,3%. Le solde passif de la balance courante a reculé de 3 milliards de livres à 2,7 milliards.

Les autorités monétaires britanniques n'ont pas modifié leur politique au troisième trimestre. Le taux de base, soit le taux que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre, a été maintenu à 6%. Sa dernière baisse remonte au début de 1993. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois s'est inscrit à 5,9% au troisième trimestre, contre 6% le trimestre précédent. Le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a fléchi de 8%, en juillet, à 7,1%, en octobre. Le

## Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

<sup>3</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

23 novembre, la Banque d'Angleterre a abaissé ses taux directeurs d'un demi-point. Le taux de base s'est ainsi établi à 5,5%.

Au troisième trimestre, l'expansion annuelle de la base monétaire  $M_0$  a atteint 5,1%, contre 4,2% au deuxième trimestre. La fourchette de croissance de cet agrégat a été fixée entre 0 et 4% pour l'exercice 1993/94. La masse monétaire  $M_4$ , qui englobe notamment les dépôts effectués auprès des banques et des caisses d'épargne-logement, s'est accrue de 3,7% au troisième trimestre, contre 3,6% le trimestre précédent. Le taux annuel d'expansion de  $M_4$  devrait évoluer entre 3 et 9%.

## Italie

En Italie, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,8% du premier au deuxième trimestre de 1993, après avoir fléchi au cours des trois trimestres précédents. En comparaison annuelle, il a reculé de 0,6% au deuxième trimestre, contre 1,1% au premier. Ce retour à la stabilité s'explique surtout par une réduction plus lente des stocks. Les autres composantes de la demande intérieure sont, par contre, restées faibles. La baisse des salaires réels, les charges fiscales plus élevées et la détérioration de l'emploi ont influé une nouvelle fois sur la consommation privée, qui a diminué de 2,2% par rapport au niveau observé un an auparavant. Les investissements ont continué à décliner également, mais à un rythme plus lent. En l'espace d'une année, ils ont régressé de 4,5% dans la construction, et de 13,5% dans les biens d'équipement. La faiblesse de la conjoncture s'est reflétée sur les importations qui ont encore reculé. Les exportations, elles aussi, se sont contractées légèrement, après avoir marqué une très forte expansion au trimestre précédent. D'une année à l'autre, elles ont enregistré une hausse de 10,5%, et les importations, une baisse de 11,1%.

Au troisième trimestre, la production industrielle a stagné à son bas niveau du trimestre précédent. Elle a reculé de 2,8% par rapport à la période correspondante de 1992. L'industrie alimentaire a été l'une des rares branches dont la production a augmenté. L'industrie automobile, par contre,

menteront de 3800 milliards de liras environ. Le produit des privatisations prévues servira en partie à désendetter les grandes entreprises publiques IRI et ENI.

La banque centrale italienne a présenté un plan destiné à assainir le Banco di Sicilia qui détient une forte part de crédits douteux. Selon ce projet, six grandes banques italiennes doivent mettre des montants importants à la disposition de cet établissement. L'Etat versera des fonds pour financer sa recapitalisation. Au même moment, les grandes banques créancières ont proposé un plan de sauvetage de Ferruzzi, le deuxième plus grand groupe privé en Italie. Ce plan prévoit une augmentation du capital, des ventes d'actifs ainsi qu'une consolidation des dettes.

La Banque d'Italie a encore assoupli sa politique monétaire au troisième trimestre. Entre juillet et octobre, elle a abaissé le taux de l'escompte, en trois étapes, de 10% à 8%. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a passé de 10,2% en juin à 8,8% en octobre. Parallèlement, le rendement des bons du Trésor à un an (BoT) a diminué à 7,9%, contre 9,5% en juin. Au troisième trimestre, la masse monétaire  $M_2$  a augmenté, en taux annualisé, de 8,3% par rapport au quatrième trimestre de 1992. Elle évoluait ainsi au-dessus de son corridor de croissance de 5 à 7%.

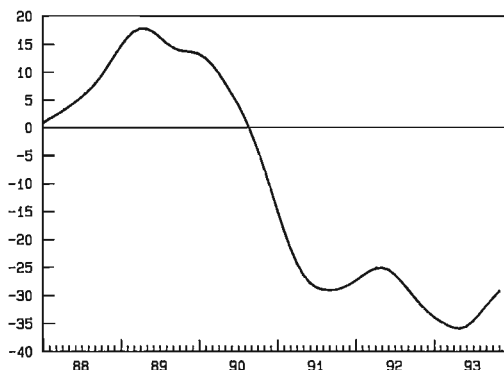
## C. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Evolution de l'économie

#### **Produit intérieur brut et production industrielle**

Au troisième trimestre, les signes d'une reprise de la conjoncture se sont multipliés en Suisse. Le produit intérieur brut réel a augmenté du deuxième au troisième trimestre, après avoir déjà enregistré une légère hausse du premier au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, le recul s'est nettement atténué, passant de 1,1% au deuxième trimestre à 0,4% au troisième trimestre. Tant les composantes domestique qu'extérieure du produit intérieur brut ont contribué à la stabilisation de la conjoncture.

**Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie<sup>1</sup>**

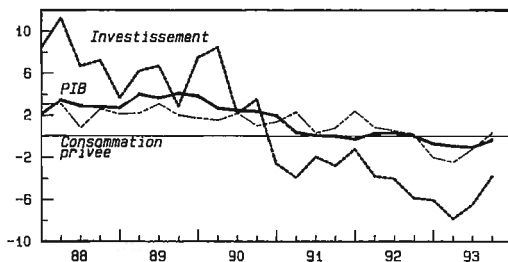


<sup>1</sup> Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que Jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis)

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

Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'indice composite de la marche des affaires dans l'industrie a de nouveau progressé au troisième trimestre. Le mouvement de hausse a touché les secteurs de l'industrie axés sur le marché intérieur mais aussi sur l'exportation. Un nombre décroissant d'entreprises de la première catégorie a enregistré une baisse des entrées de commandes par rapport à la période précédente. En outre, la part des entreprises qui ont encore annoncé des carnets de commandes en baisse n'est plus que légèrement supérieure à celles qui en ont affiché à la hausse. Une majorité des participants à l'enquête est toujours d'avis que les carnets de commandes se situent à un niveau trop bas. Pour ce qui est de l'évolution de la production, l'enquête a donné un résultat semblable. L'industrie d'exportation apprécie sa situation de la même manière que celle qui est axée sur le marché intérieur. Des différences apparaissent uniquement dans l'estimation des stocks. Si une faible majorité d'industries à vocation domestique jugent les stocks de produits en cours de fabrication à un niveau trop bas, l'industrie d'exportation estime les siens trop élevés. Dans ces deux groupes, les stocks de produits finis sont en revanche appréciés à un niveau trop haut. Dans l'ensemble de l'industrie,

## Graphique 10: Produit intérieur brut réel<sup>1</sup>



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

le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté à 80,1% en données corrigées des variations saisonnières, et la part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail a progressé légèrement à 1,1%. Les capacités sur les plans technique et du personnel sont jugées trop élevées. Pour les trois mois à venir, un nombre croissant de participants à l'enquête s'attend à une augmentation des entrées de commandes et à une interruption du mouvement de recul de la production.

Au troisième trimestre, le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture a encore été orienté à la hausse et s'est de nouveau inscrit dans la ligne de la tendance à long terme. Jusqu'au deuxième trimestre, seules les composantes monétaires avaient contribué à la progression continue de ce baromètre, un mouvement qui s'était amorcé il y a une année déjà. Depuis le mois de juillet, des signaux de croissance ont également été émis par la plupart des autres composantes, telles les perspectives en matière d'emploi, les postes vacants et l'indice de la construction.

### Consommation

La consommation privée a progressé du deuxième au troisième trimestre. En comparaison annuelle, l'augmentation a été de 0,3%, après un recul de 1,2% au deuxième trimestre. La consommation de marchandises a contribué en majeure partie à cette évolution, la demande de services restant faible de son côté.

Le chiffre d'affaires du commerce de détail a stagné du deuxième au troisième trimestre. En comparaison annuelle également, il a sensiblement moins diminué qu'aux deux trimestres précédents. Le recul s'est inscrit à 0,3%, en termes réels et en données corrigées des jours ouvrables, contre 2,4% au deuxième trimestre. Les ventes de biens de consommation durables notamment ont enregistré un très net ralentissement du mouvement de baisse. Les importations de biens de consommation, qui avaient recommencé à croître au deuxième trimestre, sont restées orientées à la hausse entre juillet et septembre. En outre, les ventes de voitures ont de nouveau fléchi par rapport au troisième trimestre de 1992 (-6%), mais à un rythme moins prononcé qu'aux périodes précédentes. Le tourisme a pâti de l'affaiblissement de la conjoncture et du mauvais temps. Le nombre de nuitées de la clientèle suisse s'est replié en effet de 4,8% en comparaison annuelle.

En octobre, l'indice du climat de consommation s'est amélioré par rapport à l'enquête précédente. Contrairement à cette dernière, les participants à l'enquête ont porté un jugement plus optimiste sur les indicateurs se rapportant aux douze derniers mois et à la situation présente. Une exception constitue la sécurité de l'emploi qui est toujours considérée comme précaire. En outre, l'appréciation des composantes afférentes à l'avenir est devenue plus favorable. Aussi les personnes interrogées s'attendent-elles, pour 1994, à une reprise de l'économie et à la persistance du repli du renchérissement.

### Les investissements

Au troisième trimestre, une amélioration a également caractérisé les investissements. Après avoir fléchi fortement et sans discontinuer depuis le deuxième trimestre de 1990, les investissements ont augmenté faiblement au cours du troisième trimestre. En l'espace d'une année, leur recul s'est atténué, puisqu'il a passé, en termes réels, de 6,5% au deuxième trimestre à 3,8% au troisième.

Les investissements en constructions n'ont pas varié d'un trimestre à l'autre, mais ont régressé de

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

	1989	1990	1991	1992	1992			1993		
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	6,0	3,0	-2,9	-10,3	-7,9	-14,1	-12,6	-10,4	-11,2	-0,9
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes <sup>1</sup>	-0,1	-9,1	7,6	19,7	39,0	11,1	7,8	12,6	-16,1	2,0
Logements construits dans 96 villes <sup>1</sup>	-11,9	-3,1	1,3	-3,6	-23,4	13,6	2,4	3,9	11,6	-19,5
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	12,0	2,0	-4,0	-12,0	-14,2	-16,4	-10,0	-13,0	-5,0	4,0
Secteur privé	12,0	-1,0	-10,0	-18,0	-18,9	-23,3	-17,0	-12,0	-2,0	13,0
Secteur public	14,0	7,0	4,0	-6,0	-9,1	-8,8	-3,0	-13,0	-8,0	-4,0
Renchérissement dans la construction <sup>2</sup>	3,8	5,8	6,7	4,9	4,9	4,9	4,9	4,7	3,3	3,6

<sup>1</sup> Depuis le 1<sup>er</sup> trimestre de 1993, dans 110 villes

<sup>2</sup> Indice pondéré des coûts de production de la SSE

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

3,8% en termes réels d'une année à l'autre. Comme le montre l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, la situation est restée stable dans la construction. Dans le secteur principal de la construction, les entrées de commandes ont de nouveau progressé; elles dépassaient de 7,3%, en termes réels, leur niveau du troisième trimestre de 1992 (deuxième trimestre: 5,7%). Les carnets de commandes se sont accrus de 0,4%, alors qu'ils avaient diminué de 8% au deuxième trimestre. La construction de logements a contribué principalement à l'amélioration des perspectives. Aucun signe de reprise n'a par contre émané de la construction de bâtiments destinés à l'industrie et à l'artisanat, étant donné qu'il faut s'attendre encore un certain temps à une offre en excès de bureaux et de locaux. Au troisième trimestre, les livraisons de ciments se sont stabilisées à un bas niveau. Cela est également valable pour les crédits de construction accordés au secteur privé.

Les investissements en biens d'équipement ont de nouveau augmenté du deuxième au troisième trimestre. En comparaison annuelle, ils ont toutefois reculé de 3,9% en termes réels (deuxième trimestre: -7,6%). Les importations de biens d'équipement ont enregistré un ralentissement de leur baisse. Selon l'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, la propension à investir est restée faible. Les entrées de commandes provenant de la clientèle suisse

dépassaient légèrement, en termes nominaux, leur niveau exceptionnellement bas de 1992. La réserve de travail s'établissait à 4,7 mois à fin octobre et, partant, était aussi peu élevée qu'à fin juin.

### Commerce extérieur et balance courante

Au troisième trimestre, les exportations se sont inscrites 0,6%, en volume, au-dessus du chiffre enregistré une année auparavant. Par rapport au deuxième trimestre, elles ont même augmenté de 3% en données corrigées des variations saisonnières. Les fournitures à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis dépassaient légèrement celles de l'année précédente. Pour ce qui est des exportations de biens d'investissement, leur recul a ralenti nettement. Inversement, les exportations de biens de consommation, qui avaient progressé fortement du début de 1992 au deuxième trimestre de 1993, ont perdu de leur dynamisme.

Une répartition par branches fait apparaître de nettes différences. Si les exportations de l'industrie chimique étaient supérieures à leur niveau du troisième trimestre de 1992, celles de l'industrie métallurgique n'ont pas varié. L'industrie des machines a toutefois livré moins de marchandises à l'étranger qu'une année auparavant. Des change-

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

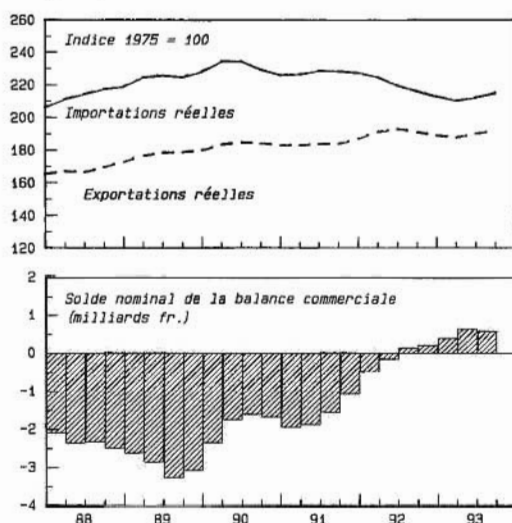
	1989	1990	1991	1992	1993 <sup>a)</sup>					
					2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
<b>Exportations, volume</b>	5,2	4,5	-1,3	4,3	3,5	5,3	-0,5	-2,6	-1,2	0,6
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	4,3	1,9	-1,2	2,8	0,7	3,5	-0,1	-4,4	-4,1	0,6
biens d'équipement	5,5	5,1	-4,0	0,0	0,8	1,8	-5,0	-9,2	-5,1	-1,8
biens de consommation	5,9	6,3	1,4	10,6	9,6	11,1	4,2	6,2	5,5	2,8
Valeurs moyennes										
à l'exportation	6,4	1,0	2,8	0,7	1,5	-0,3	0,9	-1,0	0,8	0,3
<b>Importations, volume</b>	5,3	2,7	-1,4	-4,3	-4,9	-4,4	-6,4	-7,5	-3,4	0,0
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	6,7	1,8	-5,2	-1,4	-3,2	1,6	-1,1	-5,6	-1,8	-1,2
biens d'équipement	6,0	3,0	-2,9	-10,3	-7,9	-14,1	-12,6	-10,4	-11,2	-0,9
biens de consommation	4,6	2,7	2,7	-2,9	-4,8	-2,4	-5,1	-6,9	2,6	3,4
Valeurs moyennes										
à l'importation	8,5	-0,7	0,1	2,2	4,2	0,4	-0,8	-1,5	-2,5	-1,2

<sup>1</sup> Toutes les données se réfèrent à l'indice I1 qui exclut les métaux précieux, les pierres gemmes, les objets d'art et les antiquités

<sup>a)</sup> Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

**Graphique 11: Commerce extérieur<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Données CVS et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et Office fédéral des questions conjoncturelles

ments sont apparus au sein même des branches. La chimie a dû ses succès surtout à la forte croissance des exportations de produits agrochimiques. Dans l'industrie des machines, les secteurs jouant un rôle important en matière d'exportations, soit celui des machines pour le travail des

métaux et celui des machines textiles, ont perdu du terrain. En revanche, les domaines moins importants des machines de bureau et des télécommunications en ont de nouveau gagné. En ce qui concerne les biens de consommation, les exportations de la branche de l'alimentation, des boissons et du tabac ont marqué une nette augmentation, alors que celles de l'habillement et des textiles se sont de nouveau repliées.

Une répartition par pays montre que les exportations vers l'Europe occidentale et le Japon ont encore diminué. Ce mouvement a été particulièrement accentué pour les livraisons vers l'Espagne, l'Italie et le Portugal. En revanche, les fournitures vers le Royaume-Uni et les Etats-Unis se sont accrues, à l'instar de celles vers la Chine et les pays de l'Asie du Sud-Est, mais aussi, à un bas niveau, de celles vers les pays de l'Europe de l'Est et de l'ancienne Union soviétique.

Comme au deuxième trimestre, les importations ont augmenté en volume et en données corrigées des variations saisonnières. Cette évolution reflète une stabilisation de la demande intérieure. En comparaison annuelle, les importations ont stagné, après avoir reculé de 3,4% au deuxième trimestre. Le meilleur résultat a été enregistré par les importations de biens d'investissement, qui n'ont diminué que d'à peine 1% par rapport au

**Tableau 4: Balance des transactions courantes<sup>1</sup> (balance des revenus)**

	1990	1991	1992 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>			1993 <sup>b)</sup>		
				2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.
<b>Recettes, total</b>	<b>160,6</b>	<b>162,2</b>	<b>165,4</b>	<b>41,7</b>	<b>41,5</b>	<b>40,1</b>	<b>42,4</b>	<b>42,2</b>	<b>41,3</b>
Exportations de marchandises	91,1	90,9	95,3	24,4	22,6	24,3	23,9	24,7	22,5
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	88,3	87,9	92,1	23,6	21,8	23,5	23,1	23,8	21,7
Autres exportations de marchandises <sup>2</sup>	2,8	2,9	3,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,8
Exportations de services	24,0	25,9	26,9	6,4	8,2	5,4	7,4	6,7	8,5
Revenus du travail et des capitaux	42,3	42,1	39,6	10,0	9,9	9,6	10,1	9,9	9,4
Transferts sans contrepartie	3,3	3,4	3,6	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	0,8
<b>Dépenses, total</b>	<b>148,6</b>	<b>147,0</b>	<b>144,2</b>	<b>37,3</b>	<b>36,6</b>	<b>34,6</b>	<b>33,4</b>	<b>35,7</b>	<b>36,0</b>
Importations de marchandises	100,6	98,9	96,3	25,1	22,6	23,6	23,1	24,0	22,5
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	96,6	95,0	92,3	24,1	21,8	22,6	22,0	23,0	21,5
Autres importations de marchandises <sup>2</sup>	4,0	3,8	3,9	1,0	0,9	1,0	1,1	1,0	0,9
Importations de services	12,8	13,3	13,9	3,6	5,5	2,7	2,0	3,6	5,5
Revenus du travail et des capitaux	28,7	27,8	26,3	6,6	6,5	6,5	6,4	6,2	6,0
Transferts sans contrepartie	6,5	7,2	7,7	1,9	2,0	1,8	1,9	2,0	2,0
<b>Solde de la balance des transactions courantes</b>	<b>12,0</b>	<b>15,1</b>	<b>21,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>5,2</b>

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

<sup>2</sup> 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

troisième trimestre (deuxième trimestre: -11,2%). Dans le domaine des machines, des appareils et de l'électronique, les importations ont stagné au niveau de l'année précédente. Elles ont accusé une baisse dans le groupe des métaux, véhicules et produits énergétiques. Par contre, la croissance des importations de biens de consommation s'est accélérée. Ainsi, les importations de textile, d'habillement, de souliers, de montres et d'articles de bijouterie dépassaient leur niveau de l'année précédente.

