

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 3
September / septembre 1993**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	169
Sommaire	170
Sommario	171
Abstracts	172
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	173
Situation économique et monétaire	199
<hr/>	
Jean Zwahlen: Gestion de la politique monétaire dans un environnement économique et monétaire en transition	225
<hr/>	
Irma Cruz: Beurteilung von Länderrisiken	231
<hr/>	
Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1992	242
La balance suisse des paiements en 1992	245
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	249
Chronique monétaire	249

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 173–197)

In den Vereinigten Staaten setzte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 1993 fort. In Europa und Japan zeigten sich dagegen noch keine Zeichen einer wirtschaftlichen Erholung. Eine Ausnahme bildete die britische Wirtschaft, die sich seit Jahresanfang wieder auf Wachstumskurs befindet. Infolge der anhaltenden Konjunkturschwäche erhöhte sich die Arbeitslosigkeit in Europa weiter. Die Teuerung blieb im OECD-Raum tief. Während die amerikanischen und japanischen Währungsbehörden ihre Geldpolitik unverändert liessen, wurde sie im EG-Raum mehrheitlich – allerdings in unterschiedlichem Ausmass – gelockert. Dies führte im Juli zunehmend zu Spannungen im Europäischen Währungssystem. Anfang August wurden die zulässigen Schwankungsbreiten für die Wechselkurse stark erweitert.

In der Schweiz kam der Rückgang des realen Bruttoinlandprodukts im zweiten Quartal annähernd zum Stillstand. Der private Konsum und die Exporte stagnierten, und die Investitionstätigkeit schrumpfte deutlich weniger stark als in den Vorquartalen. Trotz dieser Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung stieg die Arbeitslosigkeit weiter. Die Jahresteuierung blieb gegenüber dem Vorquartal unverändert: Während die Binnenteuerung leicht nachliess, stiegen die Preise ausländischer Güter infolge der Treibstoffzollerhöhung etwas stärker. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge nahm im zweiten Quartal langsamer zu als in der Vorperiode.

Geldpolitik in einem sich wandelnden Umfeld (S. 225–230)

Das Europäische Währungssystem (EWS) durchläuft seit gut einem Jahr eine bewegte Zeit. Die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den Ländern machten mehrere Paritätsänderungen nötig. Ausserdem verstärkte das hohe Zinsniveau in Deutschland in Gefolge der deutschen Einigung den Druck auf die Währungen. Die Turbulenzen im EWS zeigten damit einmal mehr, dass Wechselkursstabilität wirtschaftliche Konvergenz und wirtschaftspolitische Koordination bedingen. Dank der flexiblen Wechselkurse vermochte die

Schweizerische Nationalbank die Zinssätze seit Sommer 1992 deutlich zu senken. Die Zukunft des Schweizer Frankens hängt davon ab, wie die Schweiz ihr künftiges Verhältnis zur Europäischen Gemeinschaft gestaltet. Tritt die Schweiz der EG bei, so müsste die Nationalbank vermutlich ihre Geldpolitik auf die Stabilisierung des Wechselkurses ausrichten; sie hätte keine direkte Kontrolle über das inländische Preisniveau mehr. Entschliesst sich die Schweiz für einen Alleingang, so könnte die gegenwärtige Ausgestaltung der Geldpolitik beibehalten werden. Auch in diesem Fall wäre jedoch eine Konvergenz mit Europa vorteilhaft.

Beurteilung von Länderrisiken (S. 231–241)

Die Schuldenproblematik ist heute im Vergleich zu den achtziger Jahren wesentlich entschärft. Dennoch stellen Länderrisiken auch künftig eine potentielle Gefahr für das internationale Finanzsystem dar. Länderrisiko-Analysen haben deshalb kaum an Aktualität und Bedeutung verloren. In diesem Beitrag werden zunächst die Besonderheiten von Länderkrediten skizziert und danach die heute bekannten Methoden zur Bewertung von Länderrisiken dargestellt und kritisch beurteilt. Aktuellen Bezug zu dieser Arbeit liefert das seit Anfang 1993 gültige, differenziertere Bewertungssystem der Eidgenössischen Bankenkommision. Hierauf wird speziell eingegangen. Die Frage nach der Beurteilung von Länderrisiken bei der Vergabe von Währungskrediten der Nationalbank wird ebenfalls angeschnitten.

Die Entwicklung der Zahlungsbilanz im Jahre 1992 (S. 242–244)

Der schweizerische Ertragsbilanzüberschuss stieg im Jahre 1992 um 6 Mrd. auf 21,1 Mrd. Franken. Infolge sinkender Güterimporte und steigender Güterexporte war die Handelsbilanz praktisch ausgeglichen. Der Kapitalverkehr mit dem Ausland ging erneut zurück. Der Passivsaldo der Kapitalverkehrsbilanz verminderte sich um 2,6 Mrd. auf 14,5 Mrd. Franken. Die Nationalbank erhöhte ihre Devisenreserven um 6,9 Mrd. Franken.

Situation économique et monétaire (p. 199–224)

Au deuxième trimestre de 1993, l'expansion économique a continué aux Etats-Unis, alors qu'aucun signe de reprise n'est apparu en Europe et au Japon. Le Royaume-Uni, qui a retrouvé le chemin de la croissance au début de l'année, constitue une exception. Du fait de la faiblesse persistante de la conjoncture, le chômage a encore augmenté en Europe. Le renchérissement est resté à un niveau bas dans la zone de l'OCDE. Les autorités monétaires américaines et japonaises ont maintenu inchangée leur politique, mais les rênes monétaires ont été assouplies, à des degrés divers, dans la plupart des Etats de la CE. Des tensions croissantes sont alors apparues, en juillet, au sein du Système monétaire européen. Au début d'août, la marge autorisée de fluctuation des monnaies participant au mécanisme de change a été fortement élargie.

En Suisse, le produit intérieur brut réel n'a presque plus diminué d'un trimestre à l'autre. La consommation privée et les exportations ont stagné, alors que le recul des investissements s'est nettement ralenti. En dépit de ces signes de stabilisation de la conjoncture, le chômage a continué à augmenter. Le taux annuel d'inflation est resté à son niveau du premier trimestre. Le renchérissement des biens et services suisses a faibli quelque peu, mais la hausse des prix des marchandises importées s'est accélérée à cause du relèvement des droits de douane sur les carburants. Quant à la monnaie centrale dessaisonnalisée, elle a progressé à un rythme plus lent qu'au premier trimestre.

Gestion de la politique monétaire dans un environnement économique et monétaire en transition (p. 225–230)

Depuis plus d'un an, le Système monétaire européen (SME) traverse une phase agitée. Les écarts entre les performances économiques des pays ont rendu nécessaires des adaptations de parités. En outre, le niveau élevé des taux d'intérêt allemands – une répercussion de la réunification du pays – a fortement accentué les tensions sur les monnaies. Les turbulences qui ont secoué

le SME ont rappelé que la stabilité des cours de change exige une convergence entre les économies et une coordination des politiques économiques. Grâce aux changes flottants, la Banque nationale suisse a pu abaisser sensiblement les taux d'intérêt depuis l'été 1992. L'avenir du franc est étroitement lié au choix que le peuple suisse fera face à la CE. Si la Suisse adhère à la CE, la Banque nationale devra axer sa politique sur la défense des cours de change; elle ne pourra donc plus exercer un contrôle direct sur le niveau des prix. Si la Suisse opte pour la voie solitaire, il sera sans doute possible de maintenir la politique monétaire actuelle. Mais, dans ce cas également, une convergence avec l'Europe lui apportera des avantages.

Appréciation des risques-pays (p. 231–241)

L'endettement des pays ne pose plus des problèmes aussi aigus que pendant les années quatre-vingt. Mais les risques-pays constituent toujours un danger potentiel pour le système financier international. Après une description des particularités des crédits accordés à des pays, l'article examine les méthodes d'appréciation des risques-pays, y compris le système que la Commission fédérale des banques a introduit au début de 1993. Il aborde également la question des risques-pays lors de l'octroi de crédits monétaires par la Banque nationale.

La balance suisse des paiements en 1992 (p. 245–248)

En 1992, le solde actif de la balance suisse des transactions courantes a augmenté de 6 milliards pour atteindre 21,1 milliards de francs. La balance commerciale a été approximativement équilibrée, grâce à une diminution des importations de marchandises et à un accroissement des exportations. Les flux de capitaux avec l'étranger ont de nouveau reculé. Le solde passif des mouvements de capitaux s'est inscrit à 14,5 milliards de francs, contre 17,1 milliards en 1991. Les réserves de devises de la Banque nationale ont progressé de 6,9 milliards de francs.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 173-224)

La crescita economica degli Stati Uniti è proseguita anche nel secondo trimestre del 1993, mentre in Europa e in Giappone non si sono ancora manifestati segni di ripresa. Solo in Gran Bretagna, dall'inizio dell'anno, l'economia è nuovamente in fase d'espansione. In seguito al persistente indebolimento congiunturale, la disoccupazione in Europa ha continuato ad aumentare. Il rincaro nei paesi dell'OCSE è rimasto debole. Le autorità monetarie degli Stati Uniti e del Giappone hanno mantenuto invariata la loro politica monetaria. Nei paesi membri delle CE è invece stata allentata, sebbene in misura disuguale. Nel mese di luglio si sono perciò registrate crescenti tensioni all'interno del Sistema monetario europeo (SME). All'inizio di agosto, i margini di fluttuazione delle monete partecipanti allo SME sono stati notevolmente ampliati.

In Svizzera, il calo del prodotto interno lordo reale si è pressoché arrestato nel corso del secondo trimestre. Il consumo privato e le esportazioni sono ristagnati. Il calo degli investimenti si è decisamente attenuato. Nonostante questi sintomi di stabilizzazione congiunturale, la disoccupazione ha continuato a crescere. Il tasso annuale di rincaro si è stabilizzato rispetto al trimestre precedente: a una lieve diminuzione del rincaro interno ha fatto fronte un maggiore incremento di prezzo dei beni importati dovuto all'aumento dei dazi sul carburante. Rispetto al trimestre precedente, la crescita della base monetaria destagionalizzata si è rallentata.

Politica monetaria e sviluppi politici e economici (p. 225-230)

Da poco più di un anno, il Sistema monetario europeo (SME) attraversa un periodo agitato. Le differenze tra le economie dei diversi paesi hanno reso necessari adattamenti delle parità. Inoltre, l'alto livello dei tassi d'interesse tedeschi, dovuto alla riunificazione del paese, ha aggravato la pressione sulle monete. Le turbolenze all'interno dello SME confermano che la stabilità dei tassi di cambio richiede una convergenza delle economie e il coordinamento delle politiche

economiche. Grazie ai tassi di cambio flessibili, a partire dall'estate del 1992, la Banca nazionale ha potuto ridurre nettamente i tassi d'interesse. L'avvenire del franco svizzero dipende da come la Svizzera regolerà i suoi rapporti con la Comunità europea. Se dovesse aderire alla CE, la Banca nazionale dovrebbe verosimilmente optare per una politica monetaria di stabilizzazione del tasso di cambio, perdendo il controllo diretto sul livello dei prezzi. Se decidesse invece di restare in disparte dalla CE, sarebbe possibile mantenere la politica monetaria attuale. Anche in questo caso, una convergenza con l'Europa sarebbe tuttavia vantaggiosa.

Valutazione del rischio paese (p. 231-241)

Rispetto agli anni ottanta, l'indebitamento di numerosi paesi costituisce oggi un problema meno acuto. Anche in futuro, i rischi paese rappresenteranno una potenziale minaccia per il sistema finanziario internazionale. In questo testo si illustrano dapprima le particolarità di crediti accordati a paesi. Quindi, si esaminano i metodi attualmente noti di valutazione del rischio paese, con particolare riferimento al sistema della Commissione federale delle banche, in vigore dal 1993. Si fa inoltre accenno alla valutazione del rischio paese per la concessione di crediti monetari della Banca nazionale.

Evoluzione della bilancia svizzera dei pagamenti nel 1992 (p. 242-248)

Nel 1992, l'eccedente della bilancia svizzera delle partite correnti è aumentato di 6 miliardi di franchi, salendo così a 21,1 miliardi. Grazie al calo delle importazioni di merci e all'aumento delle esportazioni, la bilancia commerciale è stata praticamente equilibrata. I movimenti di capitale con l'estero sono nuovamente diminuiti. Il saldo passivo della bilancia dei movimenti di capitali si è ridotto di 2,6 miliardi di franchi, ammontando a 14,5 miliardi. La Banca nazionale ha aumentato di 6,9 miliardi di franchi le proprie riserve di divise.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 173–224)

In the United States, economic expansion continued in the second quarter of 1993. In Europe and Japan, by contrast, there were still no signs of a pickup. An exception is the British economy, which has been set on a renewed growth path since the start of the year. The persistent weakness of economic activity has further pushed up unemployment levels in Europe. Inflation remained at a low ebb in the OECD countries. While the US and Japanese monetary authorities adhered to their monetary policies, these were relaxed – albeit to a varying extent – in the member countries of the EC. This led, in July, to growing tension in the European Monetary System. At the beginning of August the admissible fluctuation bands for exchange rates were considerably widened.

In Switzerland, the decline in real gross domestic product came to a near standstill in the second quarter. Private consumption and exports stagnated while investment activity contracted much less markedly than in the previous quarters. Despite these signs of a stabilisation of the economy unemployment continued to rise. The annual inflation rate remained unchanged from the previous quarter. Domestic inflation eased slightly; at the same time the prices of foreign goods showed a somewhat stronger upward trend due to the increase in customs duty on motor fuel. The seasonally-adjusted monetary base expanded more slowly in the second quarter than in the previous period.

Monetary policy in a changing environment (pp. 225–230)

For more than a year now the European Monetary System has been in a constant state of flux. Economic differences between countries have necessitated several parity changes. Moreover, the high interest rate level in Germany following German unification increased the pressure on currencies. The turbulences in the EMS showed once again that economic convergence and the coordination of economic policies are vital for exchange rate stability. Flexible exchange rates have enabled the Swiss National Bank to lower its interest rates

considerably since summer 1992. The future of the Swiss franc depends on the form Switzerland's future relationship with the European Community will take. If Switzerland joins the EC the Swiss National Bank will probably have to orient its monetary policy to the stabilisation of the exchange rate; it would no longer exercise any direct control over the domestic price level. If Switzerland, however, decides to go it alone the present monetary concept could be retained. In that case, too, a convergence with Europe would be an advantage.

Assessment of country risks (pp. 231–241)

The debt problem is at present much less critical than it was in the eighties. Nevertheless, country risks remain a potential future threat to the international financial system. Country risk analyses have therefore hardly lost in topicality or significance. This article sketches the specific features of credits granted to countries and then gives a description and critical assessment of the methods currently applied for assessing country risks. The more highly differentiated evaluation system of the Federal Banking Commission in force since the beginning of 1993 has a special bearing on this study, which deals with it in some detail. The study also enters into the problem of assessing country risks for the allocation of foreign currency loans by the Swiss National Bank.

The development of Switzerland's balance of payments in 1992 (pp. 242–248)

Switzerland's current account surplus increased by Sfr 6 billion to Sfr 21.1 billion in 1992. Due to declining merchandise imports and rising exports the trade balance was virtually redressed. Capital transactions with other countries declined once more. The deficit on capital account contracted by Sfr 2.6 billion to Sfr 14.5 billion. The Swiss National Bank increased its foreign exchange reserves by Sfr 6.9 billion.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 17. September 1993*

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

1. Ausland

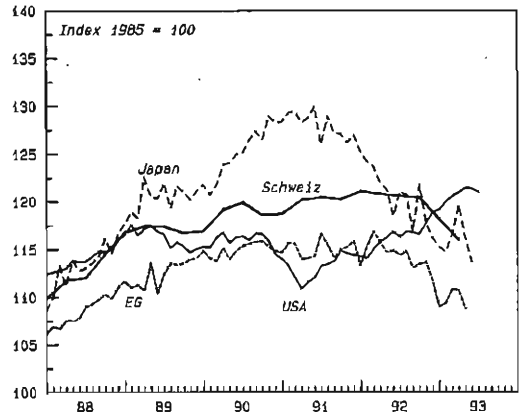
Konjunkturlage

Die Konjunkturlage im OECD-Raum veränderte sich im zweiten Quartal 1993 nur wenig. In den Vereinigten Staaten setzte sich das Wirtschaftswachstum fort, während in Europa und Japan das Konjunkturbild mehrheitlich düster blieb. Eine Ausnahme bildete Grossbritannien, dessen Wirtschaft sich seit Jahresbeginn wieder auf Wachstumskurs befindet. Sowohl die Binnen- als auch die Auslandnachfrage zogen spürbar an. In den übrigen grossen EG-Ländern zeigten sich dagegen noch keine Zeichen einer konjunkturellen Erholung. Die französische und die deutsche Wirtschaft spürten vor allem den starken, teilweise durch die Höherbewertung ihrer Währungen bedingten, Rückgang der Auslandnachfrage. In Italien liess die Binnennachfrage deutlich nach. Auch in Japan erweist sich die Konjunkturschwäche als hartnäckig. Der private Konsum und die Investitionstätigkeit blieben schwach. Auch von den Exporten gingen kaum mehr Impulse aus.

Mitte Jahr revidierte die OECD ihre Wachstumsprognose für das Jahr 1993 erneut nach unten. Sie rechnet nun mit einem durchschnittlichen Anstieg des realen Brutto sozialprodukts der OECD-Länder von 1,2%, gegenüber 1,9% im Dezember 1992.

* Der Bericht wurde Mitte August abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Mai, Juni und Juli 1993 bekannt wurden. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum britischen, deutschen, französischen und italienischen Aussenhandel sind erst für das 1. Quartal verfügbar, da im Zusammenhang mit dem Europäischen Binnenmarkt die statistischen Erfassungsgrundlagen geändert werden.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

Das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten war von einem weiteren Anstieg der Beschäftigung begleitet. Auch auf dem britischen Arbeitsmarkt zeichnete sich eine leichte Besserung ab. In den meisten übrigen EG-Ländern sowie in Japan nahm dagegen die Arbeitslosigkeit weiter zu. Besonders stark stieg sie in Deutschland, Italien und Frankreich. Im EG-Durchschnitt erhöhte sich die Arbeitslosenquote von 10,3% im März auf 10,5% im Juni. Sie lag damit um rund einen Prozentpunkt höher als ein Jahr zuvor.

Die tiefen Teuerungsraten bildeten wiederum einen Lichtblick im mehrheitlich trüben Konjunkturbild. Die durchschnittliche Jahresteuerung der OECD-Länder (ohne Türkei) betrug im Juli 2,9% und war damit gleich hoch wie im März. Japan, Grossbritannien und Frankreich wiesen eine besonders tiefe Teuerung auf; die Jahresteuerung der übrigen grossen Industrieländer, insbesondere Deutschlands und Italiens, lag über dem OECD-Durchschnitt.

Wirtschaftspolitik

Die amerikanischen und japanischen Währungsbehörden liessen ihre Geldpolitik von April bis Juli unverändert. In den grossen EG-Ländern wurde sie mehrheitlich gelockert. Angesichts der schlechten Wirtschaftslage nutzten vor allem die französischen Währungsbehörden die Erholung des Franc im Europäischen Währungssystem (EWS), um die Zinssätze zu senken. Die Deutsche Bundesbank verringerte ihre Zinssätze weiterhin nur langsam, so dass sich die Zinsdifferenz gegenüber dem Franc deutlich zurückbildete. Da die Märkte mit weiter sinkenden französischen Zinssätzen rechneten, bildeten sich im Juli Abwertungserwartungen. Der französische Franc sowie eine Reihe weiterer Währungen kamen zunehmend unter Druck. Nachdem sich die Lage am Devisenmarkt trotz Erhöhung der Zinssätze und massiven Devisenmarktinterventionen nicht beruhigt hatte, beschloss der EG-Rat der Finanzminister am 1. August, die Bandbreiten für die zulässigen Wechselkursschwankungen im EWS von $\pm 2,25\%$ bzw. $\pm 6\%$ auf $\pm 15\%$ auszuweiten. Die Niederlande hielten gegenüber der D-Mark an der alten Regelung fest. Durch die Erweiterung der Schwankungsbreiten erhöhte sich der geldpolitische Spielraum der EWS-Länder wesentlich. Um das Vertrauen der Märkte in ihre Währungen nicht zu erschüttern, nützten die Zentralbanken den Raum für Zinssenkungen jedoch nur vorsichtig aus.

Die italienischen Währungsbehörden lockerten im zweiten Quartal ihre Geldpolitik, nachdem sich die Lira gefestigt hatte. Die britische Notenbank liess ihre Interventionssätze unverändert. Grossbritannien und Italien gehören seit September 1992 nicht mehr dem Wechselkursmechanismus des EWS an.

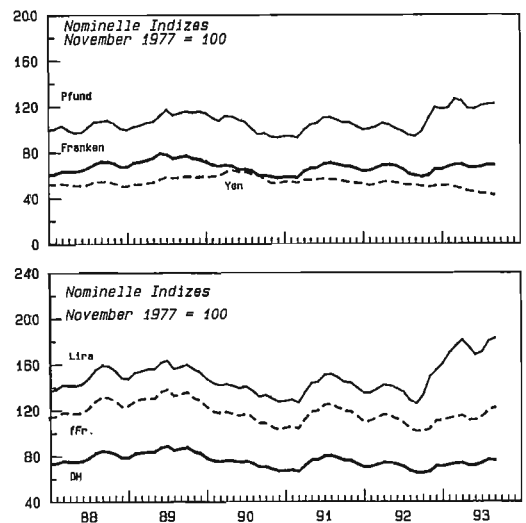
In den Vereinigten Staaten stimmte der Kongress Anfang August dem mittelfristigen Finanzplan zur Reduktion des Staatsdefizits zu. Das Schwerkgewicht des Sanierungsplans, mit dem der Anteil des Budgetdefizits am Bruttoinlandprodukt bis 1998 von heute rund 5% auf 2,2% gesenkt werden soll, liegt bei den Steuererhöhungen. Auf der Ausgabe Seite soll vor allem bei den Militärausgaben und im Gesundheitswesen gespart werden. In Japan kommt die Durchsetzung der umfangreichen

Konjunkturprogramme angesichts der sich verschlechternden Lage der öffentlichen Finanzen nur zögernd voran. Der Anteil des Staatsdefizits der europäischen OECD-Länder am Bruttoinlandprodukt wird gemäss Schätzungen der OECD im Jahre 1993 auf rund 6% steigen. Es liegt damit fast dreimal so hoch wie 1989, dem Höhepunkt dieses Konjunkturzyklus. Ein grosser Teil dieser Verschlechterung ist konjunkturbedingt, wobei allerdings von Land zu Land erhebliche Unterschiede bestehen. Dank der erwarteten wirtschaftlichen Erholung rechnet die OECD für 1994 mit einem leichten Rückgang des Defizits.

Devisenmarkt

Die Entwicklung an den Devisenmärkten war von Mai bis August durch die Turbulenzen im EWS sowie die weitere Aufwertung des Yen geprägt. Nachdem die Bandbreiten im EWS Anfang August erweitert worden waren, werteten sich eine Reihe von EWS-Währungen gegenüber den Mittelkursen ab. Bis Mitte August verloren die dänische Krone 5%, der französische Franc 4% und der belgische Franc 3% an Wert. Die spanische Peseta und der portugiesische Escudo, die Mitte Mai

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



um 8% bzw. 6,5% abgewertet worden waren, sanken nochmals um 8% bzw. 6%. Die D-Mark und der holländische Gulden wurden leicht höher bewertet.

Die japanische Währung erreichte gegenüber allen Währungen neue Höchstwerte. Handelsgeachtet wertete sie sich seit Beginn des Jahres um rund 25% auf. Nach einer Schwächephase im April und Mai festigte sich der amerikanische Dollar im Juni. Neben den Turbulenzen im EWS stützte vor allem die Erwartung steigender amerikanischer Zinssätze den Kurs. Von Mai bis Mitte August gewann der Dollar gegenüber den europäischen Währungen um rund 8% an Wert.

