

**Geld, Wahrung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 2  
Juni / juin 1993**



## Inhalt / Table des matières

---

Übersicht	89
Sommaire	90
Sommario	91
Abstracts	92
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	93
Situation économique et monétaire	119
<hr/>	
Peter Gerber: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 16. April 1993	147
Peter Gerber: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 16 avril 1993	149
<hr/>	
Markus Lusser: Generalversammlungs- referat vom 16. April 1993	151
Markus Lusser: Exposé à l'Assemblée générale du 16 avril 1993	156
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	162
Chronique monétaire	163

---



# Übersicht

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 93–118)**

Im ersten Quartal 1993 setzte sich der Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten verlangsamt fort. Auch die britische Wirtschaft liess Zeichen einer konjunkturellen Erholung erkennen. Dagegen setzten sich die rezessiven Tendenzen in Japan sowie in den meisten europäischen Ländern fort. Die Investitionstätigkeit blieb schwach, der private Konsum wuchs nur geringfügig, und auch vom Aussenhandel gingen kaum noch Impulse aus. Die gedrückte Wirtschaftslage führte in Europa zu einem weiteren Anstieg der Arbeitslosenquote. Während die durchschnittliche Teuerungsrate der OECD-Länder auf tiefem Niveau blieb, lockerten die meisten Währungsbehörden der Industrieländer ihre Geldpolitik nochmals, so dass die Zinssätze im OECD-Raum tendenziell weiter sanken.

In der Schweiz ging das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr erneut zurück. Dazu trugen neben der schwachen Investitionstätigkeit vor allem der tiefere private Konsum sowie das geringere Exportvolumen bei. Die Zahl der Arbeitslosen nahm nochmals zu. Infolge der auf Anfang März in Kraft getretenen Erhöhung des Treibstoffzolls stieg die Jahresteuern im März und April vorübergehend leicht an. Die Nationalbank führte ihre seit dem vierten Quartal 1992 gelockerte Geldpolitik fort. Die Zinssätze bildeten sich bis März weiter zurück; im April und Mai stabilisierten sie sich auf dem im März erreichten Niveau. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge nahm im ersten Quartal gegenüber dem Stand des vierten Quartals 1992 deutlich zu. Für das zweite Quartal 1993 prognostiziert die Nationalbank einen weiteren Anstieg der Notenbankgeldmenge.

## **Generalversammlung der Aktionäre (S. 147–161)**

Der Präsident des Bankrates, Peter Gerber, widmete seine Eröffnungsansprache dem Thema der Regelung von Aufsicht und Kontrolle bei der Nationalbank. Der Aufgabenkreis der Nationalbank umfasst wirtschaftspolitische Aufgaben wie die Versorgung der Banken mit Liquidität sowie bankmässige Aufgaben wie die Sicherstellung der Bargeldversorgung und die Regelung des bargeld-

losen Zahlungsverkehrs. Diesem Dualismus entspricht ein solcher in rechtlicher und in organisatorischer Hinsicht. Die Nationalbank ist in Form einer Aktiengesellschaft gekleidet. Sie hat aber auch Eigenheiten einer öffentlichen Anstalt: ihre Kompetenzen sind durch Verfassung und Gesetz geregelt, und ihre Verwaltung geschieht unter Mitwirkung des Bundes. Die Aufsicht ist ebenfalls zweigleisig geregelt: Bankrat und Bankausschuss, Generalversammlung und Revisionskommission beaufsichtigen die betriebliche Tätigkeit der Nationalbank. Jahresrechnung, Geschäftsbericht sowie wichtige Reglemente prüft dagegen der Bundesrat. Die interne Regelung der Kompetenzen soll eine möglichst grosse Unabhängigkeit der Nationalbank gewährleisten. Die Leitung obliegt dem Direktorium; für Aufsicht und Kontrolle sind dagegen die Generalversammlung der Aktionäre und die Bankbehörden zuständig.

Der Präsident der Schweizerischen Nationalbank, Markus Lusser, stellte die Entwicklung von Wirtschaft und Geldpolitik in den Mittelpunkt seines Referats. Dem trüben Konjunkturbild stand im Jahre 1992 als Lichtblick die nachlassende Teuerung gegenüber. Diese ermöglichte es der Nationalbank, ihre Geldpolitik in der zweiten Jahreshälfte 1992 zu lockern. Die kurz- und langfristigen Zinssätze sanken in der Folge. Den monetären Fortschritten stand jedoch eine anhaltende Konjunkturschwäche gegenüber. Diese widerspiegelt einerseits die restriktive Geldpolitik, mit der die Nationalbank im zweiten Halbjahr 1988 begonnen hatte, die virulente Teuerung zu bekämpfen. Zur vergleichsweise langen Stagnationsphase trugen aber auch die im Gefolge der tiefgreifenden Umwälzungen in Europa markant gestiegenen Zinssätze sowie der ausgeprägte Rückgang der Preise für Kapitalgüter – insbesondere für Immobilien – bei. Veränderte Rahmenbedingungen führten dazu, dass sich der Konjunkturückgang in weit stärkerem Masse als früher in einem Anstieg der Arbeitslosigkeit widerspiegelte. Der Rückgang der Teuerung und der Zinssätze schuf wichtige Voraussetzungen für eine konjunkturelle Erholung. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbessert sich indessen erfahrungsgemäss erst, wenn der Konjunkturaufschwung an Kraft gewinnt.

## Sommaire

---

### **Situation économique et monétaire** (p. 119–145)

Au premier trimestre de 1993, la croissance de l'économie américaine a continué, mais à un rythme plus lent. En outre, des signes de reprise ont été observés au Royaume-Uni. Par contre, les tendances à la récession ont persisté au Japon et dans la plupart des pays européens. Les investissements sont restés à des niveaux faibles, la consommation privée n'a progressé que légèrement, et seules quelques rares impulsions sont venues du commerce extérieur. La conjoncture déprimée a entraîné une nouvelle aggravation du chômage en Europe. Le renchérissement s'est maintenu à un niveau bas en moyenne des pays de l'OCDE. Les autorités monétaires de la plupart des pays industrialisés ont assoupli leur politique, de sorte que les taux d'intérêt sont restés orientés à la baisse dans la zone de l'OCDE.

En Suisse, le produit intérieur brut réel a continué à reculer d'un trimestre à l'autre. Son repli est dû à la faiblesse des investissements, mais aussi à la diminution de la consommation privée et des exportations en volume. Le nombre des chômeurs a augmenté une fois encore. Le relèvement, au début de mars, des droits de douane sur les carburants a engendré une hausse temporaire, en mars et en avril, du taux de renchérissement. Après avoir assoupli sa politique au quatrième trimestre de 1992, la Banque nationale a maintenu son cap inchangé. Les taux d'intérêt ont continué leur mouvement de repli jusqu'en mars, puis se sont stabilisés en avril et en mai. La monnaie centrale dessaisonnalisée dépassait nettement, au premier trimestre, son niveau des trois derniers mois de 1992. Pour le deuxième trimestre, la Banque nationale a prévu une nouvelle augmentation de l'agrégat.

### **Assemblée générale des actionnaires** (p. 149–161)

Dans son allocution d'ouverture, M. Peter Gerber, président du Conseil de banque, a commenté la réglementation appliquée à la Banque nationale en matière de surveillance et de contrôle. L'institut d'émission remplit des tâches de politique économique. C'est le cas en particulier de l'approvisionnement du système bancaire en liquidi-

tés. D'autres tâches – assurer l'approvisionnement de l'économie en numéraire et servir de régulateur au trafic des paiements sans numéraire – ont un aspect bancaire. Ce dualisme a son pendant sur les plans juridique et organisationnel. Juridiquement, la Banque nationale revêt la forme d'une société anonyme, mais elle possède aussi les caractéristiques d'un établissement d'Etat: ses attributions sont définies dans la constitution et dans une loi et son administration se fait avec le concours de la Confédération. Le contrôle est lui aussi de double nature. La surveillance de l'«entreprise» Banque nationale incombe au Conseil de banque, au Comité de banque, à l'Assemblée générale et à la Commission de contrôle. Mais les comptes annuels, le rapport de gestion et d'importants règlements doivent être soumis à l'approbation du Conseil fédéral. La réglementation des compétences sur le plan interne vise elle aussi à conférer à la Banque nationale une autonomie aussi large que possible. La conduite des affaires incombe à la Direction générale. Quant aux fonctions de surveillance et de contrôle, elles sont exercées par l'Assemblée générale et les autorités de la Banque.

Le président de la Direction générale, M. Markus Lusser, a axé son exposé sur l'évolution de l'économie et de la politique monétaire. Une lueur d'espoir est venue du repli que le renchérissement a marqué en 1992. Ce ralentissement a permis à la Banque nationale d'assouplir sa politique monétaire au second semestre de 1992. Les taux d'intérêt à court et long terme ont alors diminué. Mais la conjoncture est restée déprimée. La phase relativement longue de stagnation est due aussi à la forte hausse que les taux d'intérêt ont enregistrée en Europe, à la suite de profonds bouleversements, et à la baisse sensible des prix de certains actifs, en particulier des immeubles. Les conditions-cadres ayant évolué, l'accroissement du chômage a atteint des proportions beaucoup plus fortes que ce qui avait été observé dans les cycles précédents. Le repli du renchérissement et des taux d'intérêt a créé des conditions propices à une reprise de la conjoncture. Sur le marché du travail, la situation ne s'améliorera toutefois pas avant que la reprise de la conjoncture ait gagné en vigueur.

## Sommario

---

### **Situazione economica e monetaria**

**(p. 93-145)**

Nel primo trimestre del 1993, la ripresa economica negli Stati Uniti è proseguita ad un ritmo più lento. Anche in Gran Bretagna si sono manifestati segni di ripresa, mentre in Giappone e nella maggior parte degli altri Paesi europei persisteva la tendenza alla recessione. Gli investimenti sono rimasti deboli, il consumo privato non ha registrato che una crescita modesta e anche il commercio estero non ha praticamente fornito impulsi. In questa situazione economica depressa, i tassi europei di disoccupazione sono nuovamente aumentati. Il tasso medio di rincaro nei Paesi dell'OCSE si è mantenuto a basso livello. Le autorità monetarie della maggior parte dei Paesi industrializzati hanno ancora allentato la loro politica monetaria.

In Svizzera, il prodotto interno lordo reale del primo trimestre è di nuovo sceso rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente. Oltre alla scarsa attività d'investimento vi hanno contribuito soprattutto il minore consumo privato e il volume ridotto delle esportazioni. Il numero dei disoccupati è ancora aumentato. In seguito all'aumento dei dazi sul carburante, si è registrato in marzo e aprile un incremento temporaneo del rincaro. La Banca nazionale ha mantenuto il corso meno restrittivo che aveva dato alla propria politica monetaria nel trimestre precedente. I tassi d'interesse sono ancora calati fino a marzo per rimanere poi stabili nei due mesi successivi. Nel primo trimestre 1993, la base monetaria stagionalizzata è nettamente cresciuta rispetto al livello del quarto trimestre del 1992. Per il secondo trimestre, la Banca nazionale prevede un'ulteriore espansione.

### **Assemblea generale degli azionisti**

**(p. 147-161)**

Il presidente del Consiglio della banca, Peter Gerber, ha dedicato il suo discorso introduttivo alla regolamentazione della vigilanza e del controllo presso la Banca nazionale. La Banca nazionale deve assolvere compiti di politica monetaria, come l'approvvigionamento delle banche con liquidità, e compiti di carattere bancario, come la garanzia dell'approvvigionamento di

denaro contante e la regolamentazione delle operazioni di pagamento senza contanti. Questo dualismo si rispecchia sul piano giuridico e organizzativo. La Banca nazionale ha lo statuto giuridico di una società anonima, ma presenta anche caratteristiche tipiche di un ente pubblico: le sue competenze sono disciplinate dalla Costituzione e dalla legge. Anche la vigilanza procede su un doppio binario: Consiglio della banca e Comitato della banca, Assemblea generale e Commissione di revisione ne sorvegliano l'attività aziendale, mentre il conto annuale, il rapporto di gestione e i regolamenti importanti sottostanno al controllo del Consiglio federale. Il disciplinamento interno delle competenze è volto ad assicurare alla Banca nazionale un massimo di indipendenza. Dirigere la Banca è compito della Direzione generale, mentre l'Assemblea generale e gli organi bancari provvedono alla vigilanza e al controllo.

Tema centrale del discorso del presidente della Banca, Markus Lusser, era l'evoluzione dell'economia e della politica monetaria. Un punto positivo, in contrasto con la tetra immagine offerta dallo sviluppo congiunturale, è stato il rallentamento del rincaro, che ha consentito alla Banca nazionale di allentare la politica monetaria nel secondo semestre 1992. Di conseguenza sono calati i tassi d'interesse a breve e a lungo termine. La congiuntura è tuttavia rimasta debole. Il corso restrittivo che la Banca nazionale aveva dato alla propria politica monetaria dalla metà del 1988 per combattere il virulento rincaro ha contribuito al rallentamento della congiuntura. Tuttavia, anche il considerevole aumento dei tassi d'interesse in seguito ai profondi cambiamenti avvenuti in Europa e il netto calo dei prezzi dei beni strumentali, segnatamente di quelli immobiliari, hanno concorso a protrarre la fase recessiva. Questo rallentamento congiunturale si è svolto in circostanze generali diverse da quelli precedenti ed ha perciò dato origine ad un aumento più considerevole della disoccupazione. La diminuzione del rincaro e quella dei tassi d'interesse costituiscono presupposti importanti per un rilancio della congiuntura. Tuttavia la situazione sul mercato del lavoro dovrebbe migliorare solo quando la ripresa congiunturale assumerà vigore.

## Abstracts

---

### **Economic and monetary developments (pp. 93–145)**

In the first quarter of 1993 the economic upswing in the United States continued at a slower pace. The British economy, too, manifested signs of an economic recovery. This contrasted with persistent recessionary trends in Japan and in most European countries. Investment activity remained weak, private consumption showed only a slight expansion, and foreign trade likewise provided few stimuli. In Europe, the depressed state of the economy led to a renewed rise in unemployment figures. While the average inflation rate in the OECD countries remained at a low level, the monetary authorities of most industrialised countries again relaxed the monetary reins, triggering a further downtrend in interest rates in the OECD countries.

In Switzerland, real gross domestic product again declined from the previous year's level in the first quarter of 1993. Aside from weak investment activity, the main reasons for this decline are a decrease in private consumption and shrinking export volumes. Joblessness rose once more. The increase in customs duty on motor fuel, which had become effective at the beginning of March, caused the annual inflation rate to temporarily move up slightly in March and April. The Swiss National Bank continued to implement its monetary policy, which had been relaxed in the fourth quarter of 1992. Interest rates receded steadily until March, stabilising at this level in April and May. The seasonally-adjusted monetary base expanded markedly in the first quarter compared with the fourth quarter of 1992. The Swiss National Bank anticipates a further rise in the monetary base in the second quarter of the current year.

### **General Meeting of Shareholders (pp. 147–161)**

In his opening speech the President of the Bank Council, Peter Gerber, dealt with the principles of supervision and control at the Swiss National Bank. The responsibilities of the Swiss National Bank include tasks in the field of economic policy such as supplying the banks with liquidity, and banking tasks such as providing the economy with cash and regulating cashless payments transactions. This dualism is matched by a dualism in

legal and organisational respects. The Swiss National Bank is a company limited by shares, also, however, exhibiting some features characteristic of a public institution: its competences are governed by the Constitution and by law, and the Confederation has a say in its administration. The Swiss National Bank is, moreover, subject to a double form of supervision: the Bank Council and Bank Committee, the General Meeting of Shareholders and the Auditing Committee are the supervisory authorities with respect to the operational activities of the Swiss National Bank. The Federal Government, on the other hand, checks the annual accounts, the annual report and the main regulations. The internal regulation of responsibilities is designed to guarantee maximum independence for the Swiss National Bank. The Governing Board is responsible for the management; supervision and control, on the other hand, is vested in the General Meeting of Shareholders and the supervisory authorities.

The Chairman of the Governing Board of the Swiss National Bank, Markus Lusser, made the development of the economy and of monetary policy the subject of his address. The mitigating factor in the bleak economic situation of 1992 is receding inflation. This enabled the Swiss National Bank to relax its monetary policy in the second half of the year, inducing a decline in short and long-term interest rates. Progress in the monetary field, however, was accompanied by a persistent weakness of economic activity. On the one hand, this reflects the restrictive monetary policy with which the Swiss National Bank had begun, in the second half of 1988, to combat virulent inflation. On the other, the marked rise in interest rates in the wake of the profound changes characterising Europe and the significant fall in prices for capital goods – notably real estate – also contributed to the comparatively long phase of stagnation. A changed regulatory framework had the effect that the economic decline led to a considerably accelerated rise in unemployment. The decline in inflation and interest rates created important preconditions for an economic recovery. Experience has shown, however, that the situation in the labour market only improves when the economic upswing gains momentum.



# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 11. Juni 1993\*

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

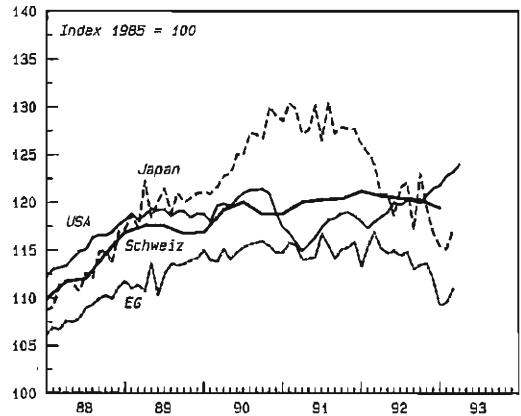
### 1. Ausland

#### Konjunktorentwicklung

Im ersten Quartal 1993 blieb die Konjunkturlage im OECD-Raum mehrheitlich düster. Der einzige positive Impuls ging vom amerikanischen Konjunkturaufschwung aus, der sich verlangsamt fortsetzte. In Europa liess nur die britische Wirtschaft Zeichen einer Konjunkturerholung erkennen. In Deutschland, Frankreich und Italien setzten sich dagegen die rezessiven Tendenzen fort: Die Investitionstätigkeit sank, und der private Konsum wuchs nur noch geringfügig. Deutschland und Frankreich spürten zudem die geringere Exportnachfrage aus dem EG-Raum. Dagegen profitierten die britische und die italienische Wirtschaft von der Abwertung ihrer Währungen. So konnten insbesondere die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten stark gesteigert werden. Die japanische Wirtschaft stagnierte. Während die Binnennachfrage gedrückt blieb, stützten die Ausfuhren in die kräftig expandierenden Länder Südostasiens die Konjunktur. Die gegensätzliche konjunkturelle Entwicklung zwischen den Vereinigten Staaten und Japan widerspiegelte sich auch im Aussenhandel. Weiter steigenden amerikanischen Handelsbilanzdefiziten standen wachsende japanische Überschüsse gegenüber.

Gemäss den vorlaufenden Konjunkturindikatoren der OECD dürfte sich am internationalen Konjunktur-

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

turbild in den nächsten Monaten nur wenig ändern: Die Indikatoren für die Vereinigten Staaten und Grossbritannien weisen nach oben, während diejenigen für Deutschland und Frankreich sinken. Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren für Japan und Italien stagnierten.

In Europa erhöhte sich die Arbeitslosigkeit. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der EG-Länder stieg von 9,8% im Dezember 1992 auf 10,1% im März. In den Vereinigten Staaten nahm sie weiter ab, und in Japan verharrte sie auf tiefem Niveau.

Die durchschnittliche Jahresteuern der OECD-Länder (ohne Türkei) lag im März 1993 bei 2,9% und war damit gleich hoch wie im Dezember 1992. Weiter rückläufig war die Teuerung in Grossbritannien und Italien, während sie in Deutschland – teilweise bedingt durch die Erhöhung der Mehrwertsteuer – nochmals zunahm. In den Vereinigten Staaten, Frankreich und Japan blieb die Teuerung nahezu unverändert.

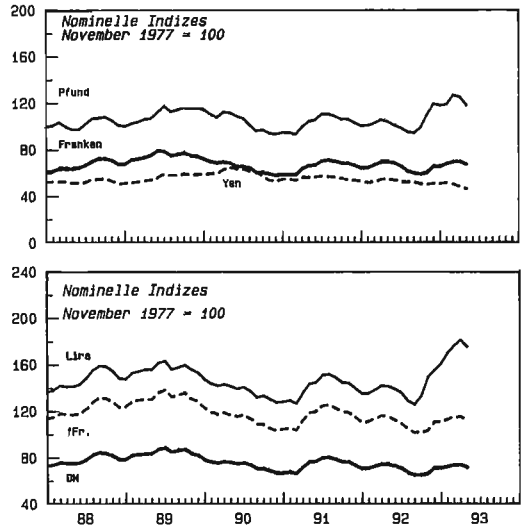
\* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1993 bekannt wurden. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum britischen, deutschen, französischen und italienischen Aussenhandel fehlen teilweise, da im Zusammenhang mit dem Europäischen Binnenmarkt die statistischen Erfassungsgrundlagen geändert werden.

## Wirtschaftspolitik

Die grossen Industrieländer lockerten ihre Geldpolitik in den ersten vier Monaten von 1993. Eine Ausnahme bildeten die amerikanischen Währungsbehörden, die ihre Zinssätze weitgehend unverändert liessen. Die japanischen Währungsbehörden senkten dagegen den offiziellen Diskontsatz nochmals deutlich. Angesichts des langsameren Geldmengenwachstums reduzierte auch die Deutsche Bundesbank das Zinsniveau vorsichtig weiter. In drei Schritten setzte sie den offiziellen Diskont- und Lombardsatz um insgesamt einen Prozentpunkt herab. Die britischen und die italienischen Währungsbehörden nahmen ihre Zinssätze, die sie bereits im vierten Quartal 1992 deutlich gesenkt hatten, nochmals zurück. Die französischen Währungsbehörden hoben dagegen den Interventionssatz zu Beginn des Jahres an, um den unter Druck geratenen Franc zu stützen. Nachdem sich die französische Währung gegen Ende des Quartals – und vor allem nach dem Amtsantritt der neuen Regierung Mitte April – gefestigt hatte, bildeten sich die französischen Geldmarktzinsen zurück. In mehreren Schritten passte die Banque de France ihre Interventionsätze an das tiefere Zinsniveau an.

Die Finanzpolitik der Industrieländer blieb unterschiedlich. In Japan stand sie weiterhin im Zeichen der Konjunkturbelebung. Innerhalb eines halben Jahres lancierte die japanische Regierung ein zweites umfangreiches Konjunkturstützungsprogramm. In den Vereinigten Staaten standen Massnahmen zur mittelfristigen Sanierung des Staatshaushalts im Vordergrund. Gemäss dem Finanzplan der neuen amerikanischen Regierung soll das Bundesdefizit bis 1997 von knapp 5% auf 2,8% des Bruttoinlandprodukts gesenkt werden. In Europa wird 1993 mit weiter steigenden Defiziten gerechnet. Die meisten EG-Länder werden damit das Konvergenzkriterium von Maastricht, das für das Staatsdefizit eine obere Grenze von 3% des Bruttoinlandprodukts setzt, überschreiten. Die Verschlechterung der Staatshaushalte ist teilweise auf den Konjunkturreinbruch, teilweise aber auch auf strukturelle Faktoren zurückzuführen. Um die Staatsfinanzen mittelfristig zu sanieren, kündigten die neue französische Regierung sowie die britische Regierung für die nächsten Jahre Steuererhöhungen an.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



## Devisenmarkt

Die Entwicklung an den Devisenmärkten war in den ersten Monaten 1993 von der markanten Aufwertung des Yen geprägt. Von Januar bis Mai wertete sich die japanische Währung gegenüber dem Dollar um 16% und gegenüber den europäischen Währungen um rund 15% auf. Auftrieb gaben dem Yen die hohen und wachsenden Überschüsse der japanischen Aussenhandelsbilanz. Die Repatriierung umfangreicher Auslandguthaben trug ebenfalls zur Höherbewertung bei. Um den Dollar zu stützen, intervenierten die amerikanischen und japanischen Währungsbehörden an den Devisenmärkten.

Der amerikanische Dollar gewann bis Februar gegenüber den europäischen Währungen an Wert. Danach schwächte er sich unter dem Einfluss des nur zögernden Zinsrückgangs in Europa und der Verlangsamung des amerikanischen Konjunkturaufschwungs ab.

Im Europäischen Währungssystem (EWS) hielten die Spannungen vorerst an. Ende Januar wurde das irische Pfund um 10% abgewertet. Auch der französische Franc geriet im Vorfeld der Parlamentswahlen unter Druck. Die Bekräftigung der

neuen Regierung, die Politik des «franc fort» fortzuführen, stärkte das Vertrauen der Anleger, so dass die französische Währung ab Mitte April erstarbte. Die vorsichtige Reduktion der deutschen Leitzinsen trug ebenfalls dazu bei, die Situation im EWS zu beruhigen. Gegen Ende des Quartals und im April geriet allerdings die spanische Peseta wieder verstärkt unter Druck. Mitte Mai wurden die Peseta und in der Folge auch der portugiesische Escudo um 8% bzw. 6,5% abgewertet.

Ausserhalb des Wechselkursmechanismus des EWS verloren die italienische Lira und die schwedische Krone an Wert. In Italien standen politische Faktoren im Vordergrund, während die schwedische Krone vor allem als Folge der desolaten Verfassung der Wirtschaft unter Druck blieb. Auch das britische Pfund schwächte sich Anfang Jahr weiter ab. Aufgrund der sich abzeichnenden Konjunkturerholung festigte es sich im März und April. Zwischen Januar und Mai gewann das Pfund gegenüber dem Dollar um 3% und im Verhältnis zu den europäischen Währungen um rund 1,5% an Wert.

### **Europäische Integration**

Die dänischen Stimmbürger und Stimmbürgerinnen stimmten Mitte Mai dem Vertrag von Maastricht unter den speziellen Bedingungen, die ihrem Land am Gipfel der Europäischen Gemeinschaft in Edinburgh zugestanden worden waren, zu. Diese Bedingungen ermöglichen es Dänemark insbesondere, der Währungsunion fernzubleiben. Mit Ausnahme Deutschlands und Grossbritanniens ratifizierten damit bis Ende Mai alle EG-Länder den Vertrag von Maastricht. In Grossbritannien liegt erst der positive Entscheid des Unterhauses vor. Das deutsche Parlament ratifizierte zwar den Vertrag, doch steht die Unterzeichnung durch den Bundespräsidenten noch aus. Dieser möchte erst das Urteil des Bundesverfassungsgerichts in Karlsruhe abwarten, das zu mehreren Beschwerden, die dem Vertrag Verfassungswidrigkeit vorwerfen, Stellung nehmen muss.

Nach der Ablehnung des EWR-Vertrags durch die Schweiz wurden zwischen den EFTA-Staaten und der EG neue Verhandlungen notwendig. Mitte März wurden diese abgeschlossen. Der neue

EWR-Vertrag muss nun von den 18 Teilnehmerstaaten und dem Europäischen Parlament ratifiziert werden.

### **Internationale Währungszusammenarbeit**

Der Internationale Währungsfonds (IWF) beschloss im April die Schaffung einer bis Ende 1994 befristeten System-Übergangsfazilität (Systemic Transformation Facility). Damit sollen Länder, die infolge des Übergangs von mehrheitlich administrierten Preisen zu Marktpreisen in Zahlungsbilanzschwierigkeiten geraten, unterstützt und der Weg für die ordentliche Kreditvergabe geebnet werden. Die betroffenen Länder können Kredite in der Höhe von maximal 50% ihrer Quote beanspruchen. Die erste Tranche von 25% wird ausbezahlt, sobald das Schuldnerland glaubhaft seine Absicht kundgetan hat, marktwirtschaftliche Reformen einzuleiten und ein wirtschaftliches Anpassungsprogramm vorzulegen. Die restliche Tranche wird nach etwa sechs Monaten überwiesen, sofern das Schuldnerland bestimmte minimale Auflagen erfüllt. Die Fazilität wird aus Mitteln des Allgemeinen Kontos des IWF gespeist. Erster Empfänger dieser Fazilität ist Kirgisien mit einem Betrag von insgesamt 32,2 Mio. SZR. Zudem einigte es sich mit dem IWF über eine Bereitschaftskreditvereinbarung in Höhe von 27,1 Mio. SZR. Kirgisien hatte Anfang Mai eine eigene Währung eingeführt. Die Schweizerische Nationalbank gewährt dem Land in enger Zusammenarbeit mit dem IWF technische Hilfe.

Ein grosser Teil der System-Übergangsfazilität ist für Russland bestimmt. Die aus dieser Quelle stammenden Mittel stellen die einzige neue Komponente des mehrteiligen Hilfspakets im Umfang von insgesamt rund 43 Mrd. Dollar dar, das die Aussen- und Finanzminister der sieben grossen Industrieländer (G-7) an ihrer Zusammenkunft Mitte April für Russland schnürten. Die weiteren Beiträge des IWF – eine Bereitschaftskreditvereinbarung von 4,1 Mrd. Dollar und ein Rubel-Stabilisierungsfonds von 6 Mrd. Dollar – waren bereits letztes Jahr grundsätzlich gutgeheissen worden. Sie konnten jedoch nicht aktiviert werden, weil die stabilitätspolitischen Voraussetzungen (im wesentlichen die Eindämmung von Inflation und Budgetdefizit) nicht gegeben waren. Ähnlich

verhält es sich mit den vorgesehenen Projektkrediten der Weltbank von rund 5 Mrd. Dollar. Der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBRD) ist eine wichtige Rolle bei der Unterstützung der Klein- und Mittelbetriebe zugeordnet. Dafür soll ein Fonds von 300 Mio. Dollar eingerichtet werden. Weiter wird damit gerechnet, dass die verschiedenen Exportkredit-Institutionen rund 10 Mrd. Dollar, vorab für den Energiebereich, bereitstellen. Diese Summe umfasst zum Teil bereits 1992 zugesagte, aber nie beanspruchte bilaterale Kredite und Garantien. Schliesslich enthält das Hilfspaket die bereits früher im Pariser Club beschlossene Umschuldung von Verbindlichkeiten Russlands gegenüber öffentlichen Auslandgläubigern in Höhe von rund 15 Mrd. Dollar. Diese Restrukturierung wurde möglich, nachdem sich Russland und die Ukraine Anfang April 1993 über die Aufteilung der Schulden und Vermögenswerte einigen konnten.

Anfang März schloss Polen mit dem IWF eine Bereitschaftskreditvereinbarung über 476 Mio. SZR ab, nachdem das Parlament nach hartem Ringen das Budgetgesetz zur Begrenzung des Staatsdefizits auf 5% des Bruttoinlandprodukts verabschiedet hatte. Ende April stimmte das Parlament im dritten Anlauf dem Gesetz über die Privatisierung von 600 grossen und mittleren Staatsunternehmen zu. Dieses Gesetz bildete zusammen mit der Sanierung des Staatshaushalts das Kernstück der im Dezember 1992 mit dem IWF ausgehandelten Absichtserklärung.

Nach der Trennung und der Einführung eigener Währungen sahen sich beide Nachfolgestaaten der Tschechoslowakei einem starken Rückgang der Devisenreserven gegenüber. Die Tschechische Republik schloss Mitte März mit dem IWF eine Bereitschaftskreditvereinbarung über 177 Mio. SZR ab. Demgegenüber scheiterten Kreditverhandlungen der Slowakischen Republik mit dem IWF wegen Differenzen über Massnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft.

Im April wurde Tadschikistan Mitglied des IWF. Die Schweiz vertritt die Interessen Tadschikistans, bis das Land bei den nächsten Exekutivdirektorenwahlen im Herbst 1994 der von der Schweiz geleiteten Ländergruppe beitreten kann. Im selben Monat trat auch die ehemalige jugo-

slawische Republik Mazedonien nach Slowenien und Kroatien als dritte der fünf Nachfolgerepubliken Jugoslawiens dem IWF bei.

Im Rahmen der G-24 hatte sich die Schweiz 1991 verpflichtet, Bulgarien einen Zahlungsbilanzhilfekredit von 32 Mio. Dollar zu gewähren. Dieser konnte Ende April ausbezahlt werden, nachdem das bulgarische Parlament im Februar 1993 das entsprechende Abkommen ratifiziert hatte.

## 2. Schweiz

In der Schweiz zeigten sich im ersten Quartal 1993 noch keine Zeichen einer konjunkturellen Besserung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal nochmals ab und lag um 1,1% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Sowohl die Inlandnachfrage als auch die realen Ausfuhren sanken deutlich. Die Güterexporte lagen erstmals seit dem dritten Quartal 1991 unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Unternehmen rechnen auch für die kommenden Monate mit sinkenden Bestellungen aus dem In- und Ausland. Der vorlaufende Konjunkturindikator der KOF/ETH stieg indessen gegenüber dem Vorquartal verlangsamt weiter.

Die Beschäftigung ging sowohl in der Industrie und im Bau als auch im Dienstleistungssektor weiter zurück. Die Zahl der Ganzarbeitslosen stieg im ersten Quartal saisonbereinigt um 16 000 auf durchschnittlich 123 000. Dies entsprach einer Arbeitslosenquote von 4,0%.

Die Jahresinflationsrate betrug im ersten Quartal durchschnittlich 3,5%, gegenüber 3,4% in der Vorperiode. Die leichte Erhöhung ist auf die wieder stärker steigenden Preise ausländischer Güter zurückzuführen. Die Binnenteuerung schwächte sich dagegen weiter ab. Im Bereich der Dienstleistungen lag sie allerdings immer noch bei über 5%.

Die Nationalbank setzte ihre im vierten Quartal 1992 gelockerte Geldpolitik fort. Das gegenüber dem Sommer 1992 deutlich tiefere Zinsniveau schlug sich im ersten Quartal in einem Zuwachs der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge nieder. Sie stieg auf 29,3 Mrd. Franken und näherte

sich damit dem mittelfristigen Zielpfad. Während die Giroguthaben stagnierten, erhöhte sich der Notenumlauf deutlich. Für das zweite Quartal rechnet die Nationalbank mit einem weiteren Zuwachs der Notenbankgeldmenge auf rund 29,7 Mrd. Franken. Der Anstieg der Geldmenge  $M_1$  beschleunigte sich Ende März auf rund 10%.

Die Zinssätze bildeten sich im ersten Quartal weiter zurück. Im März lag der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt bei rund 5%, gegenüber 6,2% im Dezember. An der Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen gemessen, sanken die langfristigen Zinssätze bis März um 0,8 Prozentpunkt auf 4,7%. Anfang Januar und Mitte März senkte die Nationalbank den offiziellen Diskontsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 5% und passte ihn damit an die tieferen Geldmarktsätze an. Im April und Mai blieben die kurz- und langfristigen Zinssätze ungefähr auf dem im März erreichten Niveau.

Nach der leichten Abschwächung im Januar und Februar stabilisierte sich der Franken im März. Im April festigte er sich gegenüber den meisten Währungen, insbesondere gegenüber dem amerikanischen Dollar und der D-Mark. Der reale, exportgewichtete Wechselkurs bildete sich im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht zurück. Er lag indessen immer noch um durchschnittlich 2,2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (4. Quartal 1992: 2,6%).