Mesurés à l'indice des valeurs moyennes, les prix des biens exportés étaient, au troisième trimestre, de 0,3% supérieur à leur niveau de la période correspondante de 1992 (deuxième trimestre: 0,8%). Quant aux prix des biens importés, ils ont diminué en moyenne de 1,2% (-2,5%) en l'espace d'une année et selon l'indice des valeurs moyennes.

L'excédent de la balance commerciale a reculé pour s'établir à 0,2 milliard de francs au troisième trimestre (deuxième trimestre 1993: 0,8 milliard). Une année auparavant, cette balance avait été

équilibrée. Le solde actif de la balance des services s'inscrivait à un niveau nettement plus élevé qu'au troisième trimestre de 1992, du fait notamment de la croissance des commissions bancaires. L'excédent de la balance des transactions courantes a passé de 4,9 milliards au troisième trimestre de 1992 à 5,2 milliards de francs un an plus tard. Pour les trois premiers trimestres, il a atteint 20,7 milliards de francs, dépassant d'environ 5 milliards le niveau de la période correspondante de 1992.

### **Emploi et marché du travail**

Après avoir stagné du premier au deuxième trimestre en données corrigées des variations saisonnières, l'emploi a diminué au troisième trimestre. En comparaison annuelle, son recul a toutefois ralenti, passant de 3,7% au deuxième trimestre à 2,8% au troisième.

Depuis le mois de mars 1993, l'indice Manpower de l'emploi s'est maintenu à un bas niveau. Le nombre des places vacantes annoncées aux offi-

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

	1990	1991	1992	1992			1993			1993			
				2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	juillet	août	sept.	oct.
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel <sup>1</sup>	1,4	-0,3	-2,6	-2,1	-3,4	-3,3	-4,2	-3,0	-2,5				
Indice des personnes occupées à plein temps <sup>1</sup>					-4,1	-4,1	-5,0	-3,7	-2,8				
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	0,5	1,1	2,6	2,3	2,6	3,3	4,1	4,3	4,7	4,6	4,7	4,8	4,8
Chômeurs <sup>3</sup>	18 133	39 222	92 308	82 047	95 696	119 599	146 667	157 681	168 789	165 290	169 009	172 069	173 528
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>3</sup>	734	20 269	34 020	35 823	22 535	36 616	54 096	48 520	28 110	26 494	24 991	32 844	36 283
Places vacantes annoncées <sup>3</sup>	17 261	10 549	8 166	8 856	8 124	6 978	6 544	6 912	5 268	5 645	5 236	4 923	4 583

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

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

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

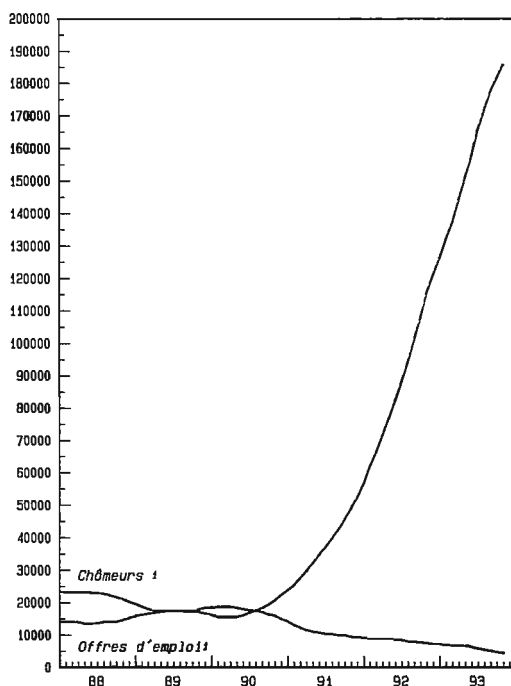
Source: La Vie économique, OFIAMT

ces du travail a continué de fléchir; il s'est inscrit à 5000 au troisième trimestre en données corrigées des variations saisonnières.

Le nombre des chômeurs a augmenté au troisième trimestre pour atteindre 177 000 (deuxième trimestre: 158 000) en données corrigées des variations saisonnières, ce qui correspond à un taux de chômage de 4,9%. Le chômage de longue durée s'est encore accru. Au troisième trimestre, un chômeur sur cinq était en effet sans travail depuis plus d'une année. En Suisse romande et au Tessin, soit dans les régions particulièrement touchées par le chômage, la part en pour-cent des chômeurs de longue durée était plus élevée qu'en Suisse alémanique. Environ 20% en moyenne des chômeurs hommes mais aussi des chômeurs femmes étaient sans emploi depuis plus d'une année. Le chômage de longue durée a frappé davantage la main d'œuvre étrangère que les travailleurs suisses. La répartition selon les classes d'âge a fait apparaître de nettes différences. Si 29% environ des chômeurs âgés de 50 ans et plus étaient sans travail depuis plus d'une année, à peine 10% l'étaient dans la classe d'âge allant de 15 à 24 ans.

Selon l'enquête suisse sur la population active (ESPA), qui est menée une fois par année, cette population a reculé de 13 000 personnes entre le deuxième trimestre de 1992 et la période correspondante de 1993 pour s'inscrire à 3 725 000.

**Graphique 12: Marché du travail**



<sup>1</sup> Corrigé CVS et sans les valeurs extrêmes

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

Dans le même temps, le nombre des personnes sans emploi a augmenté de 35 000 pour atteindre



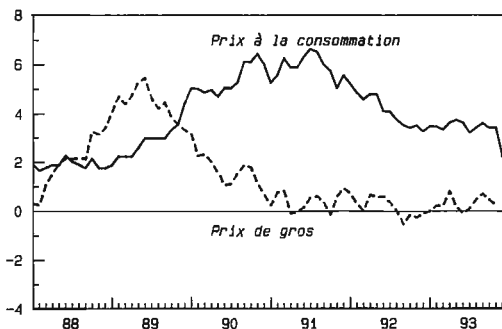
145 000. Les chômeurs recensés par l'OFIAMT s'élevaient à 158 000 à la même période. Les deux statistiques ne sont comparables que sous certaines conditions. L'écart s'explique en grande partie par des définitions divergentes sur la notion de chômage. La statistique dressée par l'OFIAMT se fonde sur un recensement complet auprès des offices cantonaux du travail. Elle comprend toutes les personnes qui sont à la recherche d'un emploi et qui se sont annoncées dans un office du travail. Les résultats de l'ESPA découlent en revanche d'un sondage. L'objectif principal consiste à déterminer la population active pour une année. En ce qui concerne la définition de l'emploi et du chômage, cette statistique se réfère aux recommandations du Bureau international du travail. Ainsi, sont recensées comme personnes sans emploi celles qui, durant la semaine entière précédant l'enquête, étaient sans travail, qui, durant les quatre semaines la précédant, ont entrepris une ou plusieurs recherches en vue d'en trouver un et qui, dans les quatre semaines la suivant, seraient en mesure d'en accepter un.

## Prix

Au troisième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 3,5% le niveau observé un an auparavant. Il s'est ainsi inscrit au même niveau qu'au deuxième trimestre. Le relèvement de divers prix administrés, celui des droits de douane sur les carburants au printemps et la lente adaptation des loyers aux taux hypothécaires en baisse ont empêché un repli rapide du renchérissement. Du fait de la nouvelle définition de l'indice des prix à la consommation, les chiffres publiés jusqu'à ce jour ont subi certaines distorsions et les subiront encore jusqu'en mai 1994. C'est pourquoi, d'août à octobre, ils ont été légèrement supérieurs au renchérissement effectif. Comme les loyers ont augmenté fortement jusqu'au printemps de 1993, le taux d'inflation se rapportant aux marchandises et services suisses s'est maintenu à 3,8%. De leur côté, les biens importés ont renchéri de 2,6%, contre 2,5% au deuxième trimestre.

Pour la première fois depuis le mois d'août 1989, le renchérissement annuel a passé sous la barre des 3%. Il s'est inscrit en effet à 2,2% en novem-

Graphique 13: Evolution des prix<sup>1</sup>



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

Source: Office fédéral de la statistique

bre. En octobre, il avait encore été de 3,4%. Le net repli est dû avant tout à la baisse des loyers. L'indice des loyers a diminué de 0,7% d'août à novembre 1993; il avait par contre augmenté de 2,8% de mai à novembre 1992.

Au troisième trimestre, l'indice des prix de gros était de 0,5% supérieur au niveau de la période correspondante de 1992, après une hausse de 0,1% au deuxième trimestre.

## 2. Evolution monétaire

### Politique monétaire et agrégats monétaires

Depuis le milieu de 1992, la Banque nationale entend amener la monnaie centrale dessaisonnalisée sur le sentier de croissance à moyen terme. Au troisième trimestre, cet agrégat a continué d'augmenter pour atteindre 29,5 milliards de francs en moyenne. Il s'est donc inscrit 1,8% au-dessus du chiffre de la période correspondante de 1992 et 2,1% au-dessus du niveau du quatrième trimestre de 1992.

La monnaie centrale dessaisonnalisée a dépassé de 127 millions de francs, ou de 0,4%, le montant sur lequel l'institut d'émission avait tablé pour le troisième trimestre (29,4 milliards). Cet écart s'explique principalement par la demande, d'une vigueur inattendue, d'avoirs en comptes de virements entre août et septembre. Les billets en circulation, qui forment plus de 90% de la monnaie

**Tableau 6: Monnaie centrale**

	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	MC <sup>1.3</sup>	Coefficients saisonniers	MCD <sup>1.4</sup>	Variation en % <sup>2</sup>
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 <sup>5</sup>
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
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1992 3 <sup>e</sup> trim.	26 133	-0,3	2 488	-6,8	28 621	0,986	29 017	-0,8
4 <sup>e</sup> trim.	26 697	-0,6	2 615	-0,7	29 312	1,013	28 925	-1,0
1993 1 <sup>er</sup> trim.	26 969	1,3	2 593	2,2	29 563	1,010 P	29 272 P	0,6 P
2 <sup>e</sup> trim.	26 696	1,1	2 618	1,9	29 314	0,996 P	29 442 P	0,9 P
3 <sup>e</sup> trim.	26 514	1,5	2 668	7,4	29 182	0,988 P	29 527 P	1,8 P
1993 avril	26 873	1,3	2 625	4,8	29 498	0,997 P	29 587 P	1,4 P
mai	26 599	1,1	2 557	-0,5	29 156	0,995 P	29 303 P	0,6 P
juin	26 616	0,8	2 673	1,3	29 289	0,995 P	29 436 P	0,7 P
juillet	26 709	1,3	2 563	2,4	29 272	0,995 P	29 419 P	1,2 P
août	26 401	1,5	2 709	15,1	29 110	0,983 P	29 613 P	2,4 P
sept.	26 432	1,6	2 733	4,8	29 165	0,987 P	29 549 P	1,7 P
oct.	26 566	2,4	2 667	8,1	29 233	0,986 P	29 648 P	2,8 P
nov.	26 766	2,8	2 771	4,6	29 537	0,990 P	29 835 P	3,0 P

<sup>1</sup> Moyenne des valeurs mensuelles; en regard des mois figurent des moyennes des valeurs journalières

<sup>2</sup> 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

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

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

<sup>5</sup> 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

centrale, ont évolué en grande partie conformément aux prévisions.

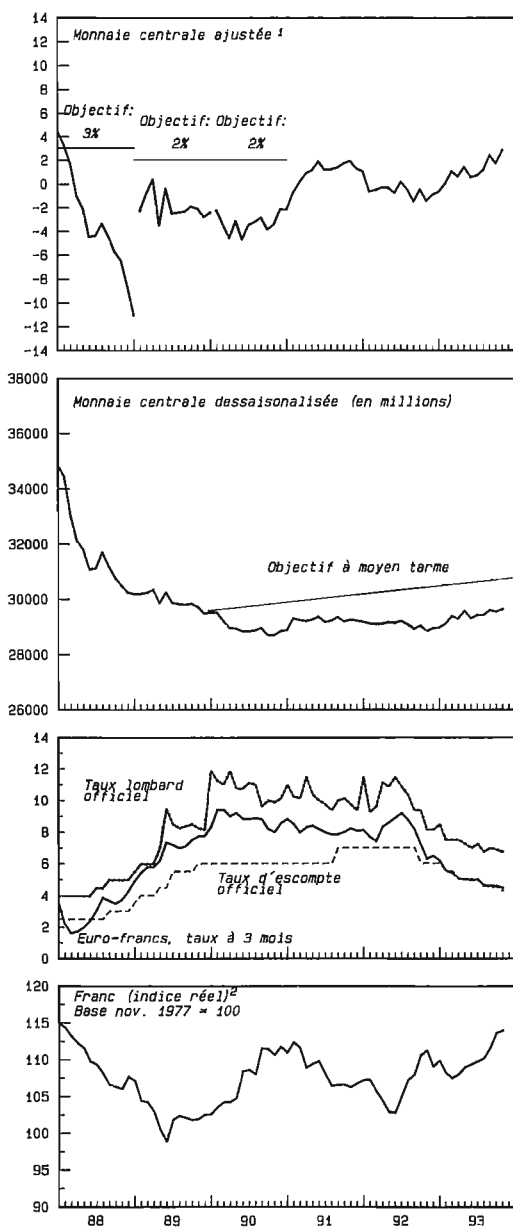
Au troisième trimestre, l'évolution des agrégats monétaires au sens plus large a été encore marquée par des transferts au sein des dépôts auprès des banques. Les dépôts à terme ont continué à fléchir, alors que les dépôts d'épargne et à vue ont augmenté. L'ampleur de ces transferts a toutefois diminué nettement par rapport aux trimestres précédents. Cela s'explique par le fait que les taux d'intérêt à court terme, qui avaient chuté jusqu'au milieu de 1993, sont restés assez stables depuis.

La masse monétaire  $M_1$  dépassait, au troisième trimestre, de 14,2% son niveau de la période correspondante de 1992. Si le numéraire en circulation s'est accru de 1,9% en l'espace d'une année, les dépôts à vue ont marqué une hausse de 20,4% dans le même temps. Le ralentissement des mou-

vements de fonds a commencé cependant à se refléter dans les taux annuels d'expansion. Après avoir atteint un sommet en août, soit 16%, le rythme annuel de croissance de  $M_1$  a passé à 14,9% en octobre.

La forte progression de  $M_1$  s'inscrit dans une évolution qui est déjà apparue à maintes reprises dans le passé. Habituellement, la croissance de  $M_1$  s'accélère dans des phases de repli du renchérissement et des taux d'intérêt. Il ne s'agit que d'un bond temporaire qui disparaît lorsque le renchérissement et les taux d'intérêt se stabilisent à un bas niveau. Si la vigoureuse croissance de  $M_1$  devait encore faiblir ces prochains mois, il n'y aurait donc aucun danger de voir l'inflation de nouveau attisée. Au troisième trimestre, les dépôts d'épargne étaient de 23,9% supérieurs à leur niveau de la période correspondante de 1992, tandis que les dépôts à terme, d'un volume de moitié inférieur, ont reculé de 21,2%. A la suite

Graphique 14: Suisse



<sup>1</sup> Depuis 1989: monnaie centrale dessaisonnalisée  
 Jusqu'en 1988 et depuis 1990: les variations de la monnaie centrale ajustée (puls 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,

Tableau 7: Agrégats monétaires<sup>1</sup>

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

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

M<sub>1</sub> = Numéraire en circulation + dépôts à vue (sans métaux précieux)

M<sub>2</sub> = M<sub>1</sub> + quasi-monnaie (dépôts à terme en francs suisses de résidents)

M<sub>3</sub> = M<sub>2</sub> + dépôts d'épargne

de ces mouvements, la masse monétaire M<sub>3</sub> a augmenté de 5,6% par rapport au troisième trimestre de 1992.

### Marché monétaire

Après avoir fléchi de 0,3 à 0,5 point en juillet, les taux d'intérêt à court terme n'ont varié que très légèrement jusqu'à la fin du troisième trimestre. En octobre, ils ont de nouveau diminué un peu. Pour tenir compte de cette évolution, la Banque

par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre Objectifs:

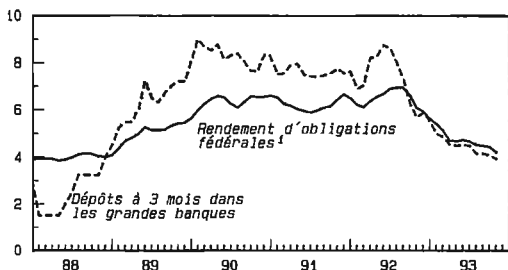
Pour 1988: moyenne des taux de variation calculés chaque mois

Pour 1989: voir remarque 5 du tableau 6

Pour 1990: variation du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant

<sup>2</sup> Cours pondéré par les exportations

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



<sup>1</sup> 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

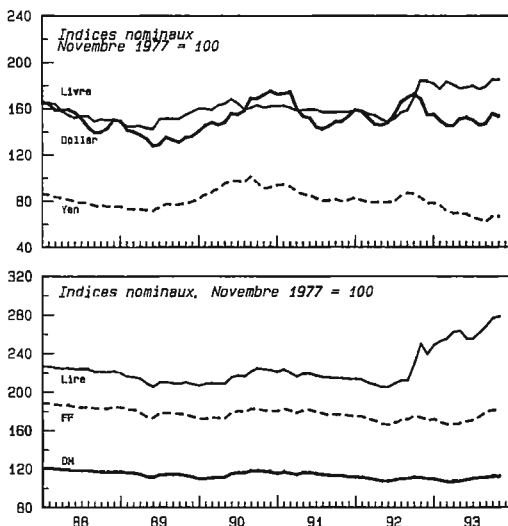
nationale a ramené, le 22 octobre, le taux de l'escompte de 4 1/2% à 4 1/4%. En novembre, le taux de l'argent au jour le jour a été de 4,5% en moyenne, contre 5,1% en juin. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a baissé de 0,5 point dans le même temps pour s'établir à près de 4,5%. De son côté, le taux correspondant servi dans les grandes banques s'établissait à 4% à fin novembre, contre 4,5% cinq mois plus tôt. Quant au rendement à l'émission des créances comptables à trois mois, il a fléchi de 0,7 point depuis le milieu de l'année pour s'inscrire à 4,3% en novembre.

Comme les rémunérations à court terme allemandes ont marqué un repli plus prononcé que les taux suisses de juin à novembre, l'écart d'intérêt entre eux s'est encore rétréci. Pour les dépôts à trois mois sur l'euro-marché, les taux allemands dépassaient, en novembre, de 2,1 points les taux suisses; cinq mois plus tôt, la différence était de 2,5 points.

**Marché des changes**

Le franc suisse a faibli temporairement dans la première moitié d'août, mais s'est ensuite revalorisé légèrement jusqu'à la mi-septembre vis-à-vis de la plupart des monnaies européennes. Ce mouvement a été conforté avant tout par l'attente de réductions de taux d'intérêt de la part des pays participant au mécanisme de change du SME. En octobre, le franc s'est affaibli un peu face à la plupart des monnaies européennes, alors qu'en

**Graphique 16: Variations du franc<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> En termes de quelques monnaies étrangères

novembre, il s'est redressé. A la fin de ce mois, le cours du mark se chiffrait à 87,5 francs, soit à un niveau un peu inférieur à celui de début août.