Ausserhalb des Wechselkursmechanismus des EWS festigte sich die italienische Lira gegenüber der D-Mark, während das britische Pfund nahezu unverändert blieb.

Europäische Integration

Dänemark stimmte am 18. Mai in einer zweiten Volksabstimmung dem Vertrag von Maastricht unter den speziellen Bedingungen zu, die ihm am Gipfel der Europäischen Gemeinschaft (EG) in Edinburgh zugestanden worden waren. Diese Bedingungen ermöglichen es dem Land insbesondere, der Währungsunion fernzubleiben. In Grossbritannien akzeptierte im Juli das Oberhaus als zweite Kammer den Vertrag von Maastricht. In Deutschland ist der Ratifikationsprozess dagegen noch nicht abgeschlossen. Das Bundesverfassungsgericht hat eine Reihe von Beschwerden zu behandeln, die dem Vertrag Verfassungswidrigkeit vorwerfen.

Trotz den Verzögerungen im Ratifikationsprozess setzte die EG im zweiten Quartal die Vorbereitungen der zweiten und dritten Stufe der Währungsunion fort. Die zweite Stufe soll bereits auf den 1. Januar 1994 in Kraft treten. Bis zu diesem Zeitpunkt müssen das Verbot der Finanzierung öffentlicher Haushalte durch die Zentralbank präzisiert und das Europäische Währungsinstitut geschaffen werden. Im Hinblick auf die dritte Stufe sind ferner das Konzept für eine einheitliche Geldpolitik zu erarbeiten und die geldpolitischen Instrumente zu harmonisieren.

Internationale Währungszusammenarbeit

Russland erhielt im Juni die erste Kredittranche von 1,1 Mrd. SZR im Rahmen der System-Übergangsfazilität (STF) des Internationalen Währungsfonds (IWF). Dieser Kredit ist Bestandteil des Hilfspakets von insgesamt 43 Mrd. Dollar, das die G-7 im April dieses Jahres für Russland beschlossen hatte. Am Gipfel-Treffen der G-7 im Juni wurde zusätzlich die Schaffung eines Privatisierungsfonds für Russland in Höhe von 3 Mrd. Dollar beschlossen. Ein Teil der Mittel dürfte allerdings dem erwähnten Hilfspaket entnommen werden und stellt somit keine Neuverpflichtung dar.

Der IWF gewährte Kasachstan und Weissrussland im Rahmen der STF im Juli eine erste Kredittranche in Höhe von 61,8 bzw. von 70,1 Mio. SZR. Damit kamen nach Russland und Kirgisien zwei weitere GUS-Republiken in den Genuss der STF. Auch die Slowakei erhielt Ende Juli eine erste Tranche von 64,4 Mio. SZR im Rahmen der STF. Das Land leidet immer noch stark unter den Folgen der Trennung von der Tschechischen Republik. Diese verzichtete dagegen auf die Ziehung der zweiten Tranche ihres IWF-Bereitschaftskredits, weil sich die Währungsreserven wieder erhöht hatten. Schliesslich gewährte der IWF Albanien im Juli einen Kredit in Höhe von 42,6 Mio. SZR im Rahmen der erweiterten Strukturanpassungsfazilität (ESAF).

Im Juni beschloss der Bundesrat, Rumänien im Rahmen der G-24 eine Zahlungsbilanzhilfe in Höhe von 10,5 Mio. Franken zu gewähren. Das mittelfristige Darlehen wird zu Marktbedingungen verzinst und stützt sich auf den Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen. Der Kredit wird von der Nationalbank finanziert und ist mit einer Garantie des Bundes versehen.

2. Schweiz

Die schweizerische Konjunktur zeigte im zweiten Quartal Anzeichen einer konjunkturellen Stabilisierung. Der Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts setzte sich gegenüber dem Vorquartal kaum mehr fort. Innert Jahresfrist nahm es um 1,2% ab, gegenüber 1,1% im ersten Quartal. Die

Nachfragekomponenten entwickelten sich unterschiedlich: Während der private Konsum und die Exporte gegenüber dem Vorquartal stagnierten, bildete sich die Investitionstätigkeit erneut – wenn auch abgeschwächt – zurück. Gemäss Umfrage der KOF/ETH sank die Kapazitätsauslastung der Industrie nicht mehr weiter.

Die Beschäftigung nahm sowohl in der Industrie und im Bau als auch im Dienstleistungssektor weiter ab. Die Zahl der Arbeitslosen stieg im zweiten Quartal saisonbereinigt auf 158 000. Dies entsprach einer Arbeitslosenquote von 4,4%.

Die Jahresteuerrate blieb im Durchschnitt des zweiten Quartals bei 3,5%. Die Teuerungsrate bei den im Inland produzierten Waren und Dienstleistungen bildete sich weiter zurück. Dagegen stiegen die Preise der Importwaren infolge der Treibstoffzollerhöhung stärker als in der Vorperiode.

Die Nationalbank war auch im zweiten Quartal bestrebt, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge an den mittelfristigen Zielpfad heranzuführen. Die Notenbankgeldmenge wuchs gegenüber dem Vorquartal schwächer als im ersten Vierteljahr. Dies war hauptsächlich auf den nur geringen Anstieg des Notenumlaufs zurückzuführen. Mit 29,4 Mrd. Franken lag die Notenbankgeldmenge um 0,3 Mrd. unter der Prognose der Nationalbank. Für das dritte Quartal sagte sie einen gegenüber dem Vorquartal unveränderten Stand der Notenbankgeldmenge von 29,4 Mrd. Franken voraus.

Der Dreimonatssatz für Eurofrankenanlagen, der im zweiten Quartal bei rund 5% verharrt hatte, sank im Juli auf rund 4,6%. Bereits Anfang Juli hatte die Nationalbank den offiziellen Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 4,5% verringert. Die langfristigen Zinssätze bildeten sich von April bis Juli – wenn auch verlangsamt – weiter zurück. Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen betrug im Juli 4,5%, gegenüber 4,7% im März.

Der Franken gewann im zweiten Quartal gegenüber den meisten wichtigen Währungen an Wert. Auch der reale, exportgewichtete Wechselkurs stieg. Im Vorjahresvergleich erhöhte er sich um 6,1%, gegenüber 2,1% im ersten Quartal.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

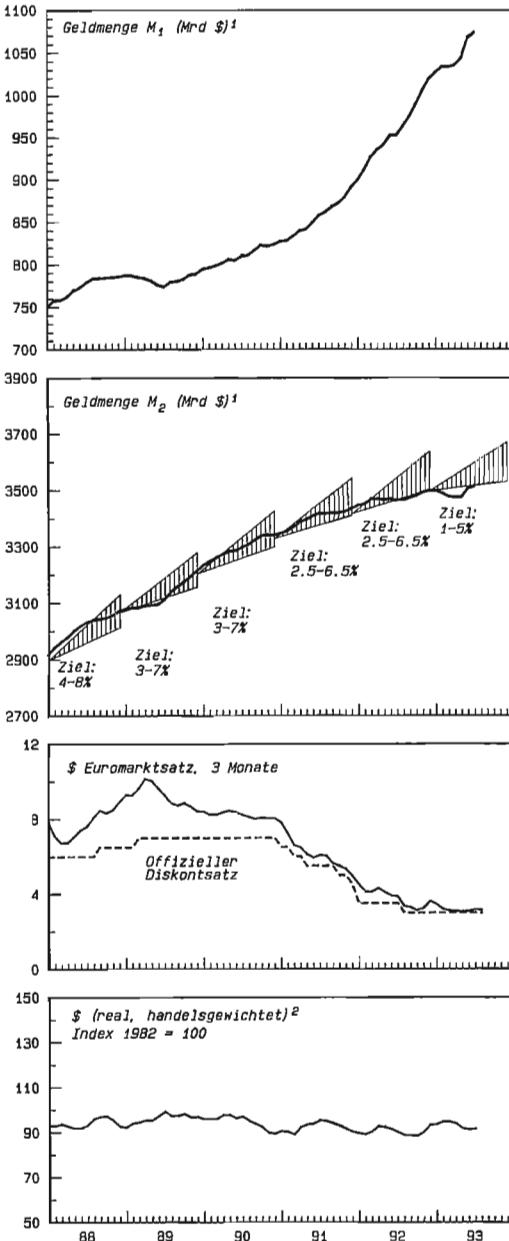
Vereinigte Staaten

Die amerikanische Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal 1993 deutlich stärker als zu Jahresbeginn. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode auf Jahresbasis hochgerechnet um 1,8% (1. Quartal: 0,7%) und übertraf damit den Vorjahresstand um 2,9%. Insgesamt fiel das Wachstum im ersten Halbjahr jedoch deutlich schwächer aus als in der zweiten Jahreshälfte 1992. Dies war vor allem auf die schlechten Wetterbedingungen und die Kürzung der Rüstungsausgaben im ersten Quartal zurückzuführen. Konjunkturdämpfend wirkte aber auch das vorsichtiger Ausgabenverhalten der Konsumenten. Nach dem nur geringen Anstieg im ersten Quartal erhöhte sich der private Konsum im zweiten Quartal mit 3,2% wieder etwas stärker. Auch die Staatsausgaben wuchsen leicht. Während die Unternehmensinvestitionen erneut kräftig stiegen (14,4%), bildete sich der Wohnungsbau zurück. Da die Produktion weniger stark zunahm als die Endnachfrage, erhöhten sich die Lagerbestände schwächer als im Vorquartal. Mit einem Zuwachs von fast 5% trugen auch die Exporte zum Wirtschaftswachstum bei; die Importe erhöhten sich ebenfalls kräftig (13,1%).

Die Industrieproduktion blieb im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal unverändert und übertraf den Vorjahresstand um 3,4%. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie stagnierte bei 81,4%. Die Beschäftigung nahm im zweiten Quartal um durchschnittlich 172 000 Personen pro Monat zu und lag 1,5% über dem Vorjahresstand. Die Arbeitslosenquote verharrte bei 7%.

Verschiedene Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die Binnennachfrage in der zweiten Jahreshälfte weiter beleben dürfte. Insbesondere lagen die Anträge für neue Hypotheken im ersten Halbjahr sehr hoch, und auch die Konsumentenverschuldung nahm erstmals seit Jahren wieder zu. Neben dem Wohnungsbau dürfte vor allem die Automobilindustrie zusätzlichen Auftrieb erhalten. Diese profitiert nicht zuletzt vom starken Yen, der die Wettbewerbsfähigkeit der Hersteller in Japan spürbar schwächt. Angesichts der schwa-

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

² Quelle: OECD

chen Konjunktur in Europa und Japan ist dagegen mit einer Abflachung der Auslandnachfrage zu rechnen.

Die Jahresteuierung sank im zweiten Quartal leicht von 3,2% im Vorquartal auf 3,1%. Auch die ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise berechnete Kernrate verminderte sich geringfügig von 3,5% auf 3,4%. Auf ein Ende des Teuerungsrückgangs deuten indessen die steigenden Rohwarenpreise hin.

Das amerikanische Handelsbilanzdefizit weitete sich im zweiten Quartal erneut aus. Es betrug 34,4 Mrd. Dollar, gegenüber 29,3 Mrd. Dollar im ersten Quartal. Die steigenden Fehlbeträge widerspiegeln die konjunkturbedingte Zunahme der Importe sowie die stagnierenden nominellen Exporte.

Der amerikanische Kongress stimmte Anfang August dem von einem Vermittlungsausschuss ausgehandelten Kompromiss zur mittelfristigen Finanzpolitik zu. Dieser folgt in den Grundzügen dem von Präsident Clinton vorgeschlagenen Budgetpaket für die Jahre 1994 bis 1998. Unverändert soll die Reduktion des Budgetdefizits um 500 Mrd. Dollar je zur Hälfte über Steuererhöhungen und über Ausgabenkürzungen erreicht werden. Auf der Einnahmenseite werden hauptsächlich die Steuersätze für Jahreseinkommen von über 200 000 Dollar erhöht; dies trifft rund 1,5% der Steuerzahler. Ferner müssen Rentenbezüger mit einem Einkommen von über 34 000 Dollar künftig 80% statt 50% ihrer Altersrenten versteuern. Die Unternehmenssteuersätze werden weniger stark erhöht, als ursprünglich vorgesehen worden war; dafür wurden die geplanten Steuervergünstigungen für Investitionen und Forschungsausgaben reduziert. Die ursprünglich vorgeschlagene Einführung einer Energiesteuer wurde durch eine geringfügige Erhöhung der Benzinsteuern ersetzt, die nur noch einen kleinen Beitrag zum erhöhten Steueraufkommen leistet. Auf der Ausgabenseite sollen vor allem die Militärausgaben sowie die Ausgaben für die Krankenversicherung Medicare gekürzt werden. Weitere Einsparungen ergeben sich durch die tieferen Ausgaben für den Zinsendienst.

Die amerikanischen Währungsbehörden liessen

den Satz für Federal Funds im zweiten Quartal unverändert bei 3%. Der Dreimonatssatz am Eurodollarmarkt verharrte ebenfalls leicht über 3%. Die Rendite zehnjähriger Staatsobligationen fiel dagegen von April bis Anfang September um 1,1 Prozentpunkte auf 5,5%, den niedrigsten Stand seit Jahrzehnten.

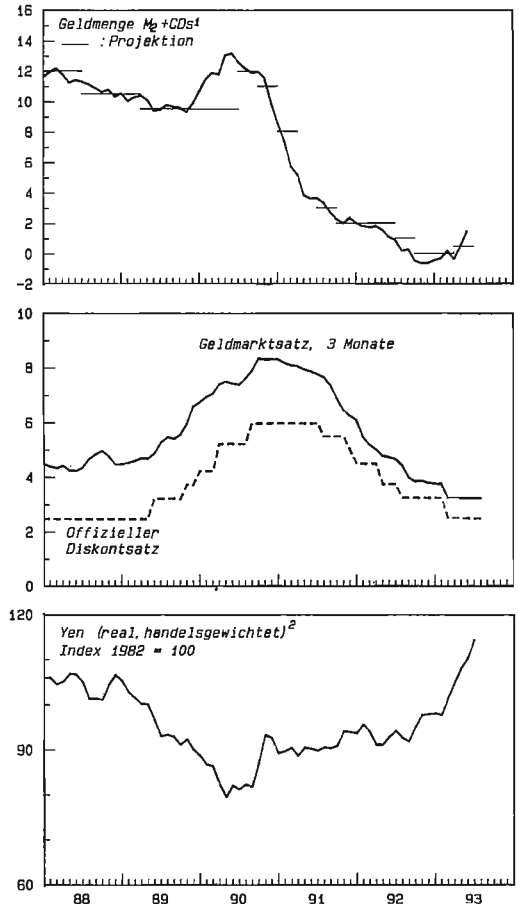
Die Geldmenge M_1 nahm im zweiten Quartal erneut stark zu und lag um fast 12% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Dagegen blieben die Geldaggregate M_2 (+0,9%) und M_3 (-0,4%) knapp unter den Zielkorridoren von 1-5% bzw. 0-4%. Beim halbjährlichen Rechenschaftsbericht vor dem Kongress relativierte der Vorsitzende des Federal Reserve Board allerdings die geldpolitische Aussagekraft der Geldmenge M_2 . Seit einiger Zeit kann zwischen M_2 und anderen wirtschaftlichen Größen, insbesondere den kurzfristigen Zinssätzen und der Einkommensentwicklung, nur noch eine lose Beziehung festgestellt werden.

Japan

In Japan verschlechterte sich die Konjunkturlage weiter. Im ersten Quartal 1993 wuchs das reale Bruttosozialprodukt gegenüber dem Vorquartal mit 0,6% zwar stärker als Ende 1992; es lag damit gleich hoch wie vor Jahresfrist. Die Zahlen für das erste Quartal vermitteln allerdings ein zu günstiges Bild der Wirtschaftslage. Um einen allzu schlechten Abschluss per Ende des Fiskaljahres 1992 zu vermeiden, versuchten viele Firmen, ihren Umsatz durch Rabatte zu steigern. Dadurch belebte sich der private Konsum vorübergehend. Während auch die Exporte nochmals kräftig gesteigert werden konnten, liessen die Unternehmensinvestitionen und die Wohnbautätigkeit weiter nach.

Im zweiten Quartal schwächte sich das Wirtschaftswachstum erneut ab. Die Industrieproduktion lag um 4,5% tiefer als vor Jahresfrist, und die Kapazitätsauslastung fiel auf 73,0%, gegenüber 74,1% im Vorquartal. Die Verkäufe von Fahrzeugen und die Detailhandelsumsätze sanken deutlich. Die Auftragseingänge für Investitionsgüter lagen um 17% unter dem Vorjahresstand. Trotz der tiefen Zinssätze zeigte der Wohnungsbau

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

keine Zeichen der Belebung: die Zahl der neu begonnenen Bauten verharrte auf dem tiefen Stand des Vorjahres. Infolge der Aufwertung des Yen verschlechterte sich ausserdem die Wettbewerbsposition Japans sowohl gegenüber den Vereinigten Staaten als auch gegenüber Europa. Insgesamt nahmen die nominellen Exporte gegenüber dem Vorquartal ab. Konjunkturstützend wirkten einzig noch die Staatsausgaben.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerrate sank im zweiten Quartal von

1,3% auf 0,9%. Der Teuerungsrückgang ist hauptsächlich den Preisen importierter Güter zuzuschreiben, die infolge der Höherbewertung des Yen sanken.

Die Arbeitslosenquote nahm leicht zu. Im Juni betrug sie 2,5%, gegenüber 2,3% im März. Das Verhältnis der Zahl offener Stellen zur Zahl der Arbeitssuchenden bildete sich stark zurück.

Die Überschüsse der japanischen Ertragsbilanz, die seit 1990 einen steigenden Trend aufweisen, nahmen in der ersten Jahreshälfte 1993 weiter zu. Im zweiten Quartal erreichten sie 35,0 Mrd. Dollar, gegenüber 35,5 Mrd. in der Vorperiode. Während die Exporte in Dollar gemessen nochmals wuchsen, stagnierten die Importe.

Die gegenwärtige Konjunkturschwäche hinterlässt auch im japanischen Staatshaushalt deutliche Spuren. Der Rückgang der Unternehmensgewinne und der Immobilientransaktionen führte zu massiven Einnahmehinbrüchen. Gleichzeitig blähten die staatlichen Konjunkturstützungsprogramme die Staatsausgaben auf. Das gesamte Budgetdefizit aller staatlichen Körperschaften (ohne Sozialversicherungen) dürfte 1993 aufgrund der neuesten Schätzungen der OECD rund 3,3% des Bruttosozialprodukts erreichen; dies, nachdem die Staatsrechnung bis 1991 nahezu ausgeglichen war.

Die japanische Geldpolitik blieb im zweiten Quartal unverändert. Die Bank von Japan liess den Tagesgeldsatz bei 3,2%. Angesichts der anhaltenden Konjunkturschwäche und des starken Yen begann der Markt indessen eine weitere Lockerung der Geldpolitik zu erwarten. Von Mai bis Ende August fiel der Dreimonatssatz für Depositenzertifikate von 3,4% auf 2,9%, und die Rendite zehnjähriger Staatsobligationen sank von 4,7% auf 4,2%. Die Geldmenge M_2+CD übertraf den Vorjahresstand um 1,1%. Die Projektion für das dritte Quartal wurde auf 1–2% festgesetzt.

Deutschland

In den alten Bundesländern verstärkte sich zu Beginn des Jahres 1993 die Rezession. Das reale Bruttoinlandprodukt sank im ersten Quartal ge-

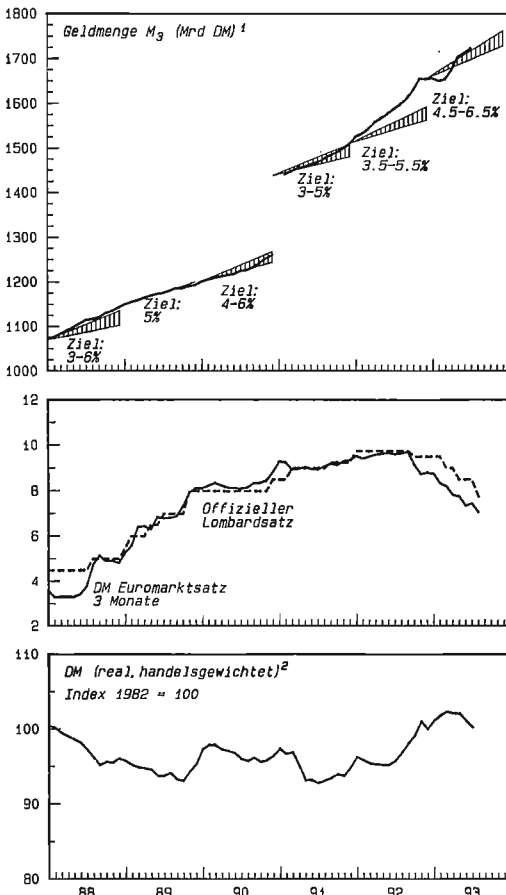
genüber der Vorperiode um 1,4%. Es war damit zum vierten aufeinanderfolgenden Mal rückläufig und lag um 2,8% unter dem Vorjahresstand. Gegenüber dem vierten Quartal 1992 gingen alle Komponenten der Inlandnachfrage zurück, mit Ausnahme der Bauinvestitionen, die – zum Teil wegen der staatlichen Förderungsmassnahmen – erneut stiegen (4,2%). Der private und der staatliche Konsum, die in der Vorperiode noch zugenommen hatten, fielen um 1,1% bzw. um 1,3%. Die Ausrüstungsinvestitionen, die seit einem Jahr schrumpfen, sanken um fast 5%, die Exporte um 3%.

Gemäss den verfügbaren Indikatoren stagnierte die Wirtschaft im zweiten Quartal auf tiefem Niveau. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg aufgrund erster Schätzungen gegenüber der Vorperiode um 0,5%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie war geringfügig niedriger und lag um rund 9% unter dem Wert des Vorjahres. Der Auftragseingang war insgesamt nur wenig höher als im ersten Quartal. Während aus dem Inland etwas weniger Bestellungen verzeichnet wurden, besserte sich die Lage bei den Auslandsaufträgen. Der Einzelhandel zeigte keine Anzeichen einer Erholung; insbesondere wurden im Vergleich zur Vorjahresperiode weniger Fahrzeuge verkauft.

Die Zahl der Beschäftigten ging in Westdeutschland erneut zurück. Die Arbeitslosenquote stieg deutlich von durchschnittlich 7,6% im ersten auf 8,1% im zweiten Quartal. Die Verschlechterung der Lage auf dem Arbeitsmarkt trug dazu bei, dass in der Lohnrunde 1993 mit durchschnittlich 3–4% erheblich niedrigere Tarifierhöhungen vereinbart wurden als ein Jahr zuvor. Zusammen mit den eingeleiteten Rationalisierungsmassnahmen dürften dadurch die Lohnstückkosten stabilisiert werden.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene westdeutsche Jahreststeuerung blieb auch im zweiten Quartal hoch. Sie betrug im Durchschnitt 4,2%, verglichen mit 4,3% in der Vorperiode. Im Juli belief sich die Teuerungsrate auf 4,3%. Am stärksten stiegen wiederum die Preise von Dienstleistungen, insbesondere die Wohnungsmieten. Die Produzentenpreise stagnierten dagegen im zweiten Vierteljahr.

Grafik 5: Deutschland



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

² Quelle: OECD

In den neuen Bundesländern ging die Produktion der verarbeitenden Industrie im ersten Quartal insgesamt leicht zurück, nachdem sie in der Vorperiode unverändert geblieben war. Die Produktion von Investitionsgütern verharrte auf dem Vorjahresniveau, während die Herstellung von Konsumgütern stärker stieg. Der Ausstoss der Grundstoff- und Nahrungsmittelindustrie war dagegen rückläufig. Der Auftragseingang in der Industrie stagnierte gegenüber dem Vorjahr. Während die Bestellungen aus dem Ausland erneut sanken, erhöhten sich die Aufträge aus dem Inland, aller-

dings weniger stark als im Vorquartal. Die Produktion und der Auftragseingang im Baugewerbe nahmen wiederum mit zweistelligen Zuwachsraten zu; sie wuchsen jedoch ebenfalls schwächer als in der Vorperiode.