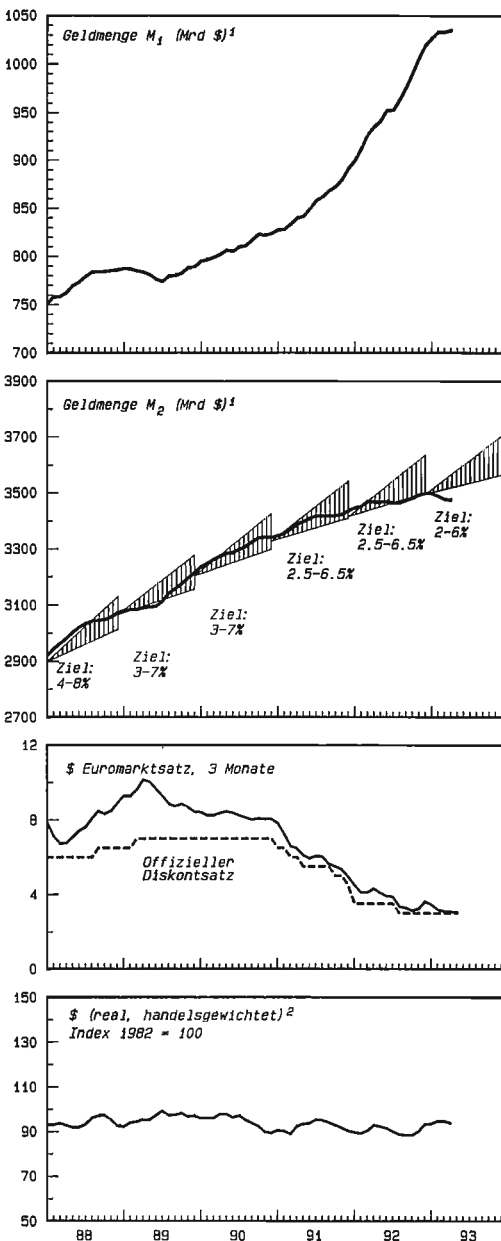
## B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

### Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten schwächte sich der Konjunkturaufschwung im ersten Quartal 1993 ab. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal und auf ein Jahr hochgerechnet um 0,9% zu und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 2,7%.

Der private Konsum nahm gegenüber dem Vorquartal hochgerechnet nur um 1,2% zu. Dieses schwache Wachstum stellte teilweise eine Korrektur gegenüber dem kräftigen, von einem aus-

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

geprägten Rückgang der Sparquote begleiteten Zuwachs in der zweiten Jahreshälfte 1992 dar. Zur Verlangsamung des Konjunkturaufschwungs trugen aber auch die ausserordentlich schlechten Wetterbedingungen im März bei. Während der Wohnungsbau stagnierte, sanken die Exporte um 3,6%. Die Staatsausgaben gingen wegen der aussergewöhnlich geringen Auslieferungen der Rüstungsindustrie zurück (-7,3%). Die Unternehmensinvestitionen wuchsen dagegen mit 11,4% deutlich stärker als im Vorquartal. Auch die Lager wurden kräftig aufgebaut; dies widerspiegelte sich teilweise in stark steigenden Importen (+12,4%).

Die Industrieproduktion nahm gegenüber dem vierten Quartal hochgerechnet um 1,2% zu und lag damit um 4,1% höher als vor Jahresfrist. Die Kapazitätsauslastung stieg gegenüber dem Vorquartal von 79,3 auf 79,9%. Die Beschäftigung expandierte erstmals im laufenden Konjunkturaufschwung deutlich. Sie stieg um durchschnittlich 153 000 Personen pro Monat und übertraf damit den Vorjahresstand um 0,9%. Die Arbeitslosenquote fiel dadurch auf 7,0%, gegenüber 7,3% im vierten Quartal. Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren stiegen erneut deutlich, was auf eine anhaltende Konjunkturerholung hindeutet.

Die Jahreststeuerung zog im ersten Quartal leicht auf 3,2% an. Gleichzeitig verschlechterten sich einige Frühindikatoren der Teuerungsentwicklung. Besonders deutlich stiegen die Preise landwirtschaftlicher Produkte sowie von Bauholz. Auch die Löhne erhöhten sich etwas stärker als in den Vorquartalen. Nach Meinung vieler Konjunkturbeobachter dürfte der Teuerungsrückgang abgeschlossen sein.

Der gegensätzliche Verlauf der Inlandnachfrage in den Vereinigten Staaten einerseits sowie in Europa und Japan andererseits liess das Defizit der amerikanischen Handelsbilanz weiter steigen. Im ersten Quartal betrug es rund 30 Mrd. Dollar, gegenüber 26 Mrd. in der Vorperiode. Die neue amerikanische Regierung führt die Fehlbeträge der amerikanischen Handels- und Ertragsbilanz teilweise auf die ihrer Ansicht nach zu restriktive Wirtschaftspolitik ihrer Partnerländer sowie auf Handelshemmnisse in Europa und Japan zurück. Sie beabsichtigt deshalb, bestimmter als in der

Vergangenheit auf die Konjunktur- und Aussenhandelspolitik ihrer Partnerländer einzuwirken.

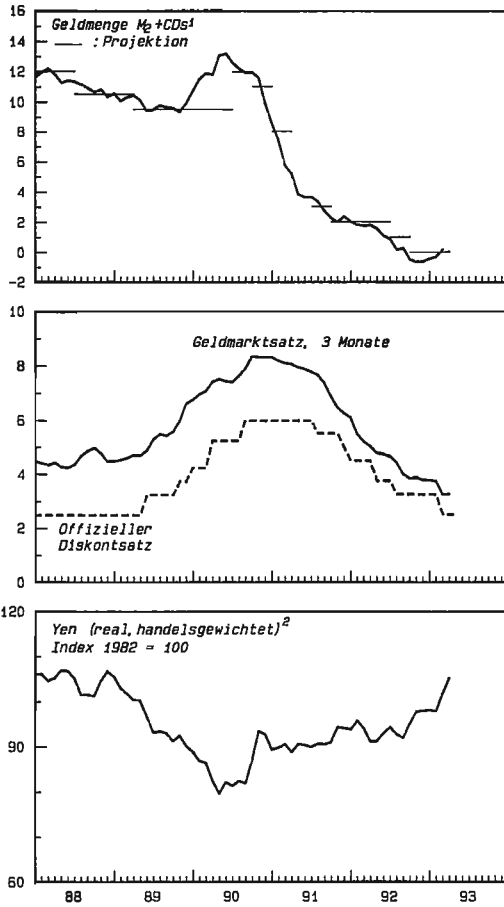
Das von der neuen Regierung vorgelegte Budgetprogramm ist hauptsächlich auf die mittelfristige Reduktion des Haushaltsdefizits ausgerichtet. In den Jahren 1993-97 soll das Bundesdefizit um insgesamt 472 Mrd. Dollar abgebaut werden. Die Sanierung soll je zur Hälfte über zusätzliche Einnahmen und über Kürzungen der Ausgaben erfolgen. Auf der Einnahmenseite sind Steuererhöhungen auf hohen Einkommen sowie eine Energiesteuer vorgesehen. Die Ausgaben werden vor allem in den Bereichen Verteidigung, Verwaltung und Sozialleistungen gesenkt. Mit diesen Massnahmen soll der Anteil des Defizits am Bruttoinlandprodukt bis zum Fiskaljahr 1997 von gegenwärtig rund 5% auf 2,8% gesenkt und das Verhältnis zwischen Bundesschuld und nominellem Sozialprodukt stabilisiert werden. Falls das Sanierungspaket vom Kongress im Sommer angenommen wird, dürfte von der Finanzpolitik in den Jahren 1994-1997 eine deutlich restriktive Wirkung, insbesondere auf den Konsum, ausgehen. Die Regierung rechnet indessen damit, dass der Defizitabbau zu tieferen Zinsen führen wird, die den Wohnungsbau und die Unternehmensinvestitionen stimulieren und die Exporte über einen schwächeren Dollar stärken.

Die amerikanischen Währungsbehörden beliessen die Geldpolitik im ersten Quartal weitgehend unverändert. Während die Geldmarktsätze bei rund 3% blieben, bildeten sich die Renditen langfristiger Obligationen von Dezember bis April um 0,8 Prozentpunkt auf knapp 6% zurück. Sie fielen damit auf den tiefsten Stand seit Anfang der siebziger Jahre. Die langfristigen Zinssätze liegen indessen immer noch deutlich über den kurzfristigen Sätzen. Die Geldmenge  $M_2$  lag im ersten Quartal um 0,9% unter dem entsprechenden Vorjahreswert; sie unterschritt damit das Zielband von 2 bis 6% deutlich.

### **Japan**

In Japan setzte sich der Konjunkturrückgang fort. Im vierten Quartal 1992 stagnierte das reale Bruttoinlandsprodukt gegenüber dem Vorquartal; es lag damit noch um 0,6% über dem entspre-

**Grafik 4: Japan**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

chenden Vorjahresstand. Während die inländische Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen mit Ausnahme der Staatsausgaben sank, wuchsen die realen Exporte gegenüber dem Vorquartal kräftig (+1,8%). Die Importe schrumpften dagegen parallel zur nachlassenden Binnennachfrage (-1,7%).

Im ersten Quartal 1993 blieb die Konjunktur schwach. Der Konsum ging zurück, und die realen Detailhandelsverkäufe lagen um 4% unter dem Vorjahresstand. Da die Unternehmen die Bonus-

zahlungen kürzten, nahm das verfügbare Einkommen verlangsamt zu. Die Industrieproduktion verharrte auf dem tiefen Stand des Vorquartals und lag damit um 6,5% tiefer als vor Jahresfrist. Gegenüber dem ersten Quartal 1991, dem vorangegangenen konjunkturellen Höhepunkt, ist die Industrieproduktion nunmehr um 11% gesunken. Die Auftragseingänge für Maschinen und Ausrüstungsgüter stiegen im ersten Quartal zwar gegenüber der Vorperiode erstmals wieder leicht; sie lagen aber immer noch um 15% unter dem Vorjahreswert. Gemäss der im Februar durchgeführten vierteljährlichen Unternehmensumfrage der Bank von Japan verschlechterten sich im Februar die Unternehmerrwartungen gegenüber der Vorhebung auf breiter Front.

Trotz der anhaltenden Konjunkturfalte erhöhte sich die Arbeitslosenquote kaum. Im ersten Quartal lag sie bei 2,3%, gegenüber 2,2% im Vorquartal. Das Verhältnis der Zahl offener Stellen zur Zahl der Arbeitssuchenden ging weiter zurück. In Japan stellen die flexiblen Löhne und Arbeitszeiten wichtige Konjunkturpuffer auf dem Arbeitsmarkt dar. Bei schlechter Konjunkturlage wird ausserdem die innerbetriebliche Umschulung und Weiterbildung stark ausgedehnt; dies hängt eng mit dem System der lebenslangen Beschäftigung beim selben Arbeitgeber zusammen.

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteueringang blieb im ersten Quartal tief (+1,3%). Dies war wie im Vorquartal teilweise einem Basiseffekt zuzuschreiben. In den beiden entsprechenden Vorjahresquartalen waren die Preise für frische Nahrungsmittel witterungsbedingt stark gestiegen. Die ohne diese Preise berechnete Teuerung betrug 1,8%.

Der Überschuss der japanischen Ertragsbilanz vergrösserte sich weiter. Im ersten Quartal betrug er 36,9 Mrd. Dollar, gegenüber 32,9 Mrd. Dollar im Vorquartal. Die wachsenden Überschüsse sind einerseits auf steigende Exporte zurückzuführen, die von der Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten sowie vor allem vom kräftigen Wachstum in Südostasien profitieren. Andererseits bildeten sich die Importe konjunkturbedingt zurück.

Die hartnäckige Konjunkturschwäche, die fragile Lage des Finanzsektors und die hohen Ertragsbil-

lanzüberschüsse, welche zu wachsendem Druck der Handelspartner führten, veranlassten die japanische Regierung, Mitte April ein zweites grosses Konjunkturprogramm vorzustellen. Mit zusätzlichen Ausgaben von 13,2 Bio. Yen übertrifft es das Paket vom August 1992 (10,7 Bio. Yen) und stellt damit das grösste Stimulierungsprogramm der Nachkriegszeit dar. Wie das erste Programm legt es den Akzent auf erhöhte Staatsausgaben im Infrastrukturbereich. Rund die Hälfte der Summe werden für Flughäfen, Spitäler, Schulen und Wohlfahrteinrichtungen ausgegeben. Der Rest dient zur Stützung des Immobilienmarktes sowie für Kredite an private – vor allem kleine – Unternehmen. Das Ausgabenprogramm soll im Parlament in der bis 20. Juni laufenden Session diskutiert und verabschiedet werden und dürfte der Konjunktur vom vierten Quartal 1993 an Schub verleihen. Darüber hinaus soll es das Vertrauen der Wirtschaft und der Investoren wiederherstellen und damit die private Investitionstätigkeit stützen.

Die japanischen Währungsbehörden lockerten ihre Geldpolitik im ersten Quartal weiter, indem sie den Tagesgeldsatz von 3,9% im Januar auf 3,3% im Februar zurücknahmen. Am 4. Februar senkte die Bank von Japan den Diskontsatz um dreiviertel Prozentpunkt auf 2,5%. Die Geldmarktsätze bildeten sich ebenfalls deutlich zurück; der dreimonatige Satz für Depositenzertifikate lag im April bei durchschnittlich 3,2% gegenüber 3,8% im Januar. Am Devisenmarkt wertete sich der Yen gegenüber allen wichtigen Währungen, vor allem aber gegenüber dem Dollar massiv auf. Im April fiel die amerikanische Währung gegenüber dem Yen auf einen historischen Tiefstand von 110 Yen per Dollar. Die Höherbewertung des Yen veranlasste die japanische Zentralbank, am Devisenmarkt zu intervenieren. Die Geldmenge  $M_2+CD$  nahm im ersten Quartal nochmals leicht ab; sie unterschritt den Vorjahresstand um 0,2%. Für das zweite Quartal legte die Bank von Japan die Projektion auf 0–1% fest. Der Aktienmarkt erholte sich im März und April markant. Dazu trug hauptsächlich die Ankündigung des zweiten Konjunkturstützungsprogramms bei.

## **Deutschland**

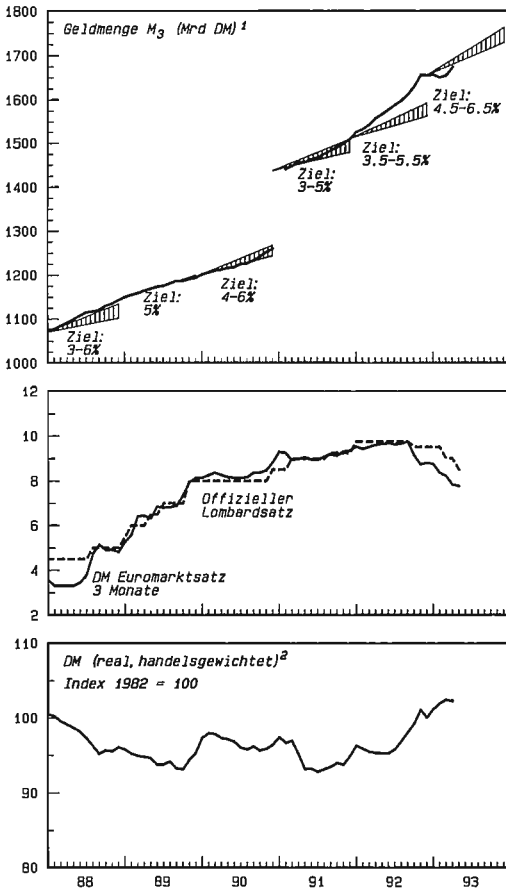
In den alten Bundesländern setzte im zweiten Halbjahr 1992 ein Konjunkturabschwung ein. Das reale Bruttosozialprodukt ging im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,6% zurück, nachdem es schon im dritten Quartal um 1% gesunken war. Es lag damit leicht unter dem Vorjahresstand. Die konjunkturelle Abschwächung ist vor allem auf die rückläufigen Ausrüstungsinvestitionen und Exporte zurückzuführen. Im Vergleich zur Vorperiode sanken sie real um 4,7% bzw. 1,4%. Konjunkturstützend wirkten dagegen die Bauinvestitionen, die nach dem Rückgang im dritten Quartal wieder deutlich zunahmen (real +3%). Auch der private Konsum wuchs mit 1,4% kräftig, doch war dies vor allem auf Sonderfaktoren zurückzuführen: So verfügten die Konsumenten über höhere Einkommen, da Mitte 1992 der Solidarsteuerzuschlag zugunsten der neuen Bundesländer weggefallen war. Ferner wurden Käufe vorgezogen, um die höheren Mehrwertsteuersätze, die Anfang 1993 in Kraft traten, zu umgehen. Der staatliche Konsum, der in der Vorperiode gesunken war, nahm ebenfalls wieder geringfügig zu.

In den ersten Monaten des Jahres 1993 setzte sich die Rezession fort. Nach dem Anstieg im vierten Quartal bildeten sich die Detailhandelsumsätze deutlich zurück. Besonders stark litt der Absatz von Automobilen; gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode wurden rund ein Viertel weniger Personenwagen verkauft. Die Produktion der verarbeitenden Industrie sank erneut deutlich und unterschritt ihren Vorjahreswert um mehr als 10%. Die Investitionsgüterindustrie war vom Nachfrageeinbruch besonders stark betroffen. Der Auftragseingang stagnierte insgesamt auf tiefem Niveau. Gemäss den jüngsten Umfragen dürfte die Industrieproduktion in den nächsten Monaten weiter zurückgehen und sich frühestens Anfang 1994 erholen.

Der Stellenabbau verstärkte sich im ersten Quartal 1993. Entsprechend nahm die Zahl der Arbeitslosen sowie der Kurzarbeitenden zu. Die Arbeitslosenquote stieg von durchschnittlich 7,2% im vierten Quartal 1992 auf 7,6% im ersten Quartal. Ausserdem kündigten verschiedene grosse Unternehmen Restrukturierungsmassnahmen an,



**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: OECED

die zu einem umfangreichen Abbau von Arbeitsplätzen führen werden.

Die westdeutsche Jahreststeuerung erhöhte sich im ersten Quartal weiter auf durchschnittlich 4,3%, verglichen mit 3,7% in der Vorperiode. Neben den höheren Preisen für Dienstleistungen schlug auch die Anhebung der Mehrwertsteuer um einen Prozentpunkt auf die Verbraucherpreise durch.

In den neuen Bundesländern stagnierte die Produktion der verarbeitenden Industrie im vierten

Quartal 1992, nachdem sie im Vorquartal noch abgenommen hatte. Während die Produktion von Investitionsgütern zurückging, stieg diejenige von Konsumgütern. Die Auftragslage schwächte sich insgesamt geringfügig ab. Erneut standen höheren Bestellungen aus dem Inland stark sinkende Auslandsaufträge gegenüber. Das Baugewerbe expandierte weiter. Sowohl die Produktion als auch der Auftragseingang waren erheblich höher als im Vorquartal.

Die ostdeutsche Arbeitslosenquote stieg im ersten Quartal auf 15,4%. Während die Zahl der Frühpensionierten wieder stark zunahm, sank die Zahl der Kurzarbeitenden und der Personen, die von Arbeitsbeschaffungsmassnahmen profitieren.

Die Jahresinflationsrate belief sich im ersten Quartal in den neuen Bundesländern auf rund 9%. Im Jahre 1992 glichen sich die meisten Preise für Güter und Dienstleistungen an das westdeutsche Niveau an. Eine Ausnahme bilden einige administrative Preise, wozu insbesondere die Mieten gehören. In diesem Bereich ist mit weiteren Teuerungsschüben zu rechnen.

Die Deutsche Bundesbank lockerte ihre Geldpolitik in kleinen Schritten weiter. Sie nahm den Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte von 8,6% Anfang Februar auf 7,6% Mitte Mai zurück. Die Zentralbank unterstrich die Lockerung mit einem dreimaligen Senken des Diskontsatzes. Am 5. Februar wurde er um einen viertel Prozentpunkt auf 8%, am 19. März um einen halben Prozentpunkt auf 7,5% und am 23. April um einen viertel Prozentpunkt auf 7,25% zurückgenommen. Der Lombardsatz wurde im Februar und im April um je einen halben Prozentpunkt von 9,5% auf 8,5% angepasst. Die Rendite langfristiger festverzinslicher Wertpapiere sank von durchschnittlich 7,1% im Januar auf 6,6% im April.

Die Geldmenge  $M_3$ , die 1992 stark gewachsen war, stagnierte im ersten Quartal. Das Wachstumsziel des Aggregats, das auf 4,5–6,5% festgelegt worden war, wurde somit deutlich unterschritten. Insbesondere normalisierte sich der Bargeldumlauf, der zuvor wegen der neuen Zinsabschlagsteuer ausserordentlich stark zugenommen hatte.

Mitte März gelangten die Bundesregierung, die Länder und die Opposition zu einer Übereinkunft über die weitere wirtschaftliche Bewältigung der deutschen Einigung. In diesem «Solidarpakt» sind zur Hauptsache zusätzliche Mittel für den Ausbau der neuen Bundesländer vorgesehen. Die Massnahmen werden vor allem durch einen Zuschlag auf die Einkommenssteuer in der Höhe von 7,5% finanziert, der Anfang 1995 eingeführt werden soll.

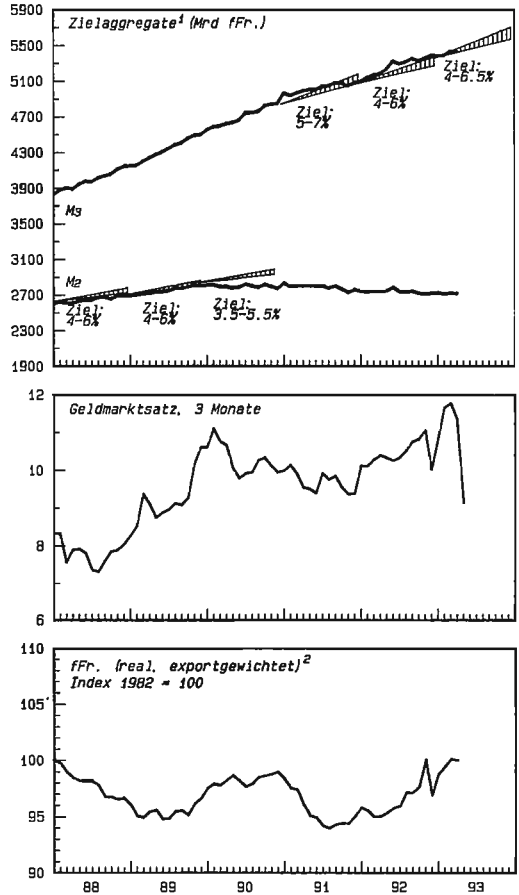
### Frankreich

In Frankreich kühlte sich die Konjunktur gegen Ende 1992 deutlich ab. Das reale Bruttoinlandprodukt sank gegenüber dem Vorquartal um 0,4%, nachdem es zuvor noch geringfügig gewachsen war. Im Vorjahresvergleich erhöhte es sich um 0,7%. Die konjunkturelle Abschwächung ist vor allem auf die nachlassende Investitionstätigkeit zurückzuführen. Die Investitionsausgaben nahmen gegenüber der Vorperiode um real 1,2% ab und lagen damit um 2,7% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Auch die Exporte, die in den ersten drei Quartalen zugenommen hatten, bildeten sich deutlich zurück. Dagegen wuchsen der staatliche und der private Konsum nochmals leicht.

Nach dem starken Rückgang im vierten Quartal stabilisierte sich die Produktion der verarbeitenden Industrie im ersten Quartal 1993 auf tiefem Niveau. Sie lag damit um 4% tiefer als vor Jahresfrist. Während sich die Produktion der Lebensmittelindustrie leicht belebte, blieb diejenige der Investitionsgüterindustrie gedrückt. In der Automobilindustrie wurde sie markant gedrosselt. Im ersten Quartal lag die Zahl der neu immatrikulierten Fahrzeuge um knapp 23% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Unternehmer rechnen für die nächsten Monate nicht mit einer Konjunkturbelebung. Die Lager sind überhöht, der Auftragsbestand ist tief, und der Absatz geht zurück.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich weiter. Die Zahl der Arbeitslosen stieg auf über 3 Mio., und die Arbeitslosenquote erhöhte sich auf 10,6%. Vermehrt sind auch Arbeitnehmer in Kaderpositionen vom Stellenabbau betroffen.

**Grafik 6: Frankreich**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)  
<sup>2</sup> Quelle: OECD

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung nahm vor allem infolge der Erhöhung verschiedener Gebühren leicht zu. Im ersten Quartal betrug die Jahresteuersatzrate 2,1%, gegenüber 1,8% im Vorquartal. Die Warenpreise stiegen mit 1,4% deutlich langsamer als die Preise privater Dienstleistungen (4,5%).

Die konjunkturelle Abschwächung im In- und Ausland schlug sich in einer markanten Verlangsamung des Aussenhandels nieder. Im vierten Quartal 1992 lagen die Ausfuhren und Einfuhren real um je 0,8% höher als vor Jahresfrist. Die Handelsbilanz wies erneut einen Überschuss auf. Für

das gesamte Jahr betrug er 30,6 Mrd. Francs. Nachdem die Ertragsbilanz im Jahre 1991 mit einem Fehlbetrag von 33,4 Mrd. Francs abgeschlossen hatte, wies sie 1992 einen Überschuss von 14,7 Mrd. Francs auf.

Das Budgetdefizit betrug im Jahre 1992 226 Mrd. Francs bzw. 3,2% des Bruttoinlandprodukts. Damit wurde der ursprünglich auf 90 Mrd. Francs bzw. 1,3% des Bruttoinlandprodukts geschätzte Betrag massiv überschritten. Die öffentliche Schuld nahm zu; mit einem Anteil am Bruttoinlandprodukt von 29,8% blieb sie im internationalen Vergleich jedoch tief. Das Budget für 1993, das auf der Annahme eines realen Wirtschaftswachstums von 2,6% beruht, weist einen Fehlbetrag von 165 Mrd. Francs aus. Infolge der ausgeprägten Konjunkturschwäche, welche die Einnahmen drückt und die Ausgaben für den Zinsendienst sowie die Sozialversicherungen erhöht, zeichnen sich indessen beträchtliche Budgetüberschreitungen ab. Gemäss offiziellen Schätzungen wird sich der Fehlbetrag auf 330 Mrd. Francs ausweiten. Dies entspricht einem Anteil am Bruttoinlandprodukt von 4,8%. Zusammen mit dem Defizit der Sozialversicherungen dürfte der Fehlbetrag auf über 400 Mrd. Francs steigen. Anfang Mai stellte die neue französische Regierung einen Plan zur Sanierung des Staatshaushalts vor. Neben Steuererhöhungen sowie höheren Fiskalabgaben enthält er auch Massnahmen zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit. So plant die Regierung steuerliche Erleichterungen für Klein- und Mittelbetriebe sowie Hilfeleistungen an die Bauwirtschaft.

Die französische Geldpolitik stand im ersten Quartal im Zeichen der Parlamentswahlen von Ende März. Angesichts der Unsicherheit über die künftige Wechselkurspolitik blieb der französische Franc im Januar und Februar schwach, obschon die Banque de France den Pensionssatz Anfang Januar von 10% auf 12% heraufsetzte und der Satz für dreimonatige Interbankeneinlagen im Januar und Februar über 12% stieg. Dank der Zinsentspannung in Deutschland festigte sich die französische Währung im März, und die kurzfristigen Zinssätze bildeten sich etwas zurück. Nachdem die neue Regierung ihre Entschlossenheit bekundet hatte, die gegenwärtige Franc-D-Mark-Parität zu verteidigen, erstarkte der Franc zu-

sehends, und die Geldmarktsätze gaben weiter nach. Von Mitte April bis Ende Mai senkte die Banque de France ihren Pensionssatz in mehreren Schritten von 12% auf 8,5% und reduzierte den Interventionsatz von 9,1% auf 7,5%. Bis Ende April fiel der Satz für dreimonatige Interbankeneinlagen auf 8,1%. Auch die Rendite langfristiger Staatspapiere bildete sich weiter zurück. Im März belief sie sich noch auf 7,3%, gegenüber 7,8% im Januar.

Die Geldmenge  $M_3$  lag im ersten Quartal um 5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die französischen Währungsbehörden legten für 1993 einen Zielkorridor von 4–6,5% fest.

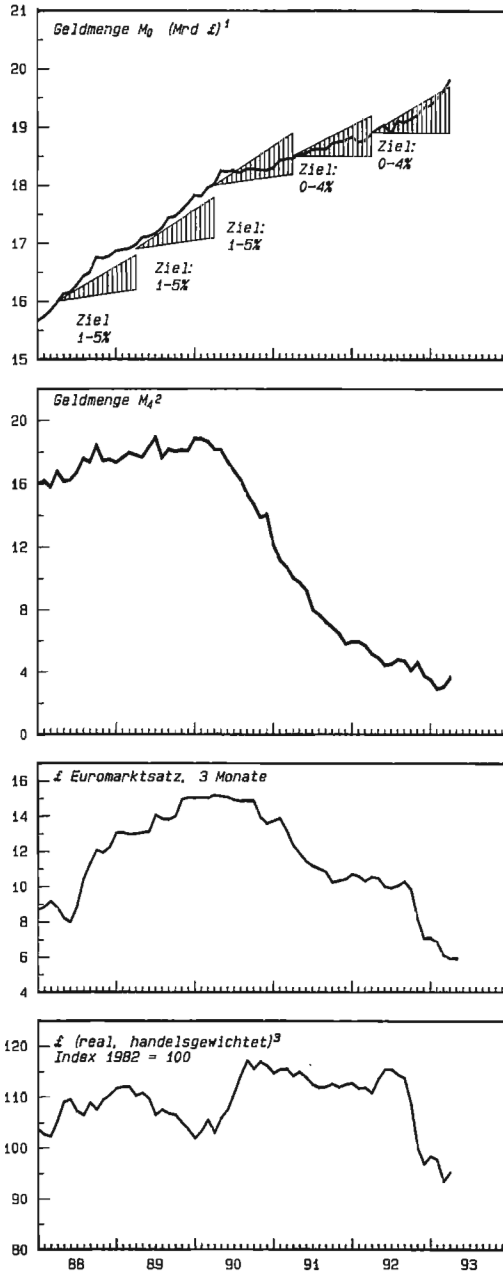
### **Grossbritannien**

Nach einer mehr als zweijährigen Rezession mehrten sich in Grossbritannien im vierten Quartal 1992 die Zeichen einer konjunkturellen Erholung. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode um 0,3%, nachdem es sich im dritten Quartal um 0,2% erhöht hatte. Im Vorjahresvergleich ergab sich ein Rückgang von 0,2% (3. Quartal: -0,6%). Mit Ausnahme der Bauinvestitionen, die wiederum rückläufig waren, trugen alle Nachfragekomponenten zum leichten Wirtschaftswachstum bei. Insbesondere wuchsen die Exporte, die im dritten Quartal noch gesunken waren.

Im ersten Quartal 1993 verdeutlichte sich die konjunkturelle Trendwende. Gemäss ersten Schätzungen stieg das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode um 0,3%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie, die im vierten Quartal abgenommen hatte, erhöhte sich, und die Bestellungseingänge nahmen zu. Auch die Umsätze im Detailhandel stiegen, wovon vor allem langlebige Konsumgüter profitierten. Im Bausektor, der stark vom Zusammenbruch der Immobilienpreise in Mitleidenschaft gezogen worden war, verbesserte sich die Lage ebenfalls: Im ersten Quartal wurden wieder mehr Neubauten in Angriff genommen.

Die Arbeitslosenquote erhöhte sich im ersten Quartal etwas weniger stark als in den Vorperioden. Sie betrug 10,5%, gegenüber 10,3% im vier-

**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

ten Quartal 1992. Gleichzeitig sank die durchschnittliche Teuerung deutlich von 3% auf 1,8%. Der starke Teuerungsrückgang war zum grossen Teil auf die Senkung der Hypothekensätze zurückzuführen: Die Basisinflation, in der die Hypothekarzinsen nicht enthalten sind, bildete sich nur von 3,7% auf 3,4% zurück.

Die britischen Währungsbehörden lockerten die Geldpolitik auch im ersten Quartal 1993. Nachdem die Bank of England den Interventionssatz seit September 1992 in mehreren Schritten um insgesamt 5 Prozentpunkte zurückgenommen hatte, wurde er am 26. Januar 1993 erneut um einen Prozentpunkt gesenkt. Der Basiszinssatz, den die Banken ihren erstklassigen Schuldern verrechnen, sank auf 6%. Das britische Pfund schwächte sich im ersten Quartal gegenüber dem Dollar und der D-Mark weiter ab. Im Februar verzeichnete die britische Währung Tiefstwerte, die seit mehreren Jahren nicht mehr erreicht worden waren. Im Vergleich zum September 1992, als Grossbritannien den Wechselkursmechanismus des EWS verlassen hatte, sank das Pfund gegenüber dem Dollar um 22% und gegenüber der D-Mark um 12%.

Die monetäre Basis  $M_0$  wuchs im ersten Quartal 1993 mit einer Jahresrate von 4,4% (Vorperiode: +2,7%). Sie befand sich damit über dem oberen Rand des Zielkorridors, der für das Fiskaljahr 1992/93 auf 0-4% festgesetzt worden war. Infolge des Zinsrückgangs nahm der Bargeldumlauf deutlich zu. Die Geldmenge  $M_4$ , die neben den Bankeinlagen auch die Einlagen bei den Bausparkassen enthält, stieg dagegen etwas schwächer als im Vorquartal.

Mitte März legte der britische Schatzkanzler den zweiten Teil des Budgets – die Einnahmenseite – für das Haushaltsjahr 1993/94 vor. Die Regierung rechnet mit einem realen Wirtschaftswachstum von etwas über einem Prozent im laufenden Fiskaljahr. Um die leichte Erholung nicht zu gefährden, werden die Steuern – von einigen Ausnahmen abgesehen – nicht erhöht. Das Budgetdefizit dürfte auf rund 50 Mrd. Pfund, d.h. rund 8% des Bruttoinlandprodukts, steigen. Im vergangenen Fiskaljahr 1992/93 betrug es 35 Mrd. Pfund bzw. knapp 6% des Bruttoinlandprodukts. Für 1994 und 1995 sind kräftige Steuererhöhungen geplant,

um eine weitere Zunahme des Budgetdefizits zu verhindern. Insbesondere soll die Mehrwertsteuer auf den Energieverbrauch der privaten Haushalte ausgedehnt werden.

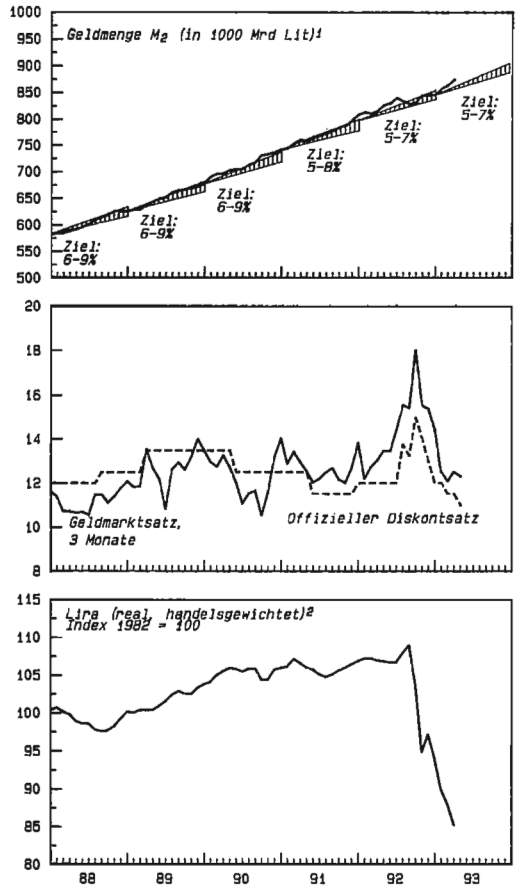
### Italien

Im vierten Quartal 1992 verstärkten sich die rezessiven Tendenzen in Italien. Das reale Bruttoinlandprodukt sank gegenüber der Vorperiode um 0,6%, nachdem es bereits im dritten Quartal um 0,5% zurückgegangen war. Es lag damit um 0,3% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Zur konjunkturellen Abkühlung trug vor allem die nachlassende Binnennachfrage bei. Während der private Konsum leicht sank, bildeten sich sowohl die Ausrüstungs- als auch die Bauinvestitionen verstärkt zurück. Sie lagen um 7,0% bzw. 3,2% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Infolge der flauen Konjunktur im Ausland sanken auch die realen Exporte gegenüber dem Vorquartal (-0,8%). Die Einfuhren nahmen indessen weit stärker ab als die Ausfuhren.