Par rapport au dollar, le franc s'est raffermi d'environ 7% du début d'août à la mi-septembre, mais a de nouveau faibli à partir de la mi-octobre. En novembre, le cours du dollar s'est stabilisé à près de fr. 1,50. Face au yen japonais, le franc a évolué dans un premier temps de la même manière que vis-à-vis du dollar. Après une forte revalorisation de la mi-août à la mi-septembre, il s'est stabilisé, le cours du yen s'inscrivant à fr. 1,34 pour 100 unités. Par la suite, le franc a de nouveau reculé fortement jusqu'à fin novembre.

Pondéré par les exportations, le cours réel du franc a encore progressé du deuxième au troisième trimestre. En l'espace d'une année, la revalorisation a toutefois passé de 5,6% au deuxième trimestre à 3,1% au troisième; cette évolution est due au fait qu'au moment de la crise du SME, il y a une année, le franc s'était raffermi dans une mesure plus forte qu'au cours de l'actuelle période considérée. D'une année à l'autre, le franc s'est revalorisé, en termes réels, de 22,4% face à la lire italienne et de 13,9% vis-à-vis de la livre sterling, alors qu'il s'est déprécié de 11,1% par rapport au

dollar et de 24,2% face au yen japonais. Son cours pondéré par les exportations s'est replié un peu en termes nominaux de septembre à octobre, mais a encore progressé en termes réels.

### Marché des capitaux

Sur le marché des capitaux, les taux d'intérêt ont continué leur repli au troisième et au début du quatrième trimestre. Le rendement moyen des emprunts fédéraux s'est chiffré à 4,4% au troisième trimestre, contre 4,7% au deuxième. A fin novembre, il s'établissait à environ 4,1% et, partant, s'inscrivait encore au-dessous des rémunérations à court terme sur le marché des euro-francs.

Les taux d'intérêt des bons de caisse émis d'avril à juillet sont restés inchangés. Depuis, ils ont diminué de 0,4 point jusqu'au début du mois de novembre. Les rémunérations offertes par les banques cantonales sur ces papiers ont reculé à 4,3% en moyenne. De leur côté, les taux d'intérêt servis sur les dépôts d'épargne ordinaires auprès des banques cantonales ont reculé de 0,3 point pour s'inscrire à 3,9%. Dans le même temps, ces établissements ont ramené de 6,1% à 5,8% le taux moyen de leurs prêts hypothécaires en premier rang; le taux correspondant des anciennes hypothèques a été réduit de 0,7 point pour s'établir à 6%.

Sur le marché des actions, le Swiss Performance Index a progressé de 14% de fin juillet à fin novembre. Depuis le début de l'année, la hausse a été de 40%.

Les émissions d'obligations et d'actions effectuées sur le marché suisse des capitaux ont totalisé 23,5 milliards de francs au troisième trimestre, augmentant d'environ 140% en l'espace d'une année. La forte hausse s'explique avant tout par la progression des obligations étrangères en francs suisses. Le montant d'argent frais prélevé sur le marché des capitaux par des débiteurs suisses a également augmenté dans une forte mesure; au troisième trimestre, l'accroissement a été en effet de 75% par rapport à la période correspondante de 1992. Après les remboursements d'un montant de 3,8 milliards de francs, le prélèvement d'argent frais que des débiteurs suisses ont opéré sur le marché des capitaux s'est inscrit à 6,4 milliards de francs (troisième trimestre 1992: 4,3 milliards).

### Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 14,5 milliards de francs au troisième trimestre (deuxième trimestre: 15,5 milliards de francs), soit un montant de 57% supérieur au niveau enregistré un an auparavant. Les emprunts ont augmenté de 70%, alors que les crédits n'ont pas varié. Aussi la part des emprunts a-t-elle passé de 81% à 88%.

Les débiteurs étrangers ont émis des emprunts pour près de 12,8 milliards de francs. Il s'agit du montant le plus élevé depuis le premier trimestre de 1988 (13,5 milliards). L'attente d'un recul des

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

	Emprunts <sup>1</sup>	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
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
1992	27 697,0	8 820,7	975,3	37 493,0
1992 1 <sup>er</sup> trim.	6 904,7	2 363,8	86,2	9 354,7
2 <sup>e</sup> trim.	2 741,1	2 771,6	503,5	6 016,2
3 <sup>e</sup> trim.	7 518,0	1 450,3	279,8	9 248,1
4 <sup>e</sup> trim.	10 533,3	2 235,0	105,7	12 874,0
1993 1 <sup>er</sup> trim.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2 <sup>e</sup> trim.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8
3 <sup>e</sup> trim.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6

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

rémunérations a stimulé les émissions surtout en juillet et en août. Une consolidation s'est instaurée en septembre du fait de la stabilisation temporaire des taux d'intérêt. Le montant des emprunts ordinaires émis au troisième trimestre dépassait de 70% celui de la période correspondante de 1992. Les emprunts assortis de droits d'option ou de conversion – les quatre cinquièmes étant des emprunts à option – ont progressé, quant à eux, de 71%. La part des placements privés à l'ensemble des émissions a passé de 60% au troisième trimestre de 1992 à 55% à la période correspondante de 1993.

L'accroissement de 48% à 55% de la part de l'Europe occidentale reflète la demande accrue de capitaux des pays de l'UE. Les parts de l'Amérique du Nord et des Caraïbes ont augmenté de 11% à 12% et de 4% à 8%. Par contre, la part du Japon a passé de 31% à 21%, et celle des organisations internationales de développement, de 9% à 8%.

### ***Bilans bancaires et crédits***

A la fin du troisième trimestre, les bilans bancaires sont restés marqués par la faiblesse de la conjoncture. La nette baisse des taux d'intérêt sur les placements en francs, une évolution qui est observée depuis le milieu de 1992, s'est reflétée surtout dans les transferts massifs de fonds des créanciers à terme vers les créanciers à vue et les dépôts d'épargne. Au total, l'afflux de fonds du public a été faible entre le troisième trimestre de 1992 et la période correspondante de 1993. Dans la présente phase du cycle des rémunérations et du fait de l'attente de réductions de celles-ci, les placements sur le marché des capitaux ont vraisemblablement eu davantage d'attrait que les dépôts dans les banques. De même, les diminutions réalisées ou annoncées des taux d'intérêt sur les crédits garantis par hypothèque n'ont pas encore eu d'effets; le contexte conjoncturel a empêché un redémarrage de la demande de crédits.

A la fin du troisième trimestre, la somme des bilans des banques qui remettent chaque mois des données a atteint 1122 milliards de francs, augmentant de 4% par rapport au chiffre enregistré un an auparavant.

Comme la croissance des crédits, en l'espace d'une année, a été moins prononcée que l'afflux de fonds du public, les banques ont accru leurs placements financiers. Aussi les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) ont-ils progressé de 18%. Cette évolution a été le reflet de la croissance de 5% des effets de change et papiers monétaires, mais tout particulièrement celle de 45% des titres. L'accroissement de ces derniers est dû à des achats de papiers-valeurs et à la hausse des cours observée sur les marchés des capitaux. La part des titres – qui totalisaient 100 milliards de francs – à la somme des bilans s'élevaient à 9% à la fin du troisième trimestre, contre 6% un an auparavant. Par contre, les disponibilités ont fléchi d'environ 9% de fin septembre 1992 à fin septembre 1993. Le recul s'explique en premier lieu par le repli des liquidités en dollars et en marks, celles en francs suisses ayant diminué de 3%. La liquidité de caisse en francs enregistrée en moyenne durant la période d'application du 20 août au 19 septembre était toutefois de 4% supérieure à celle de la même époque de 1992. Etant donné que les liquidités exigées ont augmenté de moins de 4%, le degré de liquidités a passé de 123% à 124%. En l'espace d'une année, les banques suisses ont emprunté plus de fonds à des établissements sis à l'étranger qu'elles n'en ont placé auprès de ceux-ci. Dans le domaine interbancaire, l'endettement net s'élevait à près de 23 milliards de francs à fin septembre, contre 10 milliards une année auparavant.

A la fin du troisième trimestre, les banques avaient accordé des crédits à leur clientèle pour un montant de 701 milliards de francs. Une hausse de 1% a été enregistrée par rapport au niveau de fin septembre 1992. Les crédits à la clientèle suisse se sont accrus de 1%, et ceux à la clientèle étrangère, de 3%. Les prêts hypothécaires à la clientèle suisse – le poste le plus important des crédits avec une part de 25% de la somme des bilans – ont augmenté de 2%. Les débiteurs, qui viennent en deuxième position (22% de la somme des bilans), ont par contre accusé une baisse de 1%. Du fait de la faiblesse de la conjoncture dans la construction, les crédits ouverts ont diminué de 12%. Quant aux crédits effectivement utilisés, ils ont reculé dans la même mesure.

Les fonds du public s'inscrivaient à 731 milliards de francs à fin septembre, augmentant de 3% en l'espace d'une année. Pour ce qui est des fonds libellés en francs et provenant de la clientèle suisse, ils ont augmenté de 11 milliards de francs au total, ou de 2%, en l'espace d'une année. Les transferts des créanciers à terme vers les créanciers à vue et les dépôts d'épargne ont ralenti leur rythme. En comparaison annuelle, le poste des créanciers à terme a fléchi de 28 milliards de francs ou de 21%. En revanche, les fonds d'épargne ont progressé de 37 milliards de francs, ou de 25%. Bien que les taux d'intérêt servis sur les bons de caisse depuis le milieu de l'année soient

de nouveau supérieurs aux rémunérations des fonds d'épargne, le volume des bons de caisse a continué à diminuer; il a reculé en effet de 13 milliards de francs, ou de 11%, du troisième trimestre de 1992 à la période correspondante de 1993.

Les fonds placés à titre fiduciaire par les banques qui fournissent mensuellement des données s'inscrivaient, à fin septembre, 6% au-dessous de leur niveau enregistré un an auparavant. Parmi ceux-ci, les fonds d'origine suisse, qui constituent une très bonne solution de rechange aux dépôts à terme, ont fléchi de 13% en l'espace d'un an, du fait de la baisse des taux d'intérêt.





# Geldpolitik im europäischen Raum – Überlegungen nach der EWS-Krise

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

Jeder in Lindau kennt die – von Gustav Schwab in das Gedicht «Der Reiter und der Bodensee» gefasste – Geschichte vom Ritt über den See. Ein Reiter galoppiert durch Schnee und Eis dem Bodensee zu. Er will den Kahn, der ihn sicher an das andere Ufer bringen soll, erreichen. Bei einbrechender Nacht verliert er die Orientierung und reitet über den zugefrorenen See. Am Ziel angelangt, fällt er vor Schreck über die Gefahr, die er unwissend überstand, tot vom Pferd.

Die Moral dieser Geschichte passt ausgezeichnet zu meinem heutigen Thema. Gustav Schwab hatte nicht nur ein bildhaftes, sondern auch ein sehr modernes Verständnis des Risikos. Das Risiko ist unsichtbar und doch präsent. Es zu ignorieren, ist – wenn nicht tödlich – äusserst kostspielig. Dies gilt auch für das risikoreiche Unterfangen der Europäischen Währungsunion.

Ich gehe in meinen Überlegungen von der Krise im Europäischen Währungssystem (EWS) aus. Die Währungsbehörden der Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft (EG) beschlossen am vergangenen 1. August, die Bandbreiten im Wechselkursmechanismus zu erweitern. Die Schwankungsbreite der Wechselkurse wurde von  $\pm 2,25\%$  auf  $\pm 15\%$  ausgedehnt. Dieser Entscheid bildete den Schlusspunkt eines Jahres, das für das EWS äusserst bewegt war. Das EWS durchlebte seit Ende des letzten Sommers eine Reihe von Kursanpassungen. Die Peseta, der Escudo und das irische Pfund wurden – zum Teil mehrmals – abgewertet. Die Lira und das Pfund Sterling traten aus dem Wechselkursmechanismus aus. Ihre Kurse schwanken seither gegenüber den anderen Währungen frei. Die Krise im EWS zeitigte vielfältige Auswirkungen auf die europäische Währungspolitik. Sie vergrösserte – diese willkommene Auswirkung steht für mich im Vordergrund – den

wirtschaftspolitischen Spielraum der Mitgliedstaaten der EG.

## 1. Die Hintergründe der EWS-Krise

Die durch die EWS-Krise erzwungenen Wechselkursanpassungen ermöglichen es, währungspolitische Ungleichgewichte abzubauen:

- die Ungleichgewichte – erstens –, die die unterschiedliche Kosten- und Preisentwicklung in Europa im Laufe der letzten Jahre schuf,
- die Ungleichgewichte – zweitens –, die auf die deutsche Wiedervereinigung zurückzuführen sind, und
- die unrealistische Erwartung – drittens –, dass die Ratifizierung des Vertrags über die Europäische Union Wechselkursanpassungen überflüssig machen würde.

### 1.1 Die realwirtschaftlichen Ungleichgewichte

Die EWS-Krise folgte auf eine Reihe von Jahren ohne Wechselkursanpassungen. Die scheinbare Stabilität verdeckte zunehmende Ungleichgewichte. Die Deutsche Mark wertete sich gegenüber den andern EWS-Währungen, die höhere Inflationsraten aufwiesen, real laufend ab. Ich möchte dies mit einem Beispiel verdeutlichen. Die Preise und Kosten stiegen in Italien über die letzten Jahre weit stärker als in Deutschland. Deutsche Exportprodukte wurden in der Folge auf Grund der stabilen nominalen Wechselkurse immer konkurrenzfähiger. Die nominale Stabilität, die das EWS bis zum Sommer 1992 aufwies, musste mit einer zunehmenden realen Divergenz – mit einer wachsenden Divergenz vorab in der Wettbewerbsfähigkeit – bezahlt werden. Diese reale Divergenz ist ein wichtiger Grund der Ereignisse, die das EWS seit dem Spätsommer 1992 erschütterten. Sie ist aber nicht die einzige Erklärung.

\* Gehalten in Lindau am 2. Oktober 1993

## 1.2 Die deutsche Wiedervereinigung

Das innere Gleichgewicht des EWS wurde auch durch die deutsche Wiedervereinigung stark gestört. Sie führte zu einem beträchtlichen Ungleichgewicht im deutschen Staatshaushalt. Dieses Ungleichgewicht löste zunächst einen Wachstumsschub aus. Er drohte zu einem Preis- und Lohnauftrieb zu führen. Die Deutsche Bundesbank sah sich genötigt, den Restriktionsgrad ihrer Geldpolitik zu erhöhen, um eine übermässige Ausweitung der Geldmenge zu verhindern. Sie bewirkte damit einen Anstieg der Zinsen in Deutschland. Diese deutsche Zinserhöhung war nach meiner Ansicht voll berechtigt.

Das Problem liegt darin, dass der Zinsauftrieb nicht auf Deutschland beschränkt blieb. Der Wechselkursmechanismus des EWS, der grundsätzlich feste Kurse vorsieht, und die Freizügigkeit für Kapital bewirkten, dass er die Grenzen Deutschlands überschritt. Die Zinssatzerhöhung war in den übrigen europäischen Ländern wirtschaftspolitisch jedoch nicht – oder nicht im selben Masse wie in Deutschland – gerechtfertigt. Sie war es um so weniger, als das durchschnittliche Zinsniveau dieser Länder bereits vor der Wiedervereinigung deutlich höher als in der Bundesrepublik war. Der Zinsanstieg verstärkte die rezessiven Auswirkungen des weltweiten Konjunkturtiefs. Die meisten Länder vermochten die Heraufsetzung der Zinssätze deshalb lediglich mit der Verteidigung des Wechselkurses zu rechtfertigen. Eine sehr restriktive Geldpolitik lässt sich aber, wenn keine Inflation droht und die Arbeitslosigkeit steigt, auf die Dauer nicht durchsetzen. Die Märkte begriffen dies, auch wenn sie erstaunlich spät reagierten.

Die Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit und der Wirtschaftsschock, den die deutsche Wiedervereinigung auslöste, erklären, warum eine Korrektur der Wechselkursrelationen im EWS notwendig wurde. Sie erklären nicht, warum die Korrektur erst im vergangenen Jahr einsetzte.

## 1.3 Die Auswirkungen der Ratifizierung des Vertrags über die Europäische Union

Dies führt uns zu einem dritten wechselkurspolitischen Korrekturbedarf. Er hängt mit der Verhand-

lung und der Ratifizierung des Vertrags über die Europäische Union zusammen. Der Vertrag strebt eine Währungsunion der EG-Mitgliedstaaten an. Deren nationale Währungen sollen durch eine Einheitswährung ersetzt werden. Die Geldpolitik der EG würde in einer europäischen Notenbank zentralisiert. Der Vertrag wurde im Februar 1992 in Maastricht unterzeichnet. Das Jahr 1992 wurde dank diesem Akt zum Höhepunkt der Europa-Euphorie. 1992 war aber auch das Jahr, in dem diese Euphorie platzte. Der spitze Ausgang, den das französische Referendum über den Maastrichter Vertrag im September 1992 nahm, war dafür entscheidender als das Nein Dänemarks. Er zeigte, dass grosse Teile der Bevölkerung des Landes, das dem europäischen Modell besonders zugetan ist, den Vertrag – die angestrebte Gemeinschaftswährung – nicht unterstützen. Dies hatte einen spürbaren Rückgang der Akzeptanz des Vertrags zur Folge. Viele hatten in der Euphorie, die zu dessen Unterzeichnung führte, geglaubt, die Wechselkurse seien bereits unwiderruflich fixiert. Die Erwähnung fester Daten in den Übergangsbestimmungen des Maastrichter Vertrags bestärkte sie in dieser Meinung: Die Währungsunion sollte 1997 – spätestens aber 1999 – vollendet sein. Die breiten Zweifel der Bevölkerung an der Zweckmässigkeit einer Währungsunion, die sich in den Abstimmungen über den Maastrichter Vertrag manifestierten, führten an den Finanzmärkten zum Umschwung. Diese erkannten, dass feste Wechselkurse noch keineswegs eine Gewissheit sind. Die Wechselkurse holten den aufgestauten Anpassungsbedarf nach.

Die jüngsten, als krisenhaft empfundenen Wechselkursbewegungen, wie die nominale Stabilität im EWS, die ihnen vorausging, sind – mit andern Worten – dem gleichen Phänomen zuzuschreiben: den Schwankungen, denen das Vertrauen der Märkte in die Machbarkeit der Währungsunion unterlag. Das zunächst kraftvoll vorangetriebene Projekt der Europäischen Währungsunion verzögerte die anstehenden Wechselkursanpassungen. Die schwierige und ernüchternde Ratifizierungsphase beschleunigte sie.

Wo stehen wir heute? Wir müssen beim Versuch, diese Frage zu beantworten, die kurz- und mittelfristigen von den langfristigen Auswirkungen unterscheiden.

- Welche Wirkungen zeitigt die EWS-Krise – erstens – auf die aktuelle Währungspolitik der EG?
- Welches sind – zweitens – die Perspektiven der Europäischen Währungsunion?

## 2. Die heutige Lage

Lassen Sie mich meine Ausführungen zur aktuellen Währungspolitik mit einer Feststellung, die mich in Widerspruch zu einer in politischen Kreisen weitverbreiteten Ansicht bringt, beginnen! Die Lage ist heute weit gesünder, als sie es vor der Krise im EWS war. Ich will dies mit zwei Argumenten begründen:

### 2.1 Die Konjunktur

Die EWS-Krise kann – dies ist mein erstes Argument – die wirtschaftliche Erholung in Europa begünstigen. Sie wird, führt sie in den EG-Staaten zu Wechselkursen und zu einer Geldpolitik, die mit deren binnenwirtschaftlicher Lage kompatibel sind, zum Aufschwung beitragen. Der Wegfall des EWS-Korsetts vermochte in vielen Ländern bereits einen willkommenen Rückgang der Realzinsen auszulösen.