Der Beschäftigungsabbau in den neuen Bundesländern setzte sich fort. Die statistisch ausgewiesene Arbeitslosigkeit ging jedoch zurück, da viele Personen in den Westen pendelten, sich selbständig machten oder sich aus dem Erwerbsleben zurückzogen. Die Arbeitslosenquote betrug im zweiten Quartal 15,2%, gegenüber 16,1% in der Vorperiode. Die diesjährige Lohnrunde in den neuen Bundesländern führte im Mai zu Streiks. Diese hatten zum Ziel, die ostdeutschen Löhne kurzfristig auf westdeutsches Niveau zu heben, wie dies in früher getroffenen Vereinbarungen zwischen Arbeitgebern und Gewerkschaften vorgesehen war. Die Arbeitskämpfe endeten mit Kompromissen, in denen hauptsächlich die Angleichung der Löhne hinausgeschoben wurde.

Die ostdeutsche Jahresteuern verharrte im zweiten Quartal bei knapp 9%. Etwa die Hälfte der Inflation ist dem Preisauftrieb bei den Dienstleistungen, vor allem bei den Mieten, zuzuschreiben. Die steigenden Mietkosten sind die Folge vermehrter Nachfrage sowie umfangreicher Renovations- und Neubauprogramme, mit denen die Wohnsituation in den neuen Bundesländern verbessert werden soll.

Die gesamtdeutschen Ausfuhren gingen im ersten Quartal gemäss vorläufigen Angaben gegenüber der Vorperiode nominell um 6,6% und die Einfuhren um 8% zurück. Der Überschuss der Handelsbilanz stieg von 6,7 auf 8,5 Mrd. D-Mark. Das Ertragsbilanzdefizit sank von 13,3 auf 11,8 Mrd. D-Mark.

Mitte Juli präsentierte die deutsche Regierung das Haushaltsbudget für das Jahr 1994. Das Defizit soll mit knapp 68 Mrd. D-Mark nicht höher ausfallen als der geplante Fehlbetrag für 1993. Um dieses Ziel zu erreichen, sind Ausgabenkürzungen von rund 22 Mrd. D-Mark sowie eine Erhöhung der Mineralölsteuern vorgesehen. Die geplante Verminderung der Ausgaben betrifft vor allem verschiedene Sozialleistungen und die Beamtenlöhne. Das gesamte Defizit der öffentlichen Haus-

halte (eingeschlossen Treuhandanstalt, Bahn und Post) dürfte 1993 gemäss den Schätzungen der Deutschen Bundesbank auf etwa 230 Mrd. DMark (1992: 180 Mrd.) steigen. Das entspricht rund 7,5% des Bruttosozialprodukts (1992: 6%).

Die Deutsche Bundesbank war im zweiten Quartal weiterhin bestrebt, ihre Geldpolitik in kleinen Schritten zu lockern. Sie nahm den Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte von 8,3% Ende März auf 7,6% Ende Juni zurück. Sie passte ihre Leitzinssätze in mehreren Schritten entsprechend an: Der Diskont- und der Lombardsatz wurden am 23. April sowie am 2. Juli je um insgesamt drei viertel Prozentpunkt auf 6,75% bzw. auf 8,25% gesenkt. Am 30. Juli verringerte sie den Lombardsatz um einen halben Prozentpunkt auf 7,75%, belies jedoch den Diskontsatz bei 6,75%. Der Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte bewegte sich Anfang August leicht unter dem Diskontsatz. Nach der Ausweitung der Bandbreiten Anfang August gewann die D-Mark bis Ende August im EWS leicht an Wert. Die Rendite der langfristigen, festverzinslichen Wertpapiere ging geringfügig zurück. Sie betrug im Juli durchschnittlich 6,5%, gegenüber 6,6% im April.

Am 10. September nahm die Deutsche Bundesbank erneut eine Leitzinssenkung vor. Der Diskont- und der Lombardsatz sanken um je einen halben Prozentpunkt auf 6,25% bzw. 7,25%. Der Wertpapierpensionssatz belief sich unverändert auf 6,7%.

Die Geldmenge M_3 , die im ersten Quartal stagniert hatte, stieg im zweiten Quartal mit einer Jahresrate von durchschnittlich 7% wiederum deutlich an. Das Wachstumsziel für M_3 , das auf 4,5–6,5% festgelegt worden war, wurde damit überschritten. Besonders kräftig expandierten der Bargeldumlauf und die kürzerfristigen Termingelder.

Frankreich

In Frankreich schwächte sich die Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal 1993 erneut ab. Gemäss ersten Schätzungen sank das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode um 0,5%, nachdem es im vierten Quartal 1992 um 0,3% zu-

rückgegangen war. Im Vergleich zum Vorjahr war es um 0,7% tiefer. Die konjunkturelle Abkühlung betraf alle Nachfragekomponenten, ausgenommen den staatlichen Konsum, der sich leicht erhöhte. Der private Konsum nahm gegenüber der Vorperiode um 0,6% ab. Die Investitionen verringerten sich um 2,2% und lagen damit um 4,4% unter ihrem Vorjahresstand. Die Exporte und die Importe schrumpften gegenüber dem vierten Quartal um je über 8%. Die Exporte litten unter der Konjunkturschwäche wichtiger Handelspartner sowie unter der Aufwertung des Franc gegenüber Lira, Peseta und Pfund.

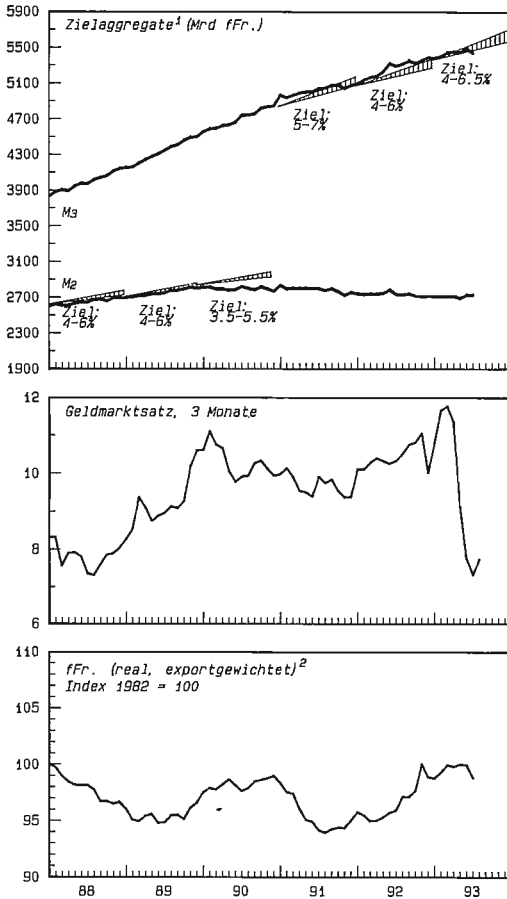
Im zweiten Quartal sank die Produktion der verarbeitenden Industrie nochmals leicht unter das bereits niedrige Niveau der Vorperiode. Sie war damit um 6,1% tiefer als vor Jahresfrist. Der Umsatz von Industriegütern stabilisierte sich, nachdem er im Vorquartal eingebrochen war. Die Automobilverkäufe gingen jedoch weiter zurück. Gemäss den letzten Umfragen wurden die Lager als zu hoch und die Bestelleingänge als sehr schwach beurteilt. Die Produktionsaussichten für die nächsten Monate verschlechterten sich; sie fielen auf das tiefste Niveau seit der Rezession von 1975.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschärfte sich im zweiten Quartal. Die Beschäftigung ging verstärkt zurück, und die Arbeitslosenquote stieg von 11% auf 11,5%. Anfang Juli setzte die Regierung Massnahmen in Kraft, welche die Sozialabgaben der Unternehmen vermindern und die Schaffung von Lehrstellen begünstigen sollen. Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahreststeuerung sank im zweiten Quartal auf durchschnittlich 2% (Vorquartal: 2,1%).

Die konjunkturelle Abschwächung schlug sich deutlich im französischen Aussenhandel nieder. Gemäss provisorischen Angaben für das erste Quartal fielen die Exporte gegenüber der gleichen Vorjahresperiode nominell um 10,5%, die Importe um 14,3%. Die Handelsbilanz und die Ertragsbilanz wiesen Überschüsse von 16,7 Mrd. Francs bzw. 8,2 Mrd. Francs auf.

Gemäss Schätzungen der französischen Regierung von Anfang Mai dürfte das Budgetdefizit im Jahre 1993 mit 330 Mrd. Francs ungefähr doppelt

Grafik 6: Frankreich



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

² Quelle: OECD

so hoch ausfallen wie ursprünglich geplant. Durch einen Sanierungsplan soll deshalb das Defizit auf 317 Mrd. Francs (4,5% des Bruttoinlandprodukts) zurückgeführt werden. Der Plan umfasst zur Hauptsache Ausgabenkürzungen sowie Steuer- und Gebührenerhöhungen. Zusätzlich plant die Regierung verschiedene ausserordentliche Massnahmen in den Bereichen Arbeitsmarkt und öffentliche Bauinvestitionen, um die Konjunktur zu stützen. Zur Finanzierung der Massnahmen, für die rund 40 Mrd. Francs aufgewendet werden müssen, emittierte die Regierung Ende Juni eine Anleihe. Diese wurde mit 110 Mrd. Francs stark

überzeichnet. Die zusätzlichen Mittel dienen hauptsächlich dazu, mit zeitlich vorgezogenen Rückerstattungen von Mehrwertsteuerguthaben die Liquidität der Unternehmen zu verbessern. Die Anleihe soll später mit Erlösen aus der Privatisierung staatlicher Unternehmen getilgt werden.

Die französischen Währungsbehörden senkten im zweiten Quartal aufgrund des starken Franc die Leitzinssätze. Von Mitte April bis Anfang Juli reduzierte die Banque de France den Interventionssatz am Geldmarkt in kleinen Schritten von 9,1% auf 6,75% und den Pensionsatz für Schatzwechsel von 12% auf 7,75%. Der Satz für dreimonatige Interbankeinlagen fiel bis Ende Juni auf 7,1%. Die Rendite langfristiger Staatspapiere bildete sich ebenfalls zurück und betrug im Juni 6,9%.

Mitte Juli geriet der Franc unter starken Druck, was die Banque de France, zusammen mit anderen Zentralbanken, zu massiven Interventionen zwang. Am 23. Juli erhöhten die französischen Währungsbehörden zusätzlich den kurzfristigen Interventionssatz. Der dreimonatige Interbankensatz stieg in der Folge auf 9,7%. Nachdem die Bandbreite des Wechselkursmechanismus des EWS am 1. August ausgeweitet worden war, nahm die Banque de France im August den kurzfristigen Interventionssatz in mehreren kleinen Schritten wieder zurück. Durch die vorsichtige Lockerung wollten die französischen Währungsbehörden eine zu starke Abschwächung des Franc verhindern und die stabilitätsorientierte Ausrichtung ihrer Geldpolitik untermauern.

Die Geldmenge M_3 wuchs im zweiten Quartal verlangsamt, da insbesondere die kurzfristigen Termineinlagen wegen der sinkenden Zinsen zurückgingen. Sie stieg gegenüber dem Vorjahr um 3,4% und unterschritt damit den Zielkorridor, der von den Währungsbehörden für 1993 auf 4-6,5% festgelegt worden war.

Grossbritannien

Im ersten Quartal 1993 verdeutlichten sich in Grossbritannien die Anzeichen einer konjunkturellen Erholung. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorperiode um 0,5%, nachdem es im vierten Quartal 1992 um 0,3% gewach-

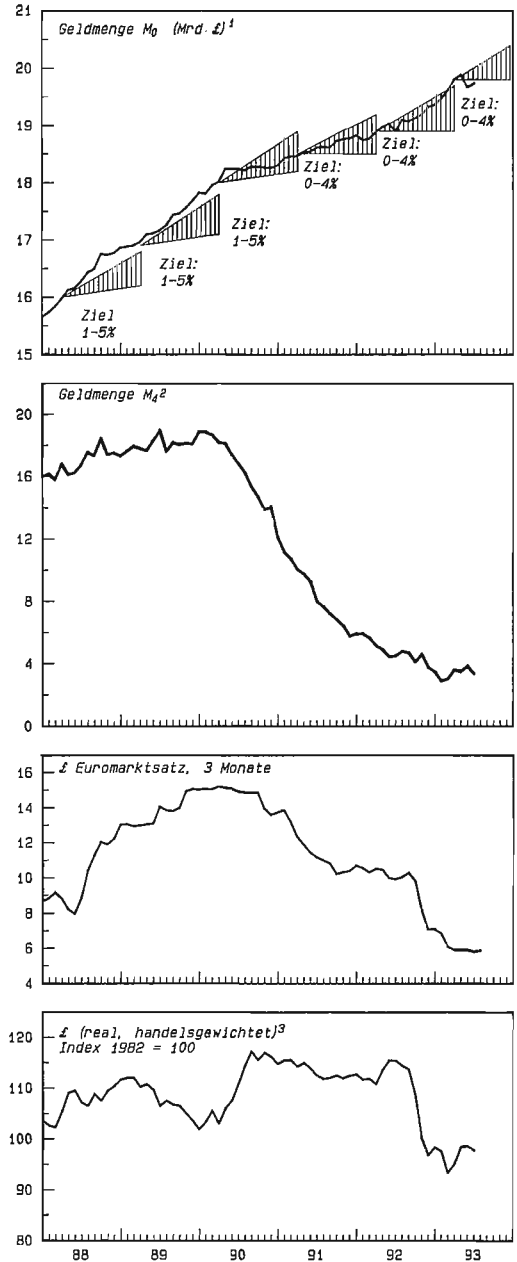
sen war. Auch im Vorjahresvergleich nahm das reale Bruttoinlandprodukt erstmals seit über zwei Jahren wieder zu. Die Exporte, die sich um 3,3% erhöhten, wirkten erneut als Konjunkturstütze. Dies ist auf die Abschwächung der britischen Währung im zweiten Halbjahr 1992, welche die Wettbewerbsfähigkeit der britischen Exporteure verbesserte, zurückzuführen. Der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen dehnten sich ebenfalls weiter aus; hingegen gingen der Staatskonsum und die Bauinvestitionen wiederum zurück.

Die vorlaufenden Indikatoren weisen darauf hin, dass sich die Erholung im zweiten Quartal fortsetzte. Die Produktion der verarbeitenden Industrie nahm erneut leicht zu. Der Detailhandel verzeichnete steigende Umsätze; besonders deutlich zeigte sich die höhere Konsumbereitschaft beim Absatz von Automobilen. Im ersten Halbjahr 1993 wurden in Grossbritannien fast 10% mehr Neuwagen verkauft als in derselben Periode des Vorjahres. Im Immobiliensektor, der in der Rezession stark in Mitleidenschaft gezogen worden war, verbesserte sich die Lage ebenfalls. Im zweiten Quartal wurden mehr Neubauten in Angriff genommen. Seit Anfang Jahr sind die Häuserpreise nicht weiter rückläufig.

Die Arbeitslosigkeit bildete sich im zweiten Quartal erstmals seit Mitte 1990 zurück. Die Arbeitslosenquote betrug 10,4% (1. Quartal: 10,6%). Die durchschnittliche Jahreststeuerung sank erneut. Die Konsumentenpreise stiegen um 1,3%, gegenüber 1,8% im ersten Quartal. Die Basisinflation, in der die Hypothekarzinsen nicht enthalten sind, ging von 3,4% auf 2,9% zurück. Der Preisdruck bei den Importgütern, die durch die Abschwächung der britischen Währung erheblich teurer wurden, konnte vorerst nicht auf die Verbraucher überwältigt werden.

Das britische Handelsbilanzdefizit fiel im ersten Quartal mit schätzungsweise 3,5 Mrd. Pfund etwas tiefer aus als in der Vorperiode. Die Importe und Exporte wuchsen nominell kräftig. Während die Exporte vor allem infolge der Abschwächung der britischen Währung zunahmen, widerspiegelt die Entwicklung der Importe die anziehende Binnennachfrage. In den neuesten Umfragen beurteilten die Exporteure die Absatzchancen im Aus-

Grafik 7: Grossbritannien



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

land wieder vorsichtiger. Sie rechneten damit, dass das Pfund im Gefolge der Schwierigkeiten des EWS stärker werden und in Europa die Rezession anhalten dürfte. Die Ertragsbilanz verzeichnete einen leicht höheren Passivsaldo von rund 4 Mrd. Pfund.

Die britischen Währungsbehörden lockerten die Geldpolitik im zweiten Quartal nicht weiter. Der Interventionssatz, den die Bank of England von September 1992 bis Ende Januar 1993 um insgesamt 6 Prozentpunkte gesenkt hatte, blieb unverändert. Der Basiszinssatz, den die Banken ihren erstklassigen Schuldnern verrechnen, verharrte bei 6%. Die Rendite langfristiger Staatsanleihen fiel von durchschnittlich 8,3% im März auf 8% im Juli. Das britische Pfund, das sich nach dem Austritt aus dem Wechselkursmechanismus des EWS stark abgeschwächt hatte, erholte sich im zweiten Quartal gegenüber den meisten Währungen leicht.

Die monetäre Basis M_0 , die Anfang Jahr stark zunahm, wuchs im zweiten Quartal wieder langsamer. Sie befand sich damit unterhalb des Zielkorridors, der für das Fiskaljahr 1993/94 bei 0–4% belassen worden war. Das Wachstum der Geldmenge M_4 , welche auch die Bankeinlagen und die Einlagen bei den Bausparkassen enthält, war mit 3,6% ebenfalls leicht höher als im Vorquartal. Die Zuwachsraten dieses Aggregates waren während der letzten drei Jahre kontinuierlich von rund 18% Anfang 1990 auf etwas über 3% Anfang 1993 zurückgegangen.

Italien

Im ersten Quartal 1993 schwächte sich die Konjunktur in Italien weiter ab. Das reale Bruttoinlandsprodukt ging zum dritten Mal hintereinander zurück und lag damit um 0,9% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Binnennachfrage sank gegenüber dem vierten Quartal 1992 um 3,3% und im Vorjahresvergleich um 5,8%. Während sich der private Konsum verlangsamt zurückbildete, schrumpften die Investitionen gegenüber dem Vorquartal verstärkt. Damit lagen sie um fast 10% tiefer als vor Jahresfrist. Parallel zur Binnennachfrage gingen auch die Importe massiv zurück. Trotz der schlechten Konjunktur-

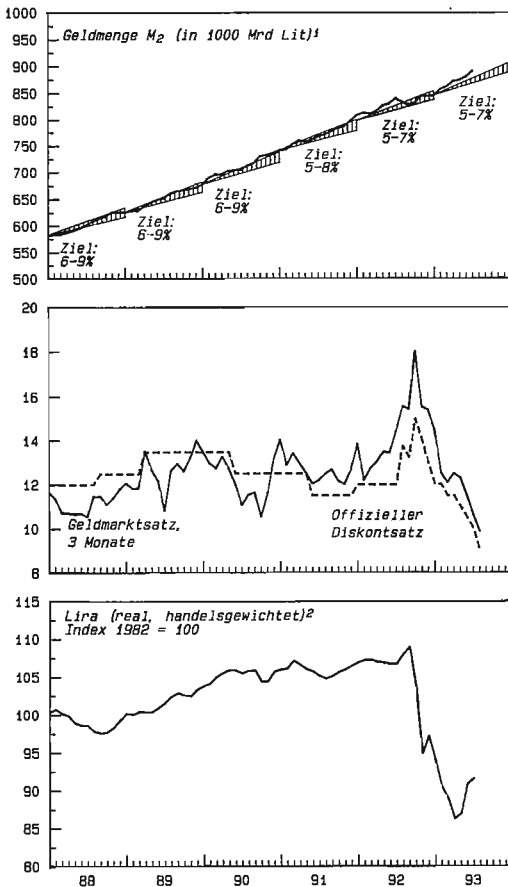
lage im Ausland konnten dagegen die Exporte dank der Abschwächung der Lira kräftig gesteigert werden. Sie erhöhten sich gegenüber dem vierten Quartal 1992 um 6,8%.

Im zweiten Quartal stagnierte die Industrieproduktion auf tiefem Niveau. Im Vorjahresvergleich sank sie um 2,9%. Sowohl die Investitionsgüterindustrie als auch die Automobilindustrie meldeten sinkende Produktionsziffern. Wichtige Indikatoren zeigten noch keine Tendenzwende. Der inländische Bestellungseingang blieb vor allem in der Investitionsgüterindustrie schwach. Nach dem markanten Anstieg im ersten Quartal stabilisierten sich die Auslandsaufträge im zweiten Vierteljahr auf hohem Stand. Die Verkäufe von Personenwagen bildeten sich weiter zurück; im ersten Halbjahr 1993 lag die Zahl der neu immatrikulierten Fahrzeuge um 23% tiefer als ein Jahr zuvor. Die Lager an Fertigfabrikaten nahmen erneut leicht zu. Die Produktionsaussichten für die kommenden Monate wurden deutlich pessimistischer eingeschätzt als zu Jahresbeginn.

Gemäss provisorischen Angaben verbesserte sich die italienische Handelsbilanz. In den ersten fünf Monaten lagen die Exporte nominell um 20% und die Importe um 1% höher als vor Jahresfrist. Die Handelsbilanz wies einen Überschuss von 3310 Mrd. Lire (Januar–Mai) auf, nach einem Defizit von 9900 Mrd. Lire in der entsprechenden Vorjahresperiode. Infolge eines höheren Fehlbetrags bei den Faktoreinkommen bildete sich dagegen das Ertragsbilanzdefizit weniger zurück. Es betrug 8700 Mrd. Lire, gegenüber 17240 Mrd. Lire von Januar bis Mai 1992.

Die Lage auf dem italienischen Arbeitsmarkt verschlechterte sich im zweiten Quartal weiter. Im April lag die Beschäftigung um rund 6,2% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Erstmals wurden nicht nur in der Industrie, sondern auch im Dienstleistungssektor Stellen abgebaut. Die Arbeitslosenquote stieg von 9,4% im Januar auf 10,5% im April. Anfang Juli verabschiedeten die Regierung, die Arbeitgeberverbände sowie die Gewerkschaften einen Sozialpakt. Eine Neuregelung der Arbeitsverhältnisse wurde nötig, nachdem im Juli 1992 der automatische Teuerungsausgleich abgeschafft worden war. Die Löhne sollen neu alle zwei Jahre an die prognostizierte

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

Teuerung angepasst werden. In den regionalen Gesamtarbeitsverträgen hängt die Lohnentwicklung von der Produktivitätsentwicklung sowie von der Gewinnsituation der Unternehmen ab.

Die Jahresteuern lag im zweiten Quartal mit 4,1% erneut leicht tiefer als in der Vorperiode. Infolge der Erhöhung der Erdölsteuer verstärkte sich indessen der Preisauftrieb im Juni und im Juli leicht. Die Grosshandelspreise sowie die Produzentenpreise steigen seit Jahresbeginn wieder

deutlich stärker, da sich die importierten Güter abwertungsbedingt stark verteuern.