Im ersten Quartal 1993 stagnierte die Industrieproduktion auf dem tiefen Niveau der Vorperiode. Sie lag damit um 5,7% unter dem Vorjahresniveau. Von der Rezession sind alle Industriezweige, insbesondere aber die Investitionsgüterindustrie betroffen. Der deutliche Rückgang der inländischen Bestellungen weist auf eine weitere Abschwächung der Binnennachfrage hin. Dagegen erholte sich der Auftragseingang aus dem Ausland. Dies ist vor allem auf die markante Abwertung der Lira zurückzuführen, die von September 1992 bis März 1993 handelsgewichtet um mehr als 20% an Wert verlor. Die Produktionsaussichten werden für die kommenden Monate etwas optimistischer eingeschätzt als noch in der zweiten Hälfte 1992.

Die konjunkturelle Abkühlung widerspiegelte sich in einer sinkenden Beschäftigung. Während die Zahl der Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor leicht stieg, nahm sie im Industriesektor ab. Im Durchschnitt der Monate Januar und Februar lag sie in den grossen Industriebetrieben um 6,7% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Verschlechterung der Beschäftigungslage kommt indessen in der neuen Arbeitslosenstati-

Grafik 8: Italien



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

stik nicht zum Ausdruck. Im Januar betrug die Arbeitslosenquote 9,5%, gegenüber 9,6% drei Monate zuvor. Gemäss der alten Statistik stieg sie von 13,1% auf 13,6%.

Die Jahresteuern bildete sich von durchschnittlich 4,8% im vierten Quartal 1992 auf 4,3% im ersten Quartal zurück. Teuerungs-dämpfend wirkten neben der schwachen Binnennachfrage die seit der Abschaffung des automatischen Teuerungs-ausgleichs stark verlangsamt wachsenden Löhne. Im Januar und Februar lagen diese lediglich um 2,8% höher als ein Jahr zuvor. Seit Herbst

1992 führte indessen der markante Kursrückgang der Lira zusammen mit der Erstarkung des Dollars zu einem ausgeprägten Anstieg der Rohstoffpreise. Im ersten Quartal lagen diese um rund 30% höher als vor Jahresfrist. Dementsprechend steigen auch die Grosshandelspreise seit einiger Zeit wieder stärker. Die am Grosshandelspreisindex gemessene Jahreststeuerung betrug im ersten Quartal 4,6%, gegenüber durchschnittlich 3,0% im vierten und 1,7% im dritten Quartal 1992.

Trotz den im Sommer 1992 durchgesetzten Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen kletterte das italienische Staatsdefizit im ersten Quartal weiter in die Höhe. Da die Einnahmen schwächer als erwartet zunahm, rechnet die italienische Regierung für 1993 mit einem Defizit in Höhe von 167 000 Mrd. Lire bzw. 12% des Bruttoinlandprodukts. Dies ist bedeutend mehr, als sie ursprünglich budgetiert hatte.

Die Banca d'Italia lockerte ihre Geldpolitik in den ersten Monaten von 1993 weiter. Zwischen Januar und April senkte sie den offiziellen Diskontsatz in zwei Schritten von 12% auf 11%. Ferner verringerte sie die Mindestreservesätze. Der Dreimonatssatz am Interbankenmarkt sank von 13,9% im Dezember auf 11,5% im April. Die Verzinsung zwölfmonatiger Schatzwechsel (BoT) fiel im gleichen Zeitraum von 13% auf 11,8%. Angesichts der anhaltenden Schwäche der Lira – Anfang April fiel die italienische Währung mit 1000 Lire pro D-Mark gegenüber der deutschen Währung auf einen historischen Tiefstwert – intervenierte die italienische Zentralbank verschiedene Male an den Devisenmärkten. Nachdem sich die Lira ab Mitte April etwas gefestigt hatte, senkte die Banca d'Italia den Diskontsatz am 21. Mai auf 10,5%, den tiefsten Wert seit 1978.

Das Wachstum der Geldmenge  $M_2$  beschleunigte sich im ersten Quartal wieder. Im Vorjahresvergleich stieg sie um 6,4%. Für 1993 legten die italienischen Währungsbehörden einen Zielkorridor von 5–7% fest.

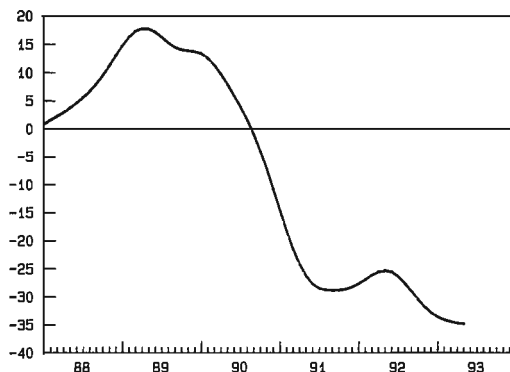
## C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

### 1. Der realwirtschaftliche Bereich

#### Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Die Rezession in der Schweiz hielt im ersten Quartal an. Neben einer fortgesetzt schwachen Binnenkonjunktur trug auch die erlahmende Exporttätigkeit dazu bei. Das reale Bruttoinlandprodukt ging binnen Jahresfrist um 1,1% zurück (4. Quartal 1992: -1,1%).

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 Fertigfabrikatlager – zusammensetzt  
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Nach der Umfrage der KOF-ETH blieb der Geschäftsgang der Industrie im März gedreht. Sowohl die binnenorientierte als auch die Exportindustrie waren davon betroffen. Die befragten Industrieunternehmen gaben schrumpfende Bestellungseingänge, äusserst unbefriedigende Auftragsbestände und eine anhaltend rückläufige Produktion an. Der Abbau der Lager setzte sich nicht weiter fort; sie werden als angemessen beurteilt. Die Kapazitätsauslastung (79,4%) sowie der Anteil der Überstunden an der Normalarbeitszeit (0,9%) sanken erneut.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

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

<sup>a)</sup> provisorisch

<sup>b)</sup> BSP

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

	1989	1990	1991	1992	1993					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
USA	4,6	5,5	4,3	3,0	3,0	3,2	3,3	3,3	3,1	3,2
Japan	2,3	3,1	3,4	1,7	1,0	1,3	1,3	1,4	1,2	0,9
Westdeutschland	2,8	2,7	3,5	4,0	3,7	4,3	4,4	4,2	4,2	4,3
Frankreich	3,6	3,4	3,1	2,4	1,8	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1
Grossbritannien	7,8	9,4	5,9	3,7	3,1	1,8	1,7	1,8	1,9	1,3
Italien	6,6	6,5	6,4	5,4	4,9	4,3	4,3	4,5	4,2	4,2
Schweiz	3,2	5,4	5,9	4,0	3,4	3,5	3,5	3,4	3,6	3,8

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

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

<sup>a)</sup> provisorisch

<sup>b)</sup> in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

<sup>c)</sup> ausgenommen Schulabgänger

<sup>d)</sup> ab 4. Quartal 1992: neue Erhebungsmethode; nicht saisonbereinigt

<sup>e)</sup> Ganzarbeitslose; ab April 1993 in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990

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

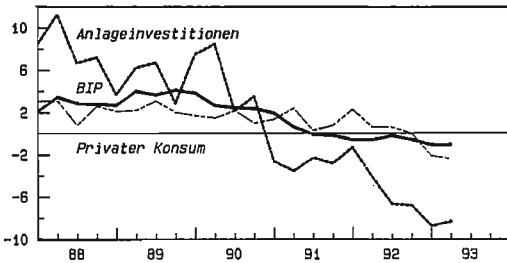
	1989	1990	1991 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>	1993 <sup>a)</sup>					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	-106,3	-94,1	-3,7	-62,4	-7,2	-6,4	-18,3	-15,8	-22,0	
Japan	57,2	35,8	72,9	117,7	22,9	27,6	28,8	28,3	32,9	36,9
Westdeutschland <sup>b)</sup>	57,4	47,1	-19,8	-25,1	-4,2	-7,0	-5,2	-5,7	-7,5	
Frankreich	-3,8	-9,4	-5,9	2,7	0,5	-1,3	1,1	0,1	2,9	
Grossbritannien <sup>c)</sup>	-35,6	-30,4	-11,3	-21,0	-1,1	-5,2	-5,8	-4,3	-5,6	
Italien <sup>c)</sup>	-10,8	-14,7	-21,1	-25,2	-5,0	-9,0	-5,4	-6,4	-4,7	
Schweiz <sup>c)</sup>	7,0	8,6	10,2	15,6	3,0	4,5	2,9	3,9	4,2	6,0

<sup>a)</sup> provisorisch

<sup>b)</sup> ab 3. Quartal 1990 einschl. Transaktionen der neuen Bundesländer mit dem Ausland

<sup>c)</sup> nicht saisonbereinigt

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



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

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

Für die kommenden Monate erwarten die Umfrageteilnehmer keine Belebung des Geschäftsverlaufs. Vielmehr wird von einem anhaltenden Bestellungsrückgang und einer weiter sinkenden Produktion ausgegangen. Der Personalbestand gilt nach wie vor als zu hoch.

Das vorlaufende KOF-Konjunkturbarometer, das im zweiten Halbjahr 1992 kräftig nach oben gezeigt hatte, wuchs in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres deutlich langsamer. Im März setzte wieder eine beschleunigte Aufwärtsentwicklung ein. Abschwächend wirkten vor allem die Arbeitsmarktindikatoren. Der Aktienindex, der in der zweiten Jahreshälfte 1992 den Anstieg des Barometers entscheidend mitgetragen hatte, verlor bis Ende Februar an Schwung. Im März wuchs er wieder stärker.

### **Konsum**

Der private Konsum bildete sich im ersten Quartal gegenüber dem Vorquartal weiter zurück. Binnen Jahresfrist nahm er real um 2,4% ab.

Im ersten Quartal schrumpften die Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag gegenüber dem Vorjahr real um 2,1% (4. Quartal 1992: -2,4%). Alle drei Hauptgruppen gingen deutlich zurück. Vor allem dauerhafte Konsumgüter erlitten überdurchschnittliche Umsatzeinbussen. Für das zweite Quartal geht der Detailhandel gemäss der März-Umfrage der KOF-ETH von leicht steigenden Umsätzen aus. Wie die Verkaufsstatistik der Vereinigung Schweizerischer Automobilimporteure

zeigt, schrumpfte im ersten Quartal die Zahl verkaufter Personenwagen gegenüber dem Vorjahr markant um 17,3%. Der Tourismus war im ersten Quartal weiter rückläufig. Die Zahl der Logiernächte sank gegenüber dem Vorjahr um 2%. Während die Wintersportgebiete vom idealen Wetter profitieren konnten, erlitten die vom Städte- und Geschäftstourismus abhängigen Regionen wegen der angespannten Wirtschaftslage deutliche Einbussen. Rückläufig waren sowohl die Hotelübernachtungen inländischer als auch ausländischer Gäste.

Der Index der Konsumentenstimmung vom April, der sich Anfang Jahr geringfügig erholt hatte, verharrte auf tiefem Niveau. Äusserst pessimistisch beurteilten die Befragten die Sicherheit der Arbeitsplätze. Grössere Anschaffungen wurden nur sehr zurückhaltend getätigt. Immerhin haben sich die Erwartungen für die Wirtschaftsentwicklung der nächsten zwölf Monate deutlich verbessert. Zudem ist man zuversichtlich, dass der Teuerungsabbau anhalten wird.

### **Investitionen**

Die Anlageinvestitionen gingen im ersten Quartal nicht mehr im gleichen Ausmass wie in der Vorperiode zurück. Im Vergleich zum Vorjahr schrumpften sie real um -8,3% (4. Quartal 1992: -8,7%). Der Rückgang der Bauinvestitionen verlangsamte sich, während die Ausrüstungsinvestitionen ungebremst fielen.

Die Bauinvestitionen schrumpften auch im ersten Quartal und nahmen binnen Jahresfrist real um 6,5% ab (4. Quartal 1992: -7,5%). Wie die Umfrage des Baumeisterverbandes ergab, verminderte sich der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe im ersten Quartal im Vorjahresvergleich real um 4,5% (4. Quartal 1992: -16%). Der Auftragsbestand bildete sich real um 18% zurück (4. Quartal 1992: -15%). Der Wirtschaftsbau schrumpfte wiederum merklich stärker (-28%) als der Wohnungsbau (-15%). Die offenen Limite der Baukredite nahmen auch im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr unvermindert stark ab (siehe Kapitel «Bankbilanzen und Kredite»). In den baunahen Branchen verschlechterte sich der Geschäftsgang gemäss KOF-Industrienumfrage vom März



abermals. Die Zulieferindustrien von Baustoffen meldeten wiederum sinkende Auslieferungen im ersten Quartal.

Die Ausrüstungsinvestitionen lagen im ersten Quartal real um 10,7% unter dem Vorjahresniveau (4. Quartal 1992: -11%). Wie erwartet, konnte der seit dem letzten Sommer rasch erfolgte Zinsrückgang bislang die Investitionsbereitschaft nicht spürbar erhöhen. Wie die Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller ergab, gingen die Bestellungseingänge aus dem Inland nominal anhaltend stark zurück. Der Arbeitsvorrat verharrte Ende März wie schon bei der Vorerhebung bei 5,1 Monaten. Der Rückgang der Importe von Investitionsgütern setzte sich im ersten Quartal verstärkt fort.

### Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die Ausfuhren lagen zum erstenmal im gegenwärtigen Konjunkturzyklus sowohl nominell (-3,6%) als auch real (-2,6%) unter dem Vorjahresniveau. Vom Rückgang waren vor allem die Investitionsgüter und in geringerem Ausmass die Halbfabrikate und Rohstoffe betroffen. Besonders die Ausfuhren der Maschinenindustrie schrumpften. Demgegenüber wuchsen die Exporte der Uhren-, Schmuck- und Nahrungsmittelindustrie weiterhin. Die Ausfuhren in die EG gingen erneut zurück. Die Lieferungen nach Italien und Spanien waren davon am stärksten betroffen. Ebenfalls rückläufig waren die Exporte in die EFTA-Länder so-

wie nach Japan. Bei den Entwicklungsländern war die Entwicklung uneinheitlich. Während die Ausfuhren in die OPEC-Länder schrumpften, stiegen sie in die übrigen Entwicklungsländer leicht an. Die Exporte in die Vereinigten Staaten wuchsen überaus deutlich. Ebenfalls markant stiegen die Exporte nach Osteuropa, die allerdings nur einen bescheidenen Anteil an den schweizerischen Ausfuhren ausmachen.

Der Rückgang der Einfuhren dauerte unvermindert an. Sie lagen im ersten Quartal nominell um 8,8% und real um 7,5% unter dem Vorjahresstand. Die Investitionsgüter waren erneut überdurchschnittlich stark betroffen. Namentlich die Kategorien Nutzfahrzeuge, Maschinen und Energie verzeichneten deutlich geringere Importe. Beim Konsum konzentrierte sich der Rückgang auf die dauerhaften Güter wie Personenfahrzeuge, Wohnungseinrichtungen und Unterhaltungselektronik. Die Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten nahm ebenfalls markant ab.

Die Export- und Importpreise entwickelten sich ähnlich. Die Exportpreise lagen um 1% unter dem Vorjahresniveau, bei den Importpreisen betrug der Preisrückgang 1,5%.

Wie im Vorquartal schloss die Handelsbilanz im ersten Quartal 1993 mit einem Überschuss ab. Dieser belief sich auf 1,0 Mrd. (1. Quartal 1992: -0,6 Mrd.) Franken. Geringere Lohnzahlungen an die Grenzgänger sowie höhere Kapitalerträge aus dem Ausland trugen dazu bei, dass der Aktivsaldo

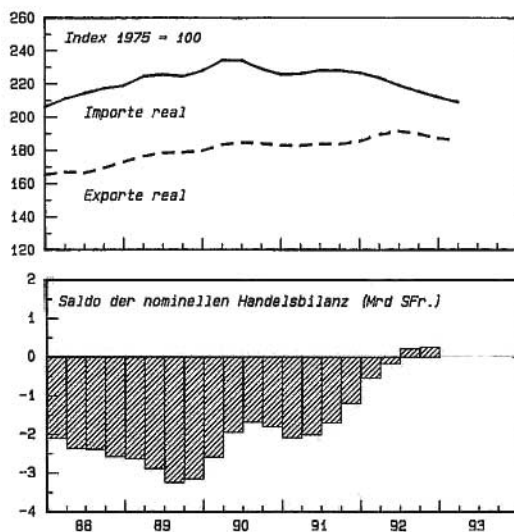
**Tabelle 2: Investitionstätigkeit** (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1989	1990	1991	1992	1993					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Import von Investitionsgütern, real	6,0	3,0	-2,9	-10,3	0,1	-6,2	-7,9	-14,1	-12,6	-10,4
Baubewilligte Wohnungen <sup>1</sup>	-0,1	-9,1	7,6	19,7	2,4	28,6	39,0	11,1	7,8	12,6
Neuerstellte Wohnungen <sup>1</sup>	-11,9	-3,1	1,3	-3,6	-11,9	-3,8	-23,4	13,6	2,4	3,9
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	12,0	2,0	-4,0	-12,0	-3,0	-10,0	-14,2	-16,4	-10,0	-13,0
Privater Bau	12,0	-1,0	-10,0	-18,0	-4,0	-15,0	-18,9	-23,3	-17,0	-12,0
Öffentlicher Bau	14,0	7,0	4,0	-6,0	-1,0	-5,0	-9,1	-8,8	-3,0	13,0
Bauteuerung <sup>2</sup>	3,8	5,8	6,7	4,9	7,1	4,7	4,9	4,9	4,9	4,7

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

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

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



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturforschung

der Ertragsbilanz auf 9 Mrd. (1. Quartal 1992: 6,5 Mrd.) Franken anstieg.

### Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die anhaltend schlechte Konjunkturlage führte erneut zu einem kräftigen Beschäftigungsrückgang. Die Zahl der Vollzeitbeschäftigten ging im

ersten Quartal 1993 gegenüber der Vorjahresperiode stark zurück. Im Industriesektor, im Baugewerbe, aber auch bei den Dienstleistungen wurden massiv Stellen abgebaut.

Nachdem sich der Manpower-Stellenindex im vierten Quartal 1992 auf tiefem Niveau kurzfristig stabilisiert hatte, setzte sich der Abwärtstrend im ersten Quartal 1993 fort. Die bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen stiegen saisonbereinigt auf rund 8000, gegenüber 8500 vor Jahresfrist.

Die Zahl der Ganzarbeitslosen stieg im ersten Quartal 1993 saisonbereinigt um 16 000 auf 123 000. Damit erhöhte sich auch die Arbeitslosenquote saisonbereinigt auf 4,0%. Das regionale Gefälle blieb weiterhin ausgeprägt. Die Westschweiz und das Tessin wiesen weit höhere Arbeitslosenquoten aus als die Deutschschweiz. Allerdings stieg im ersten Quartal 1993 die Zahl der Arbeitslosen in der Deutschschweiz stärker als in der Westschweiz und im Tessin. Wie bereits in der Rezession der frühen achtziger Jahre lässt sich auch in der gegenwärtigen Abschwungphase eine Abnahme der regionalen Konzentration der Arbeitslosigkeit feststellen. Der kontinuierliche Anstieg der Zahl der Langzeitarbeitslosen setzte sich fort. Am Ende des ersten Quartals 1993 waren knapp 14% der Arbeitslosen länger als ein Jahr auf Stellensuche. Die stetige Zunahme der Langzeitarbeitslosigkeit gibt Anlass zu

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

	1989	1990	1991 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>	1991 <sup>a)</sup>				1993 <sup>a)</sup>	
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
<b>Reale Ausfuhr</b>	5,2	4,5	-1,3	4,3	-0,1	6,7	3,5	5,3	-0,5	-2,6
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	4,3	1,9	-1,2	2,8	-1,0	3,2	0,7	3,5	-0,1	-4,4
Investitionsgüter	5,5	5,1	-4,0	0,0	-3,5	2,4	0,8	1,8	-5,0	-9,2
Konsumgüter	5,9	6,3	1,4	10,6	4,5	15,2	9,6	11,1	4,2	6,2
Ausfuhrpreise	6,4	1,0	2,8	0,7	4,4	2,8	1,5	-0,3	0,9	-1,0
<b>Reale Einfuhr</b>	5,3	2,7	-1,4	-4,3	1,0	-0,2	-4,9	-4,4	-6,4	-7,5
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	6,7	1,8	-5,2	-1,4	-6,6	-1,6	-3,2	1,6	-1,1	-5,6
Investitionsgüter	6,0	3,0	-2,9	-10,3	0,1	-6,2	-7,9	-14,1	-12,6	-10,4
Konsumgüter	4,6	2,7	2,7	-2,9	6,1	3,4	-4,8	-2,4	-5,1	-6,9
Einfuhrpreise	8,5	-0,7	0,1	2,2	1,1	4,1	4,2	0,4	-0,8	-1,5

<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

Sorge. Je länger die Arbeitslosigkeit gewisser Berufsgruppen dauert, desto schwieriger wird es für sie, eine Stelle zu finden.

Die Zahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitnehmer erhöhte sich im ersten Quartal 1993 gegenüber der Vorperiode um 17 500 auf 54 100; diese Zahl liegt deutlich über dem Vorjahresstand. Rund zwei Drittel der ausgefallenen Arbeitsstunden entfielen auf die Metall- und Maschinenindustrie sowie das Baugewerbe.

Im April erhöhte sich die Zahl der registrierten Ganzarbeitslosen saisonbereinigt auf 134 500; dies entsprach einer saisonbereinigten Arbeitslosenquote von 3,7%. Der Rückgang der Arbeitslosenquote ist auf eine neue Berechnungsmethode zurückzuführen. Neu wird bei der Berechnung der Arbeitslosenquote auf die aktive Bevölkerung gemäss der Eidgenössischen Volkszählung von 1990 abgestellt. Betrug die aktive Bevölkerung bei der Volkszählung 1980 3 091 694 Personen, so waren es 1990 3 621 716 Personen.

## Preise

Der Teuerungsrückgang kam im ersten Quartal 1993 vorübergehend zum Stillstand. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag um 3,5% über dem Vorjahresstand, verglichen mit 3,4% im vierten Quartal 1992. Der leichte Anstieg ist das Resultat gegenläufiger Preisbewegungen bei der In- und Auslands-teuerung. Nachdem die Auslands-teuerung im vierten Quartal 1992 bis auf 0,5% zurückgegangen war, erhöhte sie sich im ersten Quartal 1993 wieder auf 1,7%. Die Inlands-teuerung bildete sich dagegen weiter zurück; im ersten Quartal betrug sie 4,1% (4. Quartal 1992: 4,4%). Der Preisaufrtrieb bei den Dienstleistungen schwächte sich ab; er war jedoch nach wie vor hoch. Die öffentlichen Dienstleistungen verteuerten sich binnen Jahresfrist um 6,5%; verschiedene administrierte Preise (Autohaftpflichtversicherung, SBB-Tarife, Fernseh- und Radiokonzessionsgebühr, Post- und Telefentarife) wurden erhöht. Die privaten Dienstleistungen verteuerten sich im entsprechenden Zeitraum um 5,0%.

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

	1990	1991 <sup>a)</sup>	1992 <sup>b)</sup>	1991 <sup>a)</sup>			1992 <sup>b)</sup>			1993 <sup>b)</sup>
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
<b>Total Einnahmen</b>	<b>160,6</b>	<b>161,6</b>	<b>166,8</b>	<b>40,4</b>	<b>42,4</b>	<b>42,0</b>	<b>41,8</b>	<b>40,6</b>	<b>42,4</b>	
Warenexporte	91,1	90,9	95,0	24,3	24,0	24,3	22,5	24,2	23,7	
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	88,3	87,9	92,1	23,5	23,3	23,6	21,8	23,5	23,0	
<i>Übrige Warenexporte<sup>2</sup></i>	2,8	2,9	2,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	
Dienstleistungsexporte	24,0	25,9	27,2	5,2	7,0	6,4	8,2	5,6	7,4	
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	42,3	41,5	41,2	10,1	10,5	10,4	10,3	10,0	10,3	
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,3	3,4	3,5	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	
<b>Total Ausgaben</b>	<b>148,6</b>	<b>147,0</b>	<b>144,9</b>	<b>36,1</b>	<b>35,9</b>	<b>37,7</b>	<b>36,7</b>	<b>34,7</b>	<b>33,5</b>	
Warenimporte	100,6	98,9	95,9	25,0	24,9	25,0	22,6	23,5	22,9	
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	96,6	95,0	92,3	24,0	23,9	24,1	21,8	22,6	22,0	
<i>Übrige Warenimporte<sup>2</sup></i>	4,0	3,8	3,6	1,0	1,0	0,9	0,8	0,9	1,0	
Dienstleistungsimporte	12,8	13,3	13,8	2,6	2,0	3,8	5,4	2,6	2,1	
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	28,7	27,7	27,4	6,8	6,9	6,9	6,8	6,7	6,5	
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	6,5	7,2	7,8	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9	
<b>Saldo der Ertragsbilanz</b>	<b>12,0</b>	<b>14,6</b>	<b>21,9</b>	<b>4,3</b>	<b>6,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>9,0</b>	

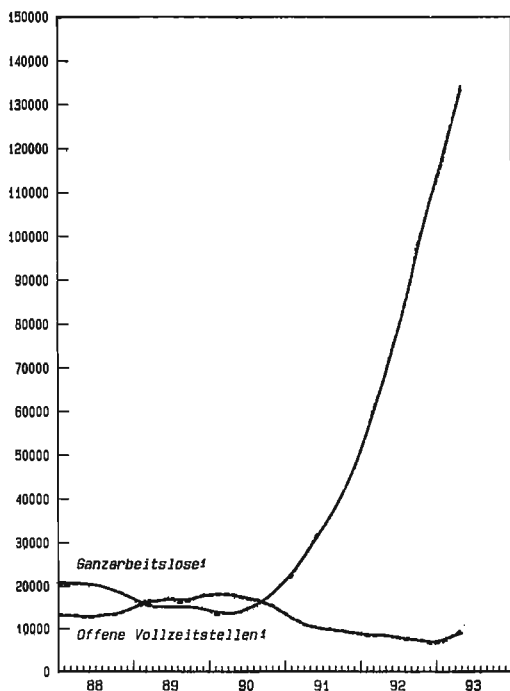
<sup>1</sup> in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen

<sup>2</sup> inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

b) vorläufige Schätzung

## Grafik 12: Arbeitsmarkt



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Im April stieg die Jahresteuerung auf 3,8%. Die am 7. März 1993 durch Volksabstimmung beschlossene Treibstoffzollerhöhung um 20 Rp. pro Liter führte zu einem unmittelbaren Anstieg der Teuerungsrate um 0,4 Prozentpunkte. Da die Erhöhung am 8. März in Kraft trat, verteilte sich der Preiseffekt auf die Monate März und April, wobei knapp drei Viertel auf den Monat April entfielen. Im Mai sank die Jahresteuerung wieder auf 3,6%; dieser Rückgang ist vor allem auf die weniger stark gestiegenen Wohnungsmieten zurückzuführen.

Der Grosshandelspreisindex lag im ersten Quartal 1993 um 0,4% über dem Vorjahresniveau; dies nachdem in den beiden vorangegangenen Quartalen negative Jahresraten ausgewiesen worden waren. Die Preise für Rohstoffe und Halbfabrikate (-0,4%) verbilligten sich binnen Jahresfrist, dagegen verteuerten sich die Energieträger und Hilfsstoffe (3,5%) sowie die Konsumgüter (0,6%). Nach Herkunft der Produkte gegliedert, sanken die Preise für Importwaren um 1,0%, während jene für im Inland produzierte Güter und Dienstleistungen um 0,9% stiegen.

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

	1990	1991	1992	1991				1992				1993					
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten <sup>1</sup>	1,4	-0,3	-2,6	-0,9	-1,8	-2,1	-3,4	-3,3	-4,2								
Index der Vollzeitbeschäftigten <sup>1</sup>							-4,1	-4,1	-5,0								
Arbeitslosenquote <sup>2,4</sup>	0,5	1,1	2,7	1,5	2,1	2,4	2,7	3,4	4,3	4,1	4,3	4,4	3,8 <sup>3</sup>				
Ganzarbeitslose <sup>4</sup>	15 980	35 064	82 429	46 634	64 696	73 280	85 130	106 611	130 894	126 421	131 646	134 616	138 186				
Kurzarbeiter <sup>4</sup>	734	20 269	34 020	30 829	41 108	35 823	22 535	36 616	54 096	50 607	55 175	56 506	52 634				
Offene Vollzeitstellen <sup>4</sup>	16 711	10 145	7 741	8 658	8 307	8 326	7 690	6 641	7 776	6 422	7 691	9 216	10 029				

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

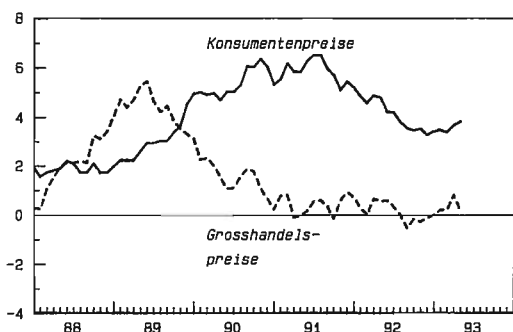
<sup>2</sup> Summe der Ganzarbeitslosen in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1980 (3 091 694 Erwerbspersonen)

<sup>3</sup> Summe der Ganzarbeitslosen in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen)

<sup>4</sup> Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

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



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

Quelle: Bundesamt für Statistik

## 2. Der monetäre Bereich

### **Geldpolitik und Geldmengenaggregate**

Die Nationalbank führte die im vierten Quartal 1992 gelockerte Geldpolitik im ersten Quartal 1993 fort. Wie sie im Dezember 1992 angekündigt hatte, beabsichtigt sie, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge an den mittelfristigen Zielpfad heranzuführen. Die Tendenzwende in der Geldmengenentwicklung setzte – nach dem Rückgang im Jahre 1992 – Anfang 1993 ein.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge belief sich im Durchschnitt des ersten Quartals 1993 auf 29 272 Mio. Franken, verglichen mit 28 925 Mio. Franken in der Vorperiode. Der Anstieg um rund 350 Mio. Franken oder 1,2% war die erste kräftige Zunahme der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge seit zwei Jahren. Das erreichte Niveau lag etwas über den Erwartungen der Nationalbank, die für das erste Quartal einen Wert von 29,1 Mrd. Franken prognostiziert hatte. Diese Abweichung ist dem stärker als erwartet angestiegenen Notenumlauf zuzuschreiben, der mit Verzögerung von einigen Monaten auf den Zinsrückgang reagierte. Die Giroguthaben betragen im Durchschnitt des ersten Quartals 2593 Mio. Franken und lagen damit geringfügig unter dem Stand in der Vorperiode (2615 Mio. Franken).

Für das zweite Quartal rechnete die Nationalbank mit einem weiteren zinsbedingten Wachstum des

Notenumlaufs und prognostizierte einen Anstieg der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge auf rund 29,7 Mrd. Franken. Der Wert für den Monat April blieb etwas hinter der Prognose zurück. Der Notenumlauf übertraf den Vorjahresstand um 1,3%, während die Giroguthaben mit gut 2,6 Mrd. Franken ungefähr auf dem im März erreichten Niveau verharren.

Der Verlauf der breiteren Geldmengenaggregate war im ersten Quartal wie in der Vorperiode von starken Portefeuilleumschichtungen gekennzeichnet. Die zuvor erfolgte Annäherung von kurz- und langfristigen Zinssätzen sowie das gesunkene Zinsniveau bewirkten weitere Verschiebungen zwischen den verschiedenen Anlageformen. Dem stärkeren Wachstum von Sicht- und Spareinlagen stand ein verschärfter Rückgang der Termineinlagen gegenüber.

Die Geldmenge  $M_1$ , die seit September 1992 ständig zunahm, stieg im ersten Quartal 1993 kräftig. Während der Bargeldumlauf das Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode nur um 1,1% überstieg, betrug die Zunahme der Sichteinlagen nicht weniger als 11,1%.  $M_1$  wuchs damit gegenüber dem Vorjahresquartal um beinahe 8%.

Der Rückgang der Termingelder um 8,9% liess auch die Geldmenge  $M_2$  schrumpfen. Sie lag im ersten Quartal um 3% unter dem Vorjahreswert, verglichen mit einer Abnahme von 0,3% im vierten Quartal 1992. Die Spareinlagen stiegen weiterhin stark; im Vorjahresvergleich nahmen sie um 14,1% zu, gegenüber 7,1% im vierten Quartal 1992. Die stark steigenden Spareinlagen erhöhten die Wachstumsrate der Geldmenge  $M_3$  von 3% in der Vorperiode auf knapp 5% im ersten Quartal 1993.

### **Geldmarkt**

Die Zinsen am schweizerischen Geldmarkt gingen im ersten Quartal 1993, wenn auch in vermindertem Ausmass, weiter zurück. Von April bis Anfang Mai blieben sie jedoch annähernd stabil.

Der Tagesgeldsatz lag von Januar bis März mit durchschnittlich 5,4% um einen halben Prozent-

**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 2. Q.	26 413	0,8	2 571	-13,1	28 984	0,993	29 179	-0,3
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 <sup>P</sup>	29 272 <sup>P</sup>	0,6 <sup>P</sup>
1992 Okt.	25 936	-0,9	2 468	-6,6	28 404	0,985	28 837	-1,4
Nov.	26 047	-1,0	2 649	3,8	28 696	0,991	28 957	-0,9
Dez.	28 108	0,0	2 727	0,7	30 835	1,064	28 980	-0,7
1993 Jan	27 418	1,3	2 489	-1,6	29 907	1,027 <sup>P</sup>	29 121 <sup>P</sup>	0,0 <sup>P</sup>
Febr.	26 689	1,4	2 647	6,1	29 336	0,998 <sup>P</sup>	29 395 <sup>P</sup>	1,1 <sup>P</sup>
März	26 801	1,3	2 644	2,0	29 445	1,005 <sup>P</sup>	29 299 <sup>P</sup>	0,6 <sup>P</sup>
April	26 873	1,3	2 625	4,8	29 498	0,997 <sup>P</sup>	29 587 <sup>P</sup>	1,4 <sup>P</sup>
Mai	26 599	1,1	2 557	-0,5	29 156	0,995 <sup>P</sup>	29 303 <sup>P</sup>	0,6 <sup>P</sup>

<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%.

<sup>P</sup> provisorisch

punkt tiefer als im Vorquartal. Im April und Anfang Mai schwankte er um 5,2%. Der Satz für dreimonatige Frankeneinlagen am Euromarkt ging von durchschnittlich 6,3% in der Vorperiode auf 5,3% im ersten Quartal zurück. Im März und April verharrte er bei durchschnittlich 5,0%. Zu Beginn des Jahres wurden auf dreimonatigen Depots bei den Grossbanken 5,5% Zins vergütet. Anfang Mai waren es noch 4,5%. Die Emissionsrendite der eidgenössischen Geldmarktbuchforderungen mit dreimonatiger Laufzeit sank von 5,6% im Januar auf 5,0% im April.

Mit Rücksicht auf die allgemeine Zinsentwicklung senkte die Nationalbank den offiziellen Diskontsatz mit Wirkung ab 19. März 1993 um einen halben Prozentpunkt auf 5,0%.