### 2.2 Eine flexiblere Wechselkurspolitik

Die jüngsten Wechselkursanpassungen erlauben ferner den Ausgleich unterschiedlicher nationaler Kosten- und Preisentwicklungen. Die Erweiterung der Bandbreiten im EWS räumte der Deutschen Mark einen Aufwertungsspielraum ein. Die Bundesbank kann jetzt ihre Politik durchführen, ohne internationalen Einschränkungen unterworfen zu sein. Oder anders gesagt: Der Entscheid vom 1. August dieses Jahres birgt – dies ist mein zweites Argument – die Möglichkeit in sich, bis zu einem gewissen Grad wieder die Flexibilität eines Systems freier Wechselkurse herzustellen. Der Wechselkursmechanismus blieb zwar formell in Kraft. Er verlor jedoch stark an Bedeutung. Ich bedaure dies nicht. Im Gegenteil! Flexible Wechselkurse bieten gegenüber festen Paritäten beträchtliche Vorteile.

### a) Flexible Wechselkurse – ihre Vorteile

Ich darf als Vertreter der Schweizerischen Nationalbank die Vorteile flexibler Wechselkurse am Beispiel des Schweizer Franken darlegen. Es gibt unter einem System flexibler Wechselkurse grundsätzlich keine Verzögerungen in der ausenwirtschaftlichen Anpassung. Ein Nachholbedarf, der sich – wie kürzlich im EWS – durch eine Wechselkurskrise ausdrückt und die Währungsbehörden unter dem Druck der Märkte zur sofortigen Neuanpassung der Paritäten zwingt, kann nicht entstehen. Die Wechselkurse passen sich mehr oder weniger regelmässig an. Die Notenbank kann sich unter einem solchen System – wie es die Schweizerische Nationalbank tut – darauf beschränken, allzu grosse Ausschläge der Wechselkurse zu bekämpfen. Sie wird dagegen nicht versuchen, eine wirtschaftlich gerechtfertigte Anpassung der Wechselkurse zu verhindern.

Der Schweizer Franken überstand die jüngsten Währungsturbulenzen gut. Dies ist sicher nicht dem Wechselkurssystem allein zu verdanken. Es ist auch auf unsere jüngsten Erfolge bei der Bekämpfung der Inflation zurückzuführen. Die Teuerung ging in der Schweiz stark zurück. Ihr Trend weist weiter nach unten. Unsere Geldpolitik hat ihre Wirksamkeit zurückerlangt.

Die Turbulenzen im EWS scheinen mir aber einmal mehr die Vorteile einer auf ein Geldmengenziel ausgerichteten vor einer wechselkursorientierten Geldpolitik zu bestätigen. Ein System flexibler Wechselkurse gewährt eine geldpolitische Autonomie, die Länder mit einem System fester Wechselkurse nicht haben. Diese Autonomie findet ihren Ausdruck in nationalen Zinsdifferenzen. Sie ermöglicht es auch, sich gegen importierte Inflation zu schützen. Die Autonomie ist zwar nicht absolut. Sie gewährt dennoch einen Spielraum, der unter einem System fester Wechselkurse undenkbar ist.

### b) Der Verlust des monetären Kompasses

Diese geldpolitische Autonomie ist nicht kostenlos. Die Erweiterung der Bandbreiten für Wechselkursschwankungen nahm den EG-Ländern – mit Ausnahme Deutschlands – den stabilitätspoliti-

schen Kompass, an dem sie sich in ihrer Geldpolitik seit Mitte der achtziger Jahre orientiert hatten. Das Ausmass des Zinsrückgangs steht zur Zeit zwar im Vordergrund des Interesses der Behörden. Die Frage nach dem richtigen geld- und währungspolitischen Kurs führt über diesen Teilaspekt hinaus. Die europäischen Länder müssen – dies ist unerlässlich – wieder einen stabilitätspolitischen Kompass finden. Die Auswahl ist beschränkt. Ich sehe – klammern wir die Festsetzung einer neuen Wechselkursparität einstweilen aus – nur zwei Möglichkeiten:

- Die Bestimmung – erstens – eines Geldaggregates als Zwischenziel oder
- die Wahl – zweitens – eines numerisch festgelegten Preisniveaus als Endziel.

Die Notenbanken können ihre Politik auf die Kontrolle des Wachstums eines Geldaggregates ausrichten. Deutschland und die Schweiz tun dies. Die Geldaggregate, die sie als Zwischenziele wählten, sind zwar verschieden. Die geldpolitischen Konzepte sind sich aber – und dies ist entscheidend – sehr ähnlich.

Die Notenbanken können ihre Politik aber auch direkt auf die Entwicklung der Teuerung ausrichten: Sie setzen sich ein Inflationsziel. Grossbritannien entschied sich, nachdem es aus dem Wechselkursmechanismus des EWS ausgetreten war, für diesen Schritt. Schweden verfolgt, seit es sich von der Bindung an den ECU losgesagt hatte, die gleiche Politik.

Welche Politik verspricht mehr Erfolg? Die Zukunft wird es weisen. Ich ziehe allerdings nicht zuletzt wegen der zeitlichen Verzögerung, mit der das Preisniveau auf Änderungen der Geldpolitik reagiert, die erste Strategie – die Orientierung an einem Geldaggregat – vor.

### **3. Die Perspektiven der Währungsunion**

Ich komme damit zur Frage nach der künftigen Geld- und Währungspolitik der Gemeinschaft: Wie stehen die Aussichten der mit dem Maastrichter Vertrag angestrebten Europäischen Währungsunion?

Ich möchte vor allem auf die Bedeutung der Währungsunion für jene europäischen Länder, die entweder der Gemeinschaft nicht angehören oder aber – obwohl EG-Mitglieder – die Währungsunion für sich ablehnen, eingehen. Erlauben Sie mir zunächst aber ein Wort zur Währungsunion selbst! Es ist nicht frei von Skepsis.

#### **3.1 Skepsis in bezug auf die Währungsunion**

Diese Skepsis beruht auf drei Überlegungen:

- zur notwendigen Mobilität der Produktionsfaktoren in einer Währungsunion,
- zum Erfordernis einer gleichzeitigen politischen Union und
- zum Dilemma, vor das die Übergangsphase zur Währungsunion die Behörden der Gemeinschaft stellt.

##### ***a) Mobilität von Arbeit und Kapital***

Länder, die ihre monetäre Souveränität an eine gemeinsame Behörde übertragen, müssen – soll sich ihr Schritt nicht nachteilig auswirken – erstens Teil einer optimalen geld- und währungspolitischen Zone bilden. Dies ist der Fall, wenn Arbeit und Kapital innerhalb der Zone voll mobil sind. Die Freiheit des Kapitalverkehrs ist in der EG seit kurzem – auch wenn sie von einigen ihrer stärksten Promotoren bereits wieder in Frage gestellt wird – grundsätzlich gegeben. Die unbedingte Freiheit der Arbeitnehmer, sich dorthin zu begeben, wo Arbeitsmöglichkeiten bestehen, ist eine nicht minder wichtige Voraussetzung für das Funktionieren einer Währungsunion. Die rechtliche Freiheit allein genügt aber nicht. Die Arbeitnehmer müssen bereit sein, den Arbeitsort zu wechseln. Die Gastländer müssen sich ihnen öffnen. Diese Mobilität ist in Europa weit weniger ausgeprägt als etwa in den Vereinigten Staaten. Sie stösst an kulturelle und sprachliche Barrieren. Die einzelnen Länder können jedoch, solange diese Mobilität nicht voll spielt, auf die Möglichkeit, eine unabhängige, nationale Geld- und Währungspolitik zu führen, nicht verzichten.

## **b) Die politische Union – Voraussetzung einer lebensfähigen Währungsunion**

Die politische Union – eine starke politische Solidarität – ist die zweite unabdingbare Voraussetzung einer lebensfähigen Währungsunion. Die Währungsunion kann nicht eine blosser Etappe auf dem Weg zur politischen Integration sein. Sie muss deren Krönung bilden. Die Übertragung der monetären Souveränität auf eine supranationale Währungsbehörde stellt den logischen Schlusspunkt eines wirtschaftlichen und politischen Integrationsprozesses dar. Dies bleibt unbestritten. Viele Politiker erachten eine solche Übertragung aber schon vor Abschluss des politischen Integrationsprozesses als möglich. Sie möchten über die Währungsunion sogar einen integrationspolitischen Zugzwang schaffen. Diese Strategie könnte sich, wie die Geschichte zeigt, als gefährlich erweisen. Sie kennt jedenfalls kein Beispiel einer Währungsunion, die ohne politische Union Bestand hatte.

Warum setzt die Währungsunion die politische Union voraus? Dies lässt sich gut am Beispiel des öffentlichen Finanzausgleichs aufzeigen. Grössere Unterschiede im Volkseinkommen der Partner einer Währungsunion – seien sie die Folge einer unterschiedlichen wirtschaftlichen Ausgangslage oder wirtschaftlicher Erschütterungen – rufen nach Massnahmen des Finanzausgleichs. Die Bevölkerungen der reichen Länder müssen bereit sein, die Kosten, die für die Erhaltung der Union notwendig sind, zu tragen. Ich brauche dieses Thema in Deutschland, das sich intensiv mit den Kosten der deutsch-deutschen Währungsunion auseinandersetzt, nicht näher zu erläutern. Der gewaltige Finanztransfer vom Westen in den Osten setzt ein hohes gesamtdeutsches Solidaritätsbewusstsein voraus. Diese Solidarität wäre ohne die politische Wiedervereinigung kaum denkbar. Der Finanzausgleich innerhalb der Gemeinschaft erfordert ein – vergleichbares – neues europäisches Solidaritätsbewusstsein. Die beträchtlichen Überweisungen, die zur Erhaltung einer Europäischen Währungsunion unabdingbar wären, setzen – sollen sie akzeptiert werden – ein ausgeprägtes kulturelles und soziales Zusammengehörigkeitsgefühl voraus. Die politische Union Europas wäre der konkrete Ausdruck einer solchen Haltung.

## **c) Das Dilemma des Übergangs zu einer Währungsunion**

Der Übergang zur Währungsunion, wie ihn der Maastrichter Vertrag vorsieht, ist ein dritter Grund zur Skepsis. Er stellt die Länder der Gemeinschaft nämlich vor ein Dilemma.

Jedes EG-Land, das in die Währungsunion aufgenommen werden will, muss eine Reihe von Kriterien – sie beziehen sich nicht nur auf den Wechselkurs, die Inflationsrate und den Zinssatz, sondern auch auf das Haushaltsdefizit und die Staatsschuld – erfüllen. Ein Beitrittskandidat darf kein übermässiges Defizit und keine übermässige Verschuldung aufweisen. Der Begriff «übermässig» wird in einem Protokoll zum Maastrichter Vertrag definiert. Ein Haushaltsdefizit, das 3% des BIP übersteigt, und eine Verschuldung, die über 60% des BIP erreicht, gelten als übermässig.

Diese Ziele sind im gegenwärtigen konjunkturellen Tief unerreichbar. Ein einziges EG-Land erfüllt heute die Bedingung, die bezüglich des Haushaltsdefizits gilt. Mindestens sieben EG-Staaten sehen sich durch das Kriterium, das für die Verschuldung festgesetzt wurde, überfordert. Das Dilemma, das sich für die Mitglieder der Gemeinschaft daraus ergibt, ist eindeutig. Sie versuchen entweder, diese Ziele zu erreichen, und laufen das Risiko, die gegenwärtige Rezession noch zu verschärfen. Oder sie lassen die Ziele ausser acht und können die Währungsunion nicht – oder nur unter Missachtung des Unionsvertrags – einführen.

Die Schaffung der Währungsunion würde, wäre sie mit einem Bruch der Vertragsbedingungen verbunden, das Vertrauen in die Stabilität der Einheitswährung von Anfang an in Frage stellen. Die Kriterien des Maastrichter Vertrags wurden ausdrücklich in der Absicht, dieses Vertrauen zu fördern, festgelegt. Sie sollten die Finanzmärkte überzeugen, dass die Union nicht zu einem «bailing-out» der hoch verschuldeten EG-Länder führen würde. Ein solches «bailing-out» hätte nämlich eine inflationäre Wirkung auf alle Länder, die die Einheitswährung übernehmen.

Die Konvergenzkriterien stellen die Mitglieder der Gemeinschaft damit vor die Wahl zwischen zwei Risiken: dem Risiko einer Verschärfung der Re-

zession und dem Risiko einer Währungsunion, die von Beginn an unter einem schlechten Stern steht. Ein dritter Weg – die Schaffung einer Währungsunion mit zwei Geschwindigkeiten – wird deshalb mehr und mehr diskutiert. Auch er hat sein Risiko. Der Anreiz, neue Partner in die Union aufzunehmen, wäre – ist der erste Kreis einmal gebildet – vermutlich gering. Der Prozess der europäischen Integration würde im wirtschaftlichen wie im politischen Bereich nachhaltig geschwächt.

### **3.2 Die Währungsunion und die andern europäischen Länder**

Dies führt mich zur Frage nach der Bedeutung der Währungsunion für die übrigen europäischen Länder. Wir müssen dabei zwischen den Ländern West- sowie Mittel- und Osteuropas unterscheiden.

#### **a) Westeuropa**

Die Schaffung einer Europäischen Währungsunion würde die Länder Westeuropas, die nicht Mitglieder der Gemeinschaft sind oder die sich – wie Dänemark und das Vereinigte Königreich – ein «opting out» vorbehalten, vor die Frage nach der Opportunität einer Beteiligung stellen. Die Fragestellung, die sich auf der geld- und währungspolitischen Ebene ergibt, ist klar. Wie kann die Aufgabe, die Preisstabilität zu sichern, besser erfüllt werden: durch den Beitritt zur Währungsunion oder durch Abseitsstehen?

Diese Frage ist für alle drei Länder, die an der heutigen Tagung vertreten sind, relevant. Deutschland hat die Zustimmung seines Parlaments einzuholen, um sich den Weg zur dritten und letzten Phase der Währungsunion zu öffnen. Österreich wird in seinem Entscheid über den Beitritt zur EG wahrscheinlich von der Beurteilung der monetären Auswirkungen mitbestimmt werden. Die Schweiz sprach mit der EWR-Abstimmung vom 6. Dezember 1992 sicher nicht das letzte Wort. Sie wird sich vielmehr der Frage ihrer Integration in die EG noch vor Ende des Jahrzehnts erneut stellen müssen.

Die Opportunität der Beteiligung an der Währungsunion wird die Haltung, die die Währungs-

behörde zum EG-Beitritt einnehmen wird, entscheidend prägen. Die künftige Europäische Zentralbank wird ihre Entscheide auf demokratische Weise treffen. Die durchschnittliche Inflationsrate, die sich aus den Vorstellungen der verschiedenen Mitgliedländer der Währungsunion ergibt, wird deshalb die gemeinsame Geldpolitik und somit auch die Inflationsrate in Europa bestimmen. Es dürfte für Länder mit einer tiefen Inflationsrate dann, wenn deutliche Unterschiede in der Inflationstoleranz zutage treten, nicht opportun sein, ihre monetäre Souveränität an die Europäische Zentralbank abzutreten.

Ich weiss, dass dies nicht das Ende der Debatte ist. Die Währungsunion ist nur ein Teil eines umfassenderen Projekts: des Projekts der Europäischen Union. Dies stellt uns erneut vor die Frage nach dem Weg. Müssen wir tatsächlich den Weg über eine verführte Währungsunion wählen, um zur geplanten Europäischen Union zu gelangen? Oder gibt es andere, weniger ambitionöse und damit weniger risikoreiche Wege? Sollten wir – um mein Eingangsbild aufzunehmen – den Bodensee nicht lieber umgehen, anstatt zu versuchen, ihn auf tollkühnem Ritt zu überqueren? Wir vermieden damit jedenfalls das Risiko zu ertrinken.

#### **b) Mittel- und Osteuropa**

Die Länder Mittel- und Osteuropas müssen sich die Frage der Mitgliedschaft in einer europäischen Währungsunion nicht stellen. Sie brauchen noch keine europäische Währung. Sie benötigen einen Markt für ihre Exporte. Die Frage heisst für sie: Welches sind die Auswirkungen der Währungsunion auf ihren Handel? Die Gewissheit, dass die Europäische Union – dass eine Währungsunion – die Öffnung der Grenzen für Importe aus Drittländern erleichtern würde, wäre ein gewichtiges Argument zu deren Gunsten. Diese Gewissheit gibt es nicht. Ich will dieses optimistische Szenario zwar nicht ausschliessen. Umgekehrt muss ich aber auch mit dem negativen Szenario – mit einem Szenario, bei dem sich die Gemeinschaft auf sich zurückzieht und gegenüber den Nichtmitgliedstaaten Handelsrestriktionen aufrechterhalten oder neu einführen würde – rechnen. Protektionistische Massnahmen sind vor allem zu befürchten, wenn sich die Wirtschaftslage verschlechtern sollte. Eine überstürzte Verwirklichung der Wäh-

rungsunion würde mindestens in der Übergangsphase die rezessiven Tendenzen verstärken und damit die Gefahr der Abschottung erhöhen.

Die Währungsunion vermag deshalb keinen Beitrag zur Entschärfung der Schwierigkeiten der mittel- und osteuropäischen Länder zu erbringen. Sie ist keine Lösung für die Bedürfnisse des gesamten Europas.

#### 4. Schluss

Ich komme zum Schluss: Die EG wurde als Antwort auf ein politisches Bedürfnis geschaffen. Sie entstand nicht aus einer wirtschaftlichen Notwendigkeit. Wo liegt heute das politische Bedürfnis Europas? Die Antwort veränderte sich seit der Gründung der EG nicht: Wir wollen den Frieden in Europa bewahren. Der kalte Krieg ging zu Ende. Das Risiko von Konflikten nahm aber nicht ab. Es verlagerte sich bloss. Die Lage bleibt vor allem im Osten unseres Kontinents potentiell gefährlich. Wirtschaftliche Entwicklung und Integration erlauben es, politische Spannungen abzubauen. Die Entwicklung Westeuropas – dessen Integration in der EG – ist dafür ein Beispiel. Es gibt Mut, die politische Union als nächstes Ziel

anzupeilen. Die Währungsunion vor der politischen Union zu schaffen, ist ein grosses Risiko. Europa sollte dieses Risiko nur eingehen, wenn es sicher ist, dass die Währungsunion den Weg in die politische Union ebnet wird. Ich glaube gerade dies – und versuchte es zu begründen – nicht. Und ich glaube auch nicht, dass die Währungsunion Lösungen für die Länder Mittel- und Osteuropas, denen wir unter dem Aspekt der Friedenssicherung vorrangig Beachtung schulden, anzubieten vermag.

Lassen Sie mich den Bogen von diesen Zukunftsperspektiven zurück zur gegenwärtigen währungspolitischen Lage schlagen! Ich begrüsse den Beschluss dieses Sommers, die Bandbreiten im Wechselkursmechanismus des EWS zu erweitern. Er ermöglicht einen Rückgang der realen Zinssätze. Dies kann in Europa einen Konjunkturaufschwung auslösen und den Handel beleben. Auch Mittel- und Osteuropa vermöchten daraus Nutzen zu ziehen. Die Bundesbank bleibt frei, die Geldpolitik, die den Interessen Deutschlands am besten entspricht, zu führen. Sie vermag die Kaufkraft der Deutschen Mark – des Stabilitätsankers einer Reihe europäischer Währungen – zu verteidigen. Dies deckt sich mit den Interessen von Deutschlands Nachbarn.