Das italienische Haushaltsdefizit betrug im ersten Halbjahr 1993 66 400 Mrd. Lire und lag damit tiefer als im ersten Halbjahr 1992. Ende Mai setzte die Regierung eine Reihe von Massnahmen zur Sanierung der Staatsfinanzen in Kraft. Dazu gehören neben der Erhöhung der Mineralölsteuer und der Anhebung der Mehrwertsteuersätze auch die Kürzung von Transferzahlungen an die lokalen Gebietskörperschaften und die Einfrierung verschiedener Ausgaben. Dadurch soll das Budgetdefizit für 1993 um 12 000 Mrd. Lire auf 154 000 Mrd. Lire bzw. 10% des Bruttoinlandsprodukts gesenkt werden. Es liegt damit immer noch leicht über dem ursprünglich budgetierten Fehlbetrag von 150 000 Mrd. Lire. Das Sparpaket bildete die Voraussetzung dafür, dass die EG die zweite Tranche des Zahlungsbilanzkredits in Höhe von 8 Mrd. ECU ausbezahlt. Für 1994 sieht die italienische Regierung zusätzliche Sparmassnahmen vor, mit denen das Staatsdefizit auf unter 10% des Bruttoinlandsprodukts gedrückt werden soll. Geplant sind eine weitere Erhöhung der indirekten Steuern sowie vor allem massive Ausgabenkürzungen. Dadurch soll der Überschuss des Primärbudgets, das die staatlichen Zinszahlungen nicht enthält, auf 1,9% des Bruttoinlandsprodukts erhöht werden.

Die italienische Zentralbank lockerte im zweiten Quartal ihre Geldpolitik leicht. Dies wurde möglich, nachdem sich die Lira seit Anfang April spürbar gefestigt hatte. Von Mitte Mai bis Anfang Juli wurde der offizielle Diskontsatz schrittweise von 11% auf 9% gesenkt. Parallel dazu sank der Dreimonatssatz am Interbankenmarkt von 11,3% im März auf 9,5% im Juli. Die Rendite der einjährigen Schatzwechsel (BoT) bildete sich von 11% auf 8,6% zurück. Die Geldmenge M_2 wuchs im zweiten Quartal gleich stark wie im Vorquartal. Im Jahresvergleich erhöhte sie sich um 6%. Der Zielkorridor beträgt 5–7%.

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

a) provisorisch b) BSP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1989	1990	1991 ^{a)}	1992 ^{a)}	1993 ^{a)}		1993			
					1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
USA	5,2	5,5	6,8	7,4	7,0	7,0	7,0	6,9	7,0	6,8
Japan	2,3	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,3	2,5	2,5	2,5
Westdeutschland ^{b)}	7,9	7,1	6,3	6,7	7,6	8,1	8,0	8,1	8,2	8,3
Frankreich	9,4	9,0	9,5	10,4	11,0	11,5	11,4	11,5	11,6	11,7
Grossbritannien ^{c)}	6,3	5,8	8,1	9,8	10,6	10,4	10,5	10,4	10,4	10,4
Italien ^{d)}	12,1	11,2	11,0	11,5	9,4	10,5	10,5	-	-	
Schweiz ^{e)}	0,5	0,5	1,1	2,6	3,8	4,4	4,2	4,4	4,6	4,7

a) provisorisch b) In Prozent der abhängigen Erwerbspersonen c) ausgenommen Schulabgänger

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

e) Registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990

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

	1989	1990	1991 ^{a)}	1992 ^{a)}	1992 ^{a)}				1993 ^{a)}	
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
USA	-101,1	-90,4	-3,7	-66,4	-6,7	-18,3	-17,8	-23,7	-22,3	-26,9
Japan	57,2	35,8	72,3	117,7	27,4	28,6	28,8	33,0	36,1	
Westdeutschland ^{b)}	57,4	47,3	-19,9	-25,8	-6,7	-5,9	-5,3	-8,6	-7,2	
Frankreich	-3,8	-9,4	-6,5	3,7	-1,0	1,5	-0,1	3,2	1,5	
Grossbritannien ^{c)}	-35,6	-30,2	-11,0	-20,3	-4,3	-5,4	-4,3	-6,1	-5,2	
Italien ^{c)}	-10,8	-14,7	-21,4	-25,4	-9,0	-5,4	-6,4	-4,7	-2,9	
Schweiz ^{c)}	7,0	8,6	10,6	15,0	4,4	2,9	3,7	4,0	5,9	4,4

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

c) nicht saisonbereinigt

C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

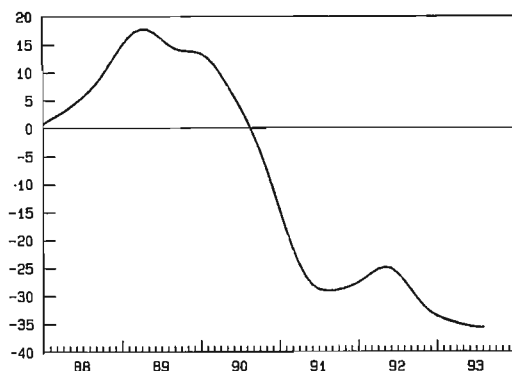
1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Der Rückgang des realen Bruttoinlandprodukts kam im zweiten Quartal zum Stillstand. Sowohl die Inland- als auch die Auslandnachfrage trugen dazu bei. Im Vorjahresvergleich ging das reale Bruttoinlandprodukt um 1,2% zurück (1. Quartal: -1,1%).

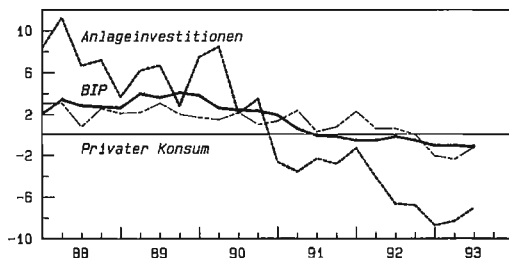
Der Sammelindikator Geschäftsgang in der Industrie verhartete gemäss der KOF-ETH-Umfrage im Juni auf dem sehr niedrigen Stand der Vormonate. Die befragten Unternehmen meldeten gegenüber dem Vorjahr geringere und gegenüber dem Vormonat stagnierende Bestellungseingänge. Bei leicht sinkenden Inlandbestellungen verbesserten sich im Vormonatsvergleich die Bestellungseingänge aus dem Ausland. Die Auftragsbestände wurden als zu tief bewertet, und die Fertigwarenlager galten als zu hoch. Die Produktion war verglichen mit jener des Vorquartals erneut rückläufig, wenn auch weniger stark als in den vorhergehenden Monaten. Die Kapazitätsauslastung verhartete auf dem tiefen Niveau der Vorerhebung

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹



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

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode
Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

(79,5%). Dies traf auch für den Anteil der Überstunden an der Normalarbeitszeit zu (1%). Die Umfrageteilnehmer gehen davon aus, dass die Nachfrage auch im dritten Quartal schwach bleiben und der Rückgang der Beschäftigung anhalten wird.

Nachdem das vorlaufende KOF-Konjunkturbarometer in den Monaten Februar und März stagniert hatte, stieg es im zweiten Quartal wieder an. Allerdings verlief das Konjunkturbarometer noch immer unter dem langfristigen Trend. Zudem trugen einzig die monetären Komponenten zur Verbesserung bei, während die realen noch keine Belebung zeigten.

Konsum

Der private Konsum stagnierte im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode. Im Vorjahresvergleich ging er real um 1,2% zurück.

Die Detailhandelsumsätze pro Verkaufstag sanken innert Jahresfrist real um 2,4% (1. Quartal: -2,1%). Während die Umsätze der Nahrungs- und Genussmittel stagnierten, nahmen jene der Gebrauchsgüter ab. Gemäss der Verkaufstatistik der Vereinigung Schweizerischer Automobilimporteure wurden erneut deutlich weniger Personenwagen als im Vorjahr verkauft (-11,1%). Die Zahl der Logiernächte von Gästen aus dem Inland verminderte sich gegenüber der Vorjahresperiode um 4%. Der Geschäftstourismus war überdurchschnittlich stark von diesem Rückgang betroffen.

Der vom Bundesamt für Konjunkturfragen erhobene Sammelindex der Konsumentenstimmung verharrte im Juli auf dem tiefen Niveau der Vorerhebung. Die Befragten stufte ihre finanzielle Lage während den letzten zwölf Monaten als schlecht ein. Sie beurteilen die Sicherheit der Arbeitsplätze nach wie vor als gering. Optimistischer wurde die Situation für die nächsten zwölf Monate eingeschätzt. Für diesen Zeitraum erwarten die Befragten eine anziehende Wirtschaftsentwicklung und einen fortgesetzten Teuerungsabbau.

Investitionen

Der Rückgang der Anlageinvestitionen schwächte sich im zweiten Quartal ab. Im Vorjahresvergleich nahmen die Anlageinvestitionen real um 7% ab (1. Quartal: -8,3%).

Im Vergleich zum Vorjahr verringerten sich die Bauinvestitionen real um 6,5% (1. Quartal: -6,5%). Gemäss der Umfrage des Baumeisterverbandes hat sich die Lage im Baugewerbe im zweiten Quartal nicht weiter verschlechtert. Der Auftragszugang im Bauhauptgewerbe lag real um 5,7% über dem Vorjahresniveau (1. Quartal: -4,5%). Der Rückgang des Auftragsbestandes betrug real 8% und schwächte sich damit deutlich ab (1. Quartal: -18%). Während der Auftragsbestand im Wohnungsbau stagnierte, sank er im Wirtschaftsbau wiederum markant. Die offenen Limiten der Baukredite nahmen weiter ab. Auch die

Zementlieferungen und die Produktion in der Baustoffindustrie gingen zurück.

Der Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen setzte sich im zweiten Quartal abgeschwächt fort. Im Vorjahresvergleich schrumpften sie real um 8,0% (1. Quartal: -10,7%). Wie die Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller ergab, sanken die Bestellungseingänge aus dem Inland nominal wiederum deutlich. Der Arbeitsvorrat sank Ende Juni auf 4,8 Monate.

Die Investitionsumfrage der KOF zeigt, dass nur die Chemie und die Uhrenindustrie ihre Anlageinvestitionen im laufenden Jahr erhöhen werden. Demgegenüber wird insbesondere die Investitionsgüterindustrie (Metall, Maschinen, Elektronik) ihre Investitionsausgaben erneut verringern. Für 1994 lässt die Befragung eine weitere, wenn auch abgeschwächte Reduktion der Investitionstätigkeit erwarten. Lediglich Unternehmen des Verkehrs- und Bankensektors planen deutlich höhere Ausrüstungsinvestitionen.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die Ausfuhren lagen im zweiten Quartal nominal um 0,5% und real um 1,2% unter dem Vorjahresniveau. Der Rückgang war damit geringer als im ersten Quartal (-2,6%). Während erneut weniger Rohstoffe und Investitionsgüter exportiert wurden, nahm die Ausfuhr von Konsumgütern wieder zu. Bei den Investitionsgütern waren vor al-

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

¹ in 96 Städten; ab 1. Quartal 1993 in 110 Städten

² gewichteter Produktionskostenindex des SBV

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

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

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

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

^{a)} provisorische Werte

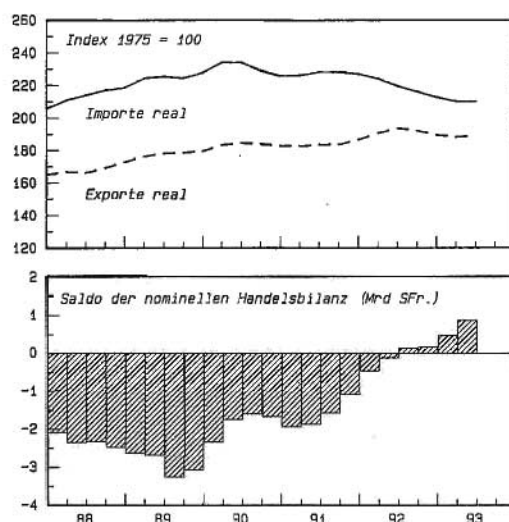
Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

lem die Metallverarbeitungs- und die Textilmaschinen vom Rückgang betroffen. Demgegenüber verzeichnete der Bereich Telekommunikation ein Wachstum. Bei den dauerhaften Konsumgütern übertrafen die Ausfuhr im Bereich Bijouterie, Haushaltgeräte und Unterhaltungselektronik das Vorjahresniveau.

Die Ausfuhr in die EG gingen um 3,1% zurück. Vor allem nach Italien (-12%) und Spanien (-16%.) wurden deutlich weniger Waren ausgeführt. Ebenfalls einen Rückgang verzeichneten die Exporte nach Japan (-9%). Hingegen nahmen die Ausfuhr in die Vereinigten Staaten weiter zu (4,9%), ebenso jene in die Entwicklungsländer (6,5%). Die Ausfuhr in die GUS verdoppelten sich gegenüber dem Vorjahr nahezu. Auch die Ausfuhr in die Volksrepublik China lagen um die Hälfte höher als vor Jahresfrist. Der Anteil der Ausfuhr in die GUS und die Volksrepublik China betrug jedoch lediglich 2% der gesamten Exporte.

Der Rückgang der Einfuhr schwächte sich im zweiten Quartal ab. Die Einfuhr lagen nominell um 5,9% und real um 3,4% unter dem Vorjahresniveau (1. Quartal: real -7,5%). Unvermindert stark sanken die Importe von Investitionsgütern. Am stärksten bildeten sich die Einfuhr von Lastwagen und Industriemaschinen zurück. Die Importe von Rohstoffen, Energieträgern und Halbfabrikaten nahmen leicht ab. Demgegenüber verzeichnete die Einfuhr von Konsumgütern erstmals seit

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturfragen

dem vierten Quartal 1991 wieder ein reales Wachstum (2,6%). Während erneut deutlich weniger Personenwagen eingeführt wurden, erhöhten sich insbesondere die Importe von Bekleidung und Schuhen.

Die Preise der exportierten Güter lagen im zweiten Quartal um 0,8% über dem Vorjahresniveau (1. Quartal: -1%). Die eingeführten Güter waren im

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1990	1991	1992 ^{a)}	1992 ^{a)}				1993 ^{b)}	
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Total Einnahmen	160,6	162,2	165,4	42,0	41,7	41,5	40,1	42,2	42,0
Warenexporte	91,1	90,9	95,3	24,1	24,4	22,6	24,3	23,9	24,6
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	88,3	87,9	92,1	23,3	23,6	21,8	23,5	23,1	23,8
<i>Übrige Warenexporte²</i>	2,8	2,9	3,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Dienstleistungsexporte	24,0	25,9	26,9	7,0	6,4	8,2	5,4	7,4	6,7
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	42,3	41,1	39,6	10,1	10,0	9,9	9,6	9,9	9,7
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,3	3,4	3,6	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Total Ausgaben	148,6	147,0	144,2	35,6	37,3	36,6	34,6	33,3	35,6
Warenimporte	100,6	98,9	96,3	24,9	25,1	22,6	23,6	23,1	24,0
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	96,6	95,0	92,3	23,9	24,1	21,8	22,6	22,0	23,0
<i>Übrige Warenimporte²</i>	4,0	3,8	3,9	1,1	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1
Dienstleistungsimporte	12,8	13,3	13,9	2,0	3,6	5,5	2,7	2,0	3,6
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	28,7	27,8	26,3	6,7	6,6	6,5	6,5	6,3	6,0
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	6,5	7,2	7,7	2,0	1,9	2,0	1,8	1,9	2,0
Saldo der Ertragsbilanz	12,0	15,1	21,1	6,4	4,4	4,9	5,5	8,9	6,4

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

² inklusive elektrische Energie

^{a)} provisorisch

^{b)} vorläufige Schätzung

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Durchschnitt 2,5% billiger als vor Jahresfrist (1. Quartal: -1,5%).

Der Überschuss in der Handelsbilanz fiel im zweiten Quartal 1993 mit 0,8 Mrd. Franken geringer aus als im Vorquartal (1,0 Mrd.). Dank der gestiegenen Überschüsse des Dienstleistungsverkehrs und der Arbeits- und Kapitaleinkommen erhöhte sich der Aktivsaldo der Ertragsbilanz im zweiten Quartal auf 6,4 Mrd. Franken (2. Quartal 1992: 4,4 Mrd.). Im ersten Halbjahr betrug der Überschuss 15,3 Mrd. Franken (1. Halbjahr 1992: 10,8 Mrd.).

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung ging im zweiten Quartal 1993 weiter zurück (-3,7%). Im Baugewerbe dauert der Beschäftigungsrückgang nun bereits drei Jahre an. In der Industrie setzte der Stellenabbau später ein, und im Dienstleistungssektor stieg die Zahl der Beschäftigten gar bis Ende 1991. Seither werden auch in diesem Bereich mehr Stellen abgebaut als neue Arbeitsplätze geschaffen. Verglichen mit dem Baugewerbe und der Industrie fiel

der Stellenabbau im dritten Sektor jedoch weniger stark aus.

Der Manpower Stellenindex stabilisierte sich im zweiten Quartal 1993 auf tiefem Niveau. Die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen betrug saisonbereinigt rund 7000; sie verharrte damit auf dem Niveau der beiden vorangegangenen Quartale.

Die Zahl der Arbeitslosen stieg im zweiten Quartal saisonbereinigt auf 158 000. Die Arbeitslosenquote betrug 4,4%. Im zweiten Quartal standen den rund 59 900 Neuanmeldungen 49 500 Abgänge gegenüber, wobei rund zwei Drittel der Abgänger eine neue Stelle fanden. Die Zahl der Langzeitarbeitslosen nahm kontinuierlich zu. Im zweiten Quartal waren durchschnittlich 15,8% der Arbeitslosen länger als ein Jahr ohne Arbeit. Die Altersklasse der über Fünfzigjährigen ist mit 27% überproportional stark betroffen.

Im Juli erhöhte sich die Zahl der registrierten Arbeitslosen saisonbereinigt auf 171 700. Die im Vergleich zu den Vormonaten stärkere Zunahme

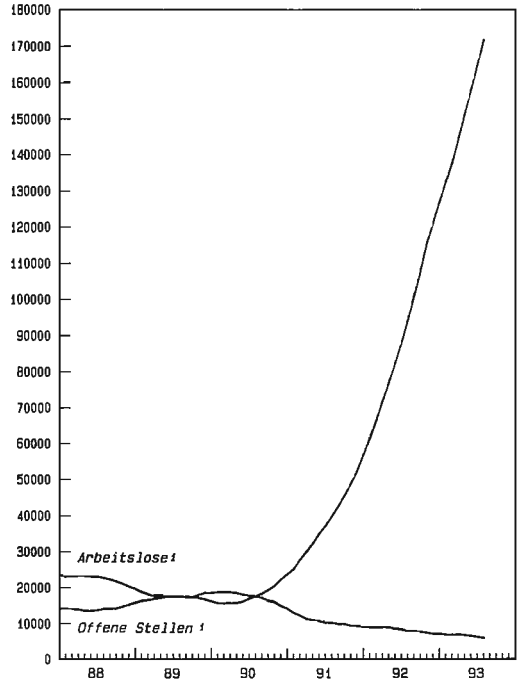
der Arbeitslosigkeit ist darauf zurückzuführen, dass zahlreiche Schüler und Lehrlinge nach Abschluss der Schule bzw. Lehre noch keine Stelle gefunden haben.

Preise

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im zweiten Quartal wie schon im ersten Quartal um 3,5% über dem Vorjahresstand. Im April stieg die Teuerung bedingt durch die Treibstoffzollerhöhung auf 3,8%; bis zum Juni reduzierte sie sich auf 3,1%. Der starke Rückgang im Juni ist teilweise auf die Preisentwicklung bei Früchten zurückzuführen. Infolge der guten Witterung setzte die Ernte früher ein. Dadurch gelangten schon im Juni günstigere Produkte auf den Markt, so dass der saisonbedingte Preisanstieg im Juni geringer ausfiel als im Vorjahr. Die um die Saisonprodukte bereinigte Teuerungsrate betrug im Juni 3,4%.

Bei den im Inland produzierten Waren und Dienstleistungen setzte sich der Trend rückläufiger Teuerungsraten fort. Der innert Jahresfrist erfolgte Preisanstieg betrug im zweiten Quartal 3,8%, verglichen mit 4,1% im Vorquartal. Infolge der Treibstoffzollerhöhung nahm die Teuerung dagegen bei den Importwaren zu; im zweiten Quartal lag der Index um 2,5% über dem Vorjahresstand (1. Quartal: 1,6%).

Grafik 12: Arbeitsmarkt



¹ Saison- und extremwertbereinigt
Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Im Juli betrug die Jahresteuerung 3,4%. Der Anstieg gegenüber dem Vormonat um 0,3 Prozentpunkt ist dem oben erwähnten Ernteeffekt zuzu-

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1990	1991	1992	1992				1993		1993			
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	April	Mai	Juni	Juli
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	1,4	-0,3	-2,6	-1,8	-2,1	-3,4	-3,3	-4,2	-3,0				
Index der Vollzeitbeschäftigten ¹						-4,1	-4,1	-5,0	-3,7				
Arbeitslosenquote ^{2,3}	0,5	1,1	2,7	2,1	2,4	2,7	3,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,6
Ganzarbeitslose ³	18 133	39 222	92 308	71 888	82 047	95 696	119 599	146 667	157 681	155 182	157 425	160 435	165 290
Kurzarbeiter ³	734	20 269	34 020	41 108	35 823	22 535	36 616	54 096	43 656	52 634	49 274	43 653	26 494
Offene Vollzeitstellen ³	16 711	10 145	7 741	8 307	8 326	7 690	6 641	7 776	6 912	7 637	7 149	5 949	5 645

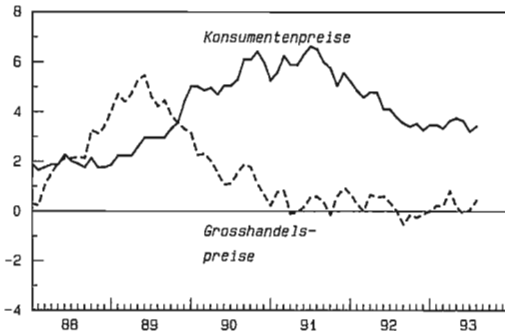
¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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

³ Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

schreiben. Die Früchtepreise sind verglichen mit der entsprechenden Vorjahresperiode im Juni weniger stark gestiegen und im Juli weniger stark gefallen. Im August lag der Landesindex der Konsumentenpreise um 3,6% über dem Vorjahresstand. Der leichte Anstieg ist u.a. darauf zurück-

zuführen, dass nach dem neuen Konzept die Mieten vierteljährlich und nicht wie bis anhin halbjährlich erfasst werden. Da nach der alten Berechnungsmethode die Mieten nur in den Monaten Mai und November erhoben wurden, hatte der Mietpreisindex im August 1992 keine Änderung erfahren. In diesem Jahr wurden die Mieten zum ersten Mal auch im August erfasst. Der durch die methodische Umstellung geschaffene «Basiseffekt» wird bei der nächsten Erhebung der Mietpreise im November wegfallen.

Der Grosshandelspreisindex lag im zweiten Quartal um 0,1% über dem Vorjahresniveau, verglichen mit 0,4% im ersten Quartal.