Da die Geldmarktsätze in Deutschland weniger stark sanken als in der Schweiz, weitete sich die Zinsdifferenz zwischen den beiden Ländern nochmals aus. Bei den dreimonatigen Euromarkteinlagen ergab sich in den ersten vier Monaten

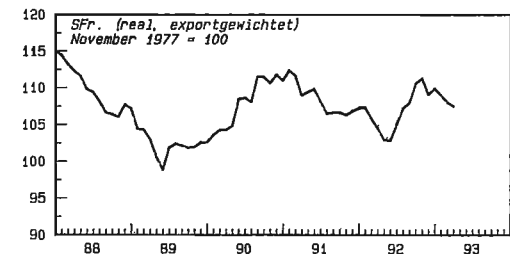
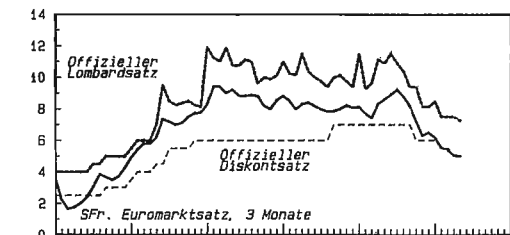
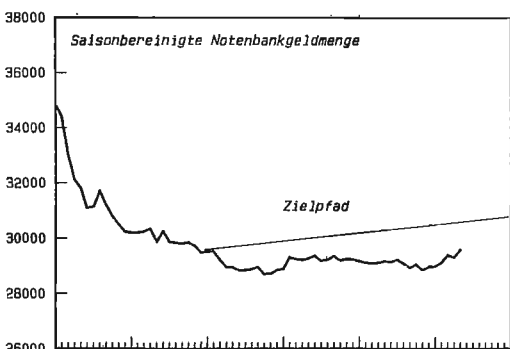
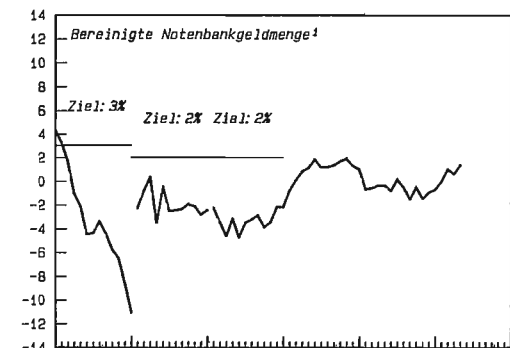
des Jahres 1993 eine durchschnittliche Zinsdifferenz von 2,8 Prozentpunkten (4. Quartal 1992: 2,5 Punkte). Dagegen ging die entsprechende Zinsdifferenz zum tieferliegenden Eurodollarsatz auf 2,1 Prozentpunkte zurück (4. Quartal 1992: 2,8 Punkte).

### Devisenmarkt

Der anhaltende Zinsrückgang in der Schweiz schwächte den Kurs des Schweizer Frankens nicht nachhaltig. Bis Februar büsste der Franken gegenüber den meisten Währungen leicht an Wert ein. Danach stieg er gegenüber dem Dollar deutlich und gegenüber den EWS-Währungen leicht. Im Verhältnis zum japanischen Yen verlor der Franken von Januar bis Ende Mai rund 15% an Wert.

Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Frankens lag im ersten Quartal um durchschnittlich 2,2% über dem entsprechenden Vorjahres-

**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 Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen

**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	0,3	0,9	3,1
1992 2. Q. <sup>2</sup>	-0,9	2,1	3,6
3. Q. <sup>2</sup>	-1,4	2,1	3,0
4. Q. <sup>2</sup>	2,7	-0,3	3,0
1993 1. Q. <sup>2</sup>	7,9	-2,9	4,8
1992 Sept. <sup>2</sup>	1,3	2,0	3,0
Okt. <sup>2</sup>	1,7	0,0	2,4
Nov. <sup>2</sup>	3,1	0,8	3,7
Dez. <sup>2</sup>	3,4	-1,6	2,9
1993 Jan. <sup>2</sup>	6,1	-2,0	4,2
Febr. <sup>2</sup>	6,6	-3,4	4,5
März <sup>2</sup>	10,9	-3,3	5,8
April <sup>2</sup>	10,6	-5,9	5,1

<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

wert. Der Aufwertungstrend schwächte sich damit ab (4. Quartal 1992: +2,6%). Gegenüber dem britischen Pfund (+18%) und der italienischen Lira (+22%) gewann der Franken deutlich an Terrain, während er im Verhältnis zum Yen einen Wertverlust von 7% hinnehmen musste. Gegenüber den übrigen Währungen wertete sich der Franken real leicht ab.

**Kapitalmarkt**

Die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt war wie diejenige am Geldmarkt im ersten Quartal 1993 weiterhin rückläufig. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen sank von Ende

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

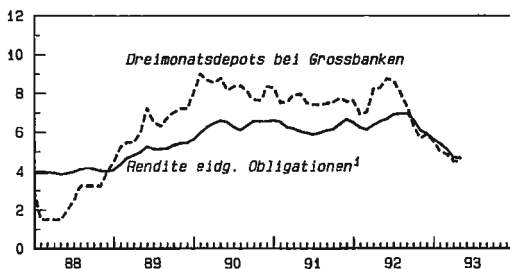
Dezember 1992 bis Ende März 1993 um 0,8 Prozentpunkt auf knapp 4,7%. Nach einem vorübergehenden leichten Anstieg lag die Rendite im Mai wiederum bei 4,7%.

Bei den neuen Kassenobligationen der Kantonalbanken äusserte sich die Zinsentspannung in einem kräftigen Rückgang der Sätze von 5,9% zu Beginn des Jahres 1993 auf 4,7% vier Monate später. Während die Kantonalbanken die Sätze für erstrangige Althypotheken nur leicht auf durchschnittlich 6,9% reduzierten, nahmen sie ihre Sätze für entsprechende neue Kredite von Anfang Januar bis Anfang Mai um 1,0 Prozentpunkt auf 6,5% zurück. Gleichzeitig reduzierten sie die Vergütungen auf den Spareinlagen um 0,6 Prozentpunkt auf 4,5%.

Der rückläufige Zinstrend äusserte sich am Aktienmarkt in einem Kursanstieg. Der Swiss Performance Gesamtindex erhöhte sich im Laufe des ersten Quartals 1993 um 8,5%. Mit der Stabilisierung der Zinsentwicklung im April blieb der Index indessen ebenfalls annähernd unverändert.

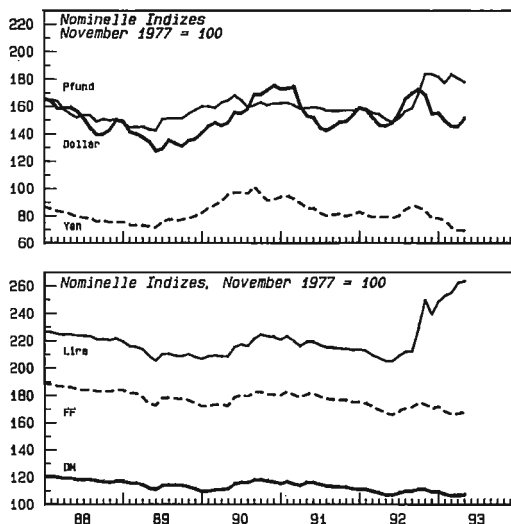
Die Emission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im ersten Quartal 1993 einen Gesamtbetrag von rund 21,6 Mrd. Franken. Dies entspricht einer Zunahme um 48% gegenüber dem entsprechenden Ergebnis von 14,6 Mrd. Franken vor Jahresfrist. Damals lagen die Obligationenrenditen noch um über 2 Prozentpunkte höher als heute. Im Hinblick auf das Inkrafttreten des neuen Stempelsteuergesetzes war es zudem vorteilhaft, neue längerfristige

**Grafik 15: Zinssatzentwicklung**



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

**Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



Schuldtitel noch vor dem 1. April 1993 aufzulegen, da bei einer Laufzeit von mehr als zweieinhalb Jahren die neue Emissionsabgabe höher ausfällt als die bisherige Umsatzabgabe. Die Neubeausspruchung des Kapitalmarktes mit schweizerischen Obligationen und Aktien stieg sogar um 72%, d.h. von 8,2 Mrd. Franken in der Vorjahresperiode auf 12,9 Mrd. Franken im ersten Quartal 1993. Nach Abzug der Rückzahlungen ergab sich eine inländische Nettoemission von 8,7 Mrd. Franken gegenüber 4,8 Mrd. vor Jahresfrist.

### Kapitalexport

Der bewilligungspflichtige Kapitalexport belief sich im ersten Quartal 1993 auf 9,2 Mrd. Franken. Er lag damit um 2% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Verglichen mit dem Vorquartalswert von 12,9 Mrd. Franken war der Rückgang beträchtlich. Während der Wert der Anleihen im Vorjahresvergleich stieg (+10%), nahm jener der Kredite deutlich ab (-37%).

Zu Beginn des Jahres war das Angebot seitens ausländischer Schuldner sehr hoch. Ab Februar schwächte sich die Präsenz ausländischer Schuldner ab, während gleichzeitig das Angebot inländischer Schuldner deutlich zunahm. Die Be-



anspruchung des Kapitalmarktes durch gewöhnliche Anleihen (Straights) ausländischer Emittenten stieg im ersten Quartal 1993 zum dritten aufeinanderfolgenden Mal. Sie lag um 17% über dem Vorjahresniveau. Der erneute Anstieg beruhte teilweise auf dem tiefen Vergleichsniveau im Vorjahr. Wie in den vergangenen drei Quartalen konzentrierte sich die eigenkapitalbezogene Emissionstätigkeit auf das Segment der Optionsanleihen. Insgesamt ging das Volumen der eigenkapitalbezogenen Frankenanleihen jedoch erneut zurück (-2%). Der Anteil der gewöhnlichen Anleihen am Total erhöhte sich leicht. Der Anteil der Privatplazierungen betrug 50%. Vor Jahresfrist hatte er 63% betragen.

Auf die europäischen Staaten entfielen im ersten Quartal 43% des bewilligungspflichtigen Kapitalexports, verglichen mit 50% vor Jahresfrist. Die Anteile Nordamerikas und Japans waren mit 17% bzw. 26% nahezu stabil, derjenige der übrigen Staaten erhöhte sich von 6% auf 13%. Auch der Anteil der internationalen Entwicklungsorganisationen stieg von 6% auf 9%.

Auf den 1. April 1993 trat eine weitere Liberalisierung des Schweizer-Franken-Emissionsgeschäftes in Kraft. Die Nationalbank erteilt nunmehr die individuelle Bewilligung für Schweizer-Franken-Emissionen ausländischer Schuldner auch dann, wenn nur das federführende Institut des Emissionssyndikats seinen Geschäftssitz im Inland (Schweiz und Liechtenstein) hat. Die Bewilligung wird erteilt, wenn dieses Institut die für einen Federführer typischen Tätigkeiten im Inland ausübt. Die Nationalbank stellt damit sicher, dass sie weiterhin die notwendigen Informationen über

das Schweizer-Franken-Emissionsgeschäft erhält. Die Lockerung der Syndizierungsregel war möglich geworden, nachdem der Bundesrat entschieden hatte, die Umsatzabgabe auf Schweizer-Franken-Emissionen ausländischer Schuldner per 1. April 1993 aufzuheben.

### **Bankbilanzen und Kredite**

Die Berichterstattung über die Entwicklung der Bankbilanzen und Kredite beruht neu auf der aggregierten Bilanz aller monatlich meldenden Banken. Darunter fallen alle Banken, bankähnlichen und übrigen Finanzgesellschaften, welche sich öffentlich zur Annahme fremder Gelder empfehlen und welche Ende 1985 eine Bilanzsumme und Treuhandgeschäfte von mindestens 100 Mio. Franken aufwiesen. Ende März 1993 umfasste dieses Aggregat 312 statt wie bisher 59 Institute.

Am Ende des ersten Quartals 1993 lag die Bilanzsumme der monatlich meldenden Banken mit 1114 Mrd. Franken um 3% höher als vor einem Jahr. Der Zufluss von Publikumsgeldern übertraf mit 18 Mrd. Franken den konjunkturell bedingt schwachen Anstieg der Kredite um 5 Mrd. Franken deutlich. Die Banken erhöhten somit ihre Nettofinanzanlagen (liquide Mittel, Nettoguthaben im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften). Die Zunahme der Nettofinanzanlagen betrug zwischen dem ersten Quartal 1992 und dem ersten Quartal 1993 18%. Die liquiden Mittel lagen Ende März 1993 knapp unter ihrem Vorjahreswert. Der Liquiditätsgrad I – vorhandene greifbare Mittel in Prozent der nach Gesetz erforderlichen greifbaren Mit-

**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

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

tel – sank im Jahresvergleich von 123% auf 122% (jeweils Periode vom 20. Februar bis zum 19. März). Der negative Saldo im Interbankgeschäft reduzierte sich von 16 Mrd. Franken auf 11 Mrd. Franken. Die Wechsel und Geldmarktpapiere wuchsen um 14%, die Wertschriften – die gewichtigste Komponente der Finanzanlagen – lagen um 12% über ihrem Vorjahreswert.

Das Kreditvolumen lag Ende März 1993 bei 708 Mrd. Franken. Dies entspricht einer Zunahme von 1% gegenüber dem Vorjahr. Sowohl die in- als auch die ausländischen Kredite wuchsen in der Berichtsperiode um 1%. Hauptgrund für das schwache Kreditwachstum ist die geringe Nachfrage nach neuen Krediten aufgrund der anhaltend schwachen Konjunktur in der Schweiz und anderen wichtigen Industrieländern. So erhöhten sich die inländischen Hypothekaranlagen – mit 280 Mrd. Franken die grösste Kreditposition – von Ende März 1992 bis Ende März 1993 um knapp 3%; angesichts einer Teuerung von über 3% entspricht dies real einem Rückgang. Der Bestand an inländischen Debitoren lag Ende März 1993 praktisch auf dem Niveau des Vorjahres. Wegen der schwachen Baukonjunktur sanken die bewilligten

Baukredite (benützte Kredite plus offene Limiten) zwischen Ende März 1992 und Ende März 1993 um 11%. Das Total der beanspruchten Baukredite sank im gleichen Zeitraum um 6%; Ende März 1992 waren die beanspruchten Baukredite im Vorjahresvergleich noch um 4% gewachsen. Als Folge dieser Bewegungen fielen die offenen Limiten um 18% unter den Vorjahresvergleichswert.

Die Publikumsgelder lagen mit 742 Mrd. Franken am Ende des ersten Quartals 1993 um 2% höher als vor Jahresfrist. Bemerkenswert ist die unterschiedliche Entwicklung der einzelnen Komponenten der Publikumsgelder im Berichtszeitraum. Während die Kreditoren auf Sicht und die Spar- und Depositeneinlagen im Vorjahresvergleich um 17% bzw. 15% zunahmen, sanken die Kreditoren auf Zeit sowie die Kassenobligationen, Obligationen und Pfandbriefe um knapp 7% bzw. 1%. Diese Umschichtungen erfolgten aufgrund des starken Rückgangs der Frankenzinsen – insbesondere im Bereich kurzer Laufzeiten – seit der Mitte des vergangenen Jahres.

Im Ausserbilanzgeschäft lagen die Treuhandanlagen 4% unter dem Wert von Ende März 1992.

# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance  
du 11 juin 1993\*

## A. Aperçu

### 1. Etranger

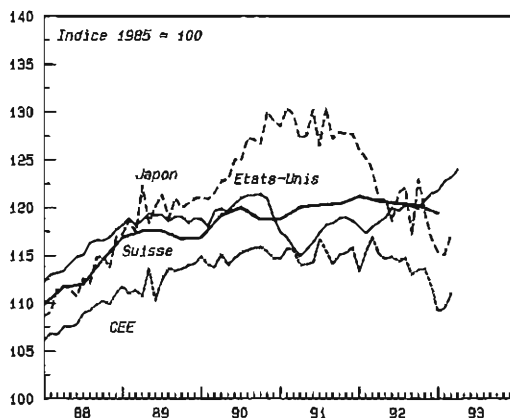
#### *Evolution de la conjoncture*

Au premier trimestre de 1993, la conjoncture est restée généralement morose dans les pays de l'OCDE. Des effets stimulants ne sont venus que de l'économie américaine dont l'essor s'est poursuivi à un rythme toutefois ralenti. En Europe, seule l'économie britannique a montré des signes de reprise. Les tendances à la récession ont subsisté en Allemagne, en France et en Italie. Les investissements y ont diminué, et la consommation privée n'a progressé plus que faiblement. L'Allemagne et la France ont en outre ressenti les effets de l'affaiblissement de la demande dans les autres pays de la Communauté européenne. En revanche, les économies britannique et italienne ont tiré avantage de la dépréciation de leur monnaie. Elles ont pu en particulier augmenter fortement leurs exportations vers les Etats-Unis. Au Japon, l'économie a stagné; la demande intérieure est restée déprimée, mais les exportations vers les pays en vigoureuse croissance du Sud-Est asiatique ont soutenu l'activité économique. Les tendances divergentes que la conjoncture a marquées aux Etats-Unis et au Japon se sont reflétées également dans le commerce extérieur de ces deux pays. Le déficit américain a continué à augmenter, alors que l'excédent japonais s'est encore accru.

Les indicateurs avancés de l'OCDE n'annoncent pas de grands changements de la conjoncture

\* Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1993. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Des données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni ne sont pas disponibles, les fondements des enquêtes statistiques devant être adaptés après la mise en place du grand marché européen.

Graphique 1: Production industrielle



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

mondiale au cours des prochains mois. Ils sont à la hausse pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni, mais à la baisse pour l'Allemagne et la France. Du côté du Japon et de l'Italie, les indicateurs avancés ont stagné.

Le chômage s'est aggravé en Europe. Le taux moyen de chômage des pays de la Communauté européenne a augmenté, passant de 9,8% en décembre à 10,1% en mars. Il a poursuivi son mouvement de repli aux Etats-Unis et est resté à un bas niveau au Japon.

En moyenne des pays de l'OCDE (sans la Turquie), le taux annuel de renchérissement s'établissait à 2,9% en mars, soit à son niveau de décembre 1992. La hausse des prix a continué à faiblir au Royaume-Uni et en Italie, alors qu'elle s'est une nouvelle fois accélérée en Allemagne, à cause notamment du relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée. Le renchérissement est resté approximativement inchangé aux Etats-Unis, en France et au Japon.

## **Politique économique**

Les grands pays industrialisés ont assoupli leur politique monétaire au cours des quatre premiers mois de 1993. Seule exception à cette tendance, les autorités monétaires américaines ont maintenu leurs taux d'intérêt à peu près inchangés. La Banque du Japon a réduit une nouvelle fois son taux de l'escompte. La croissance de la masse monétaire étant plus lente, la Banque fédérale d'Allemagne a elle aussi continué à abaisser prudemment les taux d'intérêt. En trois étapes, elle a diminué d'un point, au total, tant son taux de l'escompte que son taux lombard. Les autorités monétaires britanniques et italiennes, qui avaient déjà diminué sensiblement leurs taux au quatrième trimestre de 1992, ont continué sur leur lancée. La Banque de France a par contre relevé ses taux d'intervention, au début de l'année, pour soutenir le franc qui subissait de nettes pressions à la baisse. Vers la fin du premier trimestre et, surtout, après l'entrée en fonction du nouveau gouvernement à la mi-avril, la monnaie française s'est redressée et les taux à court terme ont repris leur mouvement de baisse. A plusieurs reprises, la Banque de France a adapté ses taux d'intervention pour tenir compte du repli des rémunérations servies sur les marchés.

Les pays industrialisés ont continué à mener des politiques budgétaires divergentes. Au Japon, le gouvernement a maintenu l'accent sur la stimulation de la conjoncture. Il a mis sur pied un nouveau plan de relance de grande envergure, le deuxième en l'espace de six mois. Aux Etats-Unis, les mesures en vue d'assainir à moyen terme les finances publiques ont occupé le devant de la scène; selon le plan financier du nouveau gouvernement, le déficit fédéral devrait être ramené à 2,8% du produit intérieur brut jusqu'en 1997, contre près de 5% aujourd'hui. En Europe, il faut s'attendre à des excédents de dépenses encore plus élevés en 1993. La plupart des pays de la Communauté européenne ne respecteront donc pas un des critères de convergence prévus par le traité de Maastricht, plus précisément la limite de 3% du produit national brut que les déficits publics ne devraient pas dépasser. La détérioration des finances publiques est due à la faiblesse de la conjoncture, mais aussi à des facteurs structurels. Les gouvernements français et britannique ont

annoncé des hausses d'impôts pour assainir les finances publiques.

## **Marchés des changes**

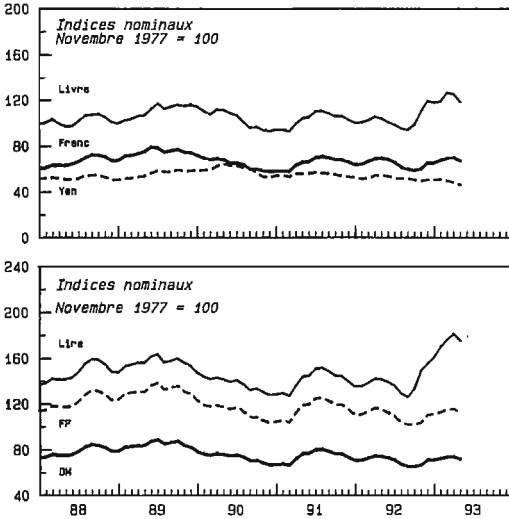
Sur les marchés des changes, la forte revalorisation du yen a été l'événement le plus marquant des premiers mois de 1993. Entre janvier et mai, le yen s'est raffermi de 16% face au dollar et de 15% vis-à-vis des monnaies européennes. Il a été stimulé par les excédents, déjà élevés mais toujours croissants, du commerce extérieur nippon. Le rapatriement d'importantes sommes placées à l'étranger a contribué à son raffermissement. Les autorités monétaires américaines et japonaises sont intervenues sur les marchés des changes pour soutenir le dollar.

Après s'être revalorisé face aux monnaies européennes jusqu'en février, le dollar a faibli à cause de la lenteur du repli des taux d'intérêt en Europe et du ralentissement de la reprise économique aux Etats-Unis.

Au sein du Système monétaire européen (SME), les tensions sont restées vives au début de l'année. La livre irlandaise a été dévaluée de 10% à fin janvier. Le franc français a lui aussi subi des pressions à la baisse à l'approche des élections législatives. En affirmant sa ferme volonté de poursuivre la politique du franc fort, le nouveau gouvernement a renforcé la confiance des investisseurs, ce qui a raffermi le franc à partir de la mi-avril. Bien que prudente, la réduction des taux directeurs en Allemagne a également contribué à amener une détente dans le mécanisme de change. Toutefois, la peseta espagnole a subi de nouvelles pressions vers la fin du premier trimestre et en avril. Elle a été dévaluée de 8% à la mi-mai. L'escudo portugais a été lui aussi dévalué de 6,5%.

Hors du mécanisme de change du SME, la lire italienne et la couronne suédoise ont faibli. La lire a réagi principalement aux événements qui ont secoué les milieux politiques, et la couronne a subi des pressions du fait de l'état alarmant de l'économie suédoise. La livre sterling a elle aussi fléchi au début de l'année. Mais, grâce aux signes annonciateurs d'une reprise de la conjoncture, elle s'est redressée en mars et en avril. Entre janvier et

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



mai, la livre s'est revalorisée de 3% face au dollar et d'environ 1,5% vis-à-vis des monnaies européennes.

### Intégration européenne

À la mi-mai, les Danoises et Danois ont approuvé le traité de Maastricht, aux conditions spéciales qui avaient été consenties à leur pays lors du Conseil européen d'Edimbourg. Grâce à ces dérogations, le Danemark pourra notamment rester à l'écart de l'union monétaire. Ainsi, à l'exception de l'Allemagne et du Royaume-Uni, tous les Etats membres de la CE avaient ratifié, à fin mai, le traité de Maastricht. Au Royaume-Uni, seule la Chambre des Communes a pour le moment voté le traité. En Allemagne, le parlement a ratifié le traité, mais le président n'a pas encore apposé sa signature. Il préfère attendre que le Tribunal constitutionnel fédéral de Karlsruhe se soit prononcé sur plusieurs recours qui reprochent au traité de violer la constitution.

Après le rejet par la Suisse de l'accord sur l'Espace économique européen (EEE), les pays de l'AELE ont entamé de nouvelles négociations avec la Communauté européenne. Ces négociations ont abouti à la mi-mars. Le nouveau traité

sur l'EEE doit maintenant être ratifié par les dix-huit Etats participants et par le Parlement européen.

### Coopération monétaire internationale

En avril, le Fonds monétaire international (FMI) a décidé de créer un nouveau mécanisme temporaire de financement, la «Facilité pour la transformation systémique», qui fonctionnera jusqu'à la fin de 1994. Elle permettra d'assister les pays qui, lors du passage à un système d'économie de marché, se trouvent en butte à des difficultés de balance des paiements et de les aider à remplir les conditions pour obtenir des crédits ordinaires. Ces pays pourront recevoir des crédits atteignant jusqu'à 50% de leur quote-part au FMI. La première tranche de 25% sera versée dès que le pays aura clairement montré sa volonté de procéder à des réformes allant dans ce sens et aura mis sur pied un programme d'ajustement économique. La tranche restante sera versée après six mois environ, si le pays satisfait à des conditions minimales. Cette facilité sera alimentée par le compte général du FMI. Le Kirghizistan est le premier pays qui en a bénéficié pour un montant total de 32,2 millions de DTS. En outre, ce pays a conclu avec le FMI un accord de confirmation portant sur 27,1 millions de DTS. Au début du mois de mai, le Kirghizistan a introduit sa propre monnaie. En étroite collaboration avec le FMI, la Banque nationale suisse apporte une aide technique à ce nouvel Etat.

Une grande partie de la facilité pour la transformation systémique est destinée à la Russie. Les fonds provenant de cette source représentent la seule composante nouvelle du paquet de 43 milliards de dollars que les ministres des affaires étrangères et des finances des sept grands pays industrialisés – le Groupe des Sept – ont adopté en faveur de la Russie à leur réunion de la mi-avril. Les autres contributions financières du FMI – un accord de confirmation de 4,1 milliards de dollars et un fonds de stabilisation du rouble de 6 milliards de dollars – avaient, l'an dernier déjà, fait l'objet d'accords de principe. Mais la Russie n'a pu en bénéficier jusque-là à cause des conditions à remplir (pour l'essentiel, réduction de l'inflation et du déficit budgétaire). Il en a été de même pour

les prêts de 5 milliards de dollars que la Banque mondiale a ouverts en vue du financement de divers projets. Un rôle important est dévolu à la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) qui doit soutenir les petites et moyennes entreprises. Un fonds de 300 millions de dollars sera constitué à cette fin. De plus, diverses institutions accordant des crédits à l'exportation devraient mettre environ 10 milliards de dollars à la disposition de la Russie, avant tout en faveur de son secteur énergétique. Cette somme comprend des garanties et des crédits bilatéraux, en partie déjà ouverts en 1992, mais pas encore utilisés. Enfin, ce paquet englobe également les 15 milliards de dollars de dettes russes qui ont déjà fait l'objet d'un rééchelonnement dans le cadre du Club de Paris. Ce rééchelonnement d'une partie de la dette de la Russie envers des créanciers publics a été décidé après la passation, au début du mois d'avril, d'un accord entre la Russie et l'Ukraine sur la répartition de la dette et du patrimoine.

Au début du mois de mars, la Pologne a pu conclure un accord de confirmation de 476 millions de DTS avec le FMI; auparavant, le parlement polonais avait voté, à l'issue de débats houleux, la loi de finances limitant le déficit de l'Etat à 5% du produit intérieur brut. A fin avril, le parlement a adopté la loi sur la privatisation de six cents grandes et moyennes entreprises publiques. Cette loi – soumise trois fois au parlement – et l'assainissement des finances publiques constituaient les points principaux de la lettre d'intention que la Pologne avait négociée avec le FMI en décembre dernier.

Après s'être séparées et avoir introduit leur propre monnaie, les deux républiques issues de la partition de la Tchécoslovaquie ont été confrontées à une forte baisse de leurs réserves de devises. A la mi-mars, la République tchèque a conclu un accord de confirmation de 177 millions de DTS avec le FMI. Quant aux négociations entamées par la République slovaque pour obtenir un prêt du FMI, elles ont échoué sur la question des mesures à prendre pour stabiliser l'économie.

En avril, le Tadjikistan est devenu membre du FMI. La Suisse représente les intérêts de ce pays jus-

qu'à ce que celui-ci puisse, en automne 1994, lors des prochaines élections au Conseil d'administration, entrer dans le groupe suisse. Au cours du mois d'avril, la République de Macédoine a été, après la Slovénie et la Croatie, la troisième des cinq républiques issues de l'ex-Yougoslavie à entrer au FMI.

Dans le cadre du Groupe des Vingt-Quatre, la Suisse s'était engagée, en 1991, à octroyer à la Bulgarie un crédit d'aide à la balance des paiements de 32 millions de dollars. A fin avril, ce montant a pu être versé, le parlement bulgare ayant ratifié, en février 1993, l'accord à la base du crédit.

## 2. Suisse

En Suisse, aucun signe d'amélioration de la conjoncture n'a été perceptible au premier trimestre de 1993. Le produit intérieur brut réel a de nouveau diminué par rapport au trimestre précédent. Comparé à son niveau des trois premiers mois de 1992, il a reculé de 1,1%. Tant la demande intérieure que le volume des exportations ont fléchi nettement. Pour la première fois depuis le troisième trimestre de 1991, les exportations de biens n'ont pas atteint le niveau de la période correspondante de l'année précédente. Les entreprises s'attendent à un nouveau déclin des commandes de la clientèle suisse et étrangère au cours des prochains mois. L'indicateur avancé que calcule le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a pourtant continué à progresser d'un trimestre à l'autre, quoique plus lentement qu'auparavant.

L'emploi a encore diminué dans l'industrie et la construction, mais aussi dans les services. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs complets s'est accru de 16 000 pour atteindre, en moyenne du premier trimestre, 123 000, ce qui correspond à un taux de chômage de 4%.

Le taux annuel d'inflation s'établissait à 3,5% en moyenne du premier trimestre, contre 3,4% la période précédente. Ce léger accroissement est dû à l'accélération de la hausse des prix des biens importés. Le renchérissement d'origine intérieure

a continué à faiblir; toutefois, il s'élevait encore à plus de 5% dans le secteur des services.

La Banque nationale, qui avait assoupli sa politique monétaire au quatrième trimestre de 1992, a maintenu son cap par la suite. Les taux d'intérêt étant nettement inférieurs à leur niveau de l'été dernier, la monnaie centrale dessaisonnalisée a progressé au premier trimestre pour atteindre 29,3 milliards de francs. Elle s'est ainsi rapprochée de son sentier de croissance à moyen terme. Les avoirs en comptes de virements ont stagné, mais les billets en circulation ont sensiblement augmenté. La Banque nationale a prévu, pour le deuxième trimestre, une nouvelle progression de la monnaie centrale dessaisonnalisée; l'agrégat devrait s'inscrire à 29,7 milliards de francs. La croissance de la masse monétaire  $M_1$  s'est accélérée, passant à 10%.

Les taux d'intérêt ont poursuivi leur mouvement de repli au premier trimestre. Sur le marché des euro-francs, la rémunération des dépôts à trois mois était de 5% environ en mars, contre 6,2% en décembre. Les taux à long terme – rendement moyen des obligations fédérales – ont fléchi de 0,8 point pour s'établir à 4,7% en mars. La Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 6% à 5% en deux étapes, l'une au début de janvier et l'autre à la mi-mars. Elle a ainsi adapté son taux à l'évolution des rémunérations servies sur le marché monétaire. Pendant les mois d'avril et de mai, les taux à court et long terme se sont maintenus à peu près à leur niveau de mars.

Après un léger effritement en janvier et en février, le franc s'est stabilisé en mars, puis raffermi face à la plupart des monnaies, en particulier vis-à-vis du dollar des Etats-Unis et du mark allemand. Le cours réel du franc, pondéré par le commerce extérieur, a légèrement fléchi entre le quatrième trimestre de 1992 et les trois premiers mois de 1993. Mais il dépassait encore de 2,2% le niveau observé un an auparavant (2,6% au quatrième trimestre de 1992).

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

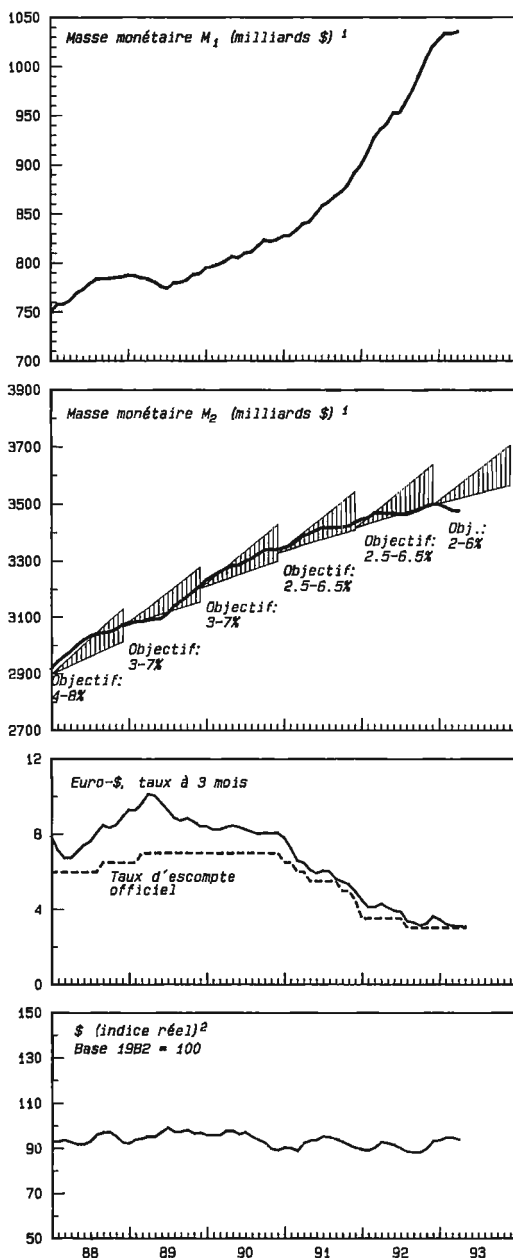
### ***Etats-Unis***

Au premier trimestre de 1993, l'essor économique a faibli aux Etats-Unis. Par rapport au trimestre précédent, le produit intérieur brut réel a progressé de 0,9% en taux annualisé. Il dépassait ainsi de 2,7% le niveau observé un an auparavant.

En taux annualisé, la consommation privée n'a augmenté que de 1,2% d'un trimestre à l'autre. Mais cette faible expansion peut être considérée comme une correction, après le vigoureux accroissement observé au second semestre de 1992, accroissement qui avait été accompagné d'une sensible baisse du taux d'épargne. La reprise de la conjoncture a été ralentie également par le mauvais temps qui a régné en mars. La construction de logements a stagné, et les exportations ont reculé de 3,6%. En outre, les dépenses publiques ont diminué de 7,3% du fait des livraisons exceptionnellement modestes de l'industrie d'armement. En revanche, les investissements des entreprises se sont accrus de 11,4%, soit à un taux nettement supérieur à celui du dernier trimestre de 1992. Les stocks ont eux aussi augmenté fortement, ce qui explique en partie la hausse de 12,4% que les importations ont enregistrée.

La production industrielle a progressé de 1,2%, en taux annualisé, du quatrième trimestre de 1992 au premier de 1993 et de 4,1% par rapport au niveau observé un an auparavant. Le taux d'utilisation des capacités de production s'établissait à 79,9%, contre 79,3% le trimestre précédent. Pour la première fois depuis que la conjoncture a amorcé une reprise, l'emploi a augmenté sensiblement. Le nombre des personnes occupées s'est accru, en moyenne, de 153 000 par mois. Il dépassait de 0,9% son niveau de la période correspondante de 1992. Le taux de chômage a par conséquent fléchi, passant de 7,3% à 7% d'un trimestre à l'autre. Les indicateurs avancés se sont de nouveau inscrits nettement en hausse, ce qui signifie que la reprise économique devrait continuer.