# Transparence de la politique monétaire, règle contre discrétion et crédibilité: quelques aspects du débat.

Michel Peytrignet\*

## Introduction

La théorie économique récente a montré que la politique économique en général, et la politique monétaire en particulier, sont confrontées aux concepts de la transparence et de la crédibilité. Un vaste courant de littérature est consacré au débat «règle contre discrétion», débat qui définit les notions de transparence et de crédibilité plus précisément que ne le fait le langage courant. Cette note a pour but de familiariser le lecteur avec ce courant de littérature qui reste encore, à l'heure actuelle, essentiellement de langue anglaise. Cette note est organisée de la manière suivante: dans une première partie, la transparence de la politique monétaire, et sa crédibilité, sont définies d'un point de vue théorique à la lumière du débat «règle contre discrétion». Dans une deuxième partie, la transparence de la politique monétaire est discutée d'un point de vue plus pratique. Les difficultés d'appliquer une politique monétaire transparente sont en particulier examinées. Enfin, dans une troisième et dernière partie, la politique monétaire de la Banque nationale suisse est analysée à la lumière de ces théories.

## 1. Règle et transparence de la politique monétaire en théorie

Une banque centrale mène une politique monétaire transparente lorsqu'elle annonce clairement ce qu'elle va faire ou lorsqu'elle agit de manière prévisible (ou en tout cas compréhensible) par les différents agents économiques.

Inversement, une politique monétaire n'est pas transparente si la banque centrale mène des actions au jour le jour ou au coup par coup. En effet, comme les agents économiques agissent en fonction notamment de leurs anticipations – qu'ils

forment en tenant compte du comportement escompté des autorités gouvernementales et monétaires –, lorsque la banque centrale agit au jour le jour, les agents révisent continuellement leurs anticipations et réagissent en conséquence. Nous verrons dans la suite de cette note qu'un tel comportement peut avoir des conséquences dommageables en introduisant notamment de l'instabilité dans les marchés financiers et par conséquent dans toute l'économie.

Ainsi, on pourrait s'imaginer qu'une bonne politique monétaire doit être transparente. Cependant nous verrons que ce point de vue normatif doit être relativisé au fur et à mesure que les concepts de transparence et de crédibilité sont précisés.

### 1.1 Débat «règle contre discrétion»

La question de la transparence d'une politique monétaire s'appuie sur le débat «règle contre discrétion», débat célèbre en politique macro-économique. En effet, intuitivement, une politique monétaire discrétionnaire ne peut être que difficilement transparente tandis qu'une politique monétaire fondée sur l'application d'une règle, si celle-ci est clairement annoncée, a plus de chances d'apparaître comme transparente pour les agents économiques.

Avant d'entrer plus avant dans ce débat, il nous faut d'abord définir ce que nous entendons précisément par «règle» et par «discrétion». La distinction semble claire et intuitive, cependant dès que l'on approfondit quelque peu le sujet, on remarque qu'elle devient subtile, difficile, voire sujette à controverses.

Une banque centrale suit une *règle* de politique monétaire lorsque sa politique monétaire se fonde sur l'application d'un principe choisi pour être mis en vigueur pendant un certain nombre de périodes (ou dans un certain nombre de cas). Nous pouvons distinguer plusieurs sortes de règles.

\* Direction des études économiques de la Banque nationale suisse



D'abord la règle simple ou non-activiste, qui prévoit un taux de croissance constant d'un agrégat monétaire – ou un taux de croissance fonction d'une tendance temporelle exogène – quels que soient les événements qui affectent l'économie. Ce type de règle a été recommandé notamment par Milton Friedman dès les années 1950. La règle simple est à distinguer de la règle contingente ou activiste qui consiste à établir une règle dépendant, formellement ou informellement, des événements externes. En d'autres termes, une règle contingente décrit les changements de politique monétaire en fonction des états particuliers de l'économie.

Une règle contingente peut être dépendante d'un modèle si elle est obtenue à l'aide d'un modèle précis d'une économie, c'est-à-dire un modèle, théorique ou économétrique, qui reflète la façon dont fonctionne une économie selon une école précise de la pensée économique. Une règle contingente est dite indépendante d'un modèle lorsqu'elle reste valable quelle que soit la vue spécifique des économistes sur la manière dont fonctionne en pratique une économie.<sup>1</sup>

Une règle contingente peut être systématique si elle prévoit presque toutes les situations possibles et la réponse de l'institut d'émission dans chaque cas, ou souple lorsque la règle ne prévoit que les actions principales de l'institut d'émission et certaines circonstances où ce dernier s'en écartera sans toutefois préciser les réactions exactes de la banque centrale.

Une règle peut encore être publique ou privée, c'est-à-dire annoncée ou confidentielle. La banque centrale peut annoncer la règle qu'elle établit ou au contraire la garder confidentielle.

Un institut d'émission met en œuvre une politique monétaire *discrétionnaire* lorsqu'il agit ou réagit sur les marchés financiers au coup par coup, en analysant à chaque fois la situation et en prenant les mesures qui lui semblent appropriées à chaque période (ou dans chaque cas) sans (trop) se soucier de l'historique de ses actions précédentes et sans (trop) s'inspirer d'une philosophie de pensée particulière qui dicterait ses actions futures. Les actions et réactions de la banque centrale peuvent se fonder sur une analyse formelle ou informelle

de l'économie. Si elles se fondent sur une analyse formelle, la différence principale entre discrétion et règle est que dans le premier cas, le processus d'optimisation est répété à chaque période tandis que dans le second cas, le choix de la règle optimale se fait «une fois pour toute». Une distinction analogue s'applique dans la réalité lorsque les actions et les réactions de la banque centrale ne sont pas fondées sur une analyse formelle. La différence essentielle entre discrétion et règle est donc la durée pendant laquelle une politique économique donnée est prévue d'être appliquée.

L'usage d'une politique monétaire discrétionnaire reflète en général des préférences des autorités monétaires orientées vers une gestion activiste de l'évolution conjoncturelle («fine tuning»).

Les concepts de règle et de discrétion étant précisés, nous pouvons entrer dans le débat «règle contre discrétion» proprement dit en effectuant une synthèse rapide de la littérature.

Ce débat, qui n'est pas récent, tourne autour du principe de savoir s'il faut ou non limiter la liberté d'action des banquiers centraux en les incitant à suivre une règle plutôt que d'appliquer une politique monétaire discrétionnaire. Les économistes ont déterminé trois catégories d'arguments qui plaident en faveur de l'imposition de contraintes limitant la liberté d'action des banques centrales. Les arguments fondés sur la connaissance imparfaite des économistes et donc des banquiers centraux sur la façon dont une économie fonctionne en pratique. Ceux fondés sur l'inefficacité de la politique économique et donc de la politique monétaire, et ceux relatifs au problème de la consistance temporelle de la politique monétaire.

- i) Comme il a été mentionné précédemment, Milton Friedman recommande l'usage d'une

---

<sup>1</sup> McCallum a exprimé ses vues concernant les qualités que devrait posséder une «bonne» règle lors de la conférence de Carnegie-Rochester de novembre 1992. Selon lui, une bonne règle devrait présenter les deux qualités suivantes : 1) Elle devrait être indépendante de tout modèle particulier, vu l'absence d'accord de la profession, à l'heure actuelle, sur la façon dont fonctionnent les économies. 2) Pour être opérationnelle, une bonne règle ne devrait pas dépendre de variables contemporaines car, dans la pratique, les variables ne sont observables qu'avec un certain retard.

règle simple pour contraindre la liberté d'action d'une banque centrale. La raison en est la suivante: pour Friedman, la politique monétaire est un instrument efficace pour influencer l'évolution d'une économie, mais comme les économistes n'ont qu'une connaissance très partielle de la manière dont la politique monétaire agit et que celle-ci n'affecte l'économie qu'avec un long retard de durée souvent variable dans le temps, les autorités devraient s'abstenir d'utiliser la politique monétaire pour influencer l'évolution conjoncturelle selon leurs préférences mais devraient plutôt se contenter de mettre à la disposition de l'économie une quantité de monnaie juste suffisante pour maintenir la stabilité des prix. Cet argument est d'autant plus pertinent que l'on sait combien il est difficile, en pratique, de prévoir l'évolution future des grandeurs économiques et d'évaluer quantitativement avec précision la manière dont l'économie est affectée par un changement de politique monétaire (cf. la critique de Lucas<sup>2</sup>). Ainsi, étant donné le manque de connaissances et d'informations nécessaires au succès d'une politique monétaire discrétionnaire, une règle simple risque moins, selon Friedman, de déstabiliser une économie. Cet argument a donné lieu à énormément de recherches et n'est pas partagé par tous les économistes.<sup>3</sup>

- ii) Le second argument avancé par certains économistes – partisans de l'école dite des «Nouveaux classiques» – en faveur de l'adoption d'une règle simple par la banque centrale peut être résumé de la manière suivante. Selon eux, les changements de politique monétaire n'ont aucun effet sur la production et l'emploi car les travailleurs et les firmes tiennent pleinement compte de ces changements de politique en formant rationnellement leurs anticipations inflationnistes. Ainsi, en cas d'expansion monétaire, les agents économiques anticiperont une augmentation du renchérissement qui se reflètera immédiatement dans les revendications salariales. La production et l'emploi resteront dès lors inchangés. Par conséquent, si la politique monétaire n'est capable d'influencer que l'inflation, la banque centrale ferait aussi bien d'adopter une règle simple afin de minimiser l'incertitude liée au processus inflationniste.

En fait pour ces économistes, l'adoption d'une règle simple se justifie par le fait que la courbe de Phillips des économies industrialisées modernes est verticale aussi bien dans le court terme que dans le long terme.<sup>4</sup>

- iii) Le troisième argument pour limiter la liberté d'action des banques centrales milite en faveur de l'imposition de contraintes encore plus limitatives que l'adoption d'une règle. L'adoption d'une règle s'avère parfois insuffisante pour empêcher l'institut d'émission de revenir à une politique monétaire discrétionnaire. En effet, l'adoption d'une règle pose le problème de la consistance temporelle de cette règle. La section suivante est consacrée à une analyse plus détaillée de cet argument.

## 1.2 Le problème de la consistance temporelle de la politique monétaire

Le problème de la consistance temporelle de la politique monétaire a été mentionné initialement dans un article resté fameux de Kydland et Prescott (1977). Ultérieurement, ce problème particulier a conduit à la question plus générale de la crédibilité de l'institut d'émission. Plus précisément, de quoi s'agit-il?

Supposons que les autorités de l'institut d'émission optimisent intertemporellement leurs préférences et trouvent une politique monétaire optimale qu'elles vont rendre publique et appliquer dans la période présente et dans toutes les périodes futures sans réoptimiser. Cette règle de politique monétaire sera inconsistante temporellement si malgré le fait qu'aucune information nouvelle n'intervient dans la période suivante, en réoptimisant la banque centrale obtient une

<sup>2</sup> Lucas (1976) a montré que les prévisions faites à l'aide de modèles économétriques peuvent être invalidées par un changement de politique économique, car les paramètres de ces modèles se modifient avec la révision des anticipations et des comportements des agents économiques.

<sup>3</sup> Par exemple, Neumann (1991) relève qu'aucune règle ne peut prendre en compte correctement les changements de tendances dans les grandeurs macro-économiques réelles et dans les vitesses de circulation des agrégats monétaires.

<sup>4</sup> Ce qui signifie qu'on ne peut pas obtenir, même temporairement, une réduction du chômage à l'aide d'une augmentation du taux d'inflation.

nouvelle règle qui est différente de celle obtenue en première période. En d'autres termes, une règle optimale est inconsistante temporellement lorsque la règle initiale qui devait rester optimale pour les périodes suivantes n'est plus optimale vue d'une date ultérieure et cela du seul fait du passage du temps. Ainsi, si une règle est inconsistante temporellement, il existe une incitation pour les autorités monétaires à changer de règle à chaque période et donc de faire, en fait, une politique monétaire discrétionnaire.<sup>5</sup> Cette incitation sera reconnue par les agents économiques et l'annonce par la banque centrale d'une règle de politique monétaire perdra sa crédibilité. Notons en passant que ce problème n'est pas particulier à la politique monétaire. Il se pose également à la politique budgétaire ou fiscale.

Qu'est-ce qui rend une politique monétaire optimale inconsistante temporellement? La réponse à cette question tient en quelques mots: le jeu des anticipations, notamment lorsque les agents forment celles-ci rationnellement, et plus particulièrement, lorsque ces anticipations sont «forward-looking». En effet, les anticipations «forward-looking» des agents dépendent des décisions futures de politique monétaire. Ainsi, compte tenu de ces anticipations, la décision de politique monétaire d'aujourd'hui dépend des décisions de politique monétaire future, brisant par là la validité du principe d'optimalité de Bellman<sup>6</sup> basé sur la séparation temporelle des décisions.<sup>7</sup> Comme l'écrit G. Winckler (1992) en termes moins techniques: «Le problème de la consistance temporelle surgit lorsque les décisions courantes des agents de l'économie dépendent de leurs anticipations des politiques monétaires futures de l'institut d'émission, et lorsque ces décisions changent l'environnement futur pour ces politiques à venir.»

Un exemple peut éclaircir le point précédent [Barro-Gordon (1983)]<sup>8</sup>: supposons qu'il soit optimal pour une banque centrale d'annoncer une règle de croissance monétaire assurant une inflation nulle. Le public tient compte de cette règle, anticipe une inflation nulle et fixe le niveau de production nationale selon ce scénario de stabilité des prix. Cependant, si l'économie se comporte à court terme selon une courbe de Phillips non verticale, il devient dès lors optimal pour les autorités

monétaires de stimuler l'économie en produisant une création monétaire surprise qui induit une inflation positive. Cet exemple nous montre immédiatement que si ce jeu devait se répéter plusieurs fois, c'est-à-dire si les autorités menaient une politique monétaire qui n'est pas consistante temporellement, leur crédibilité serait vite entamée. Et une politique monétaire non crédible n'a que peu de chances d'obtenir les résultats désirés.

Ainsi, pour rendre crédible une politique monétaire, il faut trouver un moyen crédible de contraindre la banque centrale à appliquer une règle ou il faut que la banque centrale elle-même trouve un moyen crédible de se contraindre à appliquer une règle. Un moyen est crédible si les agents de l'économie l'acceptent comme tel et modifient en conséquence leurs anticipations, c'est-à-dire si ce moyen change la stratégie des agents de l'économie. Un tel moyen peut être la prise en compte de la réputation de la banque centrale, réputation que nous pouvons considérer comme un capital de crédibilité. En effet, lorsque la banque centrale réalise que l'efficacité de sa politique monétaire est liée à sa crédibilité, et lorsque l'institut d'émission et le public prennent en compte dans leur comportement respectif cette nouvelle contrainte que représente la réputation de la banque centrale, une règle peut devenir consistante temporellement sous certaines conditions.<sup>9</sup> D'autres moyens pour rendre crédible une politique monétaire existent, tous malheureusement imparfaits.

<sup>5</sup> Conceptuellement, il est utile de faire la distinction, ex-ante, entre discrétion, règle inconsistante temporellement et règle consistante temporellement. Par contre, ex-post, la seule distinction utile à faire est entre discrétion et règle consistante temporellement. En effet, une règle inconsistante temporellement devient, ex-post, une politique discrétionnaire. C'est la raison pour laquelle, dans la littérature récente, on appelle simplement règle une règle qui est consistante temporellement.

<sup>6</sup> Le principe d'optimalité de Bellman a la teneur suivante [c.f. Kamien et Schwartz (1981) p. 238]: «An optimal path has the property that whatever the initial conditions and control values over some initial period, the control (or decision variables) over the remaining period must be optimal for the remaining problem, with the state resulting from the early decisions considered as the initial condition.»

<sup>7</sup> Pour une discussion mathématique du sujet, c.f. Oudiz et Sachs (1985).

<sup>8</sup> Dans cet exemple, on suppose que les autorités monétaires s'intéressent aussi bien à la lutte contre l'inflation qu'à la stabilisation de l'économie réelle. De plus, une certaine rigidité des prix des biens et/ou des salaires fait partie du modèle.

Nous pouvons citer par exemple la fixation précise du mandat de l'institut d'émission dans la Constitution, dans une loi ou dans un contrat (formel ou informel). La nomination de banquiers centraux très conservateurs représente un autre moyen d'augmenter la crédibilité de l'institut d'émission. Mais comme l'indique Neumann (1991, p. 99) en se référant à Persson & Tabellini (1989), «Indeed, there is widespread agreement among macroeconomists that under realistic conditions governments have no device for pre-commitment». Dans ce même article, Neumann montre toutefois qu'établir l'indépendance complète de la banque centrale<sup>10</sup> est un moyen plus sûr que de nommer des banquiers centraux simplement conservateurs pour résoudre le problème de la consistance temporelle d'une politique monétaire. Dans ses propres termes (p. 109), «Complete independence appears to be the only institutional solution to generate among citizens the necessary trust and expectation that price stability, in the sense of a zero-rate of permanent inflation, will be kept over an indefinite time horizon».

Le problème de la consistance temporelle d'une politique monétaire est-il important en pratique? La réponse à cette question dépend essentiellement de la façon dont les agents économiques fixent leurs anticipations dans la réalité. En théorie, ce problème devient crucial lorsque les agents forment leurs anticipations rationnellement. En pratique, l'évidence empirique concernant les anticipations rationnelles ou concernant un comportement «forward-looking» des agents économiques est, pour le moins, mitigée. Le processus de formation des anticipations doit certainement différer selon les catégories de marchés. Dans certains marchés, il semble que les agents économiques forment leurs anticipations de manière adaptative ou «backward-looking». Par contre, dans les marchés financiers, il semble que les opérateurs sont effectivement influencés par les annonces de politique économique. Cependant, leurs comportements sont aussi souvent dominés par quantité de «fausses nouvelles», de «bruits divers» ou par des pratiques ad hoc comme le «chartisme» ou analyse technique qui perturbent suffisamment les séries statistiques pour rendre confuse une analyse précise de l'influence des politiques économiques futures sur les comportements présents des agents. Ainsi, en pratique,

l'importance du problème de la consistance temporelle d'une politique monétaire est difficile à cerner.<sup>11</sup>

### 1.3 Le problème du degré optimal de transparence

Nous avons vu ci-dessus que le problème de la consistance temporelle d'une politique monétaire évoque le problème de la crédibilité de l'institut d'émission. En effet, une banque centrale n'a une chance d'être crédible que si elle suit une règle de politique monétaire qui est consistante temporellement.

Cependant, le problème de la crédibilité d'un institut d'émission ne se limite pas au seul problème de la consistance temporelle de sa règle de politique monétaire. Le problème de l'annonce ou de la confidentialité d'une règle de politique monétaire, ou plus précisément la question de la transparence de la politique monétaire, est à mettre en relation avec la question de la crédibilité de la banque centrale. Un exemple peut éclaircir ce point: supposons qu'une banque centrale décide de garder confidentielle sa règle de politique monétaire. Dans ce cas, bien que la banque centrale agisse selon une règle, sa politique monétaire reste non transparente pour le public. Il existe dès lors un risque certain que les marchés financiers essaient de tester la banque centrale pour découvrir la règle de politique monétaire qu'elle utilise. Cela peut induire une suite d'actions spéculatives qui, à terme, risque de conduire à une certaine instabilité des marchés. Si par contre la banque centrale annonce sa règle de comportement, cela peut stabiliser les marchés financiers do-

<sup>9</sup> Les conditions les plus souvent citées dans la littérature concernent une information imparfaite des agents économiques ou la taille du taux de préférence pour le temps des autorités monétaires.