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die Nationalbank führte im zweiten Quartal 1993 den im Vorjahr gelockerten geldpolitischen Kurs

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Noten- umlauf ¹	Verände- rung in % ²	Girogut- haben ¹	Verände- rung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saison- faktoren	SBNBGM ^{1,4}	Verände- rung in % ²
1988	25 819	4,3	5 667	-54,0	31 486	0,999	31 521	-11,0
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,2	2 832	-11,2	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1992 3. Q.	26 133	-0,3	2 488	-6,8	28 621	0,986	29 017	-0,8
4. Q.	26 697	-0,6	2 615	-0,7	29 312	1,013	28 925	-1,0
1993 1. Q.	26 969	1,3	2 593	2,2	29 563	1,010 P	29 272 P	0,6 P
2. Q.	26 696	1,1	2 618	1,9	29 314	0,996 P	29 442 P	0,9 P
1993 Jan	27 418	1,3	2 489	-1,6	29 907	1,027 P	29 121 P	0,0 P
Febr.	26 689	1,4	2 647	6,1	29 336	0,998 P	29 395 P	1,1 P
März	26 801	1,3	2 644	2,0	29 445	1,005 P	29 299 P	0,6 P
April	26 873	1,3	2 625	4,8	29 498	0,997 P	29 587 P	1,4 P
Mai	26 599	1,1	2 557	-0,5	29 156	0,995 P	29 303 P	0,6 P
Juni	26 616	0,8	2 673	1,3	29 289	0,995 P	29 436 P	0,7 P
Juli	26 709	1,3	2 563	2,4	29 272	0,995 P	29 419 P	1,2 P
Aug.	26 401	1,5	2 709	15,1	29 110	0,983 P	29 613 P	2,4 P

¹ Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

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

³ NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

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

P provisorisch

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
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 3. Q. ²	-1,4	2,1	3,0
4. Q. ²	2,7	-0,3	3,0
1993 1. Q. ²	7,9	-3,0	4,8
2. Q. ²	12,2	-7,9	4,6
1993 Jan. ²	6,1	-2,0	4,2
Febr. ²	6,6	-3,4	4,5
März ²	10,9	-3,3	5,8
April ²	10,6	-5,9	5,1
Mai ²	13,0	-8,5	4,4
Juni ²	13,1	-9,2	4,4
Juli ²	14,7	-8,8	5,6

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

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

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

M₃ = M₂ + Spareinlagen

fort. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge, die im vierten Quartal 1992 einen Tiefpunkt erreicht hatte, nahm im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal erneut, wenn auch verlangsamt, zu. Die Nationalbank bleibt bestrebt, die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge an den mittelfristigen Zielpfad heranzuführen.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im zweiten Quartal durchschnittlich 29 442 Mio. Franken, gegenüber 29 272 Mio. Franken in der Vorperiode. Die Zunahme um 170 Mio. Franken bzw. 0,6% fiel geringer aus als im ersten Quartal (1,2%). Damit lag das im zweiten Quartal erreichte Niveau tiefer als die Nationalbank erwartet hatte. Sie hatte eine saisonbereinigte Notenbankgeldmenge von 29,7 Mrd. Franken prognostiziert und insbesondere mit einem anhaltend kräftigen Wachstum des Notenumlaufs gerechnet. Die Nachfrage nach Banknoten wurde jedoch durch die schwache Konjunktur stärker als ursprünglich angenommen gebremst. Die Girogut-

haben betragen im Durchschnitt des zweiten Quartals 2625 Mio. Franken und übertrafen damit den Wert des Vorquartals (2593 Mio. Franken) leicht.

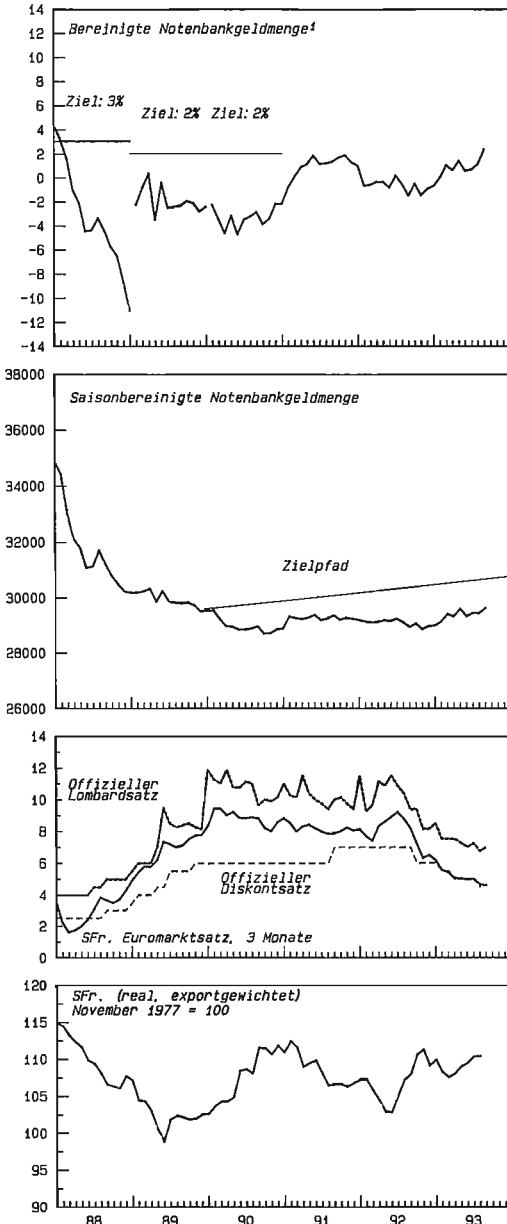
Die Nationalbank prognostizierte für das dritte Quartal einen gegenüber der Vorperiode praktisch unveränderten Stand der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29,4 Mrd. Franken. Sie nahm dabei an, die Konjunkturlage werde die Nachfrage nach Banknoten weiterhin dämpfen. Der Wert für den Monat Juli wich mit 29 419 Mio. Franken kaum von der Prognose ab. Der Notenumlauf übertraf seinen Vorjahreswert um 1,2%. Die Giro Guthaben fielen leicht unter den Stand von 2,6 Mrd. Franken, um den sie seit mehreren Monaten schwanken.

Die Entwicklung der breiteren Geldmengenaggregate widerspiegelte im zweiten Quartal die anhaltenden Portefeuilleumschichtungen, die durch die Annäherung zwischen den kurz- und langfristigen Zinssätzen ausgelöst worden waren. Vor allem verminderten die stark gesunkenen kurzfristigen Zinssätze die Attraktivität von Termineinlagen gegenüber anderen Anlageformen weiter. Die Termineinlagen gingen deshalb erneut kräftig zurück; sie unterschritten ihren Vorjahresstand um 18,6%. Demgegenüber stiegen die Sicht- und Spareinlagen weiter an und erreichten im Vorjahresvergleich beträchtliche Zuwachsraten von 17,7% bzw. 20,1%.

Die Geldmenge M₁ nahm wie schon im ersten Quartal kräftig zu. Sie übertraf ihren Stand vor Jahresfrist um rund 12%. Das hohe Wachstum war dem Anstieg der Sichteinlagen zuzuschreiben; der Bargeldumlauf überstieg seinen Vorjahreswert lediglich um 1,1%.

Die stark schrumpfenden Termineinlagen prägten weiterhin den Verlauf der Geldmenge M₂. Sie fiel im zweiten Quartal beinahe 8% tiefer aus als in der Vorjahresperiode, verglichen mit einer Abnahme um 3% im ersten Quartal. Der deutliche Rückgang von M₂ bremste auch das Wachstum der Geldmenge M₃. Dieses Aggregat nahm gegenüber der Vorjahresperiode etwas weniger stark zu als im ersten Quartal, obschon die Spareinlagen weiter kräftig wuchsen. Mit 4,6% übertraf der Anstieg von M₃ allerdings die in den Jahren 1991 und 1992

Grafik 14: Schweiz



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

gemessenen Werte von rund 3% noch immer kräftig.

Geldmarkt

Nach ihrem Rückgang im ersten Quartal blieben die meisten Zinssätze am inländischen Geldmarkt im zweiten Quartal stabil. Einzig der Tagesgeldsatz sank im Quartalsdurchschnitt um rund $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt. Im Juli erfolgte jedoch ein weiterer Rückgang der Geldmarktsätze, nachdem die Nationalbank zu Beginn des Monats den Diskontsatz gesenkt hatte. Der Tagesgeldsatz lag im Juli bei durchschnittlich 4,7%, gegenüber 5,3% im März. Der Satz für dreimonatige Eurofrankeneinlagen ging im selben Zeitraum um 0,4 Prozentpunkt auf 4,6% zurück. Dagegen verblieb der Satz auf den Dreimonatsdepots bei Grossbanken vorerst bei rund 4,5%; im Juli sank er jedoch auf 4,1%.

Da die Geldmarktsätze für D-Markanlagen zwischen März und Juli etwas stärker zurückgingen als diejenigen für Schweizerfrankenanlagen, nahm die Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungen ab. Während dreimonatige D-Markdepots am Euromarkt im März noch um 2,8 Prozentpunkte höher verzinst wurden als entsprechende Frankeneinlagen, betrug die Differenz im Juli noch 2,5 Prozentpunkte. Umgekehrt bildete sich der Zinsvorteil des Frankens gegenüber dem Dollar um 0,3 Prozentpunkt auf 1,5 Prozentpunkte zurück, da die amerikanische Geldmarktzinsen unverändert blieben.

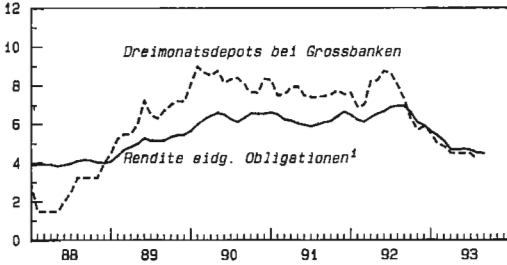
Devisenmarkt

Die anhaltenden Spannungen im EWS führten zu einer vermehrten Nachfrage nach Schweizer Franken. Zwischen Anfang Mai und Mitte August wertete sich der Franken gegenüber den EWS-Währungen um 3% bis 5% auf. Gegenüber dem amerikanischen Dollar schwächte sich der Fran-

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

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

Grafik 15: Zinssatzentwicklung

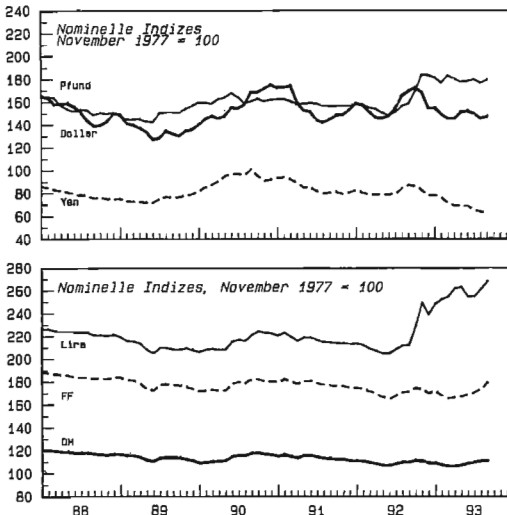


¹ Berechnung nach Fälligkeit bzw. Kündbarkeit, je nachdem, ob die Kurse unter bzw. über dem Kurs der vorzeitigen Rückzahlung liegen

ken zwischen Mai und August um 5% ab; im Verhältnis zum japanischen Yen betrug der Kursverlust 10%.

Der exportgewichtete, reale Wechselkurs des Frankens lag im zweiten Quartal um durchschnittlich 6,1% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Der Aufwertungsstrend hat sich damit verstärkt (1. Quartal +2,1%). Gegenüber dem britischen Pfund (+22%) und der italienischen Lira (+25%) wertete sich der Franken binnen Jahresfrist real stark auf, während er im Verhältnis zum Yen 12% einbüsste.

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Kapitalmarkt

Die Kapitalmarktzinsen bildeten sich im zweiten Quartal weiter zurück. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen sank von 5,0% im Vorquartal auf 4,7%. Ende Juli betrug sie 4,5%. Sie lag damit immer noch leicht unter den kurzfristigen Frankenzinssätzen am Euromarkt.

Nachdem die Zinssätze auf den neuen Kassenobligationen zwischen Anfang Januar und April um 1,2 Prozentpunkte gesunken waren, blieben sie während vier Monaten praktisch unverändert. Bei den Kantonalbanken lag der Durchschnitt bei 4,7%. Dagegen reduzierten die Kantonalbanken ihre Sätze für erstrangige Neuhypotheken von April bis Juli um 0,6 Prozentpunkt auf 6,1%. Die entsprechenden Althypothekensätze gingen infolge der Kündigungsfristen nur um 0,3 Prozentpunkt auf 6,7% zurück. Die Verzinsung auf den Spareinlagen bei den Kantonalbanken wurde zwischen dem Beginn des zweiten und des dritten Quartals um 0,5 Prozentpunkt auf 4,2% gesenkt.

Am Aktienmarkt stieg der Swiss Performance Gesamtindex von Ende März bis Ende Juli um 13%. Er lag damit um 21% höher als zu Beginn des Jahres.

Die Emission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im zweiten Quartal insgesamt 13,5 Mrd. Franken und lag damit knapp 40% über dem Ergebnis vor Jahresfrist. Der starke Anstieg war auf die erneut kräftige Zunahme der Emissionen ausländischer Obligationenanleihen in der Schweiz zurückzuführen. Die Neubeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten ging dagegen um zwei Fünftel auf 3,6 Mrd. Franken zurück. Nach Abzug der Rückzahlungen von 4,4 Mrd. Franken ergab sich im Inlandbereich eine Nettoentlastung des Kapitalmarktes von 0,8 Mrd. Franken, verglichen mit einer Nettobeanspruchung von 4,2 Mrd. Franken vor Jahresfrist.

Kapitalexport

Im zweiten Quartal erhöhte sich am schweizerischen Kapitalmarkt das Anlehens- und Kreditvolumen an ausländische Schuldner stark. Der be-

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1989	31 281,0	10 154,1	517,8	41 952,9
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1992	27 697,0	8 820,7	975,3	37 493,0
1992 1. Q.	6 904,7	2 363,8	86,2	9 354,7
2. Q.	2 741,1	2 771,6	503,5	6 016,2
3. Q.	7 518,0	1 450,3	279,8	9 248,1
4. Q.	10 533,3	2 235,0	105,7	12 874,0
1993 1. Q.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2. Q.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8

¹ inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes

willigungspflichtige Kapitalexport lag mit 15,5 Mrd. Franken um 157% über dem entsprechenden Vorjahresergebnis. Dies war der höchste Betrag seit dem ersten Quartal 1988, als 16,6 Mrd. Franken für den Kapitalexport bewilligt worden waren. Am stärksten erhöhten sich die Anleihen, die in der ersten Jahresfrist von 2,7 Mrd. auf 11,8 Mrd. Franken stiegen. Dagegen nahmen die Kredite nur um 11% zu.

Die Emission von gewöhnlichen (straight) Anleihen war beinahe viermal grösser als im zweiten Quartal 1992, und diejenige von eigenkapitalbezogenen Anleihen rund dreimal grösser als vor Jahresfrist. Das inzwischen erreichte tiefe Zinsniveau für langfristige Anleihen brachte vor allem öffentliche Schuldner aus Europa an den schweizerischen Kapitalmarkt. Erwartungen auf weitere Zinssenkungen sowie der starke Franken erhöhten vor allem im Juni die Nachfrage nach Anleihen. Der Anteil gewöhnlicher Anleihen betrug im zweiten Quartal 68%, gegenüber 64% vor Jahresfrist. Der Anteil der Privatplazierungen verringerte sich von 73% auf 59%.

Die Schuldner aus EFTA-Staaten und aus Japan vergrösserten ihren Anteil am bewilligungspflichtigen Kapitalexport gegenüber dem Vorjahresquartal markant von 3% auf 21% bzw. von 9% auf 23%. Der Kapitalexport in die afrikanischen und osteuropäischen Staaten blieb nahezu stabil, während der Anteil der übrigen Staaten sich verringerte. Die internationalen Entwicklungsorganisationen traten im zweiten Quartal am schweizerischen Kapitalmarkt nicht auf.

Bankbilanzen und Kredite

Die Entwicklung der Bankbilanzen steht nach wie vor im Zeichen der schwachen Konjunktur. Das Bilanzsummentotal lag am Ende der ersten Jahreshälfte 1993 zwar um 5% über dem entsprechenden Vorjahreswert; werden die auf Dollar lautenden Bilanzpositionen zum Wechselkurs von Ende Juni 1992 bewertet, betrug die Wachstumsrate indessen nur 3,5%.

Die geringe Kreditnachfrage führte dazu, dass die Banken ihre während der Hochkonjunktur abgebauten Finanzanlagen kräftig aufstockten – im Vorjahresvergleich per Ende Juni 1993 um 15% und allein im Monat Mai (saisonbereinigt) um 7%. Der Ausbau der Finanzanlagen betraf nicht alle Positionen: Die Wechsel und Geldmarktpapiere verharteten ungefähr auf ihrem Vorjahresstand. Die Banken wiesen per Ende Juni 1993 indessen wesentlich höhere Wertschriftenbestände aus als ein Jahr zuvor; diese nahmen im Vorjahresvergleich um 24% zu. Die liquiden Mittel lagen Ende Juni 4% unter dem Wert, den sie Ende Juni 1992 aufgewiesen hatten, während die auf Franken lautenden liquiden Mittel leicht erhöht wurden. Die gesetzlich geforderte Kassenliquidität blieb in der Unterlegungsperiode vom 20. Mai bis zum 19. Juni unverändert. Insgesamt, d.h. in bezug auf alle meldepflichtigen Banken, betrug der Deckungsgrad 125%. Der negative Interbankensaldo, die Differenz zwischen Bankendebitoren und -kreditoren, erhöhte sich noch einmal leicht; dies bedeutet, dass sich die Banken auf dem ausländischen Interbankenmarkt zusätzlich verschuldeten.

Die Kreditvergabe zwischen Ende Juni 1992 und Juni 1993 war schwach; der Bestand erhöhte sich insgesamt um lediglich 2%, im Inland sogar um nur 1%. Das etwas höhere ausländische Kreditwachstum ist vor allem von der Entwicklung des Dollars geprägt. Selbst die Hypotheken lagen im Jahresvergleich nur um 2% höher. Die Entwicklung der Baukredite widerspiegelt die schwache Baukonjunktur: Die Bewilligungen lagen Ende Juni 1993 um 11%, die Beanspruchungen um 9% und die offenen Limiten (die Differenz zwischen Bewilligungen und Beanspruchungen) um 14% tiefer als ein Jahr zuvor.

Der Zufluss an Publikumsgeldern blieb gering: Insgesamt lag der Bestand Ende Juni 1992 um 3% über dem Vorjahreswert. Die Entwicklung der verschiedenen Publikumsgelder verlief unterschiedlich. Die Spar- und Depositenkonten wiesen um 20% höhere Bestände auf. Auch die Kreditoren auf Sicht lagen Ende Juni 1993 mit einer Wach-

tumsrate von 23% deutlich über dem Vorjahreswert. Die Kassenobligationen nahmen im Jahresvergleich um 10% ab, während die Obligationen um 6% zunahmen. Die gegenläufige Entwicklung der Spar- und Depositengelder auf der einen Seite und der Kassenobligationen auf der anderen Seite ist auf die geringe Differenz der Zinsen beider Anlagekategorien zurückzuführen. Die Banken erwarten einen weiteren Zinsrückgang und sind deshalb wenig geneigt, sich durch die Ausgabe von Kassenobligationen mittelfristig zu verschulden. Sie halten deshalb den Zins auf Kassenobligationen relativ tief.

Bei den Banken waren Ende Juni 1993 5% weniger Treuhandanlagen plaziert als ein Jahr zuvor. Dabei nahmen die inländischen Treuhandpassiven, die rund ein Viertel des Totals ausmachen, um 12%, die ausländischen hingegen nur um 2% ab. Die Treuhandaktiven wurden fast vollständig im Ausland angelegt.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance
du 17 septembre 1993*

A. Aperçu

1. Etranger

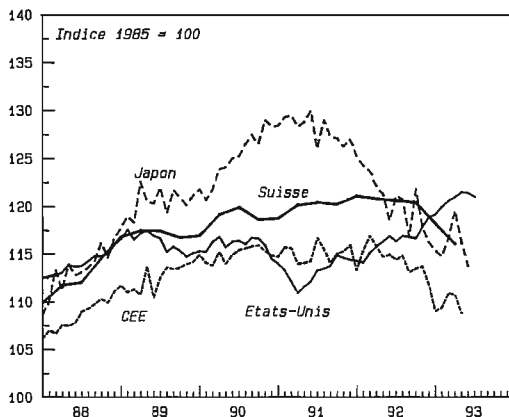
Evolution de la conjoncture

Au deuxième trimestre de 1993, la conjoncture économique n'a guère changé dans les pays de l'OCDE. La croissance a continué aux Etats-Unis, alors que la conjoncture est restée généralement sombre en Europe et au Japon. Le Royaume-Uni, qui a retrouvé le chemin de la croissance depuis le début de l'année, constitue une exception. La demande – tant intérieure qu'étrangère – y a sensiblement augmenté. Aucun signe de reprise de la conjoncture n'est apparu dans les autres grands pays de la Communauté européenne. Les économies française et allemande ont ressenti avant tout les effets du fort recul de la demande étrangère, recul qui est dû en partie à la revalorisation de leur monnaie. En Italie, la demande intérieure a nettement fléchi. La faiblesse de la conjoncture a été tenace au Japon également. La consommation privée et les investissements y sont demeurés faibles; en outre, les exportations n'ont plus guère engendré d'impulsions.

Au milieu de l'année, l'OCDE a une nouvelle fois révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 1993. Depuis, elle table sur une progression moyenne de 1,2% du produit national brut réel des Etats membres; en décembre 1992, elle s'attendait encore à une expansion de 1,9%.

* Le rapport, achevé à la mi-août, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de mai et de juillet 1993. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données les plus récentes sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni portent sur le premier trimestre de 1993, 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

Aux Etats-Unis, une nouvelle progression de l'emploi a été observée avec la croissance économique. Une légère amélioration s'est dessinée également sur le marché du travail britannique. Par contre, le chômage s'est encore aggravé dans la plupart des autres pays de la Communauté européenne – en particulier en Allemagne, en Italie et en France – mais aussi au Japon. Le taux moyen de chômage des pays de la Communauté européenne s'est accru, passant de 10,3% en mars à 10,5% en juin; en l'espace d'une année, il a ainsi augmenté d'un point environ.

Les taux de renchérissement, bas dans maints pays, apportent une fois encore la seule lueur dans ce tableau plutôt sombre. En moyenne des pays de l'OCDE (sans la Turquie), le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 2,9% en juillet; il était ainsi à son niveau du mois de mars. Le Japon, le Royaume-Uni et la France avaient un renchérissement particulièrement faible, alors que les autres grands pays industrialisés, notamment l'Allemagne et l'Italie, enregistraient des taux supérieurs à la moyenne de l'OCDE.

Politique économique

Entre avril et juillet, les autorités monétaires américaines et japonaises n'ont pas modifié leur politique. En revanche, un assouplissement de la politique monétaire a été observé dans la plupart des grands pays de la Communauté européenne, étant donné leur situation économique défavorable. Ainsi, la Banque de France a profité du redressement du franc au sein du Système monétaire européen (SME) pour abaisser les taux d'intérêt. La Banque fédérale d'Allemagne ayant continué à réduire très lentement ses taux, l'écart entre les taux français et allemands a sensiblement diminué. Comme les marchés s'attendaient à de nouvelles baisses des taux français, des anticipations à la dépréciation du franc sont apparues en juillet. Le franc français et plusieurs autres monnaies ont alors subi des pressions de plus en plus fortes. Des hausses de taux d'intérêt et les interventions massives des banques centrales ne parvenant pas à rétablir le calme sur les marchés des changes, les ministres des finances de la Communauté ont décidé, le 1er août, de porter de $\pm 2,25\%$ ($\pm 6\%$ pour les monnaies bénéficiant de la marge élargie) à $\pm 15\%$ la marge autorisée de fluctuation des monnaies participant au mécanisme de change du SME. Les Pays-Bas ont conservé l'ancienne marge de $\pm 2,25\%$ entre le florin et le mark allemand. L'élargissement de la bande de fluctuation des monnaies a accru sensiblement la marge de manœuvre des pays du SME en matière de politique monétaire. Pour ne pas ébranler la confiance des marchés dans leur monnaie, les banques centrales n'ont toutefois utilisé qu'avec une grande circonspection cette marge pour un repli des taux d'intérêt.

Les autorités monétaires italiennes ont assoupli leur politique, au deuxième trimestre, après un raffermissement de la lire. Pour sa part, la Banque d'Angleterre n'a pas modifié ses taux d'intervention. Depuis le mois de septembre 1992, le Royaume-Uni et l'Italie ne participent plus au mécanisme de change du SME.