### 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)

Au premier trimestre, le renchérissement s'est légèrement accéléré pour atteindre un taux annuel de 3,2%. Simultanément, quelques Indicateurs avancés se sont détériorés. Les prix des produits agricoles et ceux du bois de construction ont sensiblement augmenté. En outre, les salaires ont progressé un peu plus fortement qu'aux trimestres précédents. Selon de nombreux observateurs, l'inflation ne devrait plus reculer.

Les tendances divergentes que la demande intérieure a suivies aux Etats-Unis, d'une part, en Europe et au Japon, de l'autre, ont creusé le déficit du commerce extérieur américain; il atteignait 30 milliards de dollars en chiffre rond, contre 26 milliards au quatrième trimestre de 1992. Le nouveau gouvernement américain estime que les déficits des balances commerciale et courante sont dus en partie à la politique économique trop restrictive des partenaires ainsi qu'aux barrières commerciales en Europe et au Japon. Il envisage par conséquent d'influer plus résolument que par le passé sur les politiques économique et commerciale de ses principaux partenaires.

Le plan financier que le nouveau gouvernement a présenté vise principalement à diminuer à moyen terme les déficits budgétaires. Entre 1993 et 1997, le déficit de l'Etat fédéral devra être réduit de 472 milliards de dollars au total. Ce redressement sera obtenu moitié par des recettes supplémentaires, moitié par des coupes dans les dépenses. Il est prévu d'accroître les recettes en imposant plus fortement les revenus élevés et en introduisant une taxe sur l'énergie. Les compressions de dépenses toucheront principalement les domaines de la défense, de l'administration et des prestations sociales. Grâce à ces mesures, le déficit budgétaire sera ramené à 2,8% du produit intérieur brut en 1997, contre 5% environ aujourd'hui. En outre, le rapport entre la dette fédérale et le produit national brut nominal sera stabilisé. Si le Congrès approuve cet été ce plan de redressement, la politique budgétaire aura des effets nettement restrictifs, notamment sur la consommation, pendant les années 1994 à 1997. Mais le gouvernement espère que la réduction des déficits entraînera une baisse des taux d'intérêt, laquelle stimulera la construction de logements, les investissements des entreprises et, par l'affaiblissement du dollar, les exportations.



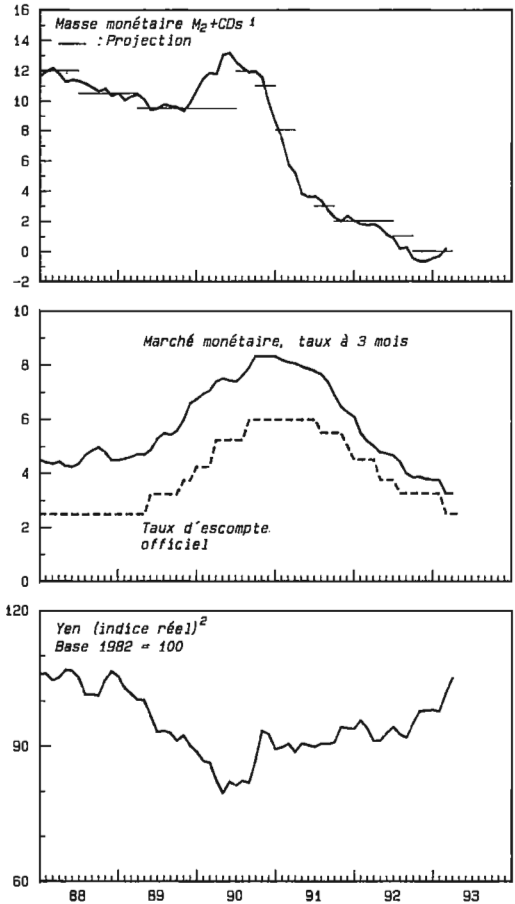
Les autorités monétaires américaines n'ont guère modifié leur politique au premier trimestre. Les rémunérations servies sur le marché monétaire sont restées proches de 3%, alors que les rendements des obligations à long terme ont reculé de 6,8% en décembre à 6% en avril. Depuis le début des années septante, leur niveau n'avait plus été aussi bas. Néanmoins, les taux à long terme sont toujours très supérieurs aux rémunérations à court terme. Au premier trimestre, la masse monétaire  $M_2$  était inférieure de 0,9% à son niveau de la période correspondante de 1992; elle évoluait bien au-dessous de son corridor de croissance de 2 à 6%.

### Japon

La conjoncture a continué à faiblir au Japon. Le produit national brut réel a stagné du troisième au quatrième trimestre. Comparé à son niveau des trois derniers mois de 1991, il n'a augmenté que de 0,6%. Alors que la demande intérieure de biens et de services – à l'exception des dépenses publiques – a fléchi, les exportations ont progressé de 1,8%, en volume, par rapport au trimestre précédent. Quant aux importations, elles ont suivi l'évolution de la demande intérieure et reculé de 1,7%.

Au premier trimestre de 1993, la conjoncture est restée faible. La consommation a marqué un repli, et les ventes du commerce de détail ont diminué de 4%, en termes réels, par rapport à leur niveau des trois premiers mois de 1992. Comme les entreprises ont réduit les primes versées à leurs employés, la croissance du revenu disponible des ménages s'est ralentie. La production industrielle a stagné à son bas niveau du trimestre précédent. Elle a reculé de 6,5% en comparaison annuelle. Sa chute par rapport au premier trimestre de 1991, qui avait été le point culminant de la conjoncture, a atteint 11%. Pour la première fois, les entrées de commandes de machines et de biens d'équipement ont progressé légèrement d'un trimestre à l'autre. Toutefois, elles étaient encore inférieures de 15% à leur niveau de la période correspondante de 1992. L'enquête trimestrielle que la Banque du Japon a effectuée en février a permis de constater une détérioration généralisée des jugements portés par les entreprises sur les perspectives économiques.

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)

Le taux de chômage n'a guère augmenté, en dépit de l'affaiblissement persistant de la conjoncture. Il s'inscrivait à 2,3% au premier trimestre, contre 2,2% les trois mois précédents. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a continué à diminuer. Au Japon, la flexibilité des salaires et du temps de travail joue un important rôle régulateur sur le marché du travail. De plus, comme les Japonais restent en général leur vie durant chez un unique

employeur, les possibilités de reconversion professionnelle et de formation continue au sein de l'entreprise sont fortement accrues dans les phases de mauvaise conjoncture.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement était de 1,3% au premier trimestre. Ce taux modeste s'explique en partie par un effet de base. Au quatrième trimestre de 1991 et au premier trimestre de 1992, les prix des produits alimentaires frais avaient enregistré une forte hausse à cause du mauvais temps. Abstraction faite de ces prix, le renchérissement s'est inscrit à 1,8%.

L'excédent de la balance japonaise des transactions courantes a atteint 36,9 milliards de dollars au premier trimestre, contre 32,9 milliards la période précédente. Cet accroissement est imputable aux exportations qui ont profité de la reprise aux Etats-Unis et, surtout, de l'essor vigoureux dans les pays du Sud-Est asiatique. Il s'explique aussi par le repli que les importations ont enregistré du fait de la conjoncture.

La faiblesse persistante de la conjoncture, la fragilité du secteur financier et les excédents élevés de la balance courante – source de pressions croissantes de la part des partenaires commerciaux du Japon – ont incité le gouvernement nippon à présenter, à la mi-avril, un deuxième plan de relance économique. Portant sur des dépenses supplémentaires de 13,2 billions de yens, ce plan est encore plus ambitieux que celui du mois d'août 1992 (10,7 billions de yens). Il est même le plus important de l'après-guerre. Comme celui d'août 1992, il met l'accent sur l'augmentation des dépenses publiques dans le domaine de l'infrastructure. Près de la moitié de la somme prévue sera consacrée à des aéroports, à des hôpitaux, à des écoles et à des institutions sociales. Le solde servira à soutenir le marché immobilier et à accorder des prêts aux entreprises privées, aux petites en priorité. Le programme de dépenses sera soumis au parlement au cours de la session qui prendra fin le 20 juin; il devrait stimuler la conjoncture à partir du quatrième trimestre de 1993. En contribuant à rétablir la confiance de l'économie et des investisseurs, ces dépenses devraient influencer également sur les investissements privés.

Les autorités monétaires nippones ont assoupli leur politique au premier trimestre. Elles ont en effet ramené le taux de l'argent au jour le jour de 3,9% en janvier à 3,3% en février. En outre, la Banque du Japon a réduit son taux de l'escompte de 3,25% à 2,5%, le 4 février. Les taux à court terme ont eux aussi sensiblement diminué; la rémunération des certificats de dépôts à trois mois a passé, en moyenne mensuelle, de 3,8% en janvier à 3,2% en avril. Sur le marché des changes, le yen s'est revalorisé face à toutes les monnaies importantes, mais tout particulièrement vis-à-vis du dollar. En avril, la monnaie américaine est tombée à 110 yens, soit à un cours qui n'avait jamais été observé jusque-là. La revalorisation du yen a amené la Banque du Japon à intervenir sur le marché des changes. Au premier trimestre, la masse monétaire  $M_2+CD$  a encore légèrement diminué. Elle était inférieure de 0,2% au niveau observé un an auparavant. La Banque du Japon a fixé entre 0 et 1% sa projection pour la croissance de  $M_2+CD$  au deuxième trimestre. Le marché des actions s'est nettement redressé en mars et en avril, à la suite principalement de l'annonce du deuxième plan de relance économique.

## **Allemagne**

Au second semestre de 1992, la conjoncture a fléchi dans les anciens Länder. Le produit national brut réel a diminué de 1% du deuxième au troisième trimestre, puis de 0,6% du troisième au quatrième trimestre. Il était ainsi légèrement inférieur à son niveau des trois derniers mois de 1991. L'affaiblissement de la conjoncture est dû principalement au repli des investissements en biens d'équipement et des exportations. Par rapport au troisième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont reculé, en termes réels, de 4,7%, et les exportations, de 1,4%. En revanche, les investissements en constructions ont soutenu la conjoncture. Ils se sont accrus de 3%, en termes réels, après avoir baissé au troisième trimestre. La consommation privée a progressé de 1,4%, mais cette hausse est due avant tout à des facteurs particuliers. En effet, les consommateurs ont disposé de revenus plus élevés, puisque l'impôt de solidarité, prélevé en faveur des nouveaux Länder, a été supprimé au milieu de 1992. De plus, ils ont effectué certains achats

avant le relèvement, au début de 1993, de la taxe sur la valeur ajoutée. Quant à la consommation publique, elle a également progressé quelque peu, alors qu'elle avait régressé au troisième trimestre.

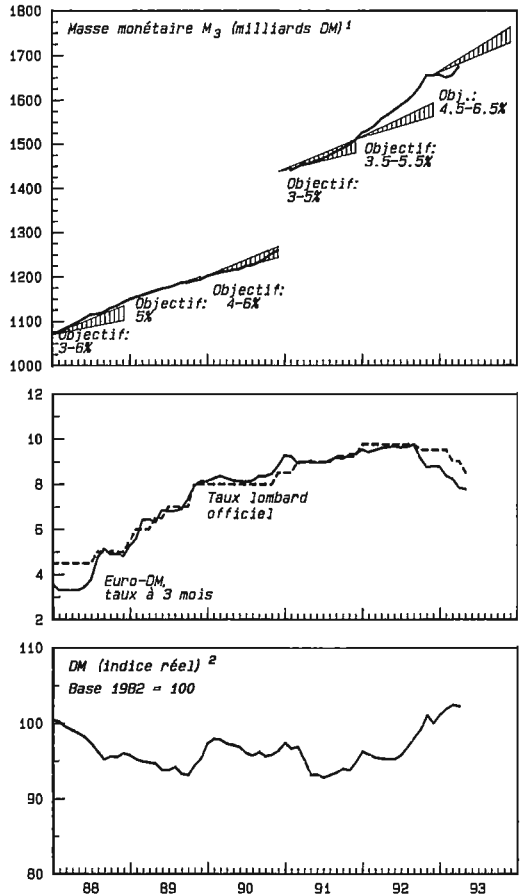
La récession a continué au cours des trois premiers mois de 1993. Après avoir augmenté au quatrième trimestre, le chiffre d'affaires du commerce de détail a diminué fortement. Les ventes de voitures ont accusé une baisse très sévère. Elles ont chuté d'environ 25% par rapport à leur niveau de la période correspondante de 1992. En comparaison annuelle toujours, la production de l'industrie manufacturière a reculé de plus de 10%. L'industrie des biens d'équipement a tout particulièrement ressenti les effets du déclin de la demande. Globalement, les entrées de commandes ont stagné à un bas niveau. Selon les enquêtes les plus récentes, la production industrielle devrait se replier encore au cours des prochains mois et se redresser au début de 1994 au plus tôt.

Les suppressions d'emplois se sont multipliées au premier trimestre de 1993, d'où une sensible augmentation du nombre des chômeurs partiels et complets. Le taux de chômage a passé, en moyenne, de 7,2% au quatrième trimestre à 7,6% le trimestre suivant. En outre, plusieurs grandes entreprises ont annoncé des restructurations qui entraîneront de fortes diminutions d'emplois.

Le renchérissement ouest-allemand s'est accéléré. En moyenne, son taux annuel atteignait 4,3% au premier trimestre, contre 3,7% la période précédente. Cette accélération s'explique par des majorations de prix dans le domaine des services et par le relèvement d'un point de pourcentage de la taxe sur la valeur ajoutée.

Dans les nouveaux Länder, la production de l'industrie manufacturière a stagné au quatrième trimestre, après avoir fléchi au troisième. La production de biens d'équipement a diminué, mais celle de biens de consommation a augmenté. Au total, les entrées de commandes ont quelque peu faibli. Les commandes provenant de la clientèle allemande se sont de nouveau accrues, mais celles de la clientèle étrangère ont fortement reculé. Dans la construction, l'activité a continué sur la voie de l'expansion; la production et les entrées

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)

de commandes ont atteint des niveaux sensiblement supérieurs à ceux du trimestre précédent.

Le taux de chômage est-allemand a grimpé à 15,4% au premier trimestre. Le nombre des personnes mises à la retraite anticipée a fortement augmenté, mais les chômeurs partiels et les bénéficiaires des mesures prises par l'Etat pour promouvoir l'emploi ont diminué.

Dans les nouveaux Länder, le taux annuel d'inflation s'élevait à 9% au premier trimestre. En 1992,

la plupart des prix des biens et services se sont alignés sur ceux de l'ouest. Des prix administrés, les loyers notamment, ont échappé à cette tendance. Dans ce domaine, il faut s'attendre à de nouvelles poussées de renchérissement.

La Banque fédérale d'Allemagne a continué à assouplir sa politique par petites étapes. Elle a ramené le taux appliqué aux prises en pension de titres de 8,6% au début de février à 7,6% à la mi-mars. La banque centrale a confirmé cet assouplissement en diminuant à trois reprises le taux de l'escompte. Elle l'a réduit de 8,25% à 8%, le 5 février, à 7,5%, le 19 mars, et à 7,25%, le 23 avril. Le taux lombard a été abaissé de 9,5% à 8,5% en deux étapes, l'une en février et l'autre en avril. Quant au rendement des titres à long terme, il a fléchi, passant en moyenne mensuelle de 7,1% en janvier à 6,6% en avril.

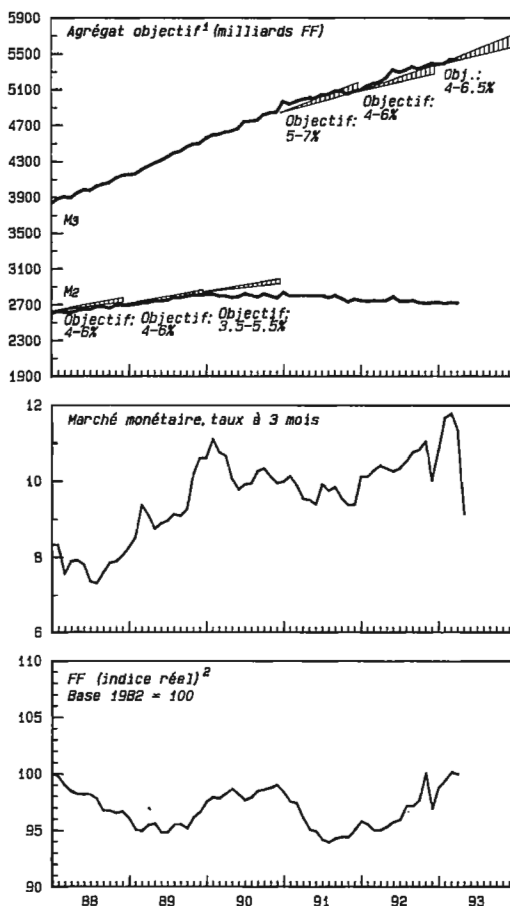
Après s'être accrue sensiblement en 1992, la masse monétaire  $M_3$  a stagné au premier trimestre. Elle a donc évolué bien au-dessous de la fourchette de 4,5 à 6,5% choisie comme objectif. Le numéraire en circulation, qui avait très fortement augmenté avant l'entrée en vigueur de la retenue à la source sur les revenus de l'épargne, a retrouvé une évolution plus normale.

À la mi-mars, le gouvernement fédéral, les Länder et l'opposition se sont mis d'accord sur la stratégie à adopter pour maîtriser les problèmes économiques dus à l'unification allemande. Le «pacte de solidarité» qui a été conclu prévoit en particulier des ressources financières supplémentaires pour le développement des nouveaux Länder. Les mesures envisagées seront financées notamment par un relèvement de 7,5% de l'impôt sur le revenu, à partir du début de 1995.

## France

En France, la conjoncture a marqué un net refroidissement vers la fin de 1992. Après une légère progression, le produit intérieur brut réel a fléchi de 0,4% par rapport au troisième trimestre. En comparaison annuelle, il n'a augmenté que de 0,7%. Le ralentissement conjoncturel est imputable principalement au repli des investissements. Ceux-ci ont diminué, en termes réels, de 1,2%

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)

d'un trimestre à l'autre, et de 2,7% du quatrième trimestre de 1991 à la période correspondante de 1992. Les exportations, qui s'étaient accrues durant les trois premiers trimestres, ont elles aussi décliné fortement. En revanche, la consommation – publique et privée – a enregistré une hausse modeste.

Ayant reculé nettement au quatrième trimestre, la production de l'industrie manufacturière s'est stabilisée à un bas niveau au premier trimestre de 1993. Elle était ainsi inférieure de 4% au niveau

observé un an auparavant. Alors que la production retrouvait une évolution légèrement ascendante dans l'industrie alimentaire, elle est restée faible dans celle des biens d'équipement. Dans le secteur automobile, elle a ralenti fortement. Au premier trimestre, les nouvelles immatriculations de voitures se sont inscrites 23% environ au-dessous du chiffre des trois premiers mois de 1992. Les chefs d'entreprise ne prévoient pas une reprise de la conjoncture au cours des prochains mois. Les stocks sont trop élevés, les carnets de commandes peu fournis et les ventes en recul.

Le marché du travail a continué à se détériorer. La barre des trois millions de chômeurs a été franchie, et le taux de chômage est monté à 10,6%. Les cadres eux aussi sont de plus en plus touchés par les suppressions d'emplois.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a quelque peu augmenté à la suite notamment de la majoration de taxes. Son taux annuel a passé de 1,8% au quatrième trimestre de 1992 à 2,1% au premier trimestre de 1993. Les prix des marchandises ont renchéri de 1,4%, soit nettement moins que ceux des services privés (4,5%).

L'affaiblissement de la conjoncture en France et à l'étranger s'est traduit par un ralentissement marqué du commerce extérieur. Au quatrième trimestre de 1992, les exportations comme les importations ont été supérieures de 0,8%, en termes réels, au niveau observé un an auparavant. La balance commerciale a de nouveau dégagé un excédent; celui-ci s'est chiffré à 30,6 milliards de francs français. La balance des transactions courantes a enregistré un solde actif de 14,7 milliards de francs français en 1992, alors qu'elle avait accusé un déficit de 33,4 milliards en 1991.

En 1992, le déficit budgétaire a atteint 226 milliards de francs français, soit 3,2% du produit intérieur brut, au lieu de 90 milliards (1,3% du produit intérieur brut), comme cela avait été prévu initialement. La dette publique s'est alourdie. En comparaison internationale, elle est toutefois restée basse, puisqu'elle représentait 29,8% du produit intérieur brut. Le budget de 1993 table sur une croissance économique de 2,6%, en termes réels, et sur un excédent de dépenses de 165 mil-

liards de francs français. Comme la mauvaise conjoncture a entraîné une diminution des recettes et une augmentation de la charge de la dette ainsi que des dépenses afférentes aux prestations de la sécurité sociale, des dépassements budgétaires considérables sont prévisibles. Selon des estimations officielles, le déficit s'élèvera à 330 milliards de francs français, ce qui correspond à 4,8% du produit intérieur brut. S'ajoutant au déficit de la sécurité sociale, il devrait être supérieur à 400 milliards de francs français. Au début du mois de mai, le nouveau gouvernement français a présenté un plan d'assainissement des comptes publics. Outre des hausses d'impôts et des taxes fiscales plus élevées, il comprend aussi des mesures visant à lutter contre le chômage. Ainsi, le gouvernement prévoit des allègements fiscaux pour les petites et moyennes entreprises de même que des aides au secteur de la construction.

Au premier trimestre, la politique monétaire française a été placée sous le signe des élections législatives de fin mars. Le franc français est resté faible pendant les deux premiers mois de l'année du fait de l'incertitude au sujet de la future politique des cours de change et cela bien que la Banque de France ait relevé, au début de l'année, son taux des prises en pension de 10% à 12% et que le taux des dépôts interbancaires à trois mois ait dépassé 12% en janvier et février. Grâce à la détente des taux d'intérêt allemands, la monnaie française s'est raffermie en mars, et les rémunérations servies sur le marché monétaire se sont repliées quelque peu. Le nouveau gouvernement ayant annoncé sa détermination à défendre la parité franc français/mark, la monnaie française s'est redressée nettement, et les taux à court terme ont continué à fléchir. De la mi-avril à la fin du mois de mai, la Banque de France a ramené, en plusieurs étapes, le taux des prises en pension de 12% à 8,5% et le taux des appels d'offres, de 9,1% à 7,5%. Jusqu'à fin avril, le taux des dépôts interbancaires à trois mois est tombé à 8,1%. Quant au rendement des titres à long terme émis par l'Etat, il a diminué de 7,8%, en janvier, à 7,3%, en mars.

Au premier trimestre, la masse monétaire  $M_3$  a été supérieure de 5% au niveau observé un an auparavant. Pour 1993, les autorités monétaires

françaises ont fixé entre 4 et 6,5% l'objectif de croissance de cet agrégat.

### Royaume-Uni

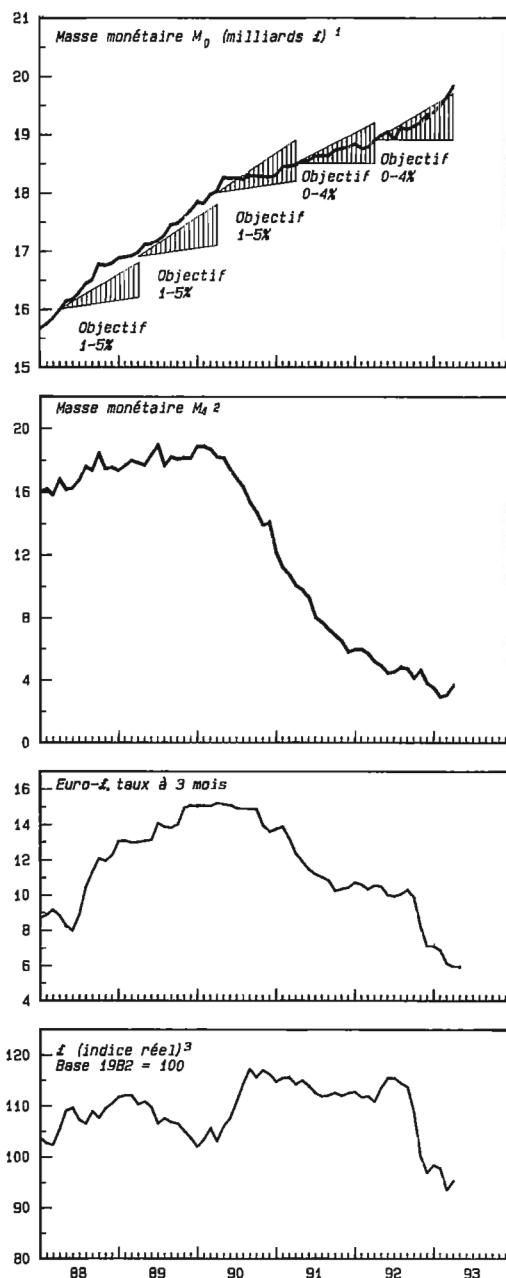
Au Royaume-Uni, les signes d'une reprise économique se sont multipliés au quatrième trimestre de 1992, après une récession de plus de deux ans. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,3% du troisième au quatrième trimestre de 1992. Il avait déjà progressé de 0,2% au troisième trimestre. En comparaison annuelle, un recul de 0,2% a été observé, contre 0,6% au troisième trimestre. Toutes les composantes de la demande ont contribué à la légère croissance économique, à l'exception des investissements en constructions toujours orientés à la baisse. Les exportations en particulier, qui avaient diminué au troisième trimestre, ont enregistré une hausse.

Le renversement de tendance s'est confirmé au premier trimestre de 1993. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel s'est accru de 0,3% par rapport au quatrième trimestre. La production de l'industrie manufacturière, qui avait faibli entre octobre et décembre de 1992, a progressé et les entrées de commandes sont devenues plus nombreuses. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a augmenté, surtout dans les biens de consommation durables. Le secteur de la construction, qui avait été profondément touché par l'effondrement des prix immobiliers, s'est également rétabli. En effet, des travaux de construction en plus grand nombre ont été mis en chantier au premier trimestre.

Le taux de chômage a atteint 10,5% au premier trimestre de 1993, contre 10,3% au dernier trimestre de 1992. Durant la même période, le renchérissement moyen a passé de 3% à 1,8%. Cette évolution est imputable en grande partie à la baisse des taux hypothécaires. En effet, l'inflation de base, qui est corrigée des effets des taux hypothécaires, n'a reculé que de 0,3% pour s'établir à 3,4%.

Les autorités monétaires britanniques ont relâché les rênes de leur politique au premier trimestre de 1993 également. Après avoir réduit son taux d'intervention de cinq points en plusieurs étapes de-

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)

puis septembre 1992, la Banque d'Angleterre l'a diminué une fois encore de un point, le 26 janvier 1993. Le taux de base, soit le taux que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre, est descendu à 6%. Au premier trimestre, la livre anglaise a continué à se déprécier face au dollar et au mark allemand. En février, elle a enregistré des cours qui n'avaient plus été observés depuis plusieurs années. Par rapport à septembre 1992, lors de la sortie de la livre sterling du mécanisme de change du SME, la livre a perdu 22% vis-à-vis du dollar et 12% face au mark allemand.

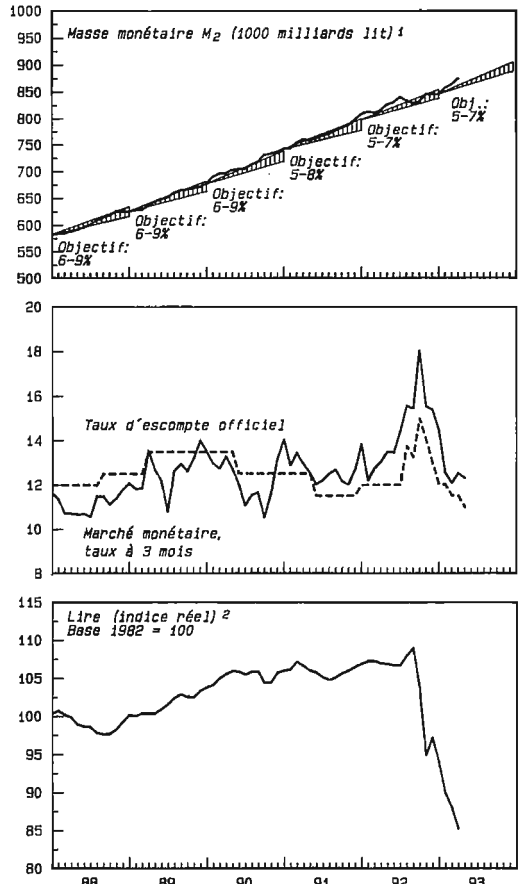
Au premier trimestre, l'expansion de la masse monétaire  $M_0$  a été de 4,4% en taux annualisé, contre 2,7% entre octobre et décembre 1992. Elle a donc évolué au-dessus de la fourchette de 0 à 4% qui lui avait été attribuée pour l'exercice 1992/93. Un accroissement sensible du numéraire en circulation a découlé du repli des taux d'intérêt. En revanche, la progression de la masse monétaire  $M_4$ , qui englobe les dépôts effectués auprès des banques et des caisses d'épargne-logement, a été un peu plus faible qu'au trimestre précédent.

A la mi-mars, le Chancelier de l'Echiquier a présenté la seconde partie du budget (recettes de l'Etat) de l'exercice qui prendra fin en mars 1994. Pour l'exercice en cours, le gouvernement table sur une croissance économique réelle légèrement supérieure à un pour-cent. Les impôts ne seront pas augmentés, à quelques exceptions près, afin de ne pas compromettre la faible reprise. Le déficit budgétaire devrait s'inscrire à 50 milliards de livres, en chiffre rond, soit à 8% environ du produit intérieur brut. Pendant l'exercice budgétaire 1992/93, l'excédent de dépenses a été de 35 milliards de livres, ce qui correspond à près de 6% du produit intérieur brut. Les impôts seront sensiblement relevés en 1994 et 1995 pour éviter que le déficit public ne se creuse davantage. Il est prévu de majorer en particulier la taxe sur la valeur ajoutée frappant les produits énergétiques consommés par les ménages.

## Italie

En Italie, la tendance à la récession s'est accentuée au quatrième trimestre de 1992. Par rapport

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)

à la période précédente, le produit intérieur brut a diminué de 0,6%, en termes réels, après avoir déjà fléchi de 0,5% au troisième trimestre. Il était en outre inférieur de 0,3% au niveau observé un an auparavant. Ce refroidissement conjoncturel est imputable principalement à la demande intérieure moins soutenue. Si la consommation privée a reculé légèrement, les investissements en biens d'équipement ont régressé de 7%, et ceux en constructions, de 3,2%, en comparaison annuelle. Du fait de la mauvaise conjoncture à l'étranger, les exportations ont accusé une baisse, en termes réels, de 0,8% d'un trimestre

à l'autre. Quant aux importations, elles se sont contractées beaucoup plus fortement que les exportations.

La production industrielle est restée au bas niveau du quatrième trimestre de 1992; elle s'est inscrite, au premier trimestre de 1993, 5,7% au-dessous du chiffre enregistré un an auparavant. Toutes les branches de l'industrie, mais en particulier celle des biens d'équipement, ont été touchées par la récession. Le recul sensible des commandes indigènes laisse penser que la demande intérieure continuera à décliner. En revanche, les commandes provenant de l'étranger ont amorcé une reprise, grâce principalement à la dévaluation spectaculaire de la lire qui, pondérée par le commerce extérieur, a perdu plus de 20% de sa valeur entre septembre 1992 et mars 1993. Les perspectives de production pour les prochains mois sont jugées avec plus d'optimisme qu'au second semestre de 1992.

Le refroidissement conjoncturel s'est reflété dans la baisse de l'emploi. Le nombre des places de travail s'est accru légèrement dans les services, mais a reculé dans l'industrie. Dans les grandes entreprises industrielles, l'emploi a diminué, en moyenne des mois de janvier et février, de 6,7% par rapport au niveau observé un an auparavant. Cette détérioration n'apparaît cependant pas encore dans la nouvelle statistique du chômage. En janvier, le taux de chômage s'est inscrit à 9,5%, contre 9,6% trois mois auparavant. Selon l'ancienne statistique, il a passé de 13,1% à 13,6%.

Le taux annuel de renchérissement s'est replié de 4,8%, en moyenne, au quatrième trimestre, à 4,3% au premier. Ce recul est imputable à la faiblesse de la demande intérieure et à la progression beaucoup plus lente que les salaires ont enregistrée depuis la suppression de leur adaptation automatique au renchérissement. En janvier et février, les salaires ne dépassaient que de 2,8% le niveau de la période correspondante de l'année précédente. Depuis l'automne de 1992, la chute de la lire et le raffermissement du dollar ont provoqué une hausse des prix des matières premières. Au premier trimestre, ceux-ci étaient supérieurs de 30% au niveau observé un an auparavant. Aussi, la croissance des prix de gros s'est-elle accélérée depuis quelque temps. Mesuré à

l'indice des prix de gros, le renchérissement annuel moyen s'est inscrit à 4,6% au premier trimestre, contre 3% en moyenne au quatrième et 1,7% au troisième trimestre de 1992.

Malgré les relèvements d'impôts de l'été dernier et les coupes dans les dépenses, le déficit budgétaire italien s'est creusé encore au premier trimestre. Comme les recettes ont augmenté plus faiblement que prévu, le gouvernement italien s'attend à un déficit de 167 000 milliards de liras en 1993, ce qui correspond à 12% du produit intérieur brut. Un tel montant dépasse de loin ses premières estimations.

La Banque d'Italie a encore assoupli sa politique au cours des premiers mois de 1993. Elle a abaissé, en deux étapes, le taux officiel de l'escompte de 12% à 11% entre janvier et avril, mais a aussi diminué le taux des réserves obligatoires. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois, qui atteignait 13,9% en décembre, s'est inscrit à 11,5% en avril. En outre, le rendement net des bons du Trésor à douze mois (BoT) a baissé de 13% à 11,8% durant la même période. Etant donné la faiblesse persistante de la lire – au début d'avril, elle a fléchi au niveau jamais observé de 1000 liras pour un mark allemand –, la Banque d'Italie est intervenue à plusieurs reprises sur les marchés des changes pour la soutenir. La lire s'étant légèrement revalorisée à partir de la mi-avril, la Banque d'Italie a réduit, le 21 mai, le taux de l'escompte à 10,5%. Il s'agit là du taux le plus bas depuis 1978.

La croissance de la masse monétaire  $M_2$  s'est accélérée au premier trimestre. En comparaison annuelle, cet agrégat a augmenté de 6,4%. Pour 1993, les autorités monétaires italiennes ont fixé un corridor de croissance de 5 à 7%.



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

a) Chiffres provisoires    b) PNB

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

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

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

	1989	1990	1991	1992 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>					
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	5,2	5,5	6,8	7,4	7,3	7,0	7,1	7,0	7,0	7,0
Japon	2,3	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Allemagne occidentale <sup>b)</sup>	7,9	7,1	6,3	6,7	7,2	7,6	7,4	7,6	7,8	8,0
France	9,4	9,0	9,5	10,3	10,4	10,6	10,5	10,6	10,7	10,9
Royaume-Uni <sup>c)</sup>	6,3	5,8	8,1	9,8	10,3	10,5	10,6	10,5	10,5	10,5
Italie <sup>c)</sup>	12,1	11,2	10,9	11,5	9,6	9,5	9,5	-	-	
Suisse <sup>e)</sup>	0,6	0,6	1,2	2,7	3,5	4,0	3,8	4,0	4,2	3,7

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 complets; depuis avril 1993, en pour-cent de la population active selon le recensement de 1990

### 1.4 Balance des transactions courantes

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

	1989	1990	1991 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>						1993 <sup>a)</sup>
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	
Etats-Unis	-106,3	-94,1	-3,7	-62,4	-7,2	-6,4	-18,3	-15,8	-22,0		
Japon	57,2	35,8	72,9	117,7	22,9	27,6	28,8	28,3	32,9	36,9	
Allemagne occidentale <sup>b)</sup>	57,4	47,1	-19,8	-25,1	-4,2	-7,0	-5,2	-5,7	-7,5		
France	-3,8	-9,4	-5,9	2,7	0,5	-1,3	1,1	0,1	2,9		
Royaume-Uni <sup>c)</sup>	-35,6	-30,4	-11,3	-21,0	-1,1	-5,2	-5,8	-4,3	-5,6		
Italie <sup>c)</sup>	-10,8	-14,7	-21,1	-25,2	-5,0	-9,0	-5,4	-6,4	-4,7		
Suisse <sup>c)</sup>	7,0	8,6	10,2	15,6	3,0	4,5	2,9	3,9	4,2	6,0	

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

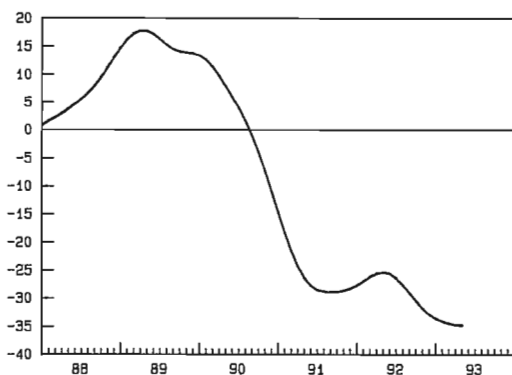
## C. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Evolution de l'économie

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

En Suisse, la récession s'est poursuivie au premier trimestre de 1993. Cette situation s'explique par une conjoncture toujours aussi faible, mais également par un recul des exportations. Le produit intérieur brut réel a diminué de 1,1% en l'espace d'une année (quatrième trimestre 1992: -1,1%).