<sup>10</sup> Selon Neumann, l'indépendance complète d'une banque centrale est définie par les cinq éléments suivants: (i) l'interdiction de prêt aux autorités du secteur public, (ii) l'indépendance par rapport aux instructions des autorités gouvernementales, (iii) la souveraineté en matière de taux de change, (iv) l'indépendance personnelle des membres du directoire et du conseil de la banque, (v) enfin, les statuts de la banque doivent avoir un rang juridique égal à celui de la constitution.

<sup>11</sup> Englander (1991) discute l'évidence empirique liée aux multiples aspects du débat «règle contre discrétion».

minés par les anticipations mais au prix d'une perte de flexibilité pour l'institut d'émission. La perte de flexibilité (ou le gain en transparence) pose un problème de crédibilité lorsque la banque centrale doit souvent s'écarter, involontairement, de sa règle pour répondre à des circonstances imprévisibles lors de l'élaboration de celle-ci.<sup>12</sup> Il existe ainsi un degré optimal de transparence de la politique monétaire car le «trade-off» qui caractérise les aspects transparence et flexibilité de la politique monétaire n'est pas sans conséquence sur la crédibilité de l'institut d'émission.<sup>13</sup>

Pour conclure cette section, nous pouvons inférer de l'exemple ci-dessus la proposition suivante:

- 1) Gain en transparence et perte de flexibilité sont deux notions liées par un «trade-off». En effet, gagner en transparence signifie souvent perdre de la flexibilité.
- 2) Lorsqu'un gain en transparence implique une diminution de l'incitation des autorités monétaires à tricher, alors il y a gain en crédibilité.
- 3) Lorsqu'un gain en transparence implique l'adoption d'une règle de politique économique très précise qui nécessite des interventions fréquentes de l'institut d'émission pour corriger des événements aléatoires forcément imprévisibles par la règle – interventions qui peuvent introduire de la confusion ou des doutes dans l'esprit du public –, alors un gain en transparence peut impliquer une perte de crédibilité.<sup>14</sup>
- 4) Il existe donc un degré optimal de transparence de la politique monétaire.

En une phrase, cela revient à affirmer qu'une banque centrale doit révéler ce qu'elle veut faire, c'est-à-dire rendre le plus clair possible l'ensemble de ses principes d'action, mais sans révéler précisément ce qu'elle va faire.

## 2. Règle et transparence de la politique monétaire en pratique

Le débat théorique «règle contre discrétion» a fourni un résultat dont la validité semble être partagée par la plupart des économistes: lorsque les

autorités monétaires appliquent une règle de politique monétaire (sous-entendu une règle qui est consistante temporellement), l'inflation moyenne est en général plus faible que lorsque une politique monétaire discrétionnaire est appliquée.<sup>15</sup> John Taylor (1992) répète ce point de vue, quoique exprimé d'une manière plus générale: «If there is anything about which modern macroeconomics is clear – and on which there is substantial consensus – it is that policy rules have major advantages over discretion in improving economic performance.»

Cependant, la distinction entre les concepts même de règle et de discrétion soulève d'importants problèmes pratiques tant sur le plan empirique que sur le plan opérationnel.

Sur le plan empirique, il est souvent difficile d'interpréter correctement une fonction de réaction d'une banque centrale inférée statistiquement, car cette dernière peut représenter aussi bien la synthèse des décisions prises période par période par la banque centrale, donc le résultat

<sup>12</sup> Le cas où la banque centrale veut s'écarter volontairement de sa règle pose aussi un problème de crédibilité, mais ce cas a déjà été étudié précédemment car il sous-tend que la règle de politique monétaire est inconsistante temporellement.

<sup>13</sup> Ce point est lié au problème de la quantité optimale d'information privée que la banque centrale va révéler au public étant donné ses préférences. Ces situations de jeu avec «signaling» sont étudiées en détail dans Cukierman et Meltzer (1986) ou Stein (1989) par exemple.

<sup>14</sup> On peut s'aventurer à établir une définition de la crédibilité plus précise que celle donnée dans le texte : une banque centrale est crédible lorsque les agents économiques croient ce qu'elle annonce ou ce qu'elle fait et adaptent leurs anticipations et donc leur comportement en conséquence. Croyances qui sont fondées d'une part sur la perception correcte que l'institut d'émission n'a aucune incitation à agir différemment et d'autre part sur les performances passées de la banque centrale lorsque celle-ci a dû agir confrontée à des circonstances imprévues par la règle. Olivier Blanchard résume cette position dans l'article intitulé «Pour un changement radical de politique économique» qu'il a publié dans le Monde du 16.3.1993: «Ce ne sont pas des objectifs rigides et l'obstination qui rendent une politique crédible, c'est le jugement par les marchés que le gouvernement poursuit une politique cohérente et sera capable de s'y tenir.»

<sup>15</sup> Ce résultat est discuté dans le chapitre 12 de McCallum (1989). Il est à noter que les lecteurs particulièrement intéressés par ce résultat devraient consulter les références indiquées par McCallum soit les articles de Barro-Gordon (1983), de Barro (1985), de Cukierman (1986) ainsi que les chapitres 18 et 21 du Handbook of Monetary Economics, vol. II.

d'une politique monétaire discrétionnaire, qu'une règle contingente de politique monétaire. Et même si la banque centrale annonce qu'elle suit une règle contingente précise, il reste difficile d'interpréter ex-post si l'institut d'émission a été crédible ou non c'est-à-dire s'il a vraiment suivi la règle annoncée ou non.

Sur le plan opérationnel, les problèmes que soulève l'application d'une règle en pratique sont résumés dans Taylor (1992). Taylor énumère les raisons pour lesquelles les praticiens décident et mettent en œuvre la politique monétaire sans avoir vraiment de règles précises dans la tête. De son catalogue d'arguments, nous pouvons retenir essentiellement l'état actuel encore déficient des connaissances théoriques et techniques en économie et la responsabilité des banques centrales d'intervenir face à des événements imprévus, comme le krach boursier de 1987 par exemple.

Cette constatation conduit Taylor à énumérer deux conditions pour rendre l'utilisation d'une règle aussi opérationnelle que possible:

- Une règle n'a pas besoin d'être une formule mécanique. Elle peut être mise en œuvre de manière pragmatique par les responsables de la politique économique et non comme le ferait un ordinateur. Ce point de vue, qui ne fait pas l'unanimité des économistes, élargit considérablement ce qui peut être appelé règle. Il rend par conséquent plus floue la frontière entre règle et discrétion.<sup>16</sup>
- Pour être crédible une règle doit rester en vigueur pendant une période de temps raisonnablement longue (plusieurs années, voire plusieurs cycles conjoncturels).

L'application pratique d'une règle soulève plusieurs problèmes selon Taylor. Ceux liés à la transition vers l'application d'une règle nouvellement créée et ceux associés à la mise en œuvre jour après jour de la règle.

Un problème important associé à la transition vers l'application d'une nouvelle règle est celui de l'évaluation des performances de cette nouvelle règle. Pour Taylor, l'hypothèse d'anticipations rationnelles qui implique qu'une règle existante

est censée être connue par les agents d'une économie – hypothèse qui n'est pas déraisonnable, selon l'auteur, lorsque la même règle est opérationnelle depuis longtemps – devient abusive lors de l'adoption d'une nouvelle règle. En effet, dans cette situation, l'hypothèse d'anticipations rationnelles devient forcément caduque vu que pendant la période de transition les agents ne vont que graduellement faire converger leurs anticipations. Ainsi, pendant la période de transition, l'impact de la nouvelle règle sur l'économie peut devenir très différent de celui estimé par un modèle ou une analyse qui inclut l'hypothèse d'anticipations formées rationnellement. Selon l'auteur, les efforts visant à rendre crédible la nouvelle politique monétaire peuvent réduire les coûts associés à la période de transition. De plus, lorsqu'une économie connaît des rigidités dans ses processus d'ajustement, il paraît optimal que la transition vers la nouvelle règle se fasse de manière graduelle et soit annoncée au public pour permettre la révision des contrats de salaires et des autres «previous commitments». Taylor remarque encore qu'en pratique, il est difficile de distinguer entre la transition d'une règle à une autre et ce qui pourrait paraître comme une pure politique discrétionnaire.

Taylor essaie de cerner les problèmes associés à la mise en œuvre pratique et pragmatique d'une règle, à partir de trois exemples qui concernent les politiques monétaires américaine et allemande.<sup>17</sup>

Le premier exemple tente de cerner les conditions dans lesquelles une règle de politique monétaire peut être rendue opérationnelle en pratique. Tay-

<sup>16</sup> Taylor (1992) précise que cette frontière doit être recherchée dans la littérature concernant le problème de la consistance temporelle de la politique monétaire. Selon cette littérature, une règle doit être la solution avec «precommitment» d'un problème d'optimisation dynamique tandis que la solution à ce même problème qui est «time inconsistent» et qui permet donc la tricherie doit être considérée comme une politique discrétionnaire.

<sup>17</sup> Taylor fournit à la page 14 de son article un exemple de règle dont les caractéristiques sont les suivantes : le «federal funds rate» doit s'accroître lorsque l'inflation dépasse un objectif de 2% ou lorsque le PIB réel s'élève au-dessus de sa tendance de long terme (qui représente le PIB potentiel). Si le taux d'inflation et le PIB réel sont égaux à leur valeur objectif, la règle prévoit que le «federal funds rate» doit être égal à 4%, soit 2% en termes réels.

lor distingue deux options. La première option serait de fournir aux membres du «Federal Open Market Committee» (FOMC), en plus de l'ensemble d'indicateurs qu'ils observent pour décider de la politique monétaire, les prévisions du «federal funds rate» obtenues à partir de la règle. Si ces prévisions s'avèrent conformes aux décisions prises en l'absence de règle, il est possible que petit à petit l'usage de la règle s'impose, ce qui serait une garantie de continuité lorsque les membres du FOMC sont renouvelés. La seconde option pour rendre une règle de politique monétaire opérationnelle en pratique serait de s'abstenir d'utiliser dans les décisions de politique monétaire les particularités formelles de la règle mais au contraire d'utiliser les caractéristiques fondamentales qui sous-tendent le fonctionnement pratique de celle-ci.<sup>18</sup>

Deuxième exemple: le choc pétrolier temporaire de 1990. Dans cet exemple – et dans le suivant – Taylor illustre ce qu'il entend par la mise en œuvre pragmatique d'une règle. Dans le cas du choc pétrolier lié à la guerre du Golfe, un raisonnement verbal montre que les décisions de politique monétaire du moment devaient s'écarter de celles prévues par une règle du type fourni en exemple dans la note 17. En effet, le surcroît d'inflation lié au choc pétrolier nécessitait, selon cette règle, une hausse du «federal funds rate» alors que l'expérience a démontré que la nature temporaire de ce choc ne nécessitait pas une telle hausse. S'écarter de la règle était donc dans ce cas une décision salutaire.

Troisième exemple: le choc permanent de la réunification allemande. En ce qui concerne la réunification allemande, les décisions de politique monétaire du moment ne nécessitaient pas de s'écarter de celles qu'aurait prévues la règle exemple de la note 17. La hausse des taux d'intérêt à long terme observée étant liée à la demande accrue en capital de l'ex-Allemagne de l'Est et non à des anticipations inflationnistes nouvelles, la décision de ne pas hausser le taux d'intérêt à court terme, et donc de suivre la règle, a été, dans ce cas, la décision appropriée.

Comme le montrent ces deux derniers exemples, appliquer mécaniquement une règle en pratique pourrait induire dans certains cas des situations

aux conséquences dommageables pour l'économie et, de surcroît, pour la crédibilité de l'institut d'émission.

### 3. La politique monétaire de la BNS à la lumière de ces théories

Pour atteindre son objectif de stabilité des prix à moyen terme, la Banque nationale suisse ne fait pas une politique monétaire discrétionnaire, ni ne suit une règle simple. En fait, dans la classification du point 1.1. ci-dessus, la BNS suit une règle contingente, indépendante, souple et annoncée. La BNS ne fait pas une politique discrétionnaire car elle n'agit pas au coup par coup, sans concept durable de politique monétaire. Le fait que le sentier de croissance à moyen terme soit choisi selon le potentiel de croissance de l'économie suisse et en tenant compte, entre autres paramètres, de l'élasticité revenu de la demande de billets ne constitue cependant pas en soi une preuve que la BNS suit une règle contingente. En effet, si la BNS opérait de façon à ce que la monnaie centrale dessaisonnalisée reste en permanence sur son sentier de croissance à moyen terme, elle appliquerait en fait une règle simple. Cependant, comme la BNS laisse volontairement son agrégat cible s'écarter durablement de son sentier de croissance à moyen terme, elle suit dans l'ensemble une règle contingente. Cette règle contingente est indépendante d'un modèle particulier de l'économie et ceci bien que la BNS détermine ses actions de politique monétaire selon une philosophie économique qui leur assure une certaine continuité. Cette règle contingente peut également être qualifiée de souple. En effet, elle prévoit que la BNS s'accorde la liberté de s'écarter lorsque des circonstances exceptionnelles l'exigent, ces circonstances étant précisées dans le communiqué de fin d'année: par exemple dans le communiqué du 11 décembre 1992, il était mentionné: «La Banque nationale se réserve, comme les années précédentes, de s'écarter du sentier de croissance à moyen terme si des déve-

<sup>18</sup> Les conseillers ou les autorités monétaires devraient, par exemple, utiliser entre eux ou publier des déclarations du genre: dans tels cas on fait ceci et dans tels autres cas on fait cela, plutôt que de s'en tenir ou de publier les caractéristiques formelles de la règle.

loppements 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.» Enfin la règle de politique monétaire suivie par la BNS est annoncée au public par le communiqué de presse de décembre et commentée dans les diverses publications de l'institut d'émission.

La politique monétaire de la BNS, qui consiste à appliquer la règle décrite ci-dessus, peut être considérée comme consistante temporellement car la crédibilité de la règle est assurée notamment par deux moyens: l'un externe et l'autre interne. Le moyen externe qui permet de rendre la règle plus crédible est l'indépendance – depuis longtemps vérifiée – de l'institut d'émission par rapport à la Confédération dans le processus d'élaboration de la politique monétaire suisse. Le moyen interne qui permet de rendre la règle de politique monétaire plus crédible est le souci constant qu'a la BNS de sa réputation. Les agents économiques savent que la BNS se tient, sauf circonstances exceptionnelles, à la politique monétaire qu'elle annonce et ne voient aucune incitation pour l'institut d'émission de s'en écarter de manière durable sans remettre en cause sa réputation. La crédibilité de la politique monétaire de la BNS dépend aussi de la qualité effective des indicateurs sur lesquels l'institut d'émission fonde sa politique monétaire quantitative. La qualité effective ne signifie pas seulement la qualité intrinsèque de ces indicateurs (qualité statistique, donc objective) mais également – et surtout – la qualité perçue par les agents de l'économie (qualité subjective), c'est-à-dire la confiance que le public a dans les performances des indicateurs de cette politique.

Concernant la transparence, la politique monétaire de la BNS semble en accord avec le concept de transparence optimale. Sur ce point, nous pouvons distinguer l'aspect quantitatif de l'aspect lié aux interventions sur les marchés des changes de la politique monétaire de la BNS.

- Aspect quantitatif de la politique monétaire de la BNS: l'objectif intermédiaire de la politique monétaire suisse actuelle est défini comme la moyenne des cinq taux de croissance annuels de la monnaie centrale dessaisonnalisée sur la

période 1990–1994. De plus, l'évolution correspondante en niveau est visualisée par un graphe du sentier de croissance à moyen terme de cet agrégat dont la pente et l'intercept ont été définis, publiés et commentés dans les bulletins de la banque. Enfin, des indications annuelles et des prévisions trimestrielles renseignent le public sur l'évolution attendue par l'institut d'émission de son agrégat cible et, partant, sur le degré de rigueur qu'il entend donner, à court terme, à sa politique.

- Aspect lié aux interventions de change de la politique monétaire de la BNS: de la façon dont le communiqué de presse 1992 a été rédigé, par exemple, le public peut comprendre que les interventions de change de l'institut d'émission sont temporaires par nature. Définir de plus près les circonstances dans lesquelles la BNS intervient est d'une part impossible, car ex-ante elle ne sait pas elle-même quand elle devra intervenir précisément, et d'autre part non souhaitable. En effet, être plus précis, c'est-à-dire donner une liste de cas dans lesquels la BNS se réserve le droit d'intervenir, provoquerait certainement des réactions de test de la part des marchés financiers. D'autre part, ce faisant la BNS court le risque de devoir malgré tout intervenir dans des circonstances non prévues dans cette liste et donc court le risque de mettre en danger sa crédibilité.

#### 4. Conclusion

Cette introduction à la littérature concernant la transparence et la crédibilité de la politique monétaire permet de mettre en perspective les points suivants. La plupart des économistes semblent d'accord que de suivre une règle de politique monétaire permet de meilleures performances dans la lutte contre l'inflation que d'appliquer une politique discrétionnaire. Toutefois, suivre une règle n'est pas chose facile. En effet, lorsque les agents économiques forment leurs anticipations de manière rationnelle (en tout cas de manière «forward-looking»), suivre une règle de politique monétaire peut poser le problème délicat de la consistance temporelle de celle-ci, avec toutes les conséquences que cela peut avoir sur la crédibilité de l'institut d'émission. De plus, le problème de la



transparence de la règle de politique monétaire posé également des problèmes quant à la crédibilité de la banque centrale. Ainsi, en théorie déjà, il ne semble pas facile de mettre en œuvre et de suivre une règle de politique monétaire crédible. A cela il faut ajouter encore quelques restrictions pratiques: pour être compréhensible par tous les agents économiques, une règle devrait être sim-

ple. Et, pour pouvoir avoir une chance d'être appliquée en pratique pendant une période de temps suffisamment longue pour être crédible, la règle retenue par les autorités monétaires devrait avoir une certaine souplesse. Mais souplesse ne devrait pas être synonyme de laxisme sinon la règle perd de son utilité et la banque centrale de sa crédibilité.