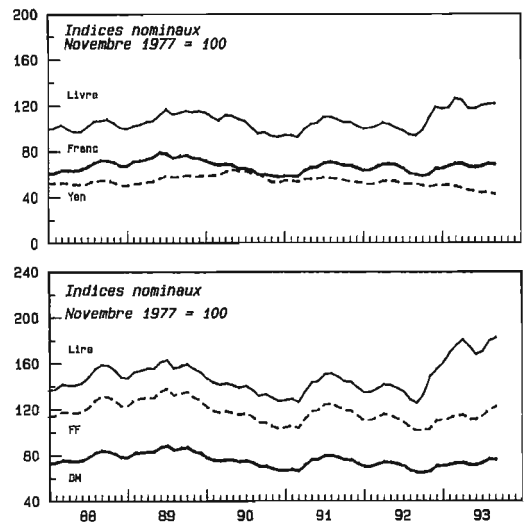
Aux Etats-Unis, le Congrès a approuvé, au début d'août, un plan financier à moyen terme pour réduire les déficits publics. Ce plan, qui devrait permettre de ramener d'environ 5% aujourd'hui à 2,2% en 1998 la part du déficit budgétaire au pro-

duit intérieur brut, met l'accent sur des hausses d'impôts. Du côté des dépenses, des économies sont prévues principalement dans le domaine militaire et dans celui de la santé. Au Japon, les vastes programmes adoptés en vue de relancer la conjoncture ne sont appliqués qu'avec lenteur étant donné la détérioration des finances publiques. Selon des estimations de l'OCDE, la part des déficits publics au produit intérieur brut augmentera, en 1993, à 6% environ dans les Etats européens qui sont membres de la zone. Elle atteindra ainsi à peu près le triple du taux observé en 1989, année où le cycle conjoncturel actuel avait franchi son point culminant. Une grande partie de cette dégradation est due à l'évolution de la conjoncture, mais la situation varie fortement d'un pays à l'autre. L'OCDE escompte que ce déficit reculera quelque peu en 1994, grâce à la reprise économique attendue.

Marchés des changes

Sur les marchés des changes, les turbulences qui ont secoué le SME et la poursuite de la revalorisation du yen ont constitué les événements les plus marquants de la période couvrant les mois de mai à août. Après l'élargissement, au début d'août, de la marge de fluctuation des monnaies du SME,

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



plusieurs d'entre elles ont cédé du terrain et se sont écartées des cours-pivots. Jusqu'à la mi-août, la couronne danoise a perdu 5%, le franc français, 4%, et le franc belge, 3%. La peseta espagnole et l'escudo portugais, qui avaient été dévalués de 8% et 6,5% au milieu de mai, ont encore faibli de 8% et 6%. Le mark allemand et le florin néerlandais se sont en revanche légèrement raffermis.

Le yen a atteint de nouveaux sommets par rapport à toutes les monnaies. En données pondérées par le commerce extérieur, il s'est revalorisé de 25% depuis le début de l'année. Après avoir traversé une phase de faiblesse en avril et en mai, le dollar des États-Unis s'est redressé en juin. Les turbulences au sein du SME et la perspective d'une hausse des taux d'intérêt américains ont soutenu les cours du dollar. Entre le début de mai et la mi-août, celui-ci a gagné quelque 8% face aux monnaies européennes.

Hors du mécanisme de change du SME, la lire italienne s'est redressée par rapport au mark allemand, tandis que la livre sterling est restée quasiment inchangée.

Intégration européenne

Le 18 mai, lors d'un second référendum, les Danois ont approuvé le traité de Maastricht aux conditions spéciales que le Conseil européen d'Edimbourg a consenties à leur pays. Ces dérogations permettront au Danemark de rester notamment à l'écart de l'union monétaire. Au Royaume-Uni, la Chambre des lords a accepté en juillet, après la Chambre des communes, la ratification du traité de Maastricht. Le processus de ratification n'est toutefois pas encore achevé en Allemagne. En effet, le Tribunal constitutionnel fédéral de Karlsruhe doit encore se prononcer sur plusieurs recours qui mettent en doute la constitutionnalité du traité.

Malgré le retard pris par la ratification du traité de Maastricht, la Communauté européenne a poursuivi, au deuxième trimestre, les préparatifs en vue des deuxième et troisième étapes de l'union monétaire. L'entrée dans la deuxième phase doit se faire au 1er janvier 1994 déjà. D'ici là, il s'agira

de régler les modalités de l'interdiction, pour les banques centrales, de financer les déficits publics et de créer l'Institut monétaire européen. En prévision de la troisième étape, il faudra ensuite définir la stratégie qui devra être suivie par la politique monétaire unique et harmoniser les instruments de cette politique.

Coopération monétaire internationale

En juin, la Russie a reçu une première tranche de 1,1 milliard de DTS du crédit que le Fonds monétaire international (FMI) lui a ouvert au titre de la facilité pour la transformation systémique (FTS). Le crédit entre dans l'aide de 43 milliards de dollars que le Groupe des Sept a décidé de mettre à la disposition de ce pays, en avril dernier. Lors de sa réunion de juin, le Groupe des Sept a décidé également de mettre sur pied, en faveur de la Russie, un fonds de privatisation de 3 milliards de dollars. Une partie de cette somme devrait toutefois être imputée au paquet susmentionné; le fonds de privatisation ne représente donc pas intégralement une aide supplémentaire.

En juillet, le FMI a accordé des crédits au Kazakhstan et au Bélarus. Ces crédits, qui portent sur 61,8 millions et 70,1 millions de DTS, entrent dans la FTS. Ainsi, après la Russie et le Kirghizistan, deux autres républiques de la CEI ont bénéficié de ce nouveau mécanisme de financement. A fin juillet, la Slovaquie a elle aussi obtenu un crédit de 64,4 millions de DTS au titre de la FTS. Ce pays souffre toujours profondément des suites de sa séparation d'avec la République tchèque. Cette dernière a renoncé à recevoir la deuxième tranche du crédit stand-by du FMI, étant donné que ses réserves monétaires se sont remises à augmenter. Enfin, le FMI a consenti à l'Albanie, en juillet, un prêt de 42,6 millions de DTS au titre de la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR).

En juin, le Conseil fédéral a décidé d'octroyer, dans le cadre du Groupe des Vingt-Quatre, un crédit d'aide à la balance des paiements à la Roumanie. Ce prêt à moyen terme, de 10,5 millions de francs, est rémunéré aux conditions du marché et repose sur l'arrêté fédéral sur la participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales. Il est assorti d'une garantie de la Confédéra-

tion, les fonds étant mis à disposition par la Banque nationale.

2. Suisse

En Suisse, des signes de stabilisation de la conjoncture sont apparus au deuxième trimestre. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel n'a presque plus diminué. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, il a reculé de 1,2%, contre 1,1% au premier trimestre. Les composantes de la demande n'ont pas évolué de manière homogène. D'un trimestre à l'autre, la consommation privée et les exportations ont stagné, alors que les investissements ont continué à régresser, mais à un rythme plus lent. Selon l'enquête du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, le taux d'utilisation des capacités de production a cessé de décliner dans l'industrie.

L'emploi a encore reculé, à la fois dans l'industrie, la construction et les services. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs a augmenté à 158 000, au deuxième trimestre, d'où un taux de chômage de 4,4%.

En moyenne, le taux annuel d'inflation est resté inchangé à 3,5% au deuxième trimestre. Le renchérissement des biens et services du pays a continué à se replier, mais la hausse des prix des marchandises importées s'est accélérée à cause du relèvement des droits de douane sur les carburants.

La Banque nationale s'est efforcée, au deuxième trimestre également, d'amener la monnaie centrale dessaisonnalisée sur son sentier de croissance à moyen terme. D'un trimestre à l'autre, la progression de l'agrégat a marqué un ralentissement à cause principalement des billets en circulation qui n'ont que faiblement augmenté. S'inscrivant à 29,4 milliards de francs, la monnaie centrale était inférieure de 0,3 milliard au pronostic de la Banque nationale. Pour le troisième trimestre, l'institut d'émission a prévu le maintien de la monnaie centrale à 29,4 milliards de francs.

Sur le marché des euro-francs, la rémunération des dépôts à trois mois a diminué à 4,6% environ,

en juillet, après avoir oscillé autour de 5% pendant le deuxième trimestre. Au début de juillet déjà, la Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 5% à 4,5%. Les taux à long terme ont continué leur mouvement de repli, entre avril et juillet, mais à une allure plus lente qu'auparavant. Le rendement moyen des obligations fédérales s'inscrivait à 4,5% en juillet, contre 4,7% en mars.

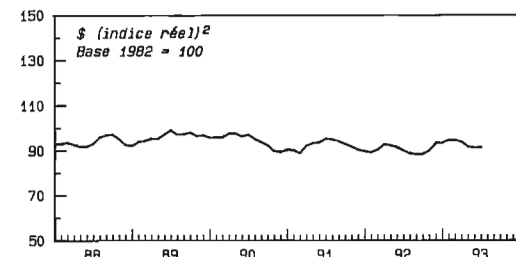
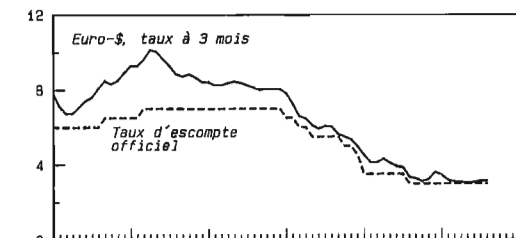
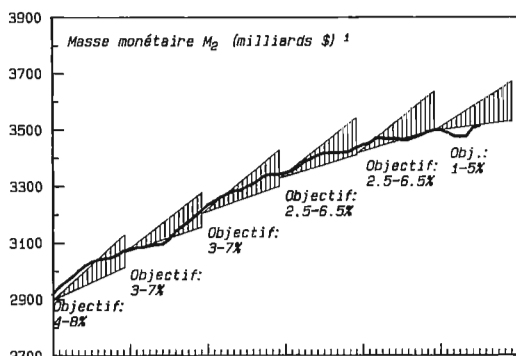
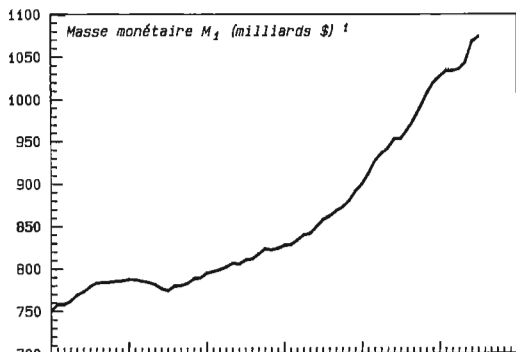
Entre avril et juin, le franc s'est revalorisé face à la plupart des monnaies importantes. Son cours réel, pondéré par le commerce extérieur, a lui aussi augmenté; en l'espace d'un an, il a enregistré une hausse de 6,1%, contre 2,1% au premier trimestre.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

La croissance de l'économie américaine s'est notablement accélérée au deuxième trimestre de 1993. Par rapport à la période précédente, le produit intérieur brut réel a en effet augmenté de 1,8% en taux annualisé, contre 0,7% au premier trimestre. Il dépassait ainsi de 2,9% le niveau observé un an auparavant. Dans l'ensemble cependant, la progression a été nettement plus faible au premier semestre de 1993 que pendant la seconde moitié de 1992, à cause principalement du mauvais temps et de la réduction des dépenses d'armement au premier trimestre. Le comportement plus prudent des consommateurs en matière de dépenses a également influé sur la conjoncture. Après avoir été modeste au premier trimestre, la croissance de la consommation privée a augmenté à 3,2%. Les dépenses publiques ont enregistré une légère hausse. Les investissements des entreprises se sont de nouveau accrues vigoureusement (14,4%), mais la construction de logements a reculé. Les stocks n'ont pas été relevés autant qu'au premier trimestre, la production ayant augmenté moins fortement que la demande finale. Les exportations, qui ont progressé de près de 5%, ont elles aussi contribué à la croissance économique. Quant aux importations, elles ont marqué une expansion de 13,1%.

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

Au deuxième trimestre, la production industrielle s'est maintenue au niveau du trimestre précédent, mais a augmenté de 3,4% par rapport à la période correspondante de 1992. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a stagné à 81,4%. Le nombre des personnes occupées s'est accru de 172 000 par mois, en moyenne, entre avril et juin. Il était supérieur de 1,5% à son niveau de la période correspondante de 1992. Le taux de chômage est resté inchangé à 7%.

Selon plusieurs indicateurs, la demande intérieure devrait continuer à se raffermir au second semestre. Les demandes de nouvelles hypothèques ont été très nombreuses au premier semestre, et l'endettement des ménages a augmenté pour la première fois depuis des années. Outre la construction de logements, l'industrie automobile devrait bénéficier de nouvelles impulsions. Cette branche profite notamment de la fermeté du yen, qui diminue sensiblement la capacité concurrentielle des constructeurs japonais. La demande étrangère devrait toutefois marquer un tassement, étant donné la faiblesse de la conjoncture en Europe et au Japon.

Du premier au deuxième trimestre, le renchérissement a diminué, passant de 3,2% à 3,1%. Abstraction faite des produits alimentaires et de l'énergie, le rythme de la hausse des prix a fléchi de 3,5% à 3,4%. L'augmentation des prix des matières premières annonce toutefois que la période de repli du renchérissement pourrait toucher à sa fin.

Le solde passif de la balance commerciale américaine atteignait 34,4 milliards de dollars au deuxième trimestre, contre 29,3 milliards le trimestre précédent. L'augmentation que les importations ont enregistrée du fait de la conjoncture et la stagnation des exportations en termes nominaux expliquent l'expansion du déficit.

Au début du mois d'août, le Congrès a approuvé le compromis, négocié par une commission de conciliation, sur la politique budgétaire à moyen terme. Dans les grandes lignes, ce compromis suit le plan budgétaire proposé par le président Clinton pour les années 1994 à 1998. Comme prévu, les déficits seront réduits de 500 milliards

de dollars, moitié par des hausses d'impôts, moitié par des coupes dans les dépenses. Du côté des recettes, les taux d'imposition frappant les revenus supérieurs à 200 000 dollars seront relevés; cette mesure touchera environ 1,5% des contribuables. En outre, 80% (au lieu de 50% aujourd'hui) du montant des retraites versées aux rentiers disposant d'un revenu supérieur à 34 000 dollars seront imposables. Pour les entreprises, les taux d'imposition n'augmenteront pas autant que cela avait été prévu initialement; en contrepartie, les allègements fiscaux sur les investissements et les dépenses de recherche ont été réduits. La taxe sur l'énergie, proposée initialement, a été remplacée par une modeste augmentation de la taxe sur l'essence, qui ne contribuera que faiblement à l'accroissement des rentrées fiscales. Dans le domaine des dépenses, les compressions porteront principalement sur le budget de la défense et les contributions versées à l'assurance maladie «Medicare». Des économies pourront également être réalisées grâce à la réduction de la charge de la dette.

Au deuxième trimestre, les autorités monétaires américaines ont maintenu à 3% le taux des fonds fédéraux. Sur l'euro-marché, la rémunération des dépôts à trois mois en dollars est restée légèrement supérieure à 3%. En revanche, le rendement des obligations émises à dix ans par l'Etat a perdu 1,1 point, entre avril et le début de septembre, pour s'inscrire à 5,5%, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis des décennies.

La masse monétaire M_1 a continué à augmenter fortement au deuxième trimestre. Elle dépassait de près de 12% son niveau de la période correspondante de 1992. Comme précédemment, M_2 et M_3 ont évolué légèrement au-dessous de leur corridor. L'agrégat M_2 , pour lequel un corridor de 1 à 5% a été fixé, a progressé de 0,9%. M_3 a diminué de 0,4%, alors que la Réserve fédérale avait choisi une fourchette de 0 à 4%. Lors de son compte rendu semestriel devant le Congrès, le président de la Réserve Fédérale a cependant relativisé la portée de M_2 . En effet, depuis quelque temps, seul un faible lien peut être observé entre cet agrégat et d'autres données économiques, en particulier les taux d'intérêt à court terme et l'évolution des revenus.

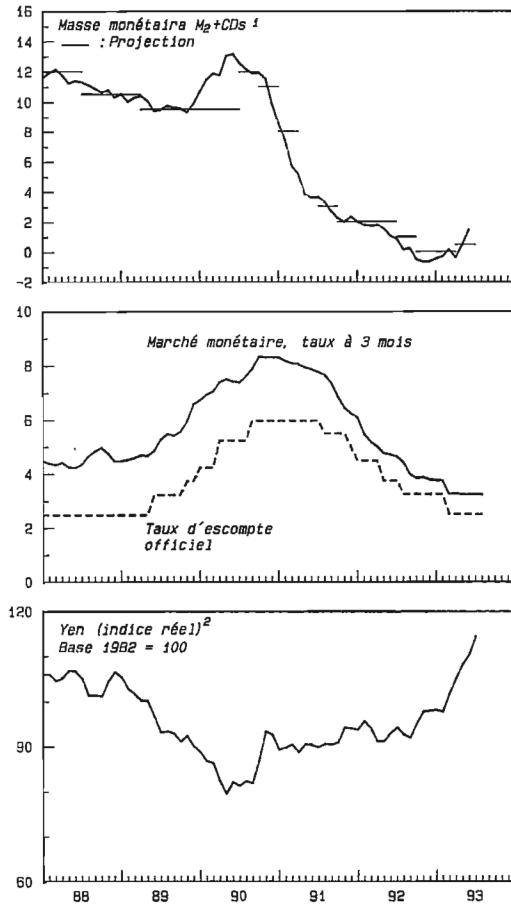
Japon

La conjoncture a continué à se détériorer au Japon. D'un trimestre à l'autre, la croissance du produit national brut réel s'est accélérée, passant à 0,6% au premier trimestre. Mais, comparé à son niveau des trois premiers mois de 1992, le produit national brut réel a stagné. Les chiffres du premier trimestre donnent une image trop favorable de la situation économique du pays. Pour éviter d'avoir à présenter des résultats trop décevants au printemps, à la clôture de l'exercice, de nombreuses entreprises se sont efforcées d'accroître leur chiffre d'affaires en accordant des rabais. La consommation privée a ainsi reçu des impulsions passagères. Les exportations ont une nouvelle fois progressé sensiblement, mais les investissements des entreprises ont encore fléchi, tout comme l'activité dans la construction de logements.

La croissance économique a marqué un nouveau ralentissement au deuxième trimestre. La production industrielle était inférieure de 4,5% à son niveau de la période correspondante de 1992. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 74,1% au premier trimestre à 73% au deuxième. Les ventes de véhicules et le chiffre d'affaires du commerce de détail ont diminué notablement. Les entrées de commandes de biens d'équipement ont chuté de 17% en comparaison annuelle. En dépit des taux d'intérêt très bas, aucun signe de reprise n'a été perceptible dans la construction de logements; le nombre des constructions mises en chantier est resté à son faible niveau de la période correspondante de l'année précédente. En outre, le raffermissement du yen a détérioré la position concurrentielle du Japon vis-à-vis des Etats-Unis et de l'Europe. Dans l'ensemble, les exportations ont régressé, en valeur, par rapport au premier trimestre. Seules les dépenses publiques ont encore stimulé la conjoncture.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le taux annuel de renchérissement s'est replié, passant de 1,3% au premier trimestre à 0,9% le trimestre suivant. Ce ralentissement est imputable principalement à la revalorisation du yen qui a fait baisser les prix des biens importés.

Graphique 4: Japon



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

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

Le taux de chômage a légèrement augmenté. Il s'inscrivait à 2,5% en juin, contre 2,3% en mars. Le rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi a diminué fortement.

La tendance à l'accroissement que marque l'excédent de la balance japonaise des transactions courantes depuis 1990 a continué au premier semestre de 1993. Le solde actif atteignait 35 milliards de dollars au deuxième trimestre, contre

35,5 milliards la période précédente. Exprimées en dollars, les exportations ont encore progressé, mais les importations ont stagné.

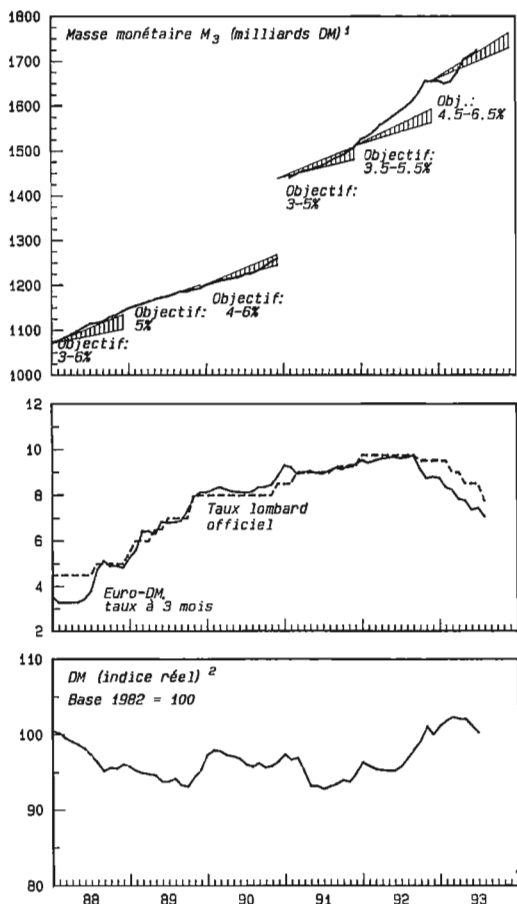
L'affaiblissement de la conjoncture a influé sensiblement, au Japon aussi, sur les finances publiques. La diminution des bénéfices des entreprises et des transactions immobilières a entraîné un fort recul des recettes, au moment où les plans de relance économique gonflaient les dépenses publiques. Selon les dernières estimations de l'OCDE, le déficit budgétaire de toutes les collectivités publiques (sans les assurances sociales) devrait atteindre environ 3,3% du produit national brut en 1993. Les comptes de l'Etat étaient approximativement équilibrés jusqu'en 1991.

La politique monétaire nippone est restée inchangée au deuxième trimestre. La Banque du Japon a maintenu autour de 3,2% le taux de l'argent au jour le jour. Etant donné la faiblesse persistante de la conjoncture et la fermeté du yen, le marché a commencé à tabler sur un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Entre mai et fin août, la rémunération des certificats de dépôts à trois mois a diminué de 3,4% à 2,9%, et le rendement des obligations émises à dix ans par l'Etat, de 4,7% à 4,2%. La masse monétaire M_2+CD dépassait de 1,1% son niveau du deuxième trimestre de 1992. La Banque du Japon a fixé entre 1 et 2% sa projection pour la croissance de cet agrégat au troisième trimestre.

Allemagne

Dans les anciens Länder, la récession s'est accentuée au début de l'année. Le produit intérieur brut réel a diminué de 1,4% du quatrième trimestre de 1992 aux trois premiers mois de 1993. Après cette baisse, la quatrième consécutive, il était inférieur de 2,8% à son niveau du premier trimestre de 1992. Par rapport aux trois derniers mois de 1992, les investissements en constructions ont progressé de 4,2%, grâce en partie à des mesures de soutien prises par les pouvoirs publics; mais les autres composantes de la demande intérieure ont fléchi. La consommation privée a régressé de 1,1%, et la consommation publique, de 1,3%; toutes deux avaient encore augmenté au quatrième trimestre de 1992. Les investissements

Graphique 5: Allemagne



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

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

en biens d'équipement, en repli depuis un an, ont reculé de près de 5%, et les exportations, de 3%.

Les indicateurs disponibles incitent à penser que l'économie a stagné à un bas niveau au deuxième trimestre. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a progressé de 0,5% d'un trimestre à l'autre. La production de l'industrie manufacturière a légèrement faibli; en comparaison annuelle, elle a chuté de 9%. Dans l'ensemble, les entrées de commandes ont à peine dépassé leur niveau du premier trimestre; les commandes de la clientèle allemande ont été un peu

moins nombreuses, mais les ordres en provenance de l'étranger ont augmenté. Le commerce de détail n'a donné aucun signe d'amélioration. Les ventes de véhicules, en particulier, ont diminué par rapport au deuxième trimestre de l'année précédente.