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

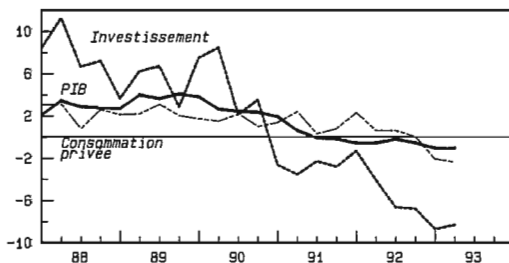


<sup>1</sup> Série IIssee; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis)

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

Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la marche des affaires est restée peu animée en mars, aussi bien dans l'industrie d'exportation que dans celle qui est axée sur le marché intérieur. Les entreprises interrogées ont annoncé des entrées de commandes en baisse, des carnets de commandes à des niveaux particulièrement insatisfaisants et une production toujours en repli. Les stocks n'ont pas continué à fléchir; ils sont jugés appropriés. Le taux d'utilisation des capacités de production

#### **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

(79,4%) et la part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail ont poursuivi leur mouvement de recul (0,9%).

Pour les mois à venir, les participants à l'enquête n'attendent pas une reprise des affaires. Ils escomptent une nouvelle diminution des entrées de commandes et de la production. L'effectif du personnel est encore considéré comme trop élevé.

Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture, qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, a bien ralenti son rythme de croissance durant les deux premiers mois de 1993; au deuxième semestre de 1992, il avait été nettement orienté à la hausse. En mars, le mouvement s'est de nouveau accéléré. Les indicateurs du marché de l'emploi, en particulier, l'ont toutefois atténué. L'indice des actions, qui avait contribué dans une mesure déterminante à la hausse du baromètre au second semestre, a perdu de son élan jusqu'à fin février. En mars, il s'est de nouveau accru plus fortement.

#### **Consommation privée**

La consommation privée a continué à reculer du quatrième trimestre de 1992 au premier de 1993. En l'espace d'une année, elle a diminué de 2,4%, en termes réels.

Du premier trimestre de 1992 à la période correspondante de 1993, le chiffre d'affaires du commerce de détail a fléchi de 2,1% (quatrième trimestre 1992: -2,4%) en termes réels et en don-

nées corrigées des jours ouvrables. Les trois catégories principales de biens ont régressé notablement. Les ventes de biens de consommation durables notamment ont enregistré des baisses supérieures à la moyenne. Pour le deuxième trimestre, le commerce de détail table, selon l'enquête de mars du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, sur des hausses légères. Comme le montre la statistique de l'Union suisse des importateurs de voitures, les ventes de ces véhicules ont diminué de 17,3% du premier trimestre de 1992 au trimestre correspondant de 1993. Le tourisme a poursuivi son repli au premier trimestre. Le nombre des nuitées a reculé de 2% en l'espace d'une année. Si les stations de sports d'hiver ont pu profiter de conditions climatiques idéales, les régions dépendant du tourisme urbain et d'affaires ont subi de plein fouet les effets de la situation économique tendue. Les nuitées de la clientèle étrangère mais aussi celle des hôtes suisses ont été orientées à la baisse.

L'indice du climat de consommation, qui s'était légèrement redressé au début de l'année, s'est maintenu à un bas niveau en avril. Les personnes interrogées ont porté un jugement particulièrement pessimiste sur la sécurité de l'emploi. Des achats importants n'ont été effectués qu'avec une grande retenue. Toutefois, les attentes quant à l'évolution de l'économie pour les douze prochains mois se sont nettement améliorées. Un

nouveau recul du renchérissement est envisagé par ailleurs.

## Investissements

Au premier trimestre de 1993, les investissements ont reculé un peu moins qu'au dernier trimestre de 1992. Par rapport aux trois premiers mois de 1992, ils ont diminué de 8,3% en termes réels (quatrième trimestre 1992: -8,7%). Le fléchissement des investissements en constructions a ralenti, alors que celui des investissements en biens d'équipement n'a quasiment pas varié.

Les investissements en constructions se sont encore repliés au premier trimestre; en l'espace d'une année, le recul a été de 6,5%, contre 7,5% au quatrième trimestre. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les entrées de commandes ont diminué de 4,5%, en termes réels, du premier trimestre de 1992 à la période correspondante de 1993 dans le secteur principal de la construction (quatrième trimestre: -16%). De leur côté, les carnets de commandes ont accusé une baisse de 18% en termes réels (-15%). La construction de bâtiments destinés à l'industrie et à l'artisanat a de nouveau reculé dans une mesure nettement plus forte (-28%) que la construction de logements (-15%). Les crédits de construction ouverts au premier trimestre ont

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

	1989	1990	1991	1992	1993					
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	6,0	3,0	-2,9	-10,3	0,1	-6,2	-7,9	-14,1	-12,6	-10,4
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes <sup>1</sup>	-0,1	-9,1	7,6	19,7	2,4	28,6	39,0	11,1	7,8	12,6
Logements construits dans 96 villes <sup>1</sup>	-11,9	-3,1	1,3	-3,6	-11,9	-3,8	-23,4	13,6	2,4	3,9
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	12,0	2,0	-4,0	-12,0	-3,0	-10,0	-14,2	-16,4	-10,0	-13,0
Secteur privé	12,0	-1,0	-10,0	-18,0	-4,0	-15,0	-18,9	-23,3	-17,0	-12,0
Secteur public	14,0	7,0	4,0	-6,0	-1,0	-5,0	-9,1	-8,8	-3,0	13,0
Renchérissement dans la construction <sup>2</sup>	3,8	5,8	6,7	4,9	7,1	4,7	4,9	4,9	4,9	4,7

<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)

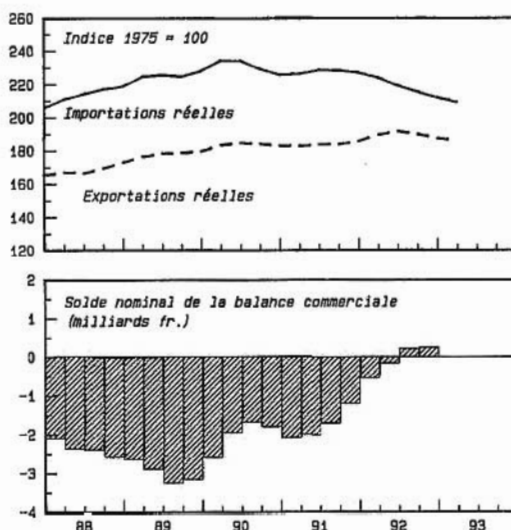
aussi fléchi notablement par rapport à la période correspondante de 1992 (voir «Bilans bancaires et crédits»). D'après l'enquête menée dans l'industrie par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la marche des affaires s'est détériorée, en mars également, dans les branches proches de la construction. Les industries qui fournissent des matériaux de construction ont une nouvelle fois enregistré des ventes en baisse au premier trimestre.

Les investissements en biens d'équipement se sont inscrits 10,7%, en termes réels, au-dessous de leur niveau du premier trimestre de 1992 (quatrième trimestre: -11%). Comme prévu, le rapide repli des rémunérations depuis l'été dernier n'a pas accru sensiblement la propension à investir. L'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines a montré que les entrées de commandes de la clientèle suisse ont continué à régresser fortement en termes nominaux. S'inscrivant à 5,1 mois, la réserve de travail n'a pas varié de fin décembre à fin mars. Quant au repli des importations de biens d'équipement, il s'est accentué au premier trimestre.

### Commerce extérieur et balance courante

Les exportations ont reculé aussi bien en valeur (-3,6%) qu'en volume (-2,6%) par rapport au pre-

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

mier trimestre de 1992, et ce pour la première fois au cours du présent cycle conjoncturel. Ce recul a touché surtout les biens d'équipement et, dans une moindre mesure, les produits semi-finis et les matières premières. Les exportations de l'industrie des machines ont diminué en particulier. En

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

	1989	1990	1991 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>	1991 <sup>a)</sup> 1992 <sup>a)</sup>					1993 <sup>a)</sup>
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	
<b>Exportations, volume</b>	5,2	4,5	-1,3	4,3	-0,1	6,7	3,5	5,3	-0,5	-2,6
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	4,3	1,9	-1,2	2,8	-1,0	3,2	0,7	3,5	-0,1	-4,4
biens d'équipement	5,5	5,1	-4,0	0,0	-3,5	2,4	0,8	1,8	-5,0	-9,2
biens de consommation	5,9	6,3	1,4	10,6	4,5	15,2	9,6	11,1	4,2	6,2
Valeurs moyennes à l'exportation	6,4	1,0	2,8	0,7	4,4	2,8	1,5	-0,3	0,9	-1,0
<b>Importations, volume</b>	5,3	2,7	-1,4	-4,3	1,0	-0,2	-4,9	-4,4	-6,4	-7,5
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	6,7	1,8	-5,2	-1,4	-6,6	-1,6	-3,2	1,6	-1,1	-5,6
biens d'équipement	6,0	3,0	-2,9	-10,3	0,1	-6,2	-7,9	-14,1	-12,6	-10,4
biens de consommation	4,6	2,7	2,7	-2,9	6,1	3,4	-4,8	-2,4	-5,1	-6,9
Valeurs moyennes à l'importation	8,5	-0,7	0,1	2,2	1,1	4,1	4,2	0,4	-0,8	-1,5

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

<sup>a)</sup> Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

revanche, les ventes à l'étranger de l'horlogerie, de la bijouterie et de l'industrie alimentaire ont encore progressé. Les fournitures aux pays de la CE, notamment à l'Italie et à l'Espagne, ont continué à se replier. De même, les exportations vers les pays de l'AELE et le Japon ont également été orientées à la baisse. Une évolution inégale a caractérisé les livraisons aux pays en développement. Alors que les ventes aux pays de l'OPEP ont diminué, les exportations vers les autres pays en développement ont augmenté légèrement. En outre, les fournitures aux Etats-Unis se sont accrues très nettement. Il en a été de même de celles à destination des pays de l'Europe de l'Est, qui ne représentent toutefois qu'une petite part de l'ensemble des exportations suisses.

Les importations ont continué à reculer. Au premier trimestre, celles-ci s'établissaient 8,8%, en termes nominaux, et 7,5%, en termes réels, au-dessous des niveaux de la période correspondante de 1992. Les investissements en biens d'équipement ont une nouvelle fois subi les effets de cette évolution dans une mesure supérieure à la moyenne. Une nette baisse des importations a

été observée notamment dans les véhicules utilitaires, les machines et l'énergie. Parmi les biens de consommation, le recul a touché les biens de consommation durables, les voitures particulières, les équipements d'appartements et l'électronique de divertissement. Les importations de matières premières et de produits semi-finis ont aussi marqué une forte diminution.

Les prix à l'exportation et à l'importation ont évolué de manière identique. En l'espace d'une année, les premiers ont diminué de 1% et les seconds, de 1,5%.

Au premier trimestre de 1993, la balance commerciale a dégagé un excédent, comme au trimestre précédent. Celui-ci a atteint 1 milliard de francs (premier trimestre 1992: -0,6 milliard). La diminution des salaires versés aux frontaliers étrangers et la hausse observée dans les revenus de capitaux ont contribué à l'expansion de 6,5 milliards, au premier trimestre de 1992, à 9 milliards de francs, au trimestre correspondant de 1993, du solde actif de la balance des transactions courantes.

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

	1990	1991 <sup>a)</sup>	1992 <sup>b)</sup>	1993 <sup>b)</sup>					
				4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.
<b>Recettes, total</b>	<b>160,6</b>	<b>161,6</b>	<b>166,8</b>	<b>40,4</b>	<b>42,4</b>	<b>42,0</b>	<b>41,8</b>	<b>40,6</b>	<b>42,4</b>
Exportations de marchandises	91,1	90,9	95,0	24,3	24,0	24,3	22,5	24,2	23,7
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	88,3	87,9	92,1	23,5	23,3	23,6	21,8	23,5	23,0
<i>Autres exportations de marchandises<sup>2</sup></i>	2,8	2,9	2,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Exportations de services	24,0	25,9	27,2	5,2	7,0	6,4	8,2	5,6	7,4
Revenus du travail et des capitaux	42,3	41,5	41,2	10,1	10,5	10,4	10,3	10,0	10,3
Transferts sans contrepartie	3,3	3,4	3,5	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9
<b>Dépenses, total</b>	<b>148,6</b>	<b>147,0</b>	<b>144,9</b>	<b>36,1</b>	<b>35,9</b>	<b>37,7</b>	<b>36,7</b>	<b>34,7</b>	<b>33,5</b>
Importations de marchandises	100,6	98,9	95,9	25,0	24,9	25,0	22,6	23,5	22,9
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	96,6	95,0	92,3	24,0	23,9	24,1	21,8	22,6	22,0
<i>Autres importations de marchandises<sup>2</sup></i>	4,0	3,8	3,6	1,0	1,0	0,9	0,8	0,9	1,0
Importations de services	12,8	13,3	13,8	2,6	2,0	3,8	5,4	2,6	2,1
Revenus du travail et des capitaux	28,7	27,7	27,4	6,8	6,9	6,9	6,8	6,7	6,5
Transferts sans contrepartie	6,5	7,2	7,8	1,7	2,0	2,0	2,0	1,9	1,9
<b>Solde de la balance des transactions courantes</b>	<b>12,0</b>	<b>14,6</b>	<b>21,9</b>	<b>4,3</b>	<b>6,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,9</b>	<b>9,0</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

## Emploi et marché du travail

La conjoncture toujours aussi mauvaise a entraîné un nouveau recul important de l'emploi. Au premier trimestre de 1993, le nombre des personnes occupées à plein temps s'est replié nettement. Des réductions massives de personnel ont été opérées dans l'industrie, la construction et les services.

Après s'être stabilisé à un bas niveau en octobre et en novembre 1992, l'indice Manpower de l'emploi s'est remis à fléchir au premier trimestre de 1993. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a passé à 8000 en données corrigées des variations saisonnières, contre 8500 au premier trimestre de 1992.

Au premier trimestre de 1993, le nombre des chômeurs complets a augmenté de 16 000 pour atteindre 123 000 en données corrigées des variations saisonnières. Aussi le taux de chômage a-t-il passé à 4% en données corrigées des variations saisonnières. De grandes disparités ont une nouvelle fois caractérisé les régions. La Suisse romande et le Tessin ont enregistré des taux de chômage de loin supérieurs à ceux de la Suisse alémanique. Toutefois, cette dernière a connu, au premier trimestre, la plus forte croissance du nombre de chômeurs. A l'instar de la période de

récession des années quatre-vingt, une diminution de la concentration régionale du chômage a été observée dans la phase actuelle d'affaiblissement conjoncturel. Le nombre de chômeurs de longue durée a continué de hausser de manière constante. A la fin du premier trimestre, près de 14% des chômeurs étaient à la recherche d'un emploi depuis plus d'une année. La hausse continue du chômage de longue durée pose des problèmes. Plus la période de chômage qui sévit dans certaines catégories professionnelles est longue, plus il est difficile pour les personnes sans travail de ces catégories de retrouver un emploi.

Le nombre des personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail a augmenté de 17 500 pour s'inscrire à 54 100 au premier trimestre de 1993; ce chiffre est nettement supérieur à celui de la période correspondante de 1992. Environ deux tiers des heures chômées revenaient à l'industrie métallurgique, à celle des machines et à la construction.

En avril, le nombre des chômeurs complets était de 134 500 et, partant, le taux de chômage, de 3,7%, en données corrigées des variations saisonnières. Le recul du taux de chômage est dû à l'adoption d'une nouvelle base de calcul. Le taux de chômage est dorénavant établi à partir de la population active découlant du recensement

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

	1990	1991	1992	1991					1993				
				4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel <sup>1</sup>	1,4	-0,3	-2,6	-0,9	-1,8	-2,1	-3,4	-3,3	-4,2				
Indice des personnes occupées à plein temps <sup>1</sup>							-4,1	-4,1	-5,0				
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	0,5	1,1	2,7	1,5	2,1	2,4	2,7	3,4	4,3	4,1	4,3	4,4	3,8 <sup>3</sup>
Chômeurs complets <sup>3</sup>	15 980	35 064	82 429	46 634	64 696	73 280	85 130	106 611	130 894	126 421	131 646	134 616	138 186
Personnes touchées par des réductions de l'horaire du travail <sup>3</sup>	734	20 269	34 020	30 829	41 108	35 823	22 535	36 616	54 096	50 607	55 175	56 506	52 634
Offres d'emploi à plein temps <sup>3</sup>	16 711	10 145	7 741	8 658	8 307	8 326	7 690	6 641	7 776	6 422	7 691	9 216	10 029

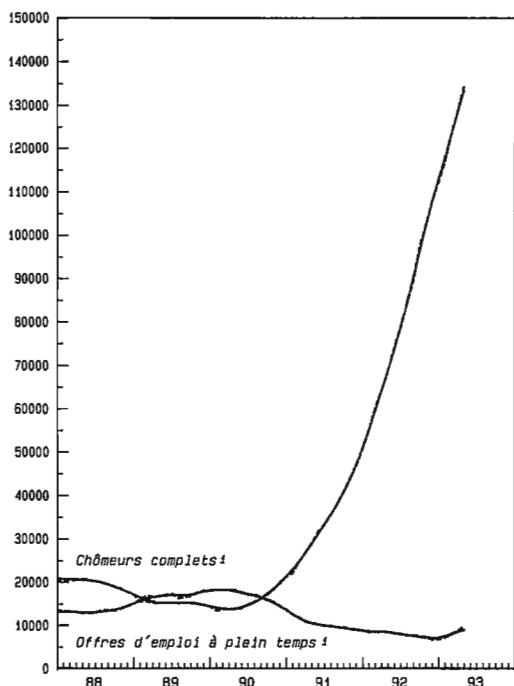
<sup>1</sup> Variation en % par rapport à l'année précédente

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

<sup>3</sup> Nombre des chômeurs complets en % de la population active selon le recensement de 1990 (3 621 716 personnes actives)

Source: La Vie économique, OFIAMT

## Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et lissées

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

fédéral de 1990, soit 3 621 716 personnes, et non plus de celui de 1980 (3 091 694 personnes).

## Prix

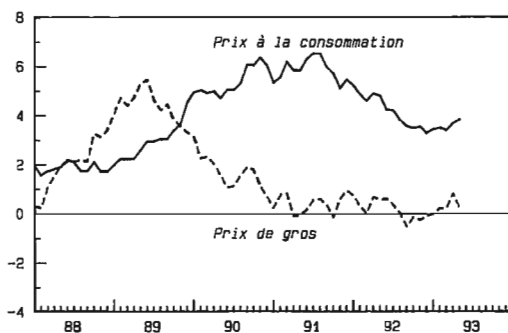
Le mouvement de repli du renchérissement s'est momentanément interrompu au premier trimestre de 1993. L'indice des prix à la consommation dépassait, au premier trimestre, de 3,5% le niveau observé un an auparavant, contre 3,4% au quatrième trimestre de 1992. Cette légère hausse est le résultat d'évolutions divergentes. Après avoir reculé à 0,5% au quatrième trimestre de 1992, le renchérissement importé a passé à 1,7% au premier trimestre de 1993. En revanche, le renchérissement intérieur s'est encore replié; il s'est inscrit à 4,1% au premier trimestre, contre 4,4% au quatrième trimestre de 1992. Les poussées de prix se sont atténuées dans les services tout en restant importantes. Les prix des services publics ont

augmenté de 6,5% en l'espace d'une année, différents prix administrés (assurance responsabilité civile pour voiture, tarifs des CFF, taxes radio et télévision, tarifs postaux et téléphoniques) ayant été relevés. Quant aux prix des services privés, ils se sont accrus de 5%.

En avril, le renchérissement annuel a passé à 3,8%. Accepté lors de la votation populaire du 7 mars 1993, le relèvement de 20 centimes par litre des droits de douane sur les carburants a entraîné une hausse immédiate du taux d'inflation de 0,4 point de pourcentage. Comme ce relèvement est entré en vigueur le 8 mars, l'effet sur les prix s'est fait sentir en mars, mais surtout en avril à raison des trois quarts environ. En mai, le renchérissement annuel s'est de nouveau replié pour s'inscrire à 3,6%; cette évolution s'explique avant tout par le ralentissement de la hausse des loyers.

L'indice des prix de gros dépassait, au premier trimestre de 1993, de 0,4% le niveau de la période correspondante de 1992, après avoir enregistré deux reculs successifs aux troisième et quatrième trimestres de 1992. Les prix des matières premières et des produits semi-finis ont diminué de 0,4% en l'espace d'une année, alors que ceux des produits énergétiques et connexes se sont accrus de 3,5% et ceux des biens de consommation, de 0,6%. Une répartition des produits selon leur origine montre que les prix des biens importés ont régressé de 1%, mais que ceux des biens et services indigènes ont augmenté de 0,9%.

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



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

## 2. Evolution monétaire

### Politique monétaire et agrégats monétaires

Au premier trimestre de 1993, la Banque nationale a continué à suivre le cours assoupli de la politique monétaire qu'elle avait mené au quatrième trimestre de 1992. Comme annoncé en décembre 1992, la Banque nationale envisage d'amener la monnaie centrale dessaisonnalisée sur le sentier de croissance à moyen terme. L'évolution de la monnaie centrale a enregistré un revirement au début de 1993; cet agrégat avait été orienté à la baisse en 1992.

La monnaie centrale dessaisonnalisée a atteint en moyenne 29 272 millions de francs au premier trimestre de 1993, contre 28 925 millions de francs au quatrième trimestre de 1992. Une hausse d'une aussi forte ampleur, à savoir 350 millions de francs ou 1,2%, n'avait jamais été observée depuis deux ans. Le montant enregistré au premier trimestre a

été quelque peu supérieur à celui de 29,1 milliards de francs que la Banque nationale avait prévu pour cette période. Cet écart s'explique par l'augmentation plus forte que prévu des billets en circulation, qui avaient ainsi réagi avec un retard de quelques mois à un recul des rémunérations. Les avoirs en comptes de virements se sont établis à 2593 millions de francs en moyenne, contre 2615 millions au premier trimestre de 1992.

Pour le deuxième trimestre de 1993, la Banque nationale s'attend à une nouvelle croissance des billets en circulation, du fait de l'évolution des rémunérations, et table sur une hausse à 29,7 milliards de francs de la monnaie centrale dessaisonnalisée. En avril, cet agrégat a été quelque peu inférieur au montant prévu. Les billets en circulation, quant à eux, dépassaient de 1,3% le niveau du mois d'avril 1992. Les avoirs en comptes de virements n'ont en revanche guère varié de mars à avril, puisqu'ils se sont inscrits à plus de 2,6 milliards de francs.

**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 2 <sup>e</sup> trim.	26 413	0,8	2 571	-13,1	28 984	0,993	29 179	-0,3
3 <sup>e</sup> trim.	26 133	-0,3	2 488	-6,8	28 621	0,986	29 017	-0,8 <sup>P</sup>
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 <sup>P</sup>	29 272 <sup>P</sup>	0,6 <sup>P</sup>
1992 oct.	25 936	-0,9	2 468	-6,6	28 404	0,985	28 837	-1,4
nov.	26 047	-1,0	2 649	3,8	28 696	0,991	28 957	-0,9
déc.	28 108	0,0	2 727	0,7	30 835	1,064	28 980	-0,7
1993 janv.	27 418	1,3	2 489	-1,6	29 907	1,027 <sup>P</sup>	29 121 <sup>P</sup>	0,0 <sup>P</sup>
févr.	26 689	1,4	2 647	6,1	29 336	0,998 <sup>P</sup>	29 395 <sup>P</sup>	1,1 <sup>P</sup>
mars	26 801	1,3	2 644	2,0	29 445	1,005 <sup>P</sup>	29 299 <sup>P</sup>	0,6 <sup>P</sup>
avril	26 873	1,3	2 625	4,8	29 498	0,997 <sup>P</sup>	29 587 <sup>P</sup>	1,4 <sup>P</sup>
mai	26 599	1,1	2 557	-0,5	29 156	0,995 <sup>P</sup>	29 303 <sup>P</sup>	0,6 <sup>P</sup>

<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

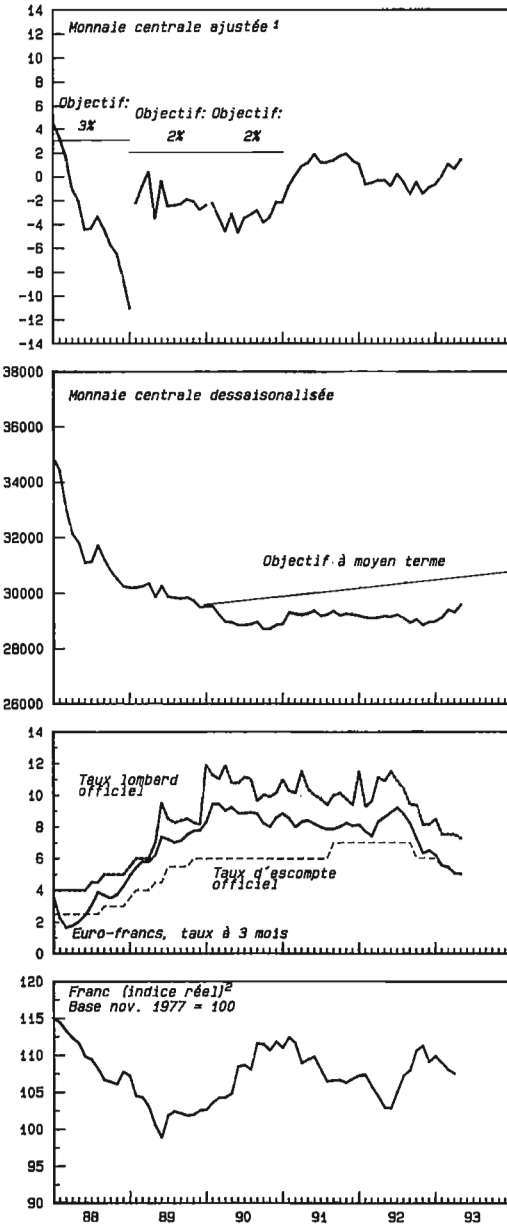
<sup>4</sup> Monnaie centrale dessaisonnalisée = monnaie centrale, divisée par les coefficients saisonniers

<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%.

<sup>P</sup> Chiffres provisoires



Graphique 14: Suisse



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

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	0,3	0,9	3,1
1992 2 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	-0,9	2,1	3,6
3 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	-1,4	2,1	3,0
4 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	2,7	-0,3	3,0
1993 1 <sup>er</sup> trim. <sup>2</sup>	7,9	-2,9	4,8
1992 sept. <sup>2</sup>	1,3	2,0	3,0
oct. <sup>2</sup>	1,7	0,0	2,4
nov. <sup>2</sup>	3,1	0,8	3,7
déc. <sup>2</sup>	3,4	-1,6	2,9
1992 janv. <sup>2</sup>	6,1	-2,0	4,2
févr. <sup>2</sup>	6,6	-3,4	4,5
mars <sup>2</sup>	10,9	-3,3	5,8
avril <sup>2</sup>	10,6	-5,9	5,1

<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

L'évolution des agrégats au sens plus large a été marquée, comme au quatrième trimestre de 1992, par des adaptations non négligeables de portefeuille. Le rapprochement des taux à court et long terme, qui s'était opéré auparavant, et le recul du niveau des rémunérations ont entraîné de nouveaux transferts entre les différentes formes de placements. Les dépôts à vue et les fonds d'épargne ont enregistré une accélération de leur croissance, tandis que le recul des dépôts à terme s'est accentué.

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 variations 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

La masse monétaire  $M_1$ , qui est orientée à la hausse depuis le mois de septembre 1992, a encore progressé, et même nettement, au premier trimestre de 1993. Si le numéraire n'a augmenté que de 1,1%, les dépôts à vue se sont accrus de 11,1%. C'est pourquoi la masse monétaire  $M_1$  s'est élevée de près de 8% par rapport au premier trimestre de 1992.

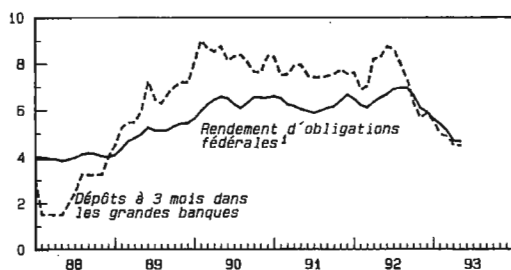
Le recul de 8,9% des dépôts à terme a entraîné le repli de la masse monétaire  $M_2$ . Cette dernière s'est inscrite, au premier trimestre, 3% au-dessous du niveau de la même période de 1992; au quatrième trimestre de 1992, la diminution avait été de 0,3%. De leur côté, les fonds d'épargne ont continué de s'accroître fortement; leur expansion a été de 14,1% en l'espace d'une année, contre 7,1% au quatrième trimestre. Aussi le rythme d'expansion de la masse monétaire  $M_3$  a-t-il passé de 3% au quatrième trimestre de 1992 à près de 5% au premier trimestre de 1993.

### Marché monétaire

Au premier trimestre de 1993, les rémunérations suisses à court terme ont poursuivi leur mouvement de baisse dans une mesure moins forte que précédemment. D'avril à début mai, ils sont toutefois restés quasiment stables.

De janvier à mars, le taux de l'argent au jour le jour s'est inscrit à 5,4% en moyenne, soit un demi-point de pourcentage au-dessous du niveau du quatrième trimestre de 1992. En avril et au début

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

du mois de mai, il a fluctué aux alentours de 5,2%. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a passé en moyenne de 6,3% à 5,3% du quatrième trimestre de 1992 au premier de 1993. Il s'est maintenu en moyenne à 5% en mars et en avril. Au début de 1993, les grandes banques servaient un taux de 5,5% sur les dépôts à trois mois. Cinq mois plus tard, ce taux s'établissait à 4,5%. Les rendements à l'émission des créances comptables à trois mois sur la Confédération ont diminué de 5,6% en janvier à 5% en avril.

Etant donné l'évolution générale des rémunérations, la Banque nationale a ramené, le 19 mars 1993, de 5,5% à 5% le taux officiel de l'escompte.

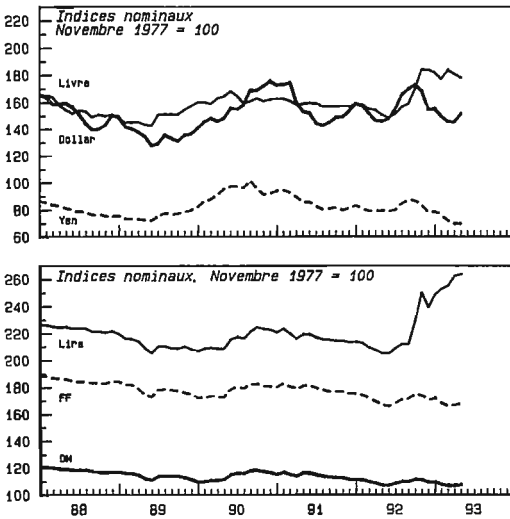
Comme les rémunérations à court terme ont diminué moins fortement en Allemagne qu'en Suisse, l'écart d'intérêt entre les deux pays s'est encore creusé. Pour les dépôts à trois mois sur l'euro-marché, la différence moyenne d'intérêt a atteint 2,8 points de pourcentage durant les quatre premiers mois de 1993 (quatrième trimestre 1992: 2,5 points). Sur le marché des euro-dollars, l'écart par rapport au taux correspondant, qui est moins élevé, s'est chiffré à 2,1 points de pourcentage (2,8 points).

### Marché des changes

Le recul persistant des rémunérations en Suisse n'a pas affaibli durablement le cours du franc suisse. Jusqu'en février, la monnaie helvétique a perdu un peu de terrain vis-à-vis de la plupart des monnaies. Par la suite, elle s'est raffermie nettement face au dollar et faiblement par rapport aux monnaies du SME. Vis-à-vis du yen japonais, le franc suisse s'est déprécié d'environ 15% de janvier à fin mai.

Pondéré par les exportations, le cours réel du franc dépassait, au premier trimestre de 1993, de 2,2% en moyenne le niveau de la période correspondante de 1992. Aussi la tendance à la revalorisation s'est-elle atténuée un peu (quatrième trimestre 1992: 2,6%). Le franc a progressé de 18% et de 22% face à la livre sterling et à la lire italienne, alors qu'il s'est déprécié de 7% vis-à-vis du yen. Par rapport aux autres monnaies, le franc a reculé légèrement.

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



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

### Marché des capitaux

Les rémunérations à long terme ont enregistré la même évolution que les taux d'intérêt sur le marché monétaire; elles ont donc continué à fléchir. Le rendement moyen des obligations fédérales a diminué de 5,5% à fin décembre 1992 à près de 4,7% à fin mars 1993. Après un léger redressement temporaire, il a retrouvé à fin mai son niveau de 4,7%.

Pour les obligations de caisse qui ont été émises par les banques cantonales, la détente s'est reflétée dans la baisse de 5,9%, au début de 1993, à 4,7% quatre mois plus tard des taux les assortissant. Si les banques cantonales n'avaient réduit que légèrement à 6,9% en moyenne les taux de leurs anciennes hypothèques en premier rang, elles ont ramené de 7,5% à 6,5% les taux des nouveaux crédits correspondants entre début janvier et début mai. Simultanément, elles ont diminué de 5,1% à 4,5% les rémunérations des fonds d'épargne.

Le repli des taux d'intérêt s'est traduit par une hausse des cours sur le marché des actions. Le Swiss Performance Index a augmenté de 8,5%

durant le premier trimestre de 1993. Du fait de la stabilisation des taux intervenue en avril, cet indice n'a presque plus varié par la suite.

Les émissions d'obligations et d'actions effectuées sur le marché suisse des capitaux ont totalisé 21,6 milliards de francs au premier trimestre de 1993. Ce montant est donc de 48% supérieur à celui de 14,6 milliards de francs enregistré un an auparavant. A cette époque, les rendements des obligations s'inscrivaient encore plus de deux points de pourcentage au-dessus des niveaux actuels. Eu égard à l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur les droits de timbre, il était en outre plus avantageux d'émettre des titres à plus long terme avant le 1<sup>er</sup> avril 1993, car le droit d'émission est dorénavant, pour les durées de plus de deux ans et demi, supérieur à l'ancien droit de négociation. Le montant d'argent frais prélevé sur le marché des capitaux par des débiteurs suisses a passé de 8,2 milliards au premier trimestre de 1992 à 12,9 milliards une année plus tard, augmentant ainsi de 72%. Après déduction des remboursements, il s'est inscrit à 8,7 milliards de francs, contre 4,8 milliards une année auparavant.