## Références

- Barro, R.J. (1985). «Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion», *Economic Journal*, Vol. 95 (Supplement), pp. 23–37.
- Barro, R.J. et Gordon, D.B. (1983). «A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model», *Journal of Political Economy*, Vol. 91, pp. 589–610.
- Blanchard, O.J. et Fischer, S. (1989). «Monetary and Fiscal Policy Issues», chapitre 11 du livre *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge, Mass. pp. 566–629.
- Cukierman, A. (1986). «Central Bank Behavior and Credibility: Some Recent Theoretical Developments», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 68, pp. 5–17.
- Cukierman, A. et Meltzer, A.H. (1986). «A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion and Asymmetric Information», *Econometrica*, Vol. 54, pp. 1099–1128.
- Englander, S.A. (1991). «Optimal Monetary Policy Design: Rules versus Discretion Again», *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter, pp. 65–79.
- Fischer, S. (1990). «Rules versus Discretion in Monetary Policy», chapitre 21 du *Handbook of Monetary Economics*, Volume II, B.M. Friedman et F.H. Hahn éditeurs, Elsevier Science Publishers B.V., pp. 1156–1184.
- Friedman, M. (1953). *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.
- Friedman, M. (1959). *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press.
- Friedman, M. (1962). «Should There Be an Independent Monetary Authority?», article paru dans *In Search of a Monetary Constitution*, L.B. Yeager éditeur, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Henderson, D.W. et McKibbin, W.J. (1992). «A Comparison of Simple Monetary Policy Rules for Open Economies with Full and Partial Instrument Adjustment», article présenté à la conférence de Carnegie-Rochester sur la politique publique qui s'est tenue les 20 et 21 novembre 1992.
- Jensen, H. (1992). «Time Inconsistency Problems and Commitments of Monetary and Fiscal Policies», *Journal of Economics*, Vol. 56, pp. 247–266.
- Kamien, M.I. et Schwartz, N.L. (1981). *Dynamic Optimization: The Calculus of Variations and Optimal Control in Economics and Management*, North Holland, New York, Oxford.
- Kydland, F.E. et Prescott, E.C. (1977). «Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», *Journal of Political Economy*. Vol. 85, pp. 473–491.
- Lucas, R.E. (1976). «Econometric Policy Evaluation: A Critique», in Brunner, K. and Meltzer, A.H. (eds.), *The Phillips Curve and Labor Markets* (Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 1), Amsterdam, North-Holland, pp. 19–46.
- McCallum, B.T. (1989). «Rules Versus Discretion in Monetary Policy», chapitre 12 du livre *Monetary Economics, Theory and Policy*. Macmillan Publishing Company, New York, pp. 237–248.
- Neumann, M.J.M. (1991). «Precommitment by Central Bank Independence», *Open economies review*, Vol. 2, pp. 95–112.
- Oudiz, G. et Sachs, J. (1985). «International Policy Coordination in Dynamic Macroeconomics Models», paru dans *International Economic Policy Coordination*, Buiter et Marston éditeurs, Cambridge University Press, pp. 274–330.
- Rich, G. (1992). «Views of Monetary Policy: Comments on a Paper by W. Lee Hoskins», article présenté à la 17<sup>e</sup> conférence annuelle sur la politique économique de la Banque fédérale de Réserve de St. Louis qui s'est tenue les 15 et 16 octobre 1992.
- Stein, J.C. (1989). «Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Announcements», *The American Economic Review*, Vol. 79, pp. 32–42.
- Taylor, J.B. (1992). «Discretion versus Policy Rules in Practice», article présenté à la conférence de Carnegie-Rochester sur la politique publique qui s'est tenue les 20 et 21 novembre 1992.
- Winckler, G. (1992). «Austria's monetary policy: How successful was Austria in signalling a credible policy rule?», article présenté à la «Montagsitzung» de la BNS du 28 août 1992.

# Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1992

Catherine Marrel\*

## Kapitalexporte im Jahre 1992

Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland gingen im Jahre 1992 gegenüber dem Vorjahr um 1,4 Mrd. auf 8 Mrd. Franken zurück. Die Kapitalexporte der Dienstleistungsunternehmen fielen massiv um 3,9 Mrd. auf 0,8 Mrd. Franken. Entgegen der konjunkturbedingt weltweit rückläufigen Direktinvestitionstätigkeit erhöhten die inländischen Industrieunternehmen ihre Investitionen im Ausland um 2,4 Mrd. auf 7,1 Mrd. Franken.

Die Verminderung der Kapitalexporte der Unternehmen im Dienstleistungssektor ist vor allem auf die Desinvestitionen der ausländisch beherrschten Holdinggesellschaften mit Sitz in der Schweiz zurückzuführen. Diese Unternehmen zogen rund 1 Mrd. Franken Kapital aus dem Ausland zurück, nachdem sie im Vorjahr noch für 1,2 Mrd. Franken Kapital ins Ausland exportiert hatten. Sie desinvestierten vor allem in der karibische Zone, in Italien und Nordamerika. In Italien und der Karibik bauten sie die Konzernkredite ab, während sie in Nordamerika das Beteiligungskapital verminderten. Vor allem EG beherrschte Holdinggesellschaften mit Sitz in der Schweiz verkleinerten das Volumen ihrer Finanztransaktionen mit verbundenen Unternehmen im Ausland. Dies könnte damit zusammenhängen, dass sich der Standort Schweiz für Holdinggesellschaften im Vergleich zum Standort EG aus steuerlichen Gründen verschlechtert hat. Anfang 1992 wurde in der EG die sogenannte Mutter-Tochter-Richtlinie in Kraft gesetzt. Investoren in der EG erhalten seither den vollen Betrag der Dividende, die von ihren Tochtergesellschaften in anderen EG-Ländern ausgeschüttet wird. Bei Ausschüttungen an Investoren in der Schweiz dagegen wird weiterhin die in den Doppelbesteuerungsabkommen vorgesehene Quellensteuer abgezogen. Ausserdem erleichtert die Fusions-Richtlinie der EG, ebenfalls seit Anfang 1992 in Kraft, grenzüberschreitende Zusammenschlüsse

und Umstrukturierungen, indem sie innerhalb der EG steuerneutral durchgeführt werden können.

Die Versicherungsgesellschaften investierten im Jahre 1992 nur noch halb so viel wie im Vorjahr. Fast der gesamte Kapitalexport von 1 Mrd. Franken ging in die EG-Länder, vor allem nach Deutschland und Italien. Aus Nordamerika, wo sie in den letzten Jahren in grösserem Ausmass Direktinvestitionen vorgenommen hatten, zogen sie dagegen Kapital zurück. Die Banken verstärkten ihre Direktinvestitionen von 0,7 Mrd. im Vorjahr auf 0,9 Mrd. Franken im Jahre 1992. Ihre Mittel flossen grösstenteils nach Grossbritannien und in die Vereinigten Staaten.

Die Industrieunternehmen investierten verstärkt in der EG und in Nordamerika. Diese zwei Regionen gewannen aufgrund des europäischen Binnenmarktes bzw. der nordamerikanischen Freihandelszone NAFTA für die schweizerischen Investoren zusätzlich an Bedeutung. In Frankreich, den USA und den Niederlanden wurde am meisten investiert. Die Kapitalflüsse nach Japan verdreifachten sich, blieben insgesamt gesehen jedoch auf tiefem Niveau. Die lateinamerikanischen und asiatischen Schwellenländer vermochten ebenfalls vermehrt Direktinvestitionskapital anzuziehen. In Lateinamerika wurden die Investitionen vor allem aus zurückbehaltenen Erträgen der Tochtergesellschaften finanziert. Die Investoren zeigten ausserdem ein wachsendes Interesse an China. Die Kapitalexporte nach Osteuropa verdoppelten sich, wobei der grösste Teil der Investitionen in die ehemalige Tschechoslowakei ging. Deutlich weniger Mittel flossen in die karibische Zone und in die übrigen Entwicklungsländer.

Von den gesamten Kapitalexporten setzten die Industrieunternehmen 3,9 Mrd. Franken für Kapitalerhöhungen und Übernahmen von Unternehmen ein. Ausserdem wurden Erträge in der Höhe von 2,7 Mrd. Franken reinvestiert und zusätzlich 0,5 Mrd. Franken in Form von Krediten gewährt.

\* Ressort Statistik der Schweizerischen Nationalbank

Tabelle 1

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

Industrieunternehmen	1989	1990	1991	1992
EFTA	4 377	4 075	4 966	4 444
EG	20 584	23 185	25 503	28 514
Mittel- und Osteuropa	29	59	360	418
Übriges Europa	246	212	249	236
Nordamerika	11 516	9 981	11 279	11 349
Lateinamerika	6 251	8 037	10 600	10 450
Mittlerer Osten	262	137	198	217
Afrika	1 000	1 007	1 256	1 151
Australien, Neuseeland	753	875	1 125	977
Asien, Ozeanien	2 758	2 722	3 592	4 231
Total	47 775	50 288	59 126	61 987

Dienstleistungs- unternehmen	1989	1990	1991	1992
EFTA	432	557	1 039	900
EG	15 535	17 692	20 662	22 887
Mittel- und Osteuropa	-6	-4	3	3
Übriges Europa	102	106	68	87
Nordamerika	10 425	9 317	12 255	11 814
Lateinamerika	4 842	4 782	5 423	5 749
Mittlerer Osten	202	218	237	247
Afrika	136	114	581	621
Australien, Neuseeland	486	475	625	784
Asien, Ozeanien	1 437	1 610	2 096	2 398
Total	33 591	34 866	42 990	45 490

Total	1989	1990	1991	1992
EFTA	4 809	4 631	6 005	5 344
EG	36 119	40 877	46 165	51 401
Mittel- und Osteuropa	22	55	363	421
Übriges Europa	348	317	317	323
Nordamerika	21 941	19 298	23 534	23 163
Lateinamerika	11 093	12 819	16 023	16 199
Mittlerer Osten	463	355	435	464
Afrika	1 136	1 121	1 837	1 772
Australien, Neuseeland	1 239	1 349	1 750	1 761
Asien, Ozeanien	4 195	4 332	5 688	6 629
Total	81 366	85 154	102 116	107 477

Tabelle 2

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

Industrieunternehmen	1989	1990	1991	1992
EFTA	1 205	-352	747	352
EG	2 120	2 388	1 978	2 784
Mittel- und Osteuropa	20	17	64	146
Übriges Europa	41	36	-52	52
Nordamerika	2 861	-53	92	1 289
Lateinamerika	941	2 578	1 420	1 434
Mittlerer Osten	104	-117	44	16
Afrika	29	105	156	75
Australien, Neuseeland	27	221	75	142
Asien, Ozeanien	166	273	195	849
Total	7 512	5 096	4 719	7 139

Dienstleistungs- unternehmen	1989	1990	1991	1992
EFTA	36	80	105	-88
EG	965	2 134	2 623	1 348
Mittel- und Osteuropa	-1	2	2	2
Übriges Europa	52	2	-17	-26
Nordamerika	3 057	199	1 264	-48
Lateinamerika	861	924	368	-560
Mittlerer Osten	104	19	0	2
Afrika	11	-19	37	8
Australien, Neuseeland	83	77	143	108
Asien, Ozeanien	162	336	137	89
Total	5 330	3 753	4 662	835

Total	1989	1990	1991	1992
EFTA	1 241	-273	852	264
EG	3 084	4 522	4 601	4 132
Mittel- und Osteuropa	19	19	66	148
Übriges Europa	94	37	-69	26
Nordamerika	5 918	146	1 355	1 241
Lateinamerika	1 802	3 502	1 788	874
Mittlerer Osten	208	-98	44	18
Afrika	40	86	193	83
Australien, Neuseeland	109	298	218	250
Asien, Ozeanien	327	609	332	938
Total	12 842	8 849	9 381	7 974

+ = schweizerische Kapitalexporte,

- = Rückflüsse aus dem Ausland

Die Kapitalexporte beider Sektoren zusammen nach Ländern gegliedert zeigten im Jahre 1992 eine starke Konzentration. Auf nur sechs Staaten (Frankreich, USA, Niederlande, Grossbritannien, Luxemburg und Japan) entfielen rund vier Fünftel der gesamten Kapitalflüsse. In die übrigen Industrieländer gingen nur 3% der Kapitalexporte, welche allerdings teilweise durch die Desinvesti-

tionen aus Kanada, Deutschland und Spanien gemindert wurden. Ausserhalb der Industrieländer waren die lateinamerikanischen (Mexiko, Brasilien, Argentinien, Chile) und asiatischen Schwellenländer (Singapur, Taiwan, Südkorea, Hongkong, Malaysia, Philippinen, Thailand) wichtige Destinationen, in welche je 5% der Kapitalexporte flossen.

Tabelle 3

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland  
Kapitalbewegungen im Jahre 1992**  
(in Mio. Franken)

Industrieunternehmen	Kredite	Beteili- gungs- kapital	reinve- stierte Erträge	Total
EFTA	-61	49	364	352
EG	262	1 638	884	2 784
Mittel- und Osteuropa	-2	111	37	146
Übriges Europa	19	32	1	52
Nordamerika	105	1 328	-144	1 289
Lateinamerika	151	88	1 195	1 434
Mittlerer Osten	12	7	-3	16
Afrika	3	28	44	75
Australien, Neuseeland	28	55	59	142
Asien, Ozeanien	31	587	231	849
Total	548	3 923	2 668	7 139

Dienstleistungs- unternehmen	Kredite	Beteili- gungs- kapital	reinve- stierte Erträge	Total
EFTA	-4	-106	22	-88
EG	197	2 004	-853	1 348
Mittel- und Osteuropa	-6	4	4	2
Übriges Europa	0	-30	4	-26
Nordamerika	-111	232	-169	-48
Lateinamerika	-217	81	-424	-560
Mittlerer Osten	3	-1	0	2
Afrika	-3	16	-5	8
Australien, Neuseeland	15	53	40	108
Asien, Ozeanien	2	416	-329	89
Total	-124	2 669	-1 710	835

Total	Kredite	Beteili- gungs- kapital	reinve- stierte Erträge	Total
EFTA	-65	-57	386	264
EG	459	3 642	31	4 132
Mittel- und Osteuropa	-8	115	41	148
Übriges Europa	19	2	5	26
Nordamerika	-6	1 560	-313	1 241
Lateinamerika	-66	169	771	874
Mittlerer Osten	15	6	-3	18
Afrika	0	44	39	83
Australien, Neuseeland	43	108	99	250
Asien, Ozeanien	33	1 003	-98	938
Total	424	6 592	958	7 974

+ = schweizerische Kapitalexperte,  
- = Rückflüsse aus dem Ausland

**Der Kapitalbestand Ende 1992**

Der schweizerische Direktinvestitionsbestand im Ausland stieg im Jahre 1992 um 5,3 Mrd. auf 107,5

Tabelle 4

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

Industrieunternehmen	1989	1990	1991	1992
EFTA	99 047	97 239	87 674	83 998
EG	344 038	342 779	349 410	360 315
Mittel- und Osteuropa	39	5 779	11 673	16 201
Übriges Europa	3 997	3 615	3 534	3 880
Nordamerika	133 028	145 307	165 244	170 812
Lateinamerika	82 064	79 789	79 321	83 641
Mittlerer Osten	5 671	4 945	5 335	7 261
Afrika	25 853	26 357	26 687	26 939
Australien, Neuseeland	15 917	18 767	16 411	15 063
Asien, Ozeanien	61 975	54 480	60 411	69 145
Total	771 629	779 057	805 700	837 255

Dienstleistungs- unternehmen	1989	1990	1991	1992
EFTA	6 474	8 336	11 934	11 178
EG	89 189	104 793	132 334	139 514
Mittel- und Osteuropa	101	216	658	1 044
Übriges Europa	1 243	1 576	952	892
Nordamerika	37 362	38 329	44 797	38 577
Lateinamerika	10 834	10 257	15 499	13 581
Mittlerer Osten	2 025	2 342	4 275	4 306
Afrika	3 335	4 714	4 520	6 150
Australien, Neuseeland	6 624	7 014	8 980	7 528
Asien, Ozeanien	11 825	14 552	18 465	18 565
Total	169 012	192 129	242 414	241 335

Total	1989	1990	1991	1992
EFTA	105 521	105 575	99 608	95 176
EG	433 227	447 572	481 744	499 829
Mittel- und Osteuropa	140	5 995	12 331	17 245
Übriges Europa	5 240	5 191	4 486	4 772
Nordamerika	170 390	183 636	210 041	209 389
Lateinamerika	92 898	90 046	94 820	97 222
Mittlerer Osten	7 696	7 287	9 610	11 567
Afrika	29 188	31 071	31 207	33 089
Australien, Neuseeland	22 541	25 781	25 391	22 591
Asien, Ozeanien	73 800	69 032	78 876	87 710
Total	940 641	971 186	1 048 114	1 078 590

Mrd. Franken. Der grösste Teil der Zunahme (5,2 Mrd.) entfiel auf die EG-Länder, wo sich Ende 1992 48% des Kapitalbestandes befanden. In den EFTA-Ländern (-11%) und in Nordamerika (-2%)

waren die Bestände infolge von Kapitalabzügen kleiner als im Vorjahr. Die Bestände in Asien verzeichneten einen deutlichen Anstieg (+17%), der hauptsächlich auf die Investitionen in Japan zurückzuführen ist. Der Anteil Asiens am Gesamtbestand stieg dadurch von 5,6% im Vorjahr auf 6,2% im Jahre 1992.

Die Vereinigten Staaten bleiben der wichtigste Standort für die schweizerischen Direktinvestitionen. An zweiter Stelle folgt nun Frankreich und verdrängt damit Deutschland auf den dritten Platz. Trotz der starken Stellung, die die schweizerischen Investoren in den neuen Bundesländern einnehmen, übertrafen die Rückflüsse aus Deutschland wie im Vorjahr die Kapitalexporte aus der Schweiz. Danach folgen wie bisher Grossbritannien, die Niederlande, Italien, Spanien, Brasilien und die karibische Zone.

Die Kapitalbestände der Dienstleistungsunternehmen nahmen (rund 6%) stärker zu als jene der Industriegesellschaften (5%). Die unterschiedliche Entwicklung zwischen Kapitalexporten und Kapitalbeständen bei den Dienstleistungsunternehmen entstand dadurch, dass die Mittel für Neuinvestitionen teilweise aus dem Ausland und nicht aus der Schweiz stammten und somit nicht in der Kapitalexportstatistik erfasst wurden. Ende 1992 stammten von den gesamten Direktinvestitionsbeständen 58% von Industrieunternehmen und 42% von Dienstleistungsunternehmen.

### **Der Personalbestand Ende 1992**

Die inländischen Unternehmen beschäftigten im Ausland Ende 1992 1 079 000 Personen, rund 30 000 mehr als im Vorjahr. Ausser in den EFTA-Ländern in Nordamerika und in Australien nahm der Personalbestand in allen Ländergruppen zu. Am stärksten wuchs der Personalbestand in Frankreich, in den USA, den Niederlanden, Grossbritannien, in der Tschechoslowakei und in Indien (rund 39 000 Personen). Am stärksten ging der Personalbestand in Kanada, Deutschland, Italien, Ungarn und Indonesien (rund 12 000 Personen) zurück.

Die wichtigsten Länder in Bezug auf die Zahl der Beschäftigten sind die USA, Deutschland, Frank-

reich, Grossbritannien und Italien, welche über die Hälfte (54%) der Angestellten auf sich vereinigen.

Die Zahl der Beschäftigten in Tochtergesellschaften von Industriebetrieben stieg um 31 000 auf 837 000, während die Beschäftigung der Dienstleistungsgesellschaften im Ausland praktisch konstant blieb.

### **Begriff**

Mit Direktinvestitionen beabsichtigen die Investoren einen dauerhaften und direkten Einfluss auf die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens im Ausland auszuüben. Eine Direktinvestition liegt normalerweise dann vor, wenn ein Investor

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

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

### **Erhebung**

Die jährliche von der SNB durchgeführte Erhebung richtet sich an alle in der Schweiz domizilierten international tätigen Industrie- und Dienstleistungsunternehmen, deren Guthaben (inklusive Beteiligungskapital) aus Direktinvestitionen 10 Mio. Franken übersteigen. 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 Kapitalexport stattfindet. Im übrigen geben die Firmen Auskunft über die Zahl der in den ausländischen Tochtergesellschaften oder Filialen tätigen Personen. Alle Angaben werden länderweise<sup>1</sup> erhoben.

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

Obwohl Kapitalbestände und Kapitalbewegungen voneinander abhängen, kann von der Veränderung der Kapitalbestände nicht auf die Kapitalflüsse geschlossen werden oder umgekehrt.

---

<sup>1</sup> Die reinvestierten Erträge werden seit 1991 länderweise erfasst.