Le nombre des personnes occupées a continué à se replier en Allemagne occidentale. En moyenne, le taux de chômage atteignait 8,1% au deuxième trimestre, contre 7,6% le trimestre précédent. Les négociations salariales de cette année ont abouti à des augmentations de 3 à 4% en moyenne. Ces hausses sont sensiblement inférieures à ce qui avait été décidé l'année précédente. L'évolution plus modérée des salaires s'explique notamment par la détérioration de la situation sur le marché du travail. Compte tenu des mesures de rationalisation prises par les entreprises, ces hausses devraient conduire à une stabilisation des coûts unitaires du travail.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement est resté élevé au deuxième trimestre. Son taux annuel s'inscrivait à 4,2% en moyenne, contre 4,3% le trimestre précédent. En juillet, il a augmenté, repassant à 4,3%. Les prix des services, en particulier les loyers, ont subi les hausses les plus fortes. En revanche, les prix à la production ont stagné au deuxième trimestre.

Dans les nouveaux Länder, la production de l'industrie manufacturière a reculé quelque peu au premier trimestre, après avoir stagné la période précédente. Par rapport aux trois premiers mois de 1992, la production de biens d'équipement est restée inchangée, mais celle de biens de consommation a progressé à un rythme plus vigoureux qu'au trimestre précédent. Par contre, la production a reculé dans l'industrie alimentaire et dans celle des produits de base. Les entrées de commandes dans l'industrie ont stagné à leur niveau de l'année précédente. Les commandes passées par la clientèle étrangère ont de nouveau diminué, alors que celles qui proviennent de résidents se sont accrues moins nettement qu'au dernier trimestre de 1992. Dans la construction, la production et les commandes ont une fois encore enregistré des taux d'expansion à deux chiffres, mais un peu inférieurs à ceux de la période précédente.

Les suppressions d'emplois ont continué dans les nouveaux Länder. Comme de nombreux Allemands de l'Est travaillent dans la partie occidentale, sont devenus indépendants ou ont quitté la vie active, le taux de chômage – tel qu'il ressort des statistiques – a toutefois diminué, passant de 16,1% au premier trimestre à 15,2% le trimestre suivant. En mai, les négociations salariales dans les nouveaux Länder ont été marquées par des grèves visant à obtenir rapidement l'égalisation du niveau des salaires entre l'Est et l'Ouest, égalisation qui avait été prévue dans les accords conclus précédemment entre employeurs et syndicats. Ce conflit s'est achevé par des compromis qui portent notamment sur un étalement de l'adaptation des salaires de l'Est.

Au deuxième trimestre, le taux annuel de renchérissement est resté à près de 9% en Allemagne orientale. L'inflation est due, pour moitié environ, à la hausse des prix des services, en particulier des loyers. Le raffermissement de la demande ainsi que les vastes programmes de rénovation et de construction de logements dans les nouveaux Länder expliquent l'évolution des loyers.

Selon des données provisoires, les exportations de l'ensemble de l'Allemagne étaient inférieures de 6,6%, en valeur, à leur niveau des trois mois précédents. Du côté des importations, le recul a atteint 8%. L'excédent de la balance commerciale a passé de 6,7 milliards à 8,5 milliards de marks. Quant au déficit de la balance courante, il a diminué de 13,3 milliards à 11,8 milliards de marks.

A la mi-juillet, le gouvernement allemand a présenté le projet de budget pour 1994. Le déficit, qui est d'environ 68 milliards de marks, ne doit pas dépasser celui qui avait été prévu pour 1993. Des compressions de dépenses, pour quelque 22 milliards de marks, et un relèvement des taxes sur les huiles minérales sont envisagés pour atteindre cet objectif. La réduction des dépenses touche principalement plusieurs prestations sociales ainsi que les traitements des fonctionnaires. Selon des estimations de la Banque fédérale d'Allemagne, le déficit total du secteur public (y compris la Treuhandanstalt, les chemins de fer et la poste) devrait s'élever à près de 230 milliards de

marks en 1993 (180 milliards l'année précédente), soit à environ 7,5% (6%) du produit national brut.

La Banque fédérale d'Allemagne a continué à assouplir par petites étapes sa politique monétaire. Entre fin mars et fin juin, elle a ramené de 8,3% à 7,6% le taux appliqué aux prises en pension de titres. Elle a également adapté, à plusieurs reprises, ses taux directeurs. Les 23 avril et 2 juillet, elle a réduit de trois quarts de point au total tant son taux de l'escompte que son taux lombard. Le 30 juillet, elle a abaissé le taux lombard de 8,25% à 7,75%, mais maintenu le taux de l'escompte à 6,75%. Au début du mois d'août, le taux appliqué aux prises en pension de titres était légèrement inférieur au taux de l'escompte. Après l'élargissement des marges de fluctuation, au début du mois d'août, le mark s'est revalorisé quelque peu au sein du Système monétaire européen. Le rendement des obligations à long terme a fléchi légèrement. Sa moyenne s'inscrivait à 6,5% en juillet, contre 6,6% en avril.

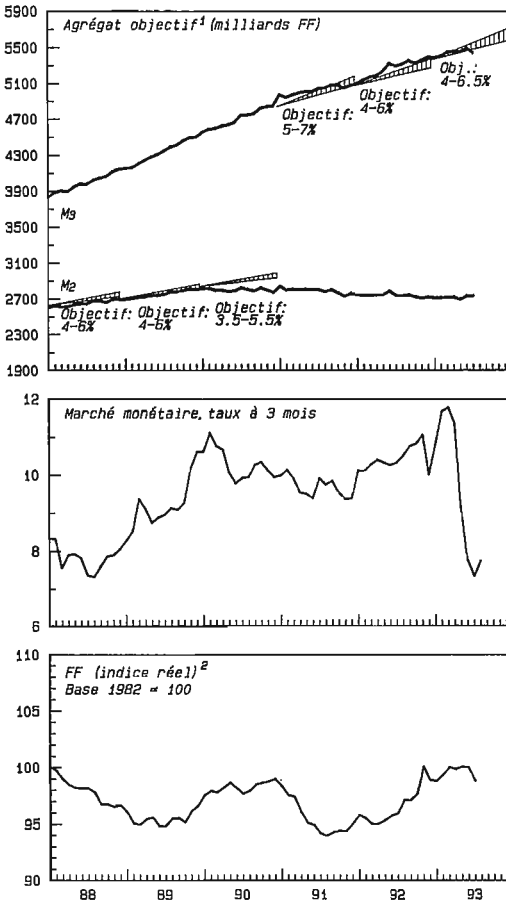
Le 10 septembre, les autorités monétaires allemandes ont de nouveau adapté leurs taux directeurs. Elles ont réduit de 6,75% à 6,25% le taux de l'escompte et de 7,75% à 7,25% le taux lombard. Le taux appliqué aux prises en pension de titres est resté toutefois inchangé à 6,7%.

Après avoir stagné durant les trois premiers mois de l'année, la masse monétaire M_3 s'est accrue en moyenne de 7%, en taux annualisé, au deuxième trimestre. Sa progression était donc supérieure au corridor de 4,5 à 6,5% qui a été choisi comme objectif. Le numéraire en circulation et les dépôts à très court terme ont enregistré des expansions particulièrement fortes.

France

En France, l'activité économique a continué de faiblir au premier trimestre de 1993. Selon de premières estimations, le produit intérieur brut réel a fléchi de 0,5% par rapport aux trois mois précédents, après une baisse de 0,3% au quatrième trimestre de 1992. En comparaison annuelle, son recul a été de 0,7%. Le refroidissement conjoncturel a touché toutes les composantes de la demande, à l'exception de la consommation publi-

Graphique 6: France



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

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

que qui a augmenté quelque peu. La consommation privée a régressé de 0,6% par rapport au quatrième trimestre de 1992. Les investissements ont diminué de 2,2%, s'inscrivant ainsi 4,4% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. D'un trimestre à l'autre, tant les exportations que les importations ont baissé de plus de 8%. Les exportations ont subi les effets de la faiblesse de la conjoncture chez d'importants partenaires commerciaux de la France et de la revalorisation du franc vis-à-vis de la lire, de la peseta et de la livre sterling.

Au deuxième trimestre, la production de l'industrie manufacturière s'est établie légèrement au-dessous du bas niveau de la période précédente. Elle a ainsi reculé de 6,1% en l'espace d'une année. Après avoir chuté au premier trimestre, le chiffre d'affaires a stagné dans le domaine des produits industriels. Les ventes de voitures ont toutefois continué leur mouvement de repli. Selon les dernières enquêtes, les stocks ont été jugés trop élevés et les entrées de commandes très faibles. Les perspectives de production se sont détériorées pour les prochains mois, tombant à leur niveau le plus bas depuis la récession de 1975.

La situation s'est aggravée, au deuxième trimestre, sur le marché du travail. L'emploi a reculé plus fortement, et le taux de chômage a passé de 11% à 11,5%. Début juillet, le gouvernement a pris des mesures en vue d'alléger les charges sociales des entreprises et de créer des places d'apprentissage. Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement annuel moyen a diminué de 2,1% au premier trimestre à 2% le trimestre suivant.

L'affaiblissement de la conjoncture a influé sensiblement sur le commerce extérieur français. En termes nominaux et selon des données provisoires portant sur le premier trimestre, les exportations ont fléchi de 10,5% par rapport à la période correspondante de 1992. Quant aux importations, elles ont reculé de 14,3%. La balance commerciale a dégagé un solde actif de 16,7 milliards de francs français, et la balance des transactions courantes, de 8,2 milliards.

Selon les estimations faites par le gouvernement français au début du mois de mai, le déficit budgétaire devrait s'élever, en 1993, à 330 milliards de francs français, soit à près du double du montant prévu. Grâce à un plan d'assainissement, le déficit sera ramené à 317 milliards de francs français, ce qui correspond à 4,5% du produit intérieur brut. Ce plan comprend, pour l'essentiel, des compressions de dépenses et des hausses d'impôts et de taxes. Afin de soutenir la conjoncture, le gouvernement envisage en outre plusieurs mesures exceptionnelles en faveur du marché du travail et des investissements en constructions du secteur public. Il a lancé un emprunt, à fin juin,

pour financer ces mesures dont le coût est estimé à 40 milliards de francs français environ. Cet emprunt a été souscrit plusieurs fois, puisque le montant recueilli a atteint 110 milliards de francs français. Les fonds en excédent serviront surtout à supprimer le décalage dans le remboursement par l'Etat de la TVA, ce qui améliorera la trésorerie des entreprises. L'emprunt sera remboursé avec le produit de la privatisation d'entreprises publiques.

Etant donné la fermeté du franc, les autorités monétaires françaises ont abaissé leurs taux directeurs au deuxième trimestre. De la mi-avril au début de juillet, la Banque de France a ramené le taux des appels d'offres, par petites étapes, de 9,1% à 6,75%, et le taux des prises en pension de 5 à 10 jours, de 12% à 7,75%. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a diminué à 7,1% à fin juin. Quant au rendement des titres à long terme émis par l'Etat, il a lui aussi reculé, s'inscrivant à 6,9% en juin.

A la mi-juillet, le franc a subi des pressions si fortes que la Banque de France et d'autres banques centrales ont été contraintes d'intervenir massivement sur les marchés des changes. Le 23 juillet, les autorités monétaires françaises ont en outre relevé le taux des prises en pension à 24 heures. Le taux interbancaire à trois mois a augmenté à 9,7% par la suite. Au mois d'août, la Banque de France a réduit, en plusieurs petites étapes, le taux des prises en pension à 24 heures, après l'élargissement, le 1er août, des marges de fluctuation des monnaies au sein du SME. Par cette démarche prudente, les autorités monétaires françaises voulaient éviter une dévalorisation trop forte du franc et consolider leur politique monétaire axée sur la stabilité.

Au deuxième trimestre, la croissance de la masse monétaire M_3 s'est ralentie, notamment parce que les dépôts à court terme ont diminué à cause du repli des taux d'intérêt. En comparaison annuelle, cet agrégat s'est accru de 3,4%. Il a donc évolué au-dessous du corridor de croissance de 4 à 6,5%, fixé par les autorités monétaires pour 1993.

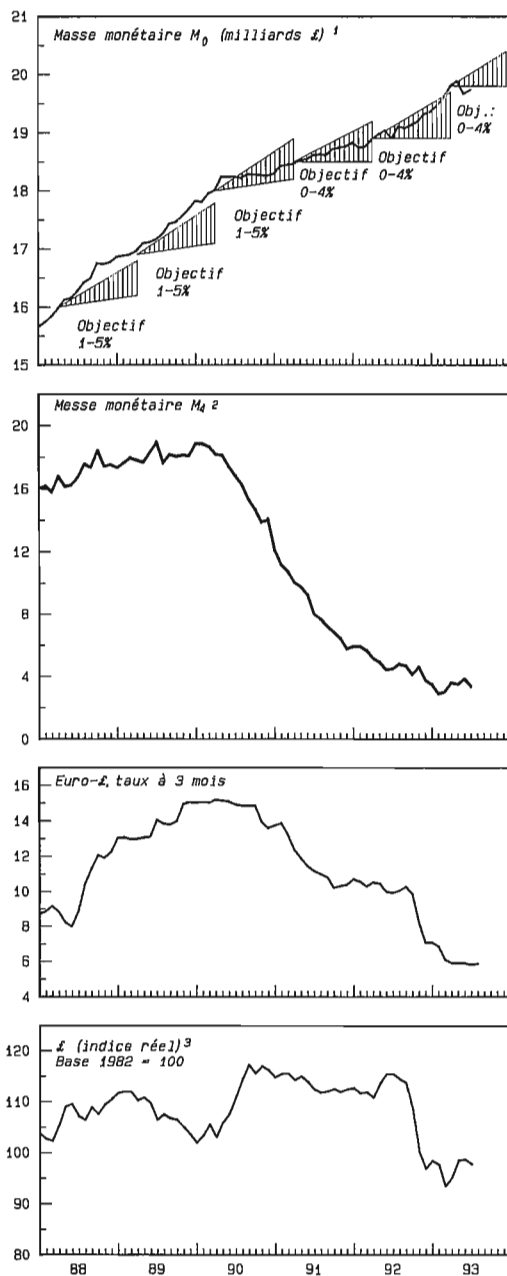
Royaume-Uni

Au premier trimestre de 1993, les signes d'un redressement conjoncturel ont été perceptibles au Royaume-Uni. Après avoir augmenté de 0,3% pendant les trois derniers mois de 1992, le produit intérieur brut réel s'est accru de 0,5%. Pour la première fois depuis plus de deux ans, il a progressé également en comparaison annuelle. Les exportations, qui ont marqué une hausse de 3,3%, ont de nouveau constitué un soutien de la conjoncture. Cette expansion est due à l'affaiblissement de la livre sterling au second semestre de 1992, affaiblissement qui a renforcé la compétitivité des exportateurs britanniques. La consommation privée et les investissements en biens d'équipement sont restés orientés à la hausse. Par contre, la consommation publique et les investissements en constructions ont continué à baisser.

Les indicateurs avancés montrent que la reprise s'est poursuivie au deuxième trimestre. La production de l'industrie manufacturière a encore augmenté quelque peu. Le chiffre d'affaires du commerce de détail a progressé. Un accroissement particulièrement sensible de la propension à consommer a été constaté du côté des ventes de voitures. Au premier semestre de 1993, les ventes de nouvelles voitures dépassaient en effet de près de 10% celles de la période correspondante de 1992. La situation s'est également améliorée dans le secteur de l'immobilier qui avait été frappé de plein fouet par la récession. Des travaux de construction ont été entrepris en plus grand nombre au deuxième trimestre et, depuis le début de l'année, les prix des immeubles ont cessé de diminuer.

Pour la première fois depuis le milieu de 1990, le chômage a reculé, passant de 10,6% à 10,4% du premier au deuxième trimestre. Le renchérissement annuel moyen a encore fléchi. Les prix à la consommation ont augmenté de 1,3%, contre 1,8% au premier trimestre. L'inflation de base, qui est corrigée des effets des taux hypothécaires, a passé de 3,4% à 2,9%. Quant aux prix des marchandises importées, qui ont enregistré une hausse considérable du fait de l'affaiblissement de la livre, ils n'ont pu être immédiatement répercutés sur les consommateurs.

Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

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

Au premier trimestre, le déficit de la balance commerciale s'est inscrit à quelque 3,5 milliards de livres, soit légèrement au-dessous de celui de la période précédente. Les importations et les exportations ont augmenté vigoureusement en termes nominaux. Alors que la croissance des exportations s'explique principalement par l'affaiblissement de la monnaie britannique, celle des importations reflète la hausse de la demande intérieure. Les dernières enquêtes ont montré que les exportateurs jugeaient les perspectives de ventes à l'étranger avec une prudence accrue. Ils tablaient sur un raffermissement de la livre, du fait des problèmes du SME, et sur une récession durable en Europe. La balance des transactions courantes s'est soldée par un déficit légèrement plus élevé, à savoir 4 milliards de livres environ.

Les autorités monétaires britanniques n'ont plus assoupli leur politique au deuxième trimestre. Le taux d'intervention, que la Banque d'Angleterre avait réduit de 6 points entre septembre 1992 et janvier 1993, est resté inchangé. De même, le taux de base, soit le taux que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre, a été maintenu à 6%. Entre mars et juillet, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a faibli de 8,3%, en moyenne, à 8%. La livre sterling, qui avait fléchi nettement après sa sortie du SME, s'est raffermie légèrement au deuxième trimestre face à la plupart des monnaies.

Au deuxième trimestre, la base monétaire M_0 a augmenté à un rythme bien inférieur à celui du début de l'année. Elle a ainsi évolué au-dessous de l'objectif, qui est resté fixé entre 0 et 4% pour l'exercice 1993/94. La croissance de M_4 , agrégat qui englobe notamment les dépôts effectués auprès des banques et des caisses d'épargne-logement, a été également un peu plus soutenue (3,6%) qu'au premier trimestre. Le taux d'expansion de cet agrégat avait diminué sans discontinuer d'environ 18%, au début de 1990, à un peu plus de 3%, au début de 1993.

Italie

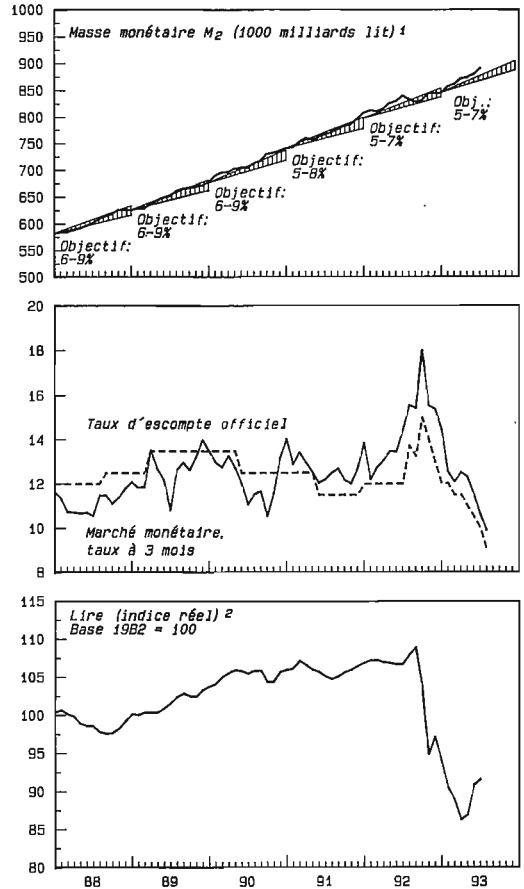
Au premier trimestre de 1993, la conjoncture a encore faibli en Italie. Le produit intérieur brut réel a

diminué pour la troisième fois consécutive. Il était inférieur de 0,9% au niveau observé un an auparavant. La demande intérieure a fléchi de 3,3% par rapport au dernier trimestre de 1992, et de 5,8%, en comparaison annuelle. Le repli de la consommation privée s'est ralenti, mais la baisse des investissements s'est accélérée d'un trimestre à l'autre. Ces deux postes étaient environ 10% inférieurs à leur niveau de la période correspondante de l'année précédente. A l'instar de la demande intérieure, les importations ont régressé fortement. Grâce à l'affaiblissement de la lire, les exportations ont augmenté de 6,8% par rapport au dernier trimestre de 1992, malgré la conjoncture morose à l'étranger.

La production industrielle a stagné à un bas niveau au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, elle a reculé de 2,9%. Les chiffres de la production, tant dans l'industrie des biens d'équipement que dans celle de l'automobile, ont marqué un repli. Aucun indicateur important n'a annoncé de revirement de tendance. Les entrées de commandes indigènes sont restées faibles, principalement dans l'industrie des biens d'équipement. Après une forte hausse durant les trois premiers mois de l'année, les commandes en provenance de l'étranger se sont stabilisées à un niveau élevé au deuxième trimestre. Les ventes de voitures ont continué à reculer. Au premier semestre de 1993, le nombre des nouvelles immatriculations a diminué de 23% par rapport à l'année précédente. Les stocks de produits finis ont de nouveau progressé légèrement. Pour les prochains mois, les perspectives de production sont jugées nettement moins favorables qu'au début de l'année.

Selon des données provisoires, la balance commerciale italienne s'est améliorée. En comparaison annuelle et en termes nominaux, les exportations ont augmenté de 20% et les importations de 1% entre janvier et mai. Durant la même période, la balance commerciale a dégagé un excédent de 3310 milliards de liras, alors qu'un déficit de 9900 milliards avait été enregistré un an auparavant. Le solde passif de la balance des transactions courantes n'a pas reculé d'autant, le déficit des revenus de facteurs s'étant accru. Il s'inscrivait à 8700 milliards, contre 17 240 milliards de liras entre janvier et mai 1992.

Graphique 8: Italie



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

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

La situation sur le marché italien du travail s'est encore aggravée au deuxième trimestre. En avril, l'emploi était inférieur d'environ 6,2% au niveau observé un an auparavant. Les suppressions d'emplois ont touché non seulement l'industrie, mais aussi, pour la première fois, les services. Le taux de chômage a grimpé de 9,4% en janvier à 10,5% en avril. Au début de juillet, le gouvernement, le patronat et les syndicats ont conclu un pacte social. Après l'abolition, en juillet 1992, de l'adaptation automatique des salaires au renchérissement, une nouvelle réglementation des rap-

ports de travail était devenue nécessaire. Cet accord prévoit que les salaires seront adaptés tous les deux ans au renchérissement prévu. Dans les contrats collectifs aux niveaux régionaux, l'évolution des salaires dépendra de la productivité et des bénéfices des entreprises.

Au deuxième trimestre, le renchérissement annuel s'est inscrit à 4,1%, soit un peu au-dessous du niveau de la période précédente. Le relèvement de la taxe sur les produits pétroliers a attisé un peu l'inflation en juin et en juillet. Comme les marchandises importées ont renchéri fortement à la suite de la dépréciation de la lire, l'augmentation des prix de gros et des prix à la production s'est de nouveau accélérée depuis le début de l'année.

Le déficit budgétaire a atteint 66 400 milliards de liras au premier semestre, soit un montant inférieur à celui des six premiers mois de 1992. A fin mai, le gouvernement a pris plusieurs mesures en vue d'assainir les finances publiques. Outre le relèvement de la taxe sur les produits pétroliers et des taux de la taxe sur la valeur ajoutée, des réductions de subventions à des autorités locales et le gel de plusieurs dépenses ont été adoptés. Le déficit budgétaire devrait ainsi être réduit de 12 000 milliards de liras et ramené à 154 000 milliards, ce qui correspond à 10% du produit intérieur brut. Il reste toutefois un peu plus élevé que le déficit de 150 000 milliards de liras inscrit au budget initial. L'adoption de ce programme d'économies était la condition à remplir pour que la CE verse à l'Italie la seconde tranche du crédit d'aide à la balance des paiements, un crédit s'élevant à 8 milliards d'Ecus. Pour 1994, le gouvernement italien prévoit des mesures d'économies supplémentaires, afin de ramener le déficit budgétaire sous la barre des 10% du produit intérieur brut. Il envisage de procéder à une nouvelle augmentation des impôts indirects et à des coupes claires dans les dépenses. L'excédent du budget primaire, qui n'englobe pas la charge des intérêts incombant à l'Etat, augmenterait ainsi à 1,9% du produit intérieur brut.