### Exportations de capitaux

Les exportations de capitaux soumises à autorisation ont porté sur 9,2 milliards de francs au premier trimestre de 1993. Ce montant était de 2% inférieur au niveau observé un an auparavant. Si on le compare au montant de 12,9 milliards de francs du quatrième trimestre de 1992, le recul est toutefois important. Alors que les emprunts ont augmenté de 10%, les crédits ont diminué de 37%.

L'offre de la part de débiteurs étrangers a été très élevée au début de l'année. A partir du mois de février, elle s'est atténuée, mais dans le même temps les titres proposés par des débiteurs suisses se sont accrus notablement. Au premier trimestre, le recours au marché des capitaux, opéré au moyen d'emprunts ordinaires («straights») de débiteurs étrangers, a augmenté pour la troisième fois consécutive. La hausse a été de 17% en l'espace d'un an; elle s'explique en partie par le niveau relativement bas du premier trimestre de 1992. Dans le domaine des émissions liées à

des actions, l'activité s'est concentrée sur les emprunts convertibles, à l'instar des trois trimestres précédents. Globalement, les emprunts libellés en francs et assortis de droits d'option ou de conversion ont continué de reculer (-2%). La part des emprunts ordinaires à l'ensemble des émissions s'est accrue légèrement. Quant à celle des placements privés, elle a passé de 63% à 50% en l'espace d'une année.

Au premier trimestre, 43% des exportations de capitaux autorisées revenaient aux pays européens, contre 50% une année auparavant. Les parts de l'Amérique du Nord et du Japon sont restées quasiment stables, soit à 17% et 26%, celles des autres pays augmentant de 6% à 13%. La part des organisations internationales de développement a passé de 6% à 9%.

Une nouvelle mesure de libéralisation concernant les émissions en francs suisses est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> avril 1993. La Banque nationale peut dorénavant accorder une autorisation individuelle en matière d'émissions en francs suisses pour le compte de débiteurs étrangers, même si le chef de file est le seul membre du syndicat à être domicilié en Suisse ou dans la Principauté de Liechtenstein. L'autorisation est accordée si cet établissement chef de file accomplit, en Suisse ou au Liechtenstein, les tâches typiques de celui qui dirige un syndicat. De cette façon, la Banque nationale s'est assurée de recevoir, à l'avenir également, les principales informations concernant les émissions en francs suisses. Cet assouplissement de la réglementation a été possible à la suite de la décision du Conseil fédéral de supprimer, à partir du 1<sup>er</sup> avril 1993, le droit de négoc-

iation sur les émissions en francs suisses pour le compte de débiteurs étrangers.

### **Bilans bancaires et crédits**

L'évolution des bilans bancaires et des crédits tient maintenant compte des données agrégées de toutes les banques qui remettent mensuellement des statistiques à la Banque nationale. Il s'agit des banques, des sociétés financières à caractère bancaire et d'autres sociétés financières, qui font appel au public pour obtenir des fonds en dépôt et dont la somme du bilan et des affaires fiduciaires était de 100 millions de francs ou davantage à fin 1985. A la fin du premier trimestre de 1993, ces établissements étaient au nombre de 312, contre 59 précédemment.

A fin mars 1993, la somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données se chiffrait à 1114 milliards de francs et, partant, dépassait de 3% le niveau enregistré un an auparavant. Comme les fonds du public ont enregistré un afflux de 18 milliards de francs et que les crédits ont augmenté de 5 milliards du fait de l'affaiblissement de la conjoncture, les banques ont relevé leurs placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres). L'expansion de ces placements a été de 18% du premier trimestre de 1992 à la période correspondante de 1993. A fin mars, les liquidités s'inscrivaient juste au-dessous du niveau observé une année auparavant. Le degré de liquidité l, c'est-à-dire le rapport, en pour-cent, entre les disponibilités effectives et le volume exigé par la loi, a passé de 123%

**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

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

pour la période d'application allant du 20 février au 19 mars 1992 à 122% pour la période correspondante de 1993. Le solde négatif des opérations interbancaires a diminué de 16 milliards à 11 milliards de francs. En outre, les effets de change et papiers monétaires ont augmenté de 14%, et les titres, le poste le plus important des placements financiers, de 12%.

A fin mars, les crédits totalisaient 708 milliards de francs, progressant ainsi de 1% par rapport au niveau enregistré une année auparavant. Tant les crédits à la clientèle suisse que ceux à la clientèle étrangère ont augmenté de 1%. Cette évolution est due à la demande peu élevée de crédits, consécutive à la persistance de l'affaiblissement conjoncturel en Suisse et dans d'autres importants pays industrialisés. Les prêts hypothécaires à la clientèle suisse – un poste se chiffrant à 280 milliards de francs, le plus élevé des crédits – se sont accrus d'à peine 3%; toutefois, compte tenu d'un renchérissement de plus de 3%, ils ont enregistré une baisse en termes réels. Le poste des débiteurs suisses n'a quasiment pas varié d'une année à l'autre. Du fait du ralentissement de la construction, les crédits ouverts dans ce secteur (crédits utilisés et non utilisés) par les banques

ont diminué de 11% entre le mois de mars 1992 et le même mois de 1993. Les crédits effectivement utilisés ont fléchi de 6% dans le même temps; à fin mars 1992, les limites utilisées avaient augmenté de 4% en comparaison annuelle. A la suite de ces mouvements, les crédits non utilisés se sont inscrits 18% au-dessous de leur niveau de mars 1992.

Atteignant 742 milliards de francs, les fonds du public ont marqué, au premier trimestre, une hausse de 2% en l'espace d'une année. Le fait saillant a constitué l'évolution inégale des composantes de ces fonds au premier trimestre. Tandis que les créanciers à vue et les fonds d'épargne se sont accrus de 17% et de 15%, les créanciers à terme ainsi que les obligations de caisse, les emprunts obligataires et les emprunts auprès des centrales de lettres de gage ont diminué de près de 7% et de 1%. Ces transferts ont été opérés à cause du fort recul des rémunérations servies sur les placements en francs – notamment à court terme – depuis le milieu de l'année dernière.

Dans les opérations hors bilan, les affaires fiduciaires ont régressé de 4% par rapport à leur niveau de fin mars 1992.



# Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Peter Gerber, Präsident des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank\*

---

Hauptaufgabe des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank ist die Aufsicht über die Geschäftsführung des Instituts. An der letzten Generalversammlung, die ich präsidiere, möchte ich Ihnen, sehr verehrte Aktionärinnen und Aktionäre, erläutern, wie *Aufsicht und Kontrolle bei der Nationalbank* geregelt sind. Sie unterscheiden sich recht stark von den Regelungen bei privaten Aktiengesellschaften.

Dass Sie als Vertreter von Banken und öffentlich-rechtlichen Körperschaften, insbesondere aber als private Aktionäre an den Generalversammlungen der Zentralbank Ihres Landes teilnehmen können, ist ein Privileg, das es ausser in der Schweiz in kaum einem anderen Land gibt. Unser Gesetzgeber entschied sich seinerzeit dafür, der Nationalbank die Rechtsform einer Aktiengesellschaft zu geben, weil diese Rechtsform dem Noteninstitut einen höheren Grad an Unabhängigkeit gegenüber politischen Einflüssen verleiht.

Die Nationalbank ist als Zentralbank der Schweiz eine besondere Institution. Sie hat bekanntlich recht unterschiedliche *Aufgaben* zu erfüllen:

- Versorgung des Bankensystems mit Liquidität;
- Sicherstellung der Bargeldversorgung;
- Regelung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs.

Die *Versorgung des Bankensystems mit Liquidität* ist eine *wirtschaftspolitische* Aufgabe. Hier geht es darum, auf der Basis wissenschaftlicher Erkenntnisse und von Erfahrungen ein Konzept, das Preisstabilität verspricht, zu entwickeln und durchzusetzen. Die Durchsetzung der Geldpolitik am Markt erfolgt durch bankmässige Operationen mit Geschäftsbanken. – Die *Sicherstellung der Bargeldversorgung* ist eine primär *organisatorische* Aufgabe; die Ausgabe der Noten und Münzen geschieht über die Schalter der Nationalbank. – Der *bargeldlose Zahlungsverkehr* ist ebenfalls

primär eine *organisatorische* Aufgabe. Die Nationalbank führt nur den Zahlungsverkehr *zwischen den Banken* durch, der eng mit ihrer Aufgabe, das Bankensystem mit Liquidität zu versorgen, verknüpft ist. Die Nationalbank bedient sich dazu ebenfalls ihres *Bankbetriebs*. Der Zahlungsverkehr der *übrigen Wirtschaft* ist hingegen der Konkurrenz der Marktteilnehmer überlassen, wobei sich bekanntlich auch die PTT mit ihrem Postchecksystem daran beteiligen.

Die Tätigkeit der Nationalbank hat also eine *wirtschaftspolitische* und eine *bankmässige* Seite. Diesem Dualismus entspricht ein solcher in *rechtlicher* und in *organisatorischer* Hinsicht. Rechtlich hat die Nationalbank zwar die Form einer *Aktiengesellschaft*; sie hat aber auch Eigenheiten einer *öffentlichen Anstalt*, indem sie

- durch Verfassung und Gesetz errichtet wurde,
- öffentliche Aufgaben erfüllt und dem Gemeinwohl verpflichtet ist,
- unter Mitwirkung des Bundes verwaltet wird.

In der Organisation kommt der Dualismus darin zum Ausdruck, dass die *Aufsicht* über die Nationalbank *zweigleisig geregelt* ist. Dem *Bankrat*, dem *Bankausschuss*, der *Generalversammlung* und der *Revisionskommission*, die es in ähnlicher Form auch bei anderen Aktiengesellschaften gibt, kommt die Aufsicht über den «*Betrieb*» Nationalbank zu. Dem *Bundesrat* sind die Jahresrechnung und der Geschäftsbericht sowie wichtige Reglemente zur Genehmigung vorzulegen; ausserdem wählt der Bundesrat die Mehrzahl der Bankräte und die Leiter der Bank, insbesondere die Mitglieder des Direktoriums.

Das Ziel, der Nationalbank eine möglichst grosse Unabhängigkeit zu verleihen, verfolgte unser Gesetzgeber nicht nur mit der Wahl der Rechtsform einer Aktiengesellschaft, sondern auch durch die *interne Regelung der Kompetenzen*. Er strebte eine strikte *Trennung zwischen Leitungs- und*

---

\* Gehalten in Bern am 16. April 1993

*Ausführungsfunktionen* einerseits und *Aufsichtsfunktionen* andererseits an. Gemäss Nationalbankgesetz sind für *Aufsicht und Kontrolle* zuständig die Generalversammlung der Aktionäre und die Bankbehörden, vor allem der Bankrat und die Revisionskommission. Die *Leitung* der Nationalbank obliegt hingegen dem Direktorium.

Der *Bankrat* der Nationalbank übt gemäss Nationalbankgesetz die Aufsicht über den Geschäftsgang und die Geschäftsführung der Bank aus. Er prüft den Geschäftsbericht und die Jahresrechnung sowie die wichtigeren Reglemente, er unterbreitet dem Bundesrat die Vorschläge für die Wahl der Leiter der Bank, und er bewilligt die Kredite für grössere Investitionen. Mit seinen 40 Mitgliedern erfüllt der Bankrat allerdings eher eine Art *demokratischer* Aufsichtsfunktion über die Nationalbank als eine Kontrolle im *technischen Sinne*. In bezug auf die Notenbankpolitik spielt er die Rolle eines kritischen Beraters. Der Bankrat lässt sich viermal im Jahr vom Direktorium über die Wirtschafts- und Währungslage orientieren, und sein Ausschuss von 10 Mitgliedern wird annähernd monatlich über weitere Aspekte der Tätigkeit der Nationalbank informiert. Für die Aufsicht über die Tätigkeit der Bank ist der Bankrat ausgezeichnet geeignet, gehören ihm doch Vertreter der massgebenden Wirtschaftskreise, der verschiedenen Landesteile sowie der wichtigsten politischen Gruppierungen an.

Für die *Prüfung im technischen Sinne* bestehen andere Organe. Den grössten Aufwand treibt die *interne Revision* als unabhängiges Instrument der Unternehmensleitung im Bereich der Überwachung und Kontrolle. Sie wird von einem dipl. Bücherexperten geleitet und ist in eine Fach- und eine Informatikrevision gegliedert. Die von Ihnen, meine Damen und Herren, alljährlich auf Vorschlag des Bankrats gewählten Mitglieder der *Revisionskommission* bedienen sich für die einzelnen Prüfungstätigkeiten auch der internen Revi-

sion; sie lassen sich über deren Tätigkeit orientieren. Die Revisionskommission ist mit einer aktienrechtlichen Kontrollstelle vergleichbar und prüft Jahresrechnung und Bilanz. Sie erstattet Ihnen, der Generalversammlung – Sie werden es nachher wieder hören –, Bericht. Die Mitglieder der Revisionskommission – ausnahmslos Direktoren von Geschäftsbanken – leisten mit durchschnittlich 15 Tagen pro Jahr einen vergleichsweise hohen zeitlichen Aufwand für ihre Aufgabe bei der Nationalbank. Trotzdem sind sie für die Prüfung komplexer Bereiche auf Unterstützung angewiesen.

Der Bankrat beschloss deshalb 1984, eine *externe Revisionsgesellschaft* (die ATAG Ernst & Young) zu beauftragen, die Jahresrechnung der Nationalbank hinsichtlich Ordnungsmässigkeit der Buchführung und Darstellung der Vermögenslage und des Geschäftsergebnisses zu prüfen. Zusätzlich revidiert die ATAG die wichtigen Gebiete Devisen und Wertschriften, vertieft nach jährlich wechselnden Prüfungsschwerpunkten. Diese werden in einer gemeinsamen Planungsbesprechung von ATAG und interner Revision definiert. Die ATAG berichtet der Revisionskommission mündlich und schriftlich über die Ergebnisse dieser Prüfungen. Die Revisionskommission kann dabei ihre Wünsche einbringen und sich später über die Resultate der Prüfungen orientieren lassen.

Auf diese Weise konnten wir die technische Kontrolle der Geschäftstätigkeit der Nationalbank systematischer und intensiver gestalten und die Revisionskommission stärken. Der Bankrat erhielt so die Gewissheit, dass die wichtigsten Geschäftsbereiche der Bank durch eine unabhängige und sachverständige Revisionsstelle geprüft werden. Ich hoffe, meine Damen und Herren, Ihnen damit einen Überblick gegeben zu haben, wie Aufsicht und Kontrolle bei der Nationalbank geregelt sind.



# Assemblée générale de la Banque nationale suisse\*

Allocution d'ouverture de Peter Gerber, président du Conseil de la Banque nationale suisse

---

Le Conseil de banque de la Banque nationale suisse exerce la surveillance sur la conduite des affaires de l'institut d'émission. Présidant pour la dernière fois l'Assemblée générale, je voudrais, Mesdames et Messieurs les actionnaires, vous apporter à cette occasion quelques précisions sur cette tâche de surveillance et de contrôle. La réglementation, à la Banque nationale, est fort différente de ce que connaissent les sociétés anonymes ordinaires.

Que vous puissiez participer aux assemblées générales de la banque centrale de votre pays en qualité de représentants de banques et de collectivités publiques et, surtout, d'actionnaires privés est un privilège qui n'existe guère ailleurs qu'en Suisse. A l'époque, le législateur avait opté pour la forme juridique de la société anonyme, parce que celle-ci est le meilleur garant de l'indépendance de l'institut d'émission face aux influences politiques.

En tant que banque centrale de la Suisse, la Banque nationale est une institution particulière. Elle doit remplir, vous le savez, des tâches très variées:

- approvisionner le système bancaire en liquidités;
- assurer l'approvisionnement de l'économie en numéraire;
- servir de régulateur au trafic des paiements sans numéraire.

L'approvisionnement du système bancaire en liquidités est une tâche relevant de la politique économique. Il s'agit de développer et de mettre en œuvre, en s'appuyant sur les connaissances scientifiques et l'expérience, une stratégie propice à la stabilité du niveau des prix. La mise en œuvre de la politique monétaire est assurée par des opérations passées avec les banques com-

merciales. Assurer l'approvisionnement de l'économie en numéraire représente une tâche avant tout d'ordre organisationnel; les billets et les pièces sont mis en circulation aux guichets de la Banque nationale. Dans le trafic des paiements sans numéraire, la tâche est elle aussi d'ordre organisationnel surtout. La Banque nationale ne gère que le trafic des paiements entre banques, qui est étroitement lié à l'approvisionnement du système bancaire en liquidités. A cette fin, elle se sert également de son appareil bancaire. Le trafic des paiements du reste de l'économie est par contre laissé au libre jeu de l'offre et de la demande; les PTT y participent avec leur système de chèques postaux.

L'activité de la Banque nationale a par conséquent un aspect de politique économique mais aussi un aspect bancaire. Ce dualisme a son pendant sur les plans juridique et organisationnel. Juridiquement, la Banque nationale revêt la forme d'une société anonyme, mais elle possède aussi les caractéristiques d'un établissement d'Etat. En effet, elle

- a été fondée sur la base de la constitution et d'une loi,
- remplit des tâches publiques et est tenue d'agir dans l'intérêt général,
- est gérée avec le concours de la Confédération.

Le dualisme se retrouve au niveau organisationnel en ce sens que le contrôle exercé sur la Banque nationale est de double nature. La surveillance de l'«entreprise» Banque nationale incombe au Conseil de banque, au Comité de banque, à l'Assemblée générale et à la Commission de contrôle, soit à des organes qui existent également, sous une forme semblable, dans les autres sociétés anonymes. Mais les comptes annuels, le rapport de gestion et d'importants règlements internes doivent être soumis à l'approbation du Conseil fédéral; en outre, ce dernier nomme la majorité des membres du Conseil de banque et les principaux dirigeants de la Banque nationale,

---

\* Berne, le 16 avril 1993

en particulier les membres de la Direction générale.

Pour conférer à la Banque nationale une autonomie aussi large que possible, le législateur n'a pas seulement choisi la forme de la société anonyme. Il a également *réglé les compétences sur le plan interne* de manière à marquer une stricte séparation entre les fonctions de *direction et d'exécution*, d'une part, et celles de *surveillance*, de l'autre. En vertu de la loi sur la Banque nationale, l'Assemblée générale des actionnaires et les autorités de la Banque, soit en premier lieu le Conseil de banque et la Commission de contrôle, exercent les fonctions de *surveillance et de contrôle*. Quant à la *conduite des affaires* de l'institut d'émission, elle incombe à la Direction générale.

Aux termes de la loi sur la Banque nationale, le *Conseil de banque* exerce la surveillance sur la marche et la direction des affaires de l'institut d'émission. Il examine le rapport de gestion, les comptes annuels et les principaux règlements internes, soumet des propositions au Conseil fédéral pour la nomination des dirigeants de la Banque et ouvre des crédits pour les investissements substantiels. Fort de quarante membres, il exerce davantage une sorte de contrôle *démocratique* sur la Banque nationale qu'une surveillance au *sens technique*. Pour ce qui est de la politique de l'institut d'émission, le Conseil de banque joue le rôle d'un conseiller critique. Quatre fois par an, cet organe est informé de la situation économique et monétaire par la Direction générale. Son Comité, qui compte dix membres, est renseigné plus en détail, à peu près chaque mois, sur les activités de la Banque nationale. Le Conseil de banque est parfaitement apte à remplir sa mission de surveillance, puisque les principaux milieux économiques, les différentes régions du pays et les plus importantes tendances politiques sont représentés en son sein.

L'*examen au sens technique* incombe à d'autres organes. Dans ce domaine, la *révision interne* accomplit, en volume, les tâches les plus importantes; il s'agit d'un service autonome qui est l'instrument de la direction pour la surveillance et le contrôle. Un expert-comptable diplômé est à la tête de ce service formé de deux branches, l'une spécialisée en informatique et l'autre chargée de

la révision traditionnelle. Les membres de la Commission de contrôle que vous élisez chaque année, Mesdames et Messieurs, sur proposition du Conseil de banque s'appuient aussi sur la révision interne pour leurs diverses vérifications; ils prennent en outre connaissance des travaux qu'elle a effectués. La Commission de contrôle exerce des fonctions comparables à celles que le droit des sociétés anonymes attribue à l'organe de révision. Elle vérifie les comptes annuels et soumet son rapport à l'Assemblée générale; il vous sera d'ailleurs présenté dans quelques instants. La Commission de contrôle est constituée exclusivement de directeurs de banques commerciales. Ses membres consacrent quinze jours par an en moyenne à la Banque nationale, ce qui représente un investissement de temps relativement élevé. Pour l'examen de domaines complexes, ils ont toutefois besoin de l'appui de spécialistes.

C'est pourquoi le Conseil de banque a décidé, en 1984, de charger un *organe de révision externe*, à savoir ATAG Ernst & Young SA, d'examiner les comptes annuels de la Banque pour établir si la comptabilité est tenue dans les règles et si la présentation des éléments de fortune et des résultats de l'exercice sont conformes aux prescriptions légales. En outre, l'ATAG procède à des révisions détaillées dans deux domaines importants, les devises et les titres, en mettant chaque année l'accent sur de nouveaux points bien précis. Ceux-ci sont définis dans le cadre de discussions entre l'ATAG et la révision interne. La Commission de contrôle est informée oralement et par écrit des résultats de ces examens. Elle peut à cette occasion exprimer ses désirs en matière de contrôle et se faire communiquer par la suite les résultats des vérifications qu'elle a souhaitées.

De cette manière, il a été possible de rendre le contrôle technique de l'activité de la Banque nationale plus systématique et plus intensif, mais aussi de renforcer l'efficacité de la Commission de contrôle. Le Conseil de banque a ainsi la certitude que les principaux domaines d'activité de la Banque sont examinés par un organe de révision indépendant et qualifié. J'espère, Mesdames et Messieurs, vous avoir ainsi donné un aperçu de la réglementation appliquée à la Banque nationale dans le domaine de la surveillance et du contrôle.

# Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

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

## 1. Die Geldpolitik im Jahre 1992

Die schweizerische Wirtschaft durchlief 1992 erneut ein schwieriges Jahr. Das reale Bruttoinlandprodukt bildete sich zurück. Die Arbeitslosigkeit erreichte ein – für schweizerische Verhältnisse – ungewöhnlich hohes Ausmass. Es gibt in diesem trüben Konjunkturbild aber auch Lichtblicke: Die Rate der Jahresteuersank im März um 1,3 Prozentpunkte auf 3,6%. Unsere Geldpolitik, die seit der zweiten Hälfte 1988 restriktiv und auf die Bekämpfung der Inflation ausgerichtet war, zeigt damit den erwarteten Erfolg. Die skeptischen Stimmen, die die Wirksamkeit unseres geldpolitischen Kurses noch bis Mitte des letzten Jahres bezweifelt hatten, verstummten. Der Erfolg musste allerdings hart erkämpft werden. Die Inlandteuerung erwies sich einmal mehr als besonders hartnäckig. Der Preisauftrieb liess bei den Dienstleistungen – ich denke vor allem an die Mieten, an die Gesundheitskosten und an den öffentlichen Verkehr – weit weniger als bei den in- und ausländischen Waren nach. Die Erhöhung des Treibstoffzolls, die Anfang März in Kraft trat, wird den Abbau der Teuerung in den kommenden Monaten nochmals verzögern. Wir rechnen jedoch damit, dass die Teuerung in der zweiten Jahreshälfte in allen Bereichen spürbar zurückgehen wird.

Wir vermochten unsern geldpolitischen Kurs dank der Fortschritte, die wir bei der Bekämpfung der Inflation erzielten, in der zweiten Hälfte des Jahres 1992 zu lockern. Die Zinssätze aller Laufzeiten bildeten sich seither deutlich zurück. Die kurzfristigen Sätze – sie lagen im Juni 1992 noch über 9% – sanken auf 5%. Die langfristigen Zinsen ermässigten sich im gleichen Zeitraum um mehr als zwei Prozentpunkte auf etwas über 4,5%.

Die geldpolitische Lockerung widerspiegelt sich auch in der Entwicklung der Geldmengenaggregate. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge

– unser wichtigster geldpolitischer Indikator – nahm im ersten Quartal 1993 gegenüber dem Vorquartal zu. Sie bewegt sich in Richtung des Wachstumspfad von jährlich 1%, den wir mittelfristig – im Durchschnitt eines Zeitraums von rund fünf Jahren – anstreben. Wir hatten diesen Wachstumspfad in den vergangenen drei Jahren stark unterschritten. Deshalb rechnen wir damit, dass die Notenbankgeldmenge in diesem und im nächsten Jahr um jeweils deutlich mehr als 1% zunehmen wird. Dies bedeutet nicht, dass wir heute eine expansive Geldpolitik führen oder gar den Nährboden für eine künftige Inflation legen. Wir bemühen uns vielmehr um die notwendige Normalisierung der Geldversorgung. Wir hatten die Notenbankgeldmenge in den vergangenen Jahren vermindert, um die Teuerung zu bekämpfen. Heute müssen wir sie wieder stärker ansteigen lassen, damit wir unser mittelfristiges Geldmengenziel auch tatsächlich erreichen. Wir gewährleisten unserer Wirtschaft dadurch einen ausreichenden Wachstumsspielraum, stellen gleichzeitig aber auch sicher, dass das Ziel der Preisstabilität gewahrt bleibt.

Die weiteren aussagekräftigen Geldaggregate, die wir neben der Notenbankgeldmenge als Indikatoren heranziehen, widerspiegeln die grosszügigere Geldversorgung der Wirtschaft ebenfalls. Die Geldmenge  $M_1$ , die den Bargeldumlauf und die Sichteinlagen umfasst, wächst wieder deutlich. Sie hatte in den letzten beiden Jahren annähernd stagniert.

Der Frankenkurs entwickelte sich trotz dem ausgeprägten Rückgang der schweizerischen Zinssätze in geordneten Bahnen. Zwei Gründe trugen hauptsächlich dazu bei: Die schweizerische Teuerung bildete sich – erstens – im Laufe des vergangenen Jahres deutlich zurück. Sie lag im Mai 1992 erstmals seit rund drei Jahren wieder tiefer als in Deutschland. Seit dem letzten September bewegt sie sich kontinuierlich unter der deutschen Rate. Ein Faktor, der das Vertrauen in eine Währung grundsätzlich schwächt – eine im Vergleich zum Ausland höhere Inflationsrate –, fiel

\* Gehalten in Bern am 16. April 1993

damit weg. Die Turbulenzen im Europäischen Währungssystem stärkten – zweitens – das Vertrauen in den Schweizer Franken zusätzlich.

Anlagen in Schweizer Franken werfen seit einigen Monaten wegen des starken Rückgangs der schweizerischen Zinssätze deutlich weniger als entsprechende Anlagen in EWS-Währungen – als Anlagen namentlich in D-Mark – ab. Der Schweizer Franken, der während der Sommermonate stärker geworden war, schwächte sich deshalb im Herbst und in den ersten Monaten dieses Jahres gegenüber den meisten wichtigen Währungen wieder etwas ab. Wir nahmen diesen Kursrückgang hin. Unsere Geldpolitik ist primär auf die Gewährleistung eines möglichst stabilen Preisniveaus ausgerichtet. Wir kontrollieren zu diesem Zweck das Wachstum der Geldmenge. Eine Rücksichtnahme auf den Wechselkurs drängt sich nur dann auf, wenn die Entwicklung an den Devisenmärkten ausser Kontrolle zu geraten droht. Dies war vor gut einem Jahr der Fall. Die Rate der Jahresinflation lag damals noch bei fast 5%. Eine allzu rasche Abschwächung des Schweizer Frankens drohte die Preise importierter Güter in die Höhe zu treiben. Dies hätte die Teuerung wie die Teuerungserwartungen wieder angeheizt. Wir bekämpften in der ersten Hälfte 1992 deshalb die Frankenschwäche, indem wir das Geldangebot verknappten und damit vorübergehend höhere Zinssätze in Kauf nahmen.

Die Gefahr importierter Preissteigerungen ist heute geringer als vor einem Jahr. Die für uns besonders wichtigen europäischen Exporteure – ich denke beispielsweise an die Automobilindustrie – müssen härter um Absatzmöglichkeiten kämpfen. Ihre Bereitschaft, die Preise etwas zurückzunehmen, um die wechselkursbedingte Verteuerung ihrer Exportgüter zu kompensieren, wächst. Die schweizerischen Importeure dürften angesichts der flauen Binnennachfrage vermehrt geneigt sein, wechselkursbedingte Preiserhöhungen nicht voll den Konsumenten aufzubürden, sondern durch eine Verengung der Margen aufzufangen.

Alle diese Faktoren – die Fortschritte bei der Bekämpfung der Teuerung, das wiedererstarke Vertrauen in den Schweizer Franken und die geringere Gefahr importierter Preissteigerungen – er-

weiterten unseren geldpolitischen Spielraum. Sie stellten unsere geldpolitische Autonomie gegenüber dem Ausland, die von vielen zu früh totgesagt worden war, wieder her. Die Zinsdifferenz, die gegenüber den europäischen Währungen grösser als je ist, widerspiegelt dies ebenso wie die – gemessen am Vorjahr – stabilere Entwicklung am Devisenmarkt.

## 2. Die Konjunkturlage

Die monetären Fortschritte stehen vorderhand noch in einem markanten Kontrast zur Entwicklung im realen Bereich. Das reale Bruttoinlandprodukt ging im Jahre 1992 nach vorläufigen Berechnungen um 0,6% zurück. Die geringere Binnennachfrage konnte durch die höhere Auslandsnachfrage nicht ausgeglichen werden. Die Kapazitätsauslastung ging weiter zurück. Die Beschäftigung sank. Die Zahl der Arbeitslosen verdreifachte sich. Wo liegen die Gründe der gut zweijährigen Stagnationsphase?

Die Abschwächung der Konjunktur ist teilweise auf die restriktive Geldpolitik, mit der wir seit der zweiten Hälfte 1988 eine virulente Teuerung bekämpften, zurückzuführen. Wir verschwiegen nie, dass die Bekämpfung der Inflation mit realen Kosten verbunden sein würde. Unsere eigene Erfahrung sowie ausländische Beispiele zeigen immer wieder, dass der Preisauftrieb erst spürbar nachlässt, wenn die Konjunktur sich abschwächt. Es wird damit zunehmend schwieriger, Preiserhöhungen durchzusetzen. Die Höhe der realen Kosten der Inflationsbekämpfung hängt aber entscheidend davon ab, wie die inländischen Preise sich bilden. Indexmechanismen spielen eine bedeutende Rolle. Die Koppelung der Wohnungsmieten an die Entwicklung der Hypothekarsätze, die wir in der Schweiz kennen, ist geldpolitisch besonders nachteilig. Sie zeigte Ende der achtziger Jahre, als die schweizerische Konjunktur stark überhitzt war, ihre Schädlichkeit deutlich. Die Mieten stiegen mit jeder Hypothekarzinsrunde sprunghaft an. Es war in der überhitzten Konjunktur leicht, die höheren Wohnungsmieten auf die Löhne zu überwälzen. Die Indexierung der Mieten setzte so eine Lohn-Preis-Spirale in Gang. Sie verlängerte den geldpolitischen Bremsweg. Wir sahen uns dadurch gezwungen, eine härtere

Geldpolitik, als wir ursprünglich beabsichtigt hatten, zu führen.

Die Schweiz ist nicht das einzige Land, das seit Anfang der neunziger Jahre mit wirtschaftlichen Schwierigkeiten kämpft. Zwei Faktoren spielen dabei eine wichtige Rolle:

Der Anstieg des Zinsniveaus, der mit der deutschen Wiedervereinigung einherging, ist ein erster Faktor, der zur Konjunkturflaute in Europa beiträgt. Viele Länder – auch die Schweiz – profitierten zunächst zwar vom sogenannten Wiedervereinigungsboom. Sie vermochten ihre Exporte nach Deutschland kräftig zu steigern. Die Investitionstätigkeit liess unter dem Druck der hohen Zinsen in vielen europäischen Staaten jedoch bald nach. Unsere Investitionsgüterindustrie, die stark auslandorientiert ist, bekam dies ebenfalls zu spüren. Ihre Ausfuhren gingen im Jahre 1991 real deutlich zurück. Sie stagnierten im letzten Jahr.

Der markante Rückgang der Preise von Kapitalgütern ist ein zweiter Faktor, der die Konjunkturschwäche im OECD-Raum verstärkt. Die massive Rückbildung – ja der eigentliche Zerfall – der Immobilienpreise ist besonders folgenschwer. Vor allem Japan, Grossbritannien und die nordischen Staaten, aber – in abgeschwächtem Ausmass – auch die Schweiz, sehen sich davon betroffen. Wir haben es mit einer unvermeidlichen Korrektur, die die Grundstückspreise nach dem überbordenden Boom von Ende der achtziger Jahre wieder in vernünftige Relationen zur übrigen Wirtschaft bringt, zu tun. Diese Korrektur ist indessen schmerzhaft. Sie zwingt Unternehmen wie private Haushalte, ihre finanzielle Position zu konsolidieren. Schulden, die vor dem Hintergrund steigender Immobilienpreise oft leichtfertig eingegangen wurden, müssen zurückbezahlt werden. Dies erzwingt oft die Veräusserung zu hoch belasteter Vermögenswerte. Die Banken, die am Immobilienboom regen Anteil hatten, müssen den verminderten Wert ihrer Aktiven durch vermehrte Rückstellungen ausgleichen. Der Finanzsektor mehrerer Länder sieht sich dadurch erheblichen Belastungen ausgesetzt.

Dieser Korrekturprozess ist auch in der Schweiz in vollem Gange. Die jüngsten Probleme einiger Banken, die im Hypothekengeschäft stark veran-

kert sind, legen ein beredtes Zeugnis ab. Die Schwierigkeiten im Immobilienbereich beschleunigten den Strukturwandel des schweizerischen Bankensektors. Die Ursachen des Strukturwandels liegen aber tiefer. Die massiv gestiegenen Infrastrukturkosten und ein härteres Wettbewerbsklima zwingen die Banken, ihre Rentabilität durch bankinterne Anpassungs- und Umstrukturierungsprozesse zu verbessern. Viele Banken sahen ihre Kräfte überfordert. Rund 70 Institute verschwanden infolge Fusion, Übernahme oder Liquidation allein in den letzten zwei Jahren aus der schweizerischen Bankenstatistik. Der Strukturwandel verlief – ich möchte dies hervorheben – in geordneten Bahnen und ohne Mithilfe des Staates. Die Stabilität des Bankensystems blieb intakt. Das Vertrauen in die schweizerischen Banken wurde gestärkt.

Der Prozess der Strukturanpassung wird die internationale Wettbewerbsfähigkeit unserer Banken erhöhen. Er braucht jedoch Zeit. Der strukturelle Wandel im Bankensektor verlängert zusammen mit den wirtschaftlichen Aufräumarbeiten nach dem exzessiven – und schliesslich geplatzen – Immobilienboom die gegenwärtige Konjunkturschwäche. Viele Banken sehen sich nach dem massiven Beschäftigungszuwachs der achtziger Jahre heute gezwungen, ihren Personalbestand aus Kostengründen abzubauen. Verwandte Bereiche – zum Beispiel eng mit dem Immobilienmarkt verbundene Unternehmen – sind ähnlich betroffen. Der Dienstleistungssektor ist im Unterschied zu früheren Rezessionen nicht mehr in der Lage, Arbeitskräfte, die von der Industrie freigesetzt wurden, aufzunehmen. Damit fällt ein bedeutender Stabilisierungsfaktor weg.

### 3. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt

Der starke Anstieg der Arbeitslosigkeit löste weiterhin Sorgen aus. Die Arbeitslosenquote betrug im März 4,9%. Sie dürfte tatsächlich, wenn die Zahl der Arbeitslosen nicht – wie dies die offiziellen Publikationen tun – an der Erwerbsbevölkerung von 1980, sondern an jener von 1990 gemessen wird, etwas tiefer liegen.