Einerseits untersteht die Veränderung des Kapitalbestandes verschiedenen Einflüssen, welche nicht in den Kapitalbewegungen erscheinen. So werden die Kapitalbestände auch durch Einflüsse verändert wie Wechselkursveränderungen, neue Bewertungsgrundsätze in der Buchhaltung (z.B. Anpassung an die International Accounting Standards). Andererseits führt bei Neuinvestitionen der Goodwill (Unterschied zwischen Kaufpreis und Buchwert des Unternehmens) meistens zu Kapitalbewegungen, die grösser sind als die Zunahme des Bestandes.

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 1992

Catherine Marrel\*

## Les exportations de capitaux en 1992

Les entreprises suisses ont effectué des investissements directs à l'étranger pour 8 milliards de francs en 1992, soit pour un montant inférieur de 1,4 milliard à celui de 1991. D'une année à l'autre, les exportations de capitaux des entreprises du secteur des services ont reculé de 3,9 milliards pour s'établir à 0,8 milliard de francs. En revanche, celles des entreprises industrielles se sont accrues de 2,4 milliards, passant à 7,1 milliards de francs. Cette augmentation contraste avec le repli mondial que les investissements directs ont enregistré du fait de la conjoncture.

La diminution des exportations de capitaux des entreprises du tertiaire est due principalement à des désinvestissements opérés par des holdings qui sont en mains étrangères et domiciliés en Suisse. Ces sociétés ont rapatrié environ 1 milliard de francs, alors qu'elles avaient exporté des capitaux pour 1,2 milliard en 1991. Des fonds ont été rapatriés principalement de la zone des Caraïbes, d'Italie et d'Amérique du Nord. Des crédits accordés au sein du groupe ont été réduits aux Caraïbes et en Italie. Quant aux capitaux rapatriés d'Amérique du Nord, ils sont dus à une diminution des participations aux fonds propres. Ce sont avant tout des holdings détenus par des résidents de la CE et domiciliés en Suisse qui ont réduit le volume de leurs transactions financières avec des sociétés du groupe à l'étranger. Un tel recul pourrait être lié au fait que la Suisse, en tant que lieu d'implantation de holdings, a perdu certains atouts, pour des motifs fiscaux, face à la CE. La directive de la CE concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales établies dans divers pays membres est entrée en vigueur au début de 1992. Depuis, les investisseurs établis dans la CE reçoivent le montant total des dividendes versés par leurs filiales dans les autres pays de la Communauté. Par contre, les

distributions à des investisseurs en Suisse sont toujours soumises à l'impôt à la source qui est prévu dans les accords de double imposition. En outre, la directive de la CE sur le régime fiscal commun applicable aux fusions transnationales, qui est entrée en vigueur elle aussi au début de 1992, facilite les concentrations et restructurations dans la mesure où ces opérations peuvent être accomplies au sein de la CE avec un régime fiscal neutre.

Les compagnies d'assurances ont exporté des capitaux pour 1 milliard de francs, soit pour un montant correspondant à la moitié du flux observé l'année précédente. Les pays de la CE, en particulier l'Allemagne et l'Italie, ont bénéficié de la presque totalité de ce montant. Après avoir beaucoup investi en Amérique du Nord au cours des années précédentes, les compagnies d'assurances ont rapatrié, en 1992, des fonds de cette région. Les banques ont consacré 0,9 milliard de francs (0,7 milliard en 1991) au développement de leurs implantations à l'étranger. Elles ont investi la plupart de ces fonds au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

D'une année à l'autre, les entreprises du secteur secondaire ont investi davantage dans la CE et en Amérique du Nord. Ces deux régions ont encore gagné en importance, pour les investisseurs suisses, étant donné le grand marché intérieur européen et la zone de libre-échange de l'Amérique du Nord (ALENA). Le flux de capitaux vers le Japon a triplé, mais est resté à un niveau relativement bas. Les pays nouvellement industrialisés d'Amérique latine et d'Asie ont eux aussi reçu des flux plus élevés qu'en 1991. Le flux vers l'Amérique latine a été financé principalement par des bénéfices réinvestis dans les filiales. En outre, l'intérêt des investisseurs pour la Chine s'est accru. Les exportations de capitaux vers les pays d'Europe centrale et orientale ont doublé, l'ancienne Tchécoslovaquie ayant absorbé une forte part du flux. Par contre, les flux vers la zone des Caraïbes et les autres pays en développement n'ont pas atteint leur niveau de 1991.

\* 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	1989	1990	1991	1992
AELE	4 377	4 075	4 966	4 444
CE	20 584	23 185	25 503	28 514
Europe centrale et orientale	29	59	360	418
Reste de l'Europe	246	212	249	236
Amérique du Nord	11 516	9 981	11 279	11 349
Amérique latine	6 251	8 037	10 600	10 450
Moyen-Orient	262	137	198	217
Afrique	1 000	1 007	1 256	1 151
Australie, Nouvelle-Zélande	753	875	1 125	977
Asie, Océanie	2 758	2 722	3 592	4 231
Total	47 775	50 288	59 126	61 987

Services	1989	1990	1991	1992
AELE	432	557	1 039	900
CE	15 535	17 692	20 662	22 887
Europe centrale et orientale	-6	-4	3	3
Reste de l'Europe	102	106	68	87
Amérique du Nord	10 425	9 317	12 255	11 814
Amérique latine	4 842	4 782	5 423	5 749
Moyen-Orient	202	218	237	247
Afrique	136	114	581	621
Australie, Nouvelle-Zélande	486	475	625	784
Asie, Océanie	1 437	1 610	2 096	2 398
Total	33 591	34 866	42 990	45 490

Total	1989	1990	1991	1992
AELE	4 809	4 631	6 005	5 344
CE	36 119	40 877	46 165	51 401
Europe centrale et orientale	22	55	363	421
Reste de l'Europe	348	317	317	323
Amérique du Nord	21 941	19 298	23 534	23 163
Amérique latine	11 093	12 819	16 023	16 199
Moyen-Orient	463	355	435	464
Afrique	1 136	1 121	1 837	1 772
Australie, Nouvelle-Zélande	1 239	1 349	1 750	1 761
Asie, Océanie	4 195	4 332	5 688	6 629
Total	81 366	85 154	102 116	107 477

**Tableau 2**
**Investissements directs suisses à l'étranger, flux de capitaux en millions de francs**

Industrie	1989	1990	1991	1992
AELE	1 205	-352	747	352
CE	2 120	2 388	1 978	2 784
Europe centrale, et orientale	20	17	64	146
Reste de l'Europe	41	36	-52	52
Amérique du Nord	2 861	-53	92	1 289
Amérique latine	941	2 578	1 420	1 434
Moyen-Orient	104	-117	44	16
Afrique	29	105	156	75
Australie, Nouvelle-Zélande	27	221	75	142
Asie, Océanie	166	273	195	849
Total	7 512	5 096	4 719	7 139

Services	1989	1990	1991	1992
AELE	36	80	105	-88
CE	965	2 134	2 623	1 348
Europe centrale et orientale	-1	2	2	2
Reste de l'Europe	52	2	-17	-26
Amérique du Nord	3 057	199	1 264	-48
Amérique latine	861	924	368	-560
Moyen-Orient	104	19	0	2
Afrique	11	-19	37	8
Australie, Nouvelle-Zélande	83	77	143	108
Asie, Océanie	162	336	137	89
Total	5 330	3 753	4 662	835

Total	1989	1990	1991	1992
AELE	1 241	-273	852	264
CE	3 084	4 522	4 601	4 132
Europe centrale et orientale	19	19	66	148
Reste de l'Europe	94	37	-69	26
Amérique du Nord	5 918	146	1 355	1 241
Amérique latine	1 802	3 502	1 788	874
Moyen-Orient	208	-98	44	18
Afrique	40	86	193	83
Australie, Nouvelle-Zélande	109	298	218	250
Asie, Océanie	327	609	332	938
Total	12 842	8 849	9 381	7 974

+ = exportations suisses de capitaux

- = reflux de capitaux vers la Suisse

Du total de leurs exportations de capitaux, les entreprises industrielles ont consacré 3,9 milliards de francs à des acquisitions d'entre-

prises et à des augmentations de capital de sociétés. En outre, des bénéficiaires ont été réinvestis pour un montant de 2,7 milliards de



Tableau 3

## Investissements directs suisses à l'étranger, flux de capitaux en 1992, en millions de francs

Industrie	Participations aux fonds propres		Bénéfices réinvestis	Total
	Crédits			
AELE	-61	49	364	352
CE	262	1 638	884	2 784
Europe centrale et orientale	-2	111	37	146
Reste de l'Europe	19	32	1	52
Amérique du Nord	105	1 328	-144	1 289
Amérique latine	151	88	1 195	1 434
Moyen-Orient	12	7	-3	16
Afrique	3	28	44	75
Australie, Nouvelle-Zélande	28	55	59	142
Asie, Océanie	31	587	231	849
Total	548	3 923	2 668	7 139

Services	Participations aux fonds propres		Bénéfices réinvestis	Total
	Crédits			
AELE	-4	-106	22	-88
CE	197	2 004	-853	1 348
Europe centrale et orientale	-6	4	4	2
Reste de l'Europe	0	-30	4	-26
Amérique du Nord	-111	232	-169	-48
Amérique latine	-217	81	-424	-560
Moyen-Orient	3	-1	0	2
Afrique	-3	16	-5	8
Australie, Nouvelle-Zélande	15	53	40	108
Asie, Océanie	2	416	-329	89
Total	-124	2 669	-1 710	835

Total	Participations aux fonds propres		Bénéfices réinvestis	Total
	Crédits			
AELE	-65	-57	386	264
CE	459	3 642	31	4 132
Europe centrale et orientale	-8	115	41	148
Reste de l'Europe	19	2	5	26
Amérique du Nord	-6	1 560	-313	1 241
Amérique latine	-66	169	771	874
Moyen-Orient	15	6	-3	18
Afrique	0	44	39	83
Australie, Nouvelle-Zélande	43	108	99	250
Asie, Océanie	33	1 003	-98	938
Total	424	6 592	958	7 974

+ = exportations suisses de capitaux

- = reflux de capitaux vers la Suisse

Tableau 4

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

Industrie	1989	1990	1991	1992
AELE	99 047	97 239	87 674	83 998
CE	344 038	342 779	349 410	360 315
Europe centrale et orientale	39	5 779	11 673	16 201
Reste de l'Europe	3 997	3 615	3 534	3 880
Amérique du Nord	133 028	145 307	165 244	170 812
Amérique latine	82 064	79 789	79 321	83 641
Moyen-Orient	5 671	4 945	5 335	7 261
Afrique	25 853	26 357	26 687	26 939
Australie, Nouvelle-Zélande	15 917	18 767	16 411	15 063
Asie, Océanie	61 975	54 480	60 411	69 145
Total	771 629	779 057	805 700	837 255

Services	1989	1990	1991	1992
AELE	6 474	8 336	11 934	11 178
CE	89 189	104 793	132 334	139 514
Europe centrale et orientale	101	216	658	1 044
Reste de l'Europe	1 243	1 576	952	892
Amérique du Nord	37 362	38 329	44 797	38 577
Amérique latine	10 834	10 257	15 499	13 581
Moyen-Orient	2 025	2 342	4 275	4 306
Afrique	3 335	4 714	4 520	6 150
Australie, Nouvelle-Zélande	6 624	7 014	8 980	7 528
Asie, Océanie	11 825	14 552	18 465	18 565
Total	169 012	192 129	242 414	241 335

Total	1989	1990	1991	1992
AELE	105 521	105 575	99 608	95 176
CE	433 227	447 572	481 744	499 829
Europe centrale et orientale	140	5 995	12 331	17 245
Reste de l'Europe	5 240	5 191	4 486	4 772
Amérique du Nord	170 390	183 636	210 041	209 389
Amérique latine	92 898	90 046	94 820	97 222
Moyen-Orient	7 696	7 287	9 610	11 567
Afrique	29 188	31 071	31 207	33 089
Australie, Nouvelle-Zélande	22 541	25 781	25 391	22 591
Asie, Océanie	73 800	69 032	78 876	87 710
Total	940 641	971 186	1 048 114	1 078 590

francs et des crédits totalisant 0,5 milliard ont été accordés.

La répartition par pays des exportations de capitaux des deux secteurs montre que quatre cinquièmes environ des flux ont été investis dans six pays, à savoir la France, les Etats-Unis, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, le Luxembourg et le Japon. Les autres pays industrialisés n'ont reçu qu'une part de 3%. Il convient toutefois de relever que cette part a été réduite par des désinvestissements opérés au Canada, en Allemagne et en Espagne. Les économies nouvellement industrialisées d'Amérique latine (Mexique, Brésil, Argentine, Chili) et d'Asie (Singapour, Taiwan, Corée du Sud, Hong Kong, Malaisie, Philippines, Thaïlande) ont elles aussi bénéficié de flux substantiels; chacune de ces deux régions a reçu une part de 5%.

### ***Le volume des investissements directs à fin 1992***

En 1992, le volume des investissements directs suisses à l'étranger a augmenté de 5,3 milliards pour atteindre 107,5 milliards de francs. Le volume investi dans les pays de la CE s'est accru de 5,2 milliards de francs. A fin 1992, il représentait 48% du total des investissements directs suisses à l'étranger. A la suite de rapatriements, les investissements directs ont diminué de 11% dans les pays de l'AELE et de 2% en Amérique du Nord. En Asie, le volume investi a augmenté de 17%, grâce principalement à la progression observée au Japon. La part de l'Asie au volume total a ainsi passé de 5,6% à fin 1991 à 6,2% un an plus tard.

Les Etats-Unis sont restés le principal lieu d'implantation des investissements directs suisses à l'étranger. L'Allemagne, au deuxième rang à fin 1991, a cédé cette place à la France. Bien que les investisseurs suisses aient fortement pris pied dans les nouveaux Länder, des capitaux ont été au total rapatriés d'Allemagne, comme en 1991. Dans l'ordre décroissant venaient ensuite, comme précédemment, le Royaume-Uni, les Pays-Bas, l'Italie, l'Espagne, le Brésil et la zone des Caraïbes.

Les capitaux d'investissement direct des entreprises du secteur des services ont augmenté

d'environ 6%, soit à un rythme plus élevé que ceux des entreprises industrielles (5%). Pour les entreprises du tertiaire, la divergence qui peut être observée entre l'évolution des exportations de capitaux et celle du volume des investissements directs s'explique par le fait que les capitaux recueillis à l'étranger en vue du financement de nouveaux investissements n'entrent pas dans la statistique des exportations de capitaux. A fin 1992, 58% du total des capitaux d'investissement direct provenaient d'entreprises industrielles, et 42%, d'entreprises du tertiaire.

### ***L'effectif du personnel à fin 1992***

Les entreprises établies en Suisse occupaient 1 079 000 personnes dans leurs implantations à l'étranger à fin 1992, soit environ 30 000 de plus qu'un an auparavant.

L'effectif du personnel a augmenté dans tous les groupes de pays, à l'exception de la zone de l'AELE, de l'Amérique du Nord et de l'Australie. Sa progression a été particulièrement forte en France, aux Etats-Unis, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, en Tchécoslovaquie et en Italie. Dans ces pays, l'effectif s'est accru au total d'environ 39 000. Par contre, une diminution a été observée principalement au Canada, en Allemagne, en Italie, en Hongrie et en Indonésie (12 000 environ au total).

Pour ce qui a trait à l'effectif du personnel, les principaux pays étaient, à fin 1992, les Etats-Unis, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni et l'Italie. Une part de 54% de l'effectif total revenait à ces cinq pays.

Le nombre des personnes occupées dans les implantations à l'étranger d'entreprises industrielles a augmenté de 31 000 pour s'établir à 837 000. Dans les implantations du secteur des services, l'effectif est resté approximativement stable.

### ***Définition***

L'investisseur qui effectue un investissement direct dans une entreprise à l'étranger cherche à influencer directement et durablement sur la gestion

de cette entreprise. Habituellement, 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 avoirs à l'étranger (y compris des participations aux fonds propres) pour un montant de plus de 10 millions de francs sous forme d'investissements directs. 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 pays<sup>1</sup>.

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'apparaissent pas dans les flux de capitaux. Ainsi, le volume peut varier à cause de facteurs tels que l'évolution des cours de change ou une modification dans la méthode comptable 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 portent sur 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 par secteurs, sont disponibles depuis 1985.

---

<sup>1</sup> Les bénéfices réinvestis sont eux aussi répartis par pays depuis 1991



# Geld- und währungspolitische Chronik

## Chronique monétaire

---

### **Senkung des Diskontsatzes**

Mit Wirkung ab 22. Oktober senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen viertel Prozentpunkt auf 4¼%. Sie trug damit der Zinsentwicklung an den Märkten Rechnung.

### **Währungshilfekredit an Rumänien**

Gestützt auf den Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen gewährte die Schweiz Rumänien im Oktober einen mittelfristigen Zahlungsbilanzkredit von 7,2 Mio. Dollar. Die Kreditgewährung erfolgte im Rahmen einer multilateralen Aktion. Der Kredit wird von der Nationalbank finanziert und ist mit einer Garantie des Bundes versehen.

### **Réduction du taux de l'escompte**

A compter du 22 octobre 1993, la Banque nationale a ramené de 4½% à 4¼% son taux de l'escompte. Elle a ainsi tenu compte de l'évolution des taux du marché.

### **Crédit monétaire à la Roumanie**

En octobre, la Suisse a accordé, dans le cadre d'une opération multilatérale, un crédit d'aide à la balance des paiements à la Roumanie. Reposant sur l'arrêté fédéral sur la participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales, ce crédit à moyen terme de 7,2 millions de dollars est financé par la Banque nationale et assorti d'une garantie de la Confédération.

# Inhaltsverzeichnis 11. Jahrgang, 1993

## Table des matières, 11<sup>e</sup> année, 1993

---

<b>Konjunkturberichte/Rapports conjoncturels</b>	Heft bulletin	Seite page
Wirtschafts- und Währungslage . . . . .	1	9
	2	93
	3	173
	4	267
Situation économique et monétaire . . . . .	1	35
	2	119
	3	199
	4	293
<b>Artikel und Referate</b>		
Cruz, Irma: Beurteilung von Länderrisiken . . . . .	3	231
Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1992/ La balance suisse des paiements en 1992 . . . . .	3	242
Die Geldpolitik im Jahre 1994/La politique monétaire en 1994/ La politica monetaria nel 1994/Monetary policy in 1994 . . . . .	4	259
Gerber, Peter: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 16. April 1993/Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 16 avril 1993 . . . . .	2	147
Lusser, Markus: Die Regionalbanken und die Schweizerische Nationalbank – eine Standortbestimmung . . . . .	1	63
Lusser, Markus: Geldpolitik im europäischen Raum – Überlegungen nach der EWS-Krise . . . . .	4	321
Lusser, Markus: Generalversammlungsreferat vom 16. April 1993/ Exposé à l'Assemblée générale du 16 avril 1993 . . . . .	2	151
Marrel, Catherine: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1992/Les investissements directs suisses à l'étranger en 1992 . . . . .	4	338
Peytrignet, Michel: Transparence de la politique monétaire . . . . .	4	328
Projer, Erich: Die Arbeitslosigkeit in der Schweiz im intertemporalen Vergleich . . . . .	1	73
Zwahlen, Jean: Gestion de la politique monétaire dans un environnement économique et monétaire en transition . . . . .	3	225
<b>Geld- und währungspolitische Chronik/Chronique monétaire</b>	1	84
	2	162
	3	249
	4	349