Die schweizerische Arbeitslosenquote erscheint im Vergleich zum OECD-Raum immer noch als

mässig. Dies ändert nichts an der Tatsache, dass in den letzten zwei Jahren viele ihre Beschäftigung verloren. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern registrierten Arbeitslosen erhöhte sich im gegenwärtigen Konjunkturrückgang weit stärker als in den Rezessionen von 1982/83 und 1975/76. Diese Vergleiche sind jedoch, da wichtige Rahmenbedingungen sich seither veränderten, irreführend. Drei dieser Änderungen sind besonders bedeutsam:

Die Schweiz kannte – erstens – vor 1977 kein Versicherungsobligatorium. Ausländer wie Schweizer waren nicht oder nur ungenügend gegen Arbeitslosigkeit versichert. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen nahm in der Rezession von 1975/76, in der massiv Arbeitsplätze abgebaut wurden, deshalb nur geringfügig zu. Viele ausländische Arbeitskräfte verliessen – zweitens – 1975/76 und auch noch Anfang der achtziger Jahre die Schweiz. Sie verfügen heute in der Regel über eine Bewilligung zum Jahresaufenthalt oder über die Niederlassung. Die Ausländer beziehen bei Verlust des Arbeitsplatzes deshalb das ihnen zustehende Arbeitslosenentgelt in der Schweiz. Wir stellen – drittens – eine Veränderung im Verhalten der Frauen, deren Anteil an der Erwerbsbevölkerung in den letzten zwanzig Jahren stieg, fest. Ungefähr gleich viele Frauen wie Männer melden sich heute – gemessen am Beschäftigungsrückgang – als arbeitslos. Die Frauen zogen sich früher dagegen vielfach aus dem Erwerbsleben zurück. Sie erschienen nicht in der Arbeitslosenstatistik.

Die Arbeitslosigkeit ist aus diesen Gründen sichtbarer als in den zwei letzten Rezessionen.

#### **4. Massnahmen zur Belebung der Konjunktur**

Die Arbeitslosigkeit ist ein ernstes soziales Problem. Wir müssen nach Massnahmen, die ihre Auswirkungen mildern und die Chancen der Betroffenen auf dem Arbeitsmarkt verbessern, suchen. Ich denke an das Angebot an Umschulungs- und Weiterbildungsmöglichkeiten. Es ist vor allem für junge Arbeitslose bedeutsam. Ich halte aber auch Massnahmen, die die Mobilität und die Selbsthilfe der Arbeitslosen fördern – zum Beispiel finanzielle Anreize –, für prüfenswert.

Wir sehen uns heute kaum mehr mit der Forderung konfrontiert, das geldpolitische Steuer herumzureissen und die Konjunktur über eine forcierte, weitere Senkung der Zinssätze anzukurbeln. Die Geldpolitik eignet sich in der Tat nicht zur Beschäftigungspolitik. Sie wirkt nur mit beträchtlicher Verzögerung. Es wäre deshalb höchst wahrscheinlich, dass eine geldpolitische Stimulierung erst dann, wenn der konjunkturelle Aufschwung bereits in Gang ist, zu greifen begännen. Damit wäre eine Konjunkturüberhitzung vorprogrammiert. Die Preisstabilität würde erneut aufs Spiel gesetzt.

Das gleiche gilt für die gelegentlich an die Nationalbank gerichtete Forderung, einen Beitrag zur Finanzierung der wachsenden Staatsdefizite zu leisten. Die Vorschläge reichen von der Gewährung zinsloser Kredite an den Bund über die Veräusserung der Goldreserven bis zur zinsgünstigen Finanzierung der defizitären Arbeitslosenversicherung. Wir müssen solche Experimente, die sich alle als eine komplizierte Form der Geldschöpfung entpuppen, klar ablehnen. Die Finanzierung der Defizite des Staates – auch die Finanzierung der Arbeitslosenversicherung – darf nicht über die Notenbank erfolgen. Das Vertrauen in unsere stabilitätsorientierte Geldpolitik würde damit untergraben.

Die gegenwärtige Verschlechterung der Bundesfinanzen ist zum Teil auf den konjunkturbedingten Rückgang der Einnahmen, auf die höheren Zinsen sowie auf die steigenden Sozialausgaben zurückzuführen. Das Haushaltsdefizit der Schweiz – wie übrigens auch die staatliche Verschuldung – ist im internationalen Vergleich aber immer noch tief. Die konjunkturbedingte Erhöhung der Defizite ist deshalb verkraftbar. Das strukturelle Defizit des Bundes – die Fehlbeträge, die in der längerfristigen Entwicklung der Ausgaben begründet sind –, muss dagegen mittelfristig beseitigt werden. Der Bund erhöht damit seinen finanzpolitischen Spielraum. Ausgeglichene Staatsfinanzen sind vor allem aber eine wichtige Voraussetzung einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik. Die Ausgabendisziplin ist die erste Voraussetzung der Gesundung des Bundeshaushalts. Eine zweite ist die Schaffung einer tragfähigen modernen Finanzordnung, zu der auch die Einführung einer Mehrwertsteuer gehört.

Der wichtigste Beitrag, den die Nationalbank zur Verbesserung der Konjunkturlage – zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit – leisten kann, besteht in ihrer mittelfristig ausgerichteten Geldpolitik. Die Notenbankgeldmenge liegt zur Zeit noch deutlich unter dem mittelfristigen Zielpfad. Sie muss, da wir uns in Richtung dieses Zielpfads bewegen wollen, vorübergehend deshalb stärker als die 1%, die wir als Durchschnitt von rund fünf Jahren anstreben, wachsen.

Wir schufen mit unserer Politik in den vergangenen Monaten Raum für einen deutlichen Rückgang des Zinsniveaus. Auf dem Weg zu tieferen Zinssätzen kamen wir bereits ein gutes Stück voran. Die kurz- wie die langfristigen Zinssätze liegen heute nicht mehr viel höher als Mitte der achtziger Jahre. In dem Masse, in dem die Teuerung sich zurückbildet, besteht aber noch Spielraum für einen weiteren Zinsrückgang. Dies trifft auch auf die Kreditzinsen zu. Und es gilt vor allem für die Hypothekensätze. Sie wurden im laufenden Jahr zwar bereits zurückgenommen. Die Hypothekarzinsen dürften dank der deutlichen Margenverbesserung im Kreditgeschäft aber noch weiter sinken.

## 5. Ausblick

Die Schweiz blickt auf zwei schwierige Jahre konjunktureller Stagnation zurück. Der starke Anstieg der Arbeitslosigkeit löste Sorgen und Ängste aus. Die Voraussetzungen für eine Erholung der Wirtschaft verbesserten sich dank des inzwischen erreichten Rückgangs der Zinssätze aber entscheidend. Es wird trotzdem noch einige Zeit verstreichen, bis die Nachfrage aus dem In- und Ausland wieder anziehen wird.

Die Stagnation der realen verfügbaren Einkommen, die für dieses Jahr erwartet wird, und die Sorge um den Arbeitsplatz dämpfen vorderhand die Konsumbereitschaft. Im Wirtschaftsbau bestehen hohe Überkapazitäten. Es stehen vor allem Büroflächen leer. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften angesichts der tiefen Kapazitätsauslastung ebenfalls nicht rasch anziehen. Die Auslandnachfrage – sie war im letzten Jahr die einzige bedeutsame Konjunkturstütze – liess in den vergangenen Monaten deutlich nach. Dieser Rück-

gang widerspiegelt die Konjunkturschwäche in unseren europäischen Nachbarländern. Die Anzeichen einer Konjunkturerholung festigen sich zwar in den Vereinigten Staaten. Sie dürften das trübe Stimmungsbild in Europa aufhellen. Die Nachfrage aus dem Ausland – vor allem die Nachfrage aus Europa – wird sich indessen kaum vor Ende des Jahres beleben. Die meisten Prognoseinstitute rechnen 1993 deshalb nur mit einem geringen Wirtschaftswachstum. Einige schliessen einen nochmaligen leichten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts nicht aus.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbessert sich erfahrungsgemäss erst, wenn der Konjunkturaufschwung an Kraft gewinnt. Viele Unternehmer bauen im Abschwung die Zahl der Arbeitsplätze weniger stark ab, als sich dies von der Kostenseite her aufdrängen würde. Sie versuchen, ihr Fähigkeitskapital möglichst zu erhalten. Dies erlaubt es ihnen, die Produktion bei der Wiederbelebung der Nachfrage ohne zusätzliche Arbeitskräfte auszudehnen. Es bedeutet umgekehrt aber auch, dass die Beschäftigung erst steigt, wenn die Wirtschaft wieder Tritt gefasst hat. Dieser Hinweis ist wenig geeignet, die Sorgen, die viele Arbeitnehmer um ihren Arbeitsplatz haben, zu zerstreuen. Er soll aber helfen, die konjunkturellen Probleme, mit denen wir zu kämpfen haben, nüchtern anzugehen und die Horrorszenarien, mit denen wir in letzter Zeit konfrontiert wurden, zurechtzurücken.

Eine Stagnationsphase lässt sich nicht über Nacht überwinden. Die Wartephase erscheint vielen von uns als lang. Sie ist aber keine verlorene Zeit. Die monetären Rahmenbedingungen – ich denke an den Rückgang der Teuerung und der Zinssätze – verbesserten sich inzwischen spürbar. Der Anpassungsprozess kam auf allen Ebenen der Wirtschaft in Gang. Er wird die Unternehmen stärken. Der Staat kann diesen Prozess fördern, wenn er in konjunkturpolitisch schwierigen Zeiten populären Versuchung, noch stärker in das Wirtschaftsgeschehen einzugreifen, widersteht. Er sollte statt dessen Regulierungen, die die wirtschaftliche Entwicklung ohne Not behindern, zügig abbauen. All dies müsste eine gute Grundlage für ein ausgeglichenes Wachstum der Wirtschaft und für eine nachhaltige Verbesserung der Arbeitsmarktlage schaffen.

# Assemblée générale de la Banque nationale suisse\*

Exposé de Markus Lusser, président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

---

## 1. La politique monétaire en 1992

Pour l'économie suisse, la phase défavorable a continué en 1992. Le produit intérieur brut a diminué en termes réels. Le chômage s'est accru, atteignant un niveau inhabituel pour notre pays. Mais, dans ce tableau conjoncturel sombre, quelques lueurs d'espoir apparaissent également. Le taux annuel de renchérissement a fléchi de 1,3 point pour s'inscrire à 3,6% en mars. Notre politique monétaire, restrictive depuis le second semestre de 1988 pour combattre l'inflation, porte ainsi les fruits attendus. Ceux qui émettaient des doutes quant à l'efficacité de notre stratégie – ils étaient encore nombreux au milieu de l'année dernière – se sont tus entre temps. Il a fallu toutefois lutter durement pour obtenir ce succès. Une fois encore, le renchérissement intérieur s'est montré particulièrement tenace. Le ralentissement de la hausse des prix a été beaucoup plus lent dans les services – je pense en particulier aux loyers, aux coûts de la santé et aux tarifs des transports publics – que du côté des marchandises suisses et étrangères. Le relèvement, au début du mois de mars, des droits sur les carburants freinera la décade du renchérissement au cours des prochains mois. Nous estimons toutefois que le rythme de la hausse des prix marquera un net repli, dans tous les domaines, au second semestre de l'année.

Grâce aux succès obtenus dans la lutte contre l'inflation, nous avons pu assouplir notre politique monétaire dans la seconde moitié de 1992. Depuis, les taux d'intérêt se sont sensiblement repliés. Les taux à court terme, qui atteignaient encore plus de 9% en juin 1992, ont diminué à 5%. Durant la même période, les taux à long terme ont baissé de plus de deux points pour s'établir un peu au-dessus de 4,5%.

L'assouplissement de notre politique se reflète également dans l'évolution des agrégats monétaires. La monnaie centrale dessaisonnalisée – no-

tre principal indicateur – a augmenté entre le quatrième trimestre de 1992 et le premier de l'année en cours. Elle se rapproche du sentier de croissance de 1% que nous visons à moyen terme, soit pendant une période d'environ cinq ans. L'agrégat avait évolué nettement au-dessous de ce sentier au cours des trois dernières années. Nous tablons par conséquent sur une progression de la monnaie centrale bien supérieure à 1%, tant en 1993 qu'en 1994. Cela ne signifie toutefois pas que nous menons maintenant une politique monétaire expansionniste ou même que nous préparons un terrain propice à une prochaine vague d'inflation. Nous nous efforçons tout simplement de revenir, ce qui est aujourd'hui nécessaire, à un approvisionnement normal de l'économie en monnaie. Après avoir réduit la monnaie centrale pour combattre le renchérissement, nous devons maintenant l'augmenter sensiblement si nous voulons réellement atteindre notre objectif monétaire à moyen terme. Ce faisant, nous donnons à l'économie une marge suffisante pour la croissance, mais veillons aussi, simultanément, à ce que l'objectif de la stabilité des prix ne soit pas menacé.

Les autres agrégats monétaires que nous utilisons, en plus de la monnaie centrale, comme indicateurs reflètent eux aussi l'approvisionnement plus ample de l'économie en monnaie. La masse monétaire  $M_1$ , qui est formée du numéraire en circulation et des dépôts à vue, enregistre de nouveau une nette expansion. Elle avait approximativement stagné au cours des deux années précédentes.

En dépit du substantiel repli des taux d'intérêt suisses, le cours du franc a évolué de manière ordonnée. Pour l'essentiel, deux facteurs y ont contribué. Le renchérissement – premier facteur – a diminué sensiblement en Suisse au cours de l'année dernière. En mai 1992, son taux annuel était, pour la première fois depuis environ trois ans, inférieur au rythme de la hausse des prix en Allemagne. Depuis le mois de septembre, il est resté continuellement au-dessous du taux allemand.

---

\* Berne, le 16 avril 1993



Ainsi, un élément de nature à affaiblir la confiance dans une monnaie – une inflation plus forte qu'à l'étranger – a disparu. En outre, les turbulences qui ont secoué le Système monétaire européen (SME) – deuxième facteur – ont concouru à raffermir la confiance dans le franc suisse.

Les taux d'intérêt suisses ayant diminué, les rémunérations sur les placements en francs sont nettement inférieures, depuis quelques mois, à celles qui sont servies sur les placements en monnaies du SME, en marks allemands tout particulièrement. Aussi, après s'être raffermi en été, le franc a-t-il légèrement faibli, en automne et pendant les premiers mois de 1993, face à la plupart des principales monnaies. Nous avons toléré cet effritement. Notre politique monétaire vise avant tout à assurer un niveau des prix aussi stable que possible. A cette fin, nous contrôlons la croissance de la monnaie centrale. La prise en compte des cours de change s'impose uniquement lorsque l'évolution sur les marchés des changes risque de dérapier. Tel a été le cas voici un peu plus d'un an. Le taux annuel de renchérissement atteignait alors près de 5%. Un affaiblissement trop rapide du franc menaçait de pousser à la hausse les prix des biens importés. Le renchérissement et les anticipations inflationnistes auraient été de nouveau attisés. C'est pourquoi nous avons combattu la baisse du franc, au premier semestre de 1992, en réduisant l'offre de monnaie et, partant, en acceptant une hausse temporaire des taux d'intérêt.

L'inflation importée est moins menaçante aujourd'hui qu'il y a un an. Nos principaux fournisseurs européens – je pense à l'industrie automobile par exemple – doivent lutter plus âprement pour assurer des débouchés à leurs produits. Ils sont plus disposés à faire des concessions sur les prix pour compenser le renchérissement, dû à l'évolution des cours de change, de leurs produits. En outre, les importateurs suisses sont maintenant moins enclins à répercuter sur les consommateurs les hausses de prix qui sont dues aux mouvements des cours de change. La morosité de la conjoncture intérieure les incite sans doute davantage à préférer une réduction de leur marge.

Tous ces facteurs – progrès dans la lutte contre le renchérissement, retour à une confiance accrue

dans le franc et faible risque d'inflation importée – ont renforcé la marge de manœuvre à notre disposition pour la conduite de la politique monétaire. Ils ont rétabli notre autonomie vis-à-vis de l'étranger, autonomie que beaucoup avaient déjà enterrée. L'écart, élevé comme jamais, entre les taux suisses et ceux du reste de l'Europe ainsi que l'évolution, plus stable aujourd'hui qu'il y a un an, du franc sur les marchés des changes en sont des preuves.

## **2. La situation conjoncturelle**

Les progrès obtenus sur le plan monétaire contrastent encore profondément avec l'évolution de la production et de l'emploi. Selon des données provisoires, le produit intérieur brut réel a régressé de 0,6% en 1992. L'affaiblissement de la demande intérieure n'a pu être compensé par une hausse de la demande étrangère. Le taux d'utilisation des capacités de production a continué à fléchir. L'emploi a diminué, et le nombre des chômeurs a triplé. Quelles sont les causes de cette phase de stagnation qui dure depuis plus de deux ans?

L'affaiblissement de la conjoncture est dû en partie à la politique monétaire restrictive que nous avons menée depuis le second semestre de 1988 pour combattre un renchérissement virulent. Nous n'avons jamais caché que la lutte contre l'inflation entraînerait des sacrifices. Les pressions à la hausse sur les prix, nos propres expériences et des exemples étrangers l'ont montré à maintes occasions, ne se relâchent sensiblement qu'à partir du moment où la conjoncture faiblit. Il devient alors de plus en plus difficile d'imposer des hausses de prix. Mais les coûts réels de la lutte contre l'inflation dépendent de la formation des prix intérieurs. Les mécanismes d'indexation jouent en la matière un rôle considérable. Le lien que nous connaissons en Suisse entre les loyers et les taux hypothécaires comporte un inconvénient sérieux pour la politique monétaire. Il a montré avec netteté son côté pernicieux, à la fin des années quatre-vingt, quand la Suisse traversait une phase de forte surchauffe. A chaque hausse des taux hypothécaires, les loyers ont fait un bond. Etant donné la surchauffe, il était alors aisé

de répercuter les augmentations des loyers sur les salaires. L'indexation des loyers a ainsi mis en marche une spirale des prix et des salaires. Elle a allongé le temps de freinage avec lequel opère la politique monétaire. De ce fait, nous avons été contraints de mener une politique plus rigoureuse que ce qui avait été prévu à l'origine.

La Suisse n'est cependant pas le seul pays qui, depuis le début des années quatre-vingt-dix, lutte contre des difficultés économiques. Deux facteurs jouent à cet égard un rôle important.

La hausse des taux d'intérêt, après l'unification allemande, est un premier facteur ayant contribué à la morosité de la conjoncture en Europe. De nombreux pays, dont la Suisse, ont profité dans une première phase de ce qu'on a appelé le «boom de l'unification». Ils ont pu accroître vigoureusement leurs exportations vers l'Allemagne. Très rapidement toutefois, le niveau élevé des taux d'intérêt dans maints pays européens a engendré un ralentissement des investissements. Notre industrie des biens d'équipement, qui exporte une forte part de sa production, en a ressenti les effets. En volume, ses ventes à l'étranger ont diminué nettement en 1991, puis stagné l'année suivante.

La baisse sensible des prix de certains actifs est un deuxième facteur qui a accentué l'affaiblissement de la conjoncture dans les pays de l'OCDE. Le fort recul – voire la chute – des prix immobiliers a eu de lourdes conséquences au Japon, mais aussi au Royaume-Uni, dans les pays scandinaves et, dans une moindre mesure, en Suisse. Il s'agit d'une correction inéluctable qui, après les excès de la fin des années quatre-vingt, rétablit des relations plus raisonnables entre le prix des immeubles et le reste de l'économie. Cette correction ne se fait toutefois pas sans douleur. Elle contraint des entreprises et des ménages à consolider leur situation financière. Des dettes, souvent contractées un peu légèrement dans une phase de hausse des prix immobiliers, doivent être remboursées. Cela oblige nombre de débiteurs à vendre des éléments de patrimoine trop fortement hypothéqués. Les banques, qui avaient pris une part active au boom immobilier, doivent constituer des provisions pour compenser la diminution de la valeur de leurs actifs. Dans maints

pays, le secteur financier a subi ainsi de lourdes charges.

En Suisse également, ce processus de correction est en cours. Les récents problèmes de plusieurs banques dont l'activité est fortement axée sur les prêts hypothécaires en témoignent avec éloquence. Les difficultés apparues sur le marché immobilier ont accéléré les mutations structurelles au sein du secteur bancaire suisse. Mais les causes de ces mutations sont plus profondes encore. La hausse massive des coûts d'infrastructure et la concurrence plus âpre contraignent les banques à améliorer leur rentabilité par des processus internes d'adaptation et de restructuration. De nombreuses banques n'ont pas eu les forces nécessaires pour affronter une telle évolution. Au cours des deux dernières années, quelque 70 établissements ont disparu de la statistique bancaire suisse à la suite de fusions, de reprises et de liquidations. Ces mutations structurelles, je voudrais le souligner, se sont déroulées en bon ordre et sans intervention de l'Etat. La stabilité du système bancaire est restée intacte. La confiance dont jouissent les banques suisses en est ressortie renforcée.

Le processus d'ajustement structurel améliorera, sur le plan international, la compétitivité de nos banques. Un tel processus est toutefois lent. Tout comme l'épuration qui suit l'effondrement du boom excessif sur le marché immobilier, les mutations structurelles au sein du secteur bancaire prolongent la phase d'affaiblissement de la conjoncture. Après avoir accru leur personnel pendant les années quatre-vingt, de nombreuses banques sont maintenant amenées à réduire les effectifs pour contenir les coûts. Mais d'autres branches – celles qui sont étroitement liées au marché immobilier par exemple – sont également touchées par cette évolution. Aussi, contrairement à ce qu'on a pu observer durant les précédentes phases de récession, le secteur des services n'est-il pas en mesure d'absorber la main-d'œuvre libérée par l'industrie. Un important facteur de stabilisation a ainsi disparu.

### **3. La situation sur le marché du travail**

La forte aggravation du chômage a soulevé une vague d'inquiétude. Après correction des varia-

tions saisonnières, le taux de chômage atteignait 4,9% en mars. En réalité, il est probablement un peu inférieur à ce niveau, parce que, dans les statistiques officielles, le nombre des chômeurs est exprimé en pour-cent de la population active de 1980 et non de 1990.

Comparé aux chiffres enregistrés dans les autres pays de l'OCDE, notre taux de chômage est toujours modéré. Cela n'enlève toutefois rien au fait que de très nombreuses personnes ont perdu leur emploi ces deux dernières années. Le nombre des chômeurs inscrits aux offices du travail s'est accru bien davantage dans la phase actuelle d'affaiblissement de la conjoncture que lors des récessions des années 1982/83 et 1975/76. Ces comparaisons sont cependant trompeuses, étant donné que d'importantes conditions-cadres se sont entre temps modifiées. Parmi ces modifications, trois me paraissent particulièrement importantes.

Premièrement, la Suisse ne connaissait aucune assurance chômage obligatoire avant 1977. Les étrangers et les Suisses étaient mal assurés ou pas du tout assurés contre le chômage. C'est pourquoi le nombre des chômeurs inscrits aux offices du travail a peu augmenté pendant la récession des années 1975 et 1976, quand bien même l'emploi avait fortement fléchi. Deuxièmement, de nombreux travailleurs étrangers ont quitté la Suisse en 1975 et 1976, mais aussi au début des années quatre-vingt. Aujourd'hui, les travailleurs étrangers ont généralement un permis à l'année ou un permis d'établissement. En cas de perte de leur emploi, ils touchent, en Suisse, les indemnités auxquelles ils ont droit. Troisièmement, nous constatons une modification dans le comportement des femmes. Au cours des vingt dernières années, la part des femmes à la population active a progressé. Actuellement, parmi les personnes qui perdent leur emploi, la proportion de celles qui s'inscrivent aux offices du travail est à peu près la même, du côté des femmes comme de celui des hommes. Autrefois, de nombreuses femmes quittaient le marché du travail, lorsqu'elles perdaient leur emploi, et n'entraient par conséquent pas dans la statistique du chômage.

Pour ces raisons, le chômage est plus visible aujourd'hui que pendant les deux récessions précédentes.

#### 4. Mesures pour stimuler la conjoncture

Le chômage est un problème social grave. Nous devons adopter des mesures pour atténuer ses répercussions et améliorer les chances des chômeurs sur le marché du travail, notamment en leur offrant la possibilité de perfectionner leur formation ou de se recycler. Ces possibilités sont particulièrement importantes pour les jeunes à la recherche d'un emploi. Mais j'estime que des mesures stimulant la mobilité et l'effort personnel des chômeurs – des incitations financières par exemple – méritent elles aussi de faire l'objet d'un examen attentif.

Nous ne sommes plus guère confrontés à des appels demandant une modification radicale du cours de notre politique monétaire et une relance de l'activité économique par une baisse forcée des taux d'intérêt. En fait, la politique monétaire n'est pas un outil approprié pour mener une politique de l'emploi. Elle n'agit qu'avec un décalage considérable. C'est pourquoi une stimulation de la conjoncture par des mesures monétaires ne commencerait très vraisemblablement à produire ses effets qu'au moment où l'activité économique aurait déjà redémarré. Une surchauffe de la conjoncture serait ainsi programmée. La stabilité du niveau des prix serait donc une nouvelle fois remise en cause.

Le même argument doit être opposé aux demandes qui, de temps à autre, sont adressées à la Banque nationale pour qu'elle fournisse une contribution au financement des déficits publics croissants. Dans ce domaine, les propositions portent notamment sur l'octroi de crédits sans intérêt à la Confédération, la couverture, à des taux d'intérêt très bas, des déficits de l'assurance chômage et la vente des réserves d'or. Nous devons refuser catégoriquement de telles tentatives qui se révèlent finalement n'être qu'une forme compliquée de création monétaire. Le financement des déficits publics – y compris ceux de l'assurance chômage – ne doit pas se faire par l'intermédiaire de l'institut d'émission. La crédibilité de notre politique monétaire, axée sur la stabilité, serait ébranlée si nous cédions à de telles demandes.

La détérioration des finances de la Confédération est due en partie à la diminution que les recettes

enregistrent à cause de la conjoncture, aux taux d'intérêt élevés et à l'augmentation des dépenses dans le domaine social. Comparé à ce qu'on observe à l'étranger, le déficit budgétaire de la Suisse reste toutefois faible, tout comme d'ailleurs la dette publique. La part des déficits qui est imputable à l'affaiblissement de la conjoncture est donc supportable. Celle qui a une origine structurelle, en d'autres termes celle qui est due à l'évolution à long terme des dépenses, doit par contre être comblée à moyen terme. En suivant cette règle, la Confédération accroît sa marge de manœuvre financière. Des finances publiques équilibrées apportent notamment un soutien précieux à la politique monétaire visant la stabilité du niveau des prix. Pour l'assainissement des finances de la Confédération, la discipline en matière de dépenses est une première condition. Une deuxième condition est la mise sur pied d'un régime financier solide et moderne, incluant la taxe sur la valeur ajoutée. La principale contribution que la Banque nationale peut fournir pour améliorer la conjoncture et, partant, résorber le chômage vient de sa politique monétaire axée sur le moyen terme. Aujourd'hui, la monnaie centrale est encore sensiblement inférieure au sentier de croissance à moyen terme. Comme nous voulons nous rapprocher de ce sentier de croissance, l'agrégat doit temporairement progresser à un rythme supérieur au taux de 1% que nous visons en moyenne d'une période d'environ cinq ans.

Grâce à notre politique à moyen terme, nous avons ces derniers mois créé une marge pour un substantiel repli des taux d'intérêt. Une bonne partie de la diminution est déjà accomplie. Les taux d'intérêt à court et long terme ne sont plus guère supérieurs à leur niveau du milieu des années quatre-vingt. Mais, dans la mesure où le renchérissement faiblit, une marge de manœuvre existe encore pour d'autres baisses des taux d'intérêt, notamment pour les taux que les banques appliquent à leurs débiteurs et, en particulier, pour les taux hypothécaires. Ceux-ci ont déjà été réduits au cours de cette année. Néanmoins, ils devraient baisser encore, du fait de la nette amélioration de la marge des banques dans les opérations de crédit.

## 5. Perspectives

La Suisse vient de traverser une phase difficile, deux années de stagnation économique. La forte augmentation du chômage a engendré inquiétudes et angoisses. Grâce au récent repli des taux d'intérêt, les conditions sont nettement plus favorables à une reprise de la conjoncture. Il faudra toutefois attendre encore un certain temps avant de voir repartir la demande, intérieure et étrangère.

La stagnation, prévue pour cette année, du revenu réel disponible des ménages et les craintes au sujet de l'emploi freinent toujours la propension à consommer. Dans le domaine des bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services, l'offre est bien supérieure à la demande. Ce sont surtout des surfaces destinées à des bureaux qui n'ont pas trouvé preneurs. Etant donné le faible taux d'utilisation des capacités de production, les investissements en biens d'équipement ne devraient pas, eux non plus, se redresser rapidement. La demande étrangère – seul soutien substantiel de la conjoncture en 1992 – a nettement fléchi ces derniers mois. Son repli reflète la faiblesse de la conjoncture dans les pays voisins. Certes, les signes d'une reprise de l'activité économique se sont confirmés aux Etats-Unis; ils devraient apporter une lueur d'espoir dans le climat économique morose de l'Europe. Mais un raffermissement de la demande étrangère, en particulier européenne, n'est guère probable avant la fin de l'année. C'est pourquoi la plupart des instituts de prévisions économiques ne tablent que sur une faible croissance en 1993. Plusieurs d'entre eux n'excluent pas un nouveau recul, quoique léger, du produit intérieur brut.

Sur le marché du travail, nous le savons par expérience, la situation ne s'améliore qu'à partir du moment où la reprise conjoncturelle gagne en vigueur. Dans les phases d'affaiblissement, de nombreuses entreprises ne réduisent pas l'effectif de leur personnel dans la mesure qui serait nécessaire sous l'angle des coûts. Elles tentent de conserver autant que possible leur potentiel pour pouvoir, lors de la reprise de la demande, augmenter leur production sans devoir engager du personnel supplémentaire. Aussi, avant d'observer une progression de l'emploi, faut-il atten-

dre que l'économie ait retrouvé son dynamisme. Cette constatation n'est guère de nature à dissiper les inquiétudes des salariés au sujet de leur emploi. Elle doit cependant aider à aborder objectivement les problèmes conjoncturels contre lesquels nous devons lutter et à reléguer à leur juste place les scénarios-catastrophes auxquels nous avons été confrontés ces derniers temps.

Une phase de stagnation ne se surmonte pas du jour au lendemain. La période de transition paraît longue à beaucoup d'entre nous. Elle ne représente toutefois pas du temps perdu. Sur le plan monétaire, les conditions-cadres – je pense en

particulier au repli du renchérissement et des taux d'intérêt – se sont entre temps sensiblement améliorées. Le processus d'ajustement s'est mis en mouvement à tous les niveaux de l'économie; il rendra les entreprises plus fortes. L'Etat peut favoriser ce processus s'il abolit rapidement les réglementations qui entravent inutilement l'évolution de l'économie et ne cède pas à la tentation – solution populaire dans les phases conjoncturelles difficiles – d'accentuer ses interventions dans la vie économique. Tous ces éléments devraient contribuer à la mise en place d'une base propice à une croissance économique équilibrée et à une amélioration durable de la situation sur le marché du travail.

## Geld- und währungspolitische Chronik

---

### **Senkung des Diskontsatzes**

Mit Wirkung ab 18. März senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 5%. Sie trug damit dem Rückgang der schweizerischen Geldmarktsätze Rechnung.

### **Währungshilfekredit an Bulgarien**

Gestützt auf den Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen hatte sich die Schweiz im Jahre 1991 im Rahmen einer multilateralen Aktion verpflichtet, Bulgarien einen mittelfristigen Zahlungsbilanzkredit in Höhe von 32 Mio. Dollar zu gewähren. Im April wurde dieser ausbezahlt, nachdem das bulgarische Parlament im Februar 1993 das entsprechende Abkommen ratifiziert hatte. Der Kredit hat eine Laufzeit von 7 Jahren, wird von der Nationalbank finanziert und ist mit einer Garantie des Bundes versehen.

### **Änderungen bei der Lombardpolitik**

Auf den 1. April revidierte die Nationalbank eine Reihe von Bestimmungen zur Lombardpolitik. Auf die Festlegung von Lombardkreditlimiten der Banken durch die Nationalbank wird verzichtet, und die Bedingungen für die Lombarddepots werden marktgerecht und transparent ausgestaltet. Die Lombarddepots der Banken nehmen

dadurch um gut 1 Mrd. Franken auf insgesamt rund 5,8 Mrd. Franken zu. Der Lombardkredit darf weiterhin nur zur kurzfristigen Überbrückung von unvorhergesehenen Liquiditätsgapen benützt werden.

### **Liberalisierung des Schweizer-Franken-Emissionsgeschäfts**

Im März liberalisierte die Nationalbank das Schweizer-Franken-Emissionsgeschäft für ausländische Schuldner weiter und ersetzte die bisherige Syndizierungsregel durch ein Verankerungsprinzip. Ab dem 1. April 1993 erteilt die Nationalbank die individuelle Bewilligung für Schweizer-Franken-Emissionen ausländischer Schuldner auch dann, wenn nur das federführende Institut des Emissionssyndikats seinen Geschäftssitz im Inland (Schweiz und Liechtenstein) hat. Zuvor mussten alle Mitglieder eines Emissionssyndikats im Inland domiziliert sein. Mit dem Verankerungsprinzip stellte die Nationalbank sicher, dass sie weiterhin die notwendigen Informationen über das Schweizer-Franken-Emissionsgeschäft erhält. Die Ablösung der Syndizierungsregel wurde durch den Entscheid des Bundesrates vom 15. März 1993, die Umsatzabgabe auf Schweizer-Franken-Emissionen ausländischer Schuldner aufzuheben, ermöglicht.

## Chronique monétaire

---

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

La Banque nationale a réduit son taux de l'escompte de 5,5% à 5% avec effet au 18 mars 1993. Elle a ainsi tenu compte du repli des rémunérations servies sur le marché monétaire suisse.

### **Crédit monétaire à la Bulgarie**

Dans le cadre d'une opération multilatérale, la Suisse s'est engagée, en 1991, à accorder un crédit d'aide à la balance des paiements à la Bulgarie. Reposant sur l'arrêté fédéral sur la participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales, ce crédit d'une durée de sept ans porte sur un montant de 32 millions de dollars. Le versement a été effectué en avril, après la ratification par le parlement bulgare, en février dernier, de l'accord concernant cette opération. La Banque nationale a financé ce crédit qui est assorti d'une garantie de la Confédération.

### **Modification de la politique en matière d'avances sur nantissement**

A compter du 1<sup>er</sup> avril, la Banque nationale a révisé une série de dispositions régissant sa politique en matière d'avances sur nantissement. Depuis, la fixation des limites de crédit n'est plus opérée par la Banque nationale et la constitution des gages est soumise à des conditions plus transparentes et conformes au marché. De ce fait, les dépôts en nantissement ont augmenté de

plus d'un milliard pour atteindre 5,8 milliards de francs au total. Comme précédemment, les avances sur nantissement peuvent être utilisées uniquement pour surmonter des resserrements passagers et imprévus de liquidités.

### **Libéralisation des émissions en francs suisses**

En mars, la Banque nationale a franchi une nouvelle étape dans la libéralisation des émissions en francs suisses pour le compte de débiteurs étrangers. Elle a en effet remplacé la règle régissant la constitution de syndicat d'émission par le principe de l'ancrage. Pour les émissions en francs suisses de débiteurs étrangers, la Banque nationale accorde l'autorisation individuelle, depuis le 1<sup>er</sup> avril, même si seul le chef de file du syndicat a son domicile en Suisse ou dans la Principauté de Liechtenstein. Auparavant, tous les membres du syndicat devaient avoir leur domicile en Suisse ou au Liechtenstein. En adoptant le principe de l'ancrage, la Banque nationale s'est assurée de recevoir, à l'avenir également, les principales informations concernant les émissions en francs suisses. L'abandon de la règle régissant la constitution de syndicat d'émission a été rendue possible par la suppression du droit de négociation sur les émissions en francs suisses pour le compte de débiteurs étrangers, suppression que le Conseil fédéral a décidée le 15 mars.