La banque centrale italienne a assoupli légèrement sa politique monétaire au deuxième trimestre. Cette démarche a été possible du fait du raffermissement sensible de la lire depuis le début

d'avril. Entre la mi-mai et le début de juillet, elle a ramené progressivement le taux officiel de l'es-compte de 11% à 9%. Parallèlement, le taux des dépôts interbancaires à trois mois a passé de 11,3% en mars à 9,5% en juillet. Le rendement des bons du Trésor à un an (BoT) s'est replié de 11% à 8,6%. Au deuxième trimestre, l'expansion de la masse monétaire M_2 a été aussi forte qu'au trimestre précédent. En comparaison annuelle, cet agrégat s'est accru de 6%. Son corridor de croissance est fixé entre 5 et 7%.

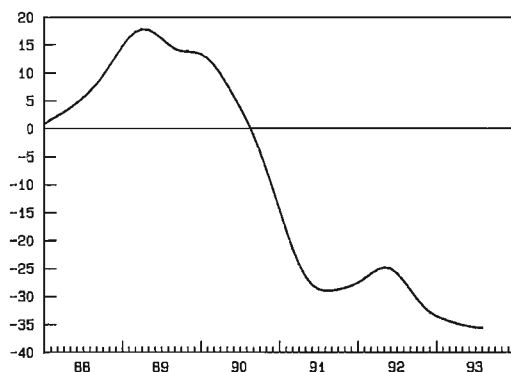
C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Le recul du produit intérieur brut s'est stabilisé au deuxième trimestre de 1993. Tant la demande intérieure que celle en provenance de l'étranger ont contribué à cette situation. Par rapport au deuxième trimestre de 1992, le produit intérieur brut réel a diminué de 1,2% (premier trimestre: -1,1%).

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹



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

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

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 ^{a)}	1992 ^{a)}	1992 ^{a)}				1993 ^{a)}	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Etats-Unis	2,5	1,2	-0,7	2,6	1,7	2,1	2,6	3,9	3,2	2,9
Japon ^{b)}	4,7	5,6	4,1	1,5	2,1	1,6	1,1	0,6	0,0	-0,7
Allemagne occidentale ^{b)}	3,9	5,3	3,8	1,1	2,3	1,1	0,9	0,2	-2,8	-1,9
France	4,1	2,2	0,7	1,4	2,2	1,7	1,1	0,6	-0,7	
Royaume-Uni	2,1	0,5	-2,2	-0,6	-1,2	-0,6	-0,5	-0,0	1,1	
Italie	2,9	2,2	1,3	0,9	1,8	1,4	0,8	-0,2	-0,9	
Suisse	3,9	2,3	-0,1	-0,6	-0,6	-0,2	-0,6	-1,1	-1,1	-1,2

a) Chiffres provisoires b) PNB

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

	1989	1990	1991	1992	1993		1993			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	4,6	5,5	4,3	3,0	3,2	3,1	3,2	3,2	3,0	2,8
Japon	2,3	3,1	3,4	1,7	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9	1,9
Allemagne occidentale	2,8	2,7	3,5	4,0	4,3	4,2	4,3	4,2	4,2	4,3
France	3,6	3,4	3,1	2,4	2,1	2,0	2,1	2,0	1,9	2,1
Royaume-Uni	7,8	9,4	5,9	3,7	1,8	1,3	1,3	1,3	1,2	1,4
Italie	6,6	6,5	6,4	5,4	4,3	4,1	4,1	4,0	4,2	4,4
Suisse	3,2	5,4	5,9	4,0	3,5	3,5	3,8	3,6	3,1	3,4

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

	1989	1990	1991 ^{a)}	1992 ^{a)}	1993 ^{a)}		1993 ^{a)}			
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet
Etats-Unis	5,2	5,5	6,8	7,4	7,0	7,0	7,0	6,9	7,0	6,8
Japon	2,3	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,3	2,5	2,5	2,5
Allemagne occidentale ^{b)}	7,9	7,1	6,3	6,7	7,6	8,1	8,0	8,1	8,2	8,3
France	9,4	9,0	9,5	10,4	11,0	11,5	11,4	11,5	11,6	11,7
Royaume-Uni ^{c)}	6,3	5,8	8,1	9,8	10,6	10,4	10,5	10,4	10,4	10,4
Italie ^{d)}	12,1	11,2	11,0	11,5	9,4	10,5	10,5	-	-	
Suisse ^{e)}	0,5	0,5	1,1	2,6	3,8	4,4	4,2	4,4	4,6	4,7

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

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

e) Chômeurs enregistrés, en pour-cent de la population active selon le recensement de 1990

1.4 Balance des transactions courantes

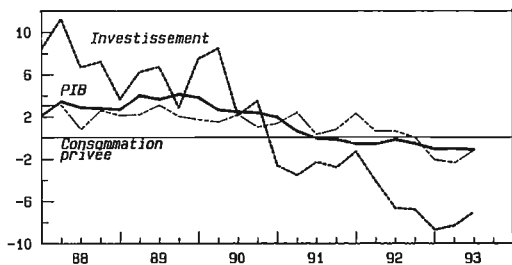
(balance des revenus; solde en milliards de dollars, données cvs)

	1989	1990	1991 ^{a)}	1992 ^{a)}	1992 ^{a)}				1993 ^{a)}	
					1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Etats-Unis	-101,1	-90,4	-3,7	-66,4	-6,7	-18,3	-17,8	-23,7	-22,3	-26,9
Japon	57,2	35,8	72,3	117,7	27,4	28,6	28,8	33,0	36,1	
Allemagne occidentale ^{b)}	57,4	47,3	-19,9	-25,8	-6,7	-5,9	-5,3	-8,6	-7,2	
France	-3,8	-9,4	-6,5	3,7	-1,0	1,5	-0,1	3,2	1,5	
Royaume-Uni ^{c)}	-35,6	-30,2	-11,0	-20,3	-4,3	-5,4	-4,3	-6,1	-5,2	
Italie ^{c)}	-10,8	-14,7	-21,4	-25,4	-9,0	-5,4	-6,4	-4,7	-2,9	
Suisse ^{c)}	7,0	8,6	10,6	15,0	4,4	2,9	3,7	4,0	5,9	4,4

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

c) Variations saisonnières non déduites

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



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

Selon l'enquête de juin menée par le centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'indice composite de la marche des affaires dans l'industrie s'est maintenu au très bas niveau des mois précédents. Les entreprises interrogées ont annoncé des entrées de commandes moins nombreuses qu'un an auparavant, mais en stagnation de mai à juin. Alors que les commandes domestiques ont diminué légèrement d'un mois à l'autre, celles qui provenaient de l'étranger ont enregistré une amélioration. Les carnets de commandes sont jugés trop bas et les stocks de produits finis, trop hauts. En outre, la production était toujours en repli du premier au deuxième trimestre, mais moins fortement qu'au cours des mois précédents. Le taux d'utilisation des capacités de production est resté au bas niveau du premier trimestre, soit à 79,5%. Il en a été de même pour la part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail (1%). Les participants à l'enquête partent de l'idée que la demande demeurera faible au troisième trimestre et que le recul de l'emploi se poursuivra.

Après avoir stagné en février et en mars, le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture – il est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – a marqué une hausse au cours du deuxième trimestre. Toutefois, ce baromètre a encore évolué au-dessous de sa tendance à long terme. Ses composantes monétaires ont contribué à cette amélioration, tandis que les autres ne se sont pas encore ranimées.

Consommation

La consommation privée a stagné du premier au deuxième trimestre. En comparaison annuelle, elle s'est repliée de 1,2% en termes réels.

En l'espace d'une année, le chiffre d'affaires du commerce de détail a diminué de 2,4% en termes réels et en données corrigées des jours ouvrables (premier trimestre: -2,1%). Alors que les ventes ont stagné dans l'alimentation, les boissons et le tabac, celles des biens de consommation durables ont régressé. Comme le montre la statistique de l'Union suisse des importateurs de voitures, les ventes de ces véhicules se sont encore repliées nettement par rapport au deuxième trimestre de 1992 (-11,1%). Les nuitées de la clientèle suisse ont fléchi de 4% en l'espace d'une année. Le tourisme d'affaires a été touché dans une mesure particulièrement forte par ce recul.

L'indice du climat de consommation établi par l'Office des questions conjoncturelles s'est maintenu, en juillet, au bas niveau de l'enquête précédente. Les personnes interrogées ont estimé que leur situation financière était mauvaise au cours des douze derniers mois. Pour ce qui est de la sécurité de l'emploi, elles la considèrent toujours comme précaire. Une appréciation plus optimiste est portée sur l'évolution des douze prochains mois, puisque les personnes interrogées s'attendent à une amélioration de la conjoncture et à un nouveau repli du renchérissement.

Investissements

Le recul des investissements s'est atténué au deuxième trimestre. Par rapport au trimestre correspondant de 1992, il s'est inscrit à 7% en termes réels, contre 8,3% au premier trimestre.

Les investissements en constructions ont diminué de 6,5%, en volume, du deuxième trimestre de 1992 à la même période de 1993 (premier trimestre: -6,5%). Il ressort de l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs que, dans la construction, la situation ne s'est pas aggravée au cours du deuxième trimestre. Dans le secteur principal de la construction, les entrées de commandes dépassaient de 5,7%, en termes réels,

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

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

¹ Depuis le 1^{er} trimestre de 1993, dans 110 villes

² 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)

leur niveau du deuxième trimestre de 1992 (-4,5%). Les carnets de commandes ont accusé une baisse de 8% en volume; au premier trimestre, celle-ci avait été de 18%. Si les carnets de commandes ont stagné dans la construction de logements, ils ont de nouveau fléchi nettement dans celle de bâtiments destinés à l'industrie et à l'artisanat. Les crédits de construction ouverts ont continué de fléchir. En outre, les livraisons de ciment et la production de matériaux de construction se sont aussi inscrites en baisse.

Les investissements en biens d'équipement ont continué de reculer au deuxième trimestre, mais à un rythme moins accentué que précédemment. Ils se sont établis 8%, en termes réels, au-dessous de leur niveau du deuxième trimestre de 1992 (premier trimestre: -10,7%). L'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines a montré que les entrées de commandes de la clientèle suisse ont encore régressé fortement en termes nominaux. La réserve de travail a reculé pour s'inscrire à 4,8 mois à fin juin.

L'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ montre que seules la chimie et l'horlogerie accroîtront leurs investissements en 1993. Par contre, l'industrie des biens d'équipement (métallurgie, machines, électronique) réduira encore ses dépenses d'investissement. Une nouvelle baisse, même atténuée, des

investissements est attendue pour 1994. Seuls les entreprises de transports et les établissements bancaires prévoient de relever nettement leurs investissements en biens d'équipement.

Commerce extérieur et balance courante

Au deuxième trimestre, les exportations se sont établies 0,5%, en valeur, et 1,2%, en volume, au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Le recul a été ainsi moins accentué qu'au premier trimestre (-2,6%). Alors que les exportations de matières premières et de biens d'investissement ont encore diminué, celles de biens de consommation ont continué de progresser. Parmi les fournitures à l'étranger de biens d'investissement, ce sont surtout les machines textiles et les machines pour le travail des métaux qui ont été touchées par cette baisse. En revanche, le domaine des communications a enregistré une croissance. Au sein des biens de consommation durables, les ventes à l'étranger dans les domaines de la bijouterie, des appareils ménagers et de l'électronique de divertissement ont été supérieures à leur niveau du deuxième trimestre de 1992.

Les exportations vers les pays de la CE ont reculé de 3,1%. Les ventes à l'Italie et à l'Espagne notamment ont diminué de 12% et de 16%. Pour ce

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

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

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

a) Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

qui est du Japon, les fournitures à ce pays ont progressé de 9%. En revanche, les exportations vers les Etats-Unis ont continué de s'accroître (4,9%) de même que celles vers les pays en développement (6,5%). Les ventes à la CEI ont quant à elles presque doublé en l'espace d'une année et celles

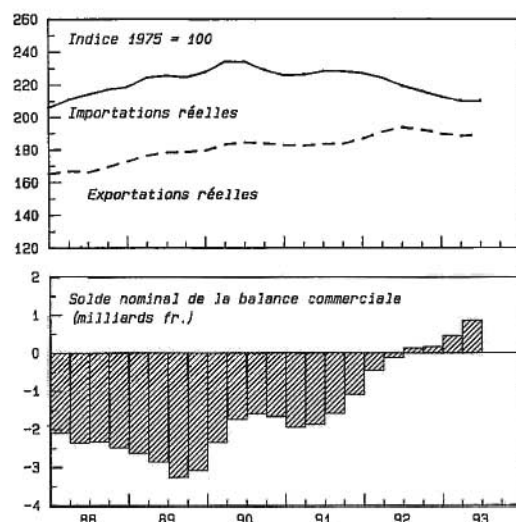
à la Chine ont progressé de 50%. Toutefois, la part de ces deux pays à l'ensemble des exportations ne s'est inscrite qu'à 2%.

Le recul des importations s'est atténué au deuxième trimestre. Il a été de 5,9% en termes nominaux et de 3,4% en termes réels (premier trimestre: -7,5% en volume). Les importations de biens d'investissement ont continué de fléchir sensiblement. La plus forte baisse a touché les achats de camions et de machines industrielles. Les importations de matières premières, de produits énergétiques et de produits semi-finis ont diminué légèrement. Dans le domaine des biens de consommation, un accroissement réel (2,6%) des importations a été enregistré pour la première fois depuis le quatrième trimestre de 1991. Alors que les importations de voitures particulières ont de nouveau reculé nettement, celles notamment d'habits et de chaussures ont augmenté.

Les prix des biens exportés dépassaient, au deuxième trimestre, de 0,8% leur niveau de la période correspondante de 1992 (premier trimestre: -1%). Quant aux prix des biens importés, ils ont diminué en moyenne de 2,5% en l'espace d'une année (-1,5%).

L'excédent de la balance commerciale a passé de 1 milliard au premier trimestre à 0,8 milliard de francs au deuxième trimestre. Grâce à la hausse

Graphique 11: Commerce extérieur¹



¹ Données cvs et lissées

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

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

	1990	1991	1992 a)	1992 a)				1993 b)	
				1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.
Recettes, total	160,6	162,2	165,4	42,0	41,7	41,5	40,1	42,2	42,0
Exportations de marchandises	91,1	90,9	95,3	24,1	24,4	22,6	24,3	23,9	24,6
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	88,3	87,9	92,1	23,3	23,6	21,8	23,5	23,1	23,8
<i>Autres exportations de marchandises²</i>	2,8	2,9	3,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Exportations de services	24,0	25,9	26,9	7,0	6,4	8,2	5,4	7,4	6,7
Revenus du travail et des capitaux	42,3	41,1	39,6	10,1	10,0	9,9	9,6	9,9	9,7
Transferts sans contrepartie	3,3	3,4	3,6	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Dépenses, total	148,6	147,0	144,2	35,6	37,3	36,6	34,6	33,3	35,6
Importations de marchandises	100,6	98,9	96,3	24,9	25,1	22,6	23,6	23,1	24,0
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	96,6	95,0	92,3	23,9	24,1	21,8	22,6	22,0	23,0
<i>Autres importations de marchandises²</i>	4,0	3,8	3,9	1,1	0,9	0,9	1,0	1,1	1,1
Importations de services	12,8	13,3	13,9	2,0	3,6	5,5	2,7	2,0	3,6
Revenus du travail et des capitaux	28,7	27,8	26,3	6,7	6,6	6,5	6,5	6,3	6,0
Transferts sans contrepartie	6,5	7,2	7,7	2,0	1,9	2,0	1,8	1,9	2,0
Solde de la balance des transactions courantes	12,0	15,1	21,1	6,4	4,4	4,9	5,5	8,9	6,4

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

² Y compris l'énergie électrique

a) Chiffres provisoires

b) Selon de premières estimations

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

des soldes actifs dans les domaines des services et des revenus du travail et des capitaux, l'excédent de la balance des transactions courantes a atteint 6,4 milliards de francs au deuxième trimestre, contre 4,4 milliards un an auparavant. Au premier semestre, il s'est inscrit à 15,3 milliards de francs (même période de 1992: 10,8 milliards).

Emploi et marché du travail

L'emploi a continué de fléchir au deuxième trimestre. Le recul a été de 3,7%. Ce mouvement dure déjà depuis trois ans dans la construction. Il n'est pas aussi long dans l'industrie. Dans les services, l'emploi a même progressé jusqu'à fin

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

	1990	1991	1992				1993		1993				
			1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	avril	mai	juin	juillet	
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	1,4	-0,3	-2,6	-1,8	-2,1	-3,4	-3,3	-4,2	-3,0				
Indice des personnes occupées à plein temps ¹						-4,1	-4,1	-5,0	-3,7				
Taux de chômage ^{2,3}	0,5	1,1	2,7	2,1	2,4	2,7	3,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,6
Chômeurs complets ³	18 133	39 222	92 308	71 888	82 047	95 696	119 599	146 667	157 681	155 182	157 425	160 435	165 290
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	734	20 269	34 020	41 108	35 823	22 535	36 616	54 096	43 656	52 634	49 274	43 653	26 494
Offres d'emploi à plein temps ³	16 711	10 145	7 741	8 307	8 326	7 690	6 641	7 776	6 912	7 637	7 149	5 949	5 645

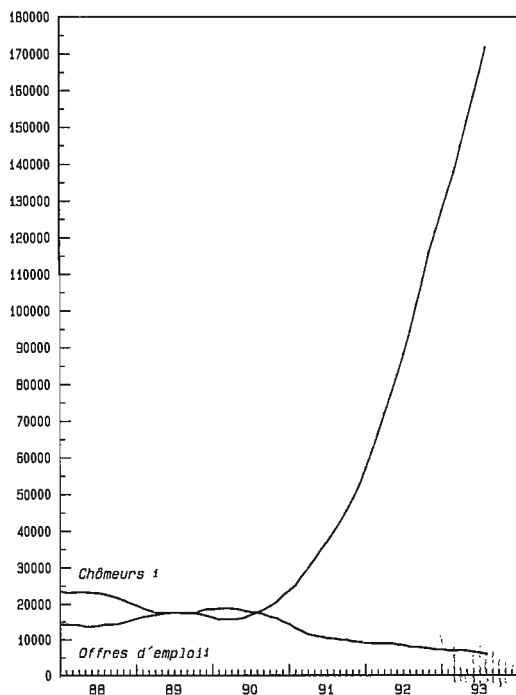
¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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

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

Source: La Vie économique, OFIAMT

Graphique 12: Marché du travail



¹ Données cvs et sans les valeurs extrêmes
 Source: Office fédéral de l'industrie, des arts et métiers
 et du travail

1991. Depuis, le nombre de postes perdus est supérieur aux nouveaux emplois créés. Les pertes sont toutefois moins importantes que celles de la construction et celles de l'industrie.

Au deuxième trimestre, l'indice Manpower de l'emploi s'est stabilisé à un bas niveau. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail s'est établi à 7000, en chiffres ronds et en données corrigées des variations saisonnières; il s'est ainsi inscrit au niveau des deux trimestres précédents.

Le nombre des chômeurs a augmenté au deuxième trimestre pour atteindre 158 000 en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage s'est inscrit à 4,4%. Au deuxième trimestre, 59 000 personnes étaient nouvellement inscrites au chômage, alors que 49 500 n'y figuraient plus, deux tiers d'entre elles

ayant trouvé un nouvel emploi. Le nombre des chômeurs de longue durée s'est accru continuellement. En moyenne, 15,8% des chômeurs étaient sans travail depuis plus d'une année. Un taux de 27% était même enregistré pour la classe d'âge des personnes de plus de 50 ans.

En juillet, le nombre des chômeurs recensés s'élevait à 171 700 en données corrigées des variations saisonnières. La croissance plus forte que celle qui avait été observée au cours des mois précédents est due au fait que de nombreux étudiants et apprentis étaient à la recherche de leur premier emploi.

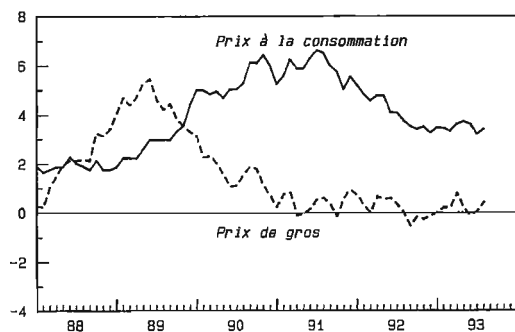
Prix

L'indice des prix à la consommation dépassait, au deuxième comme au premier trimestre, de 3,5% le niveau observé un an auparavant. Le renchérissement a passé à 3,8% en avril à cause du relèvement des droits de douane sur les carburants; jusqu'en juin, il s'est replié à 3,1%. Cette forte baisse s'explique en partie par l'évolution des prix des fruits. Les bonnes conditions climatiques ont permis de procéder plus tôt aux récoltes. Aussi des produits meilleur marché ont-ils fait leur apparition en juin déjà. La hausse des prix qui est observée à cette époque pour des motifs saisonniers a donc été moins prononcée qu'un an auparavant. Le taux d'inflation, corrigé des prix des produits saisonniers, s'est établi à 3,4% en juin.

La tendance au repli du renchérissement s'est poursuivie dans le domaine des marchandises et services suisses. La hausse des prix a été de 3,8% en l'espace d'une année, contre 4,1% au premier trimestre. Pour ce qui est des biens importés, le renchérissement s'est accéléré à la suite du relèvement des droits de douane sur les carburants. L'indice des prix de ces biens était en effet de 2,5% supérieur au niveau du deuxième trimestre de 1992 (premier trimestre: 1,6%).

En juillet, le renchérissement annuel se chiffrait à 3,4%. La hausse de 0,3 point de pourcentage par rapport au mois de juin est due à l'effet susmentionné des récoltes précoces. Les prix des fruits ont évolué en juin moins fortement vers le haut et

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral de la statistique

en juillet moins fortement vers le bas qu'une année auparavant. En août, l'indice des prix à la consommation s'établissait 3,6% au-dessus du niveau du mois correspondant de 1992. La légère hausse a découlé notamment du fait que la nouvelle conception de la statistique prévoit d'enregistrer les loyers une fois par trimestre et non plus

une fois par semestre. L'ancienne méthode de calcul qui prenait en compte les loyers en mai et en novembre dans la statistique n'avait pas influé sur l'indice d'août 1992 des prix des loyers. Cette année, les loyers ont été pris en considération en août pour la première fois. L'effet de base qui en a résulté n'apparaîtra plus en novembre lors du nouvel enregistrement des loyers.

Au deuxième trimestre, l'indice des prix de gros était de 0,1% supérieur au niveau de la période correspondante de 1992, après avoir enregistré une hausse de 0,4% au premier trimestre.

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

La Banque nationale a maintenu au deuxième trimestre de 1993 le cours assoupli de la politique monétaire qu'elle avait menée l'année précédente. La monnaie centrale dessaisonnalisée – elle

Tableau 6: Monnaie centrale

	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	MC ^{1,3}	Coefficients saisonniers	MCD ^{1,4}	Variation en % ²
1988	25 819	4,3	5 667	-54,0	31 486	0,999	31 521	-11,0
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 ⁵
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1991	26 442	2,2	2 832	-11,2	29 274	1,001	29 247	1,4
1992	26 467	-0,6	2 553	-0,7	29 020	0,999	29 056	-1,0
1992 3 ^e trim.	26 133	-0,3	2 488	-6,8	28 621	0,986	29 017	-0,8
4 ^e trim.	26 697	-0,6	2 615	-0,7	29 312	1,013	28 925	-1,0
1993 1 ^{er} trim.	26 969	1,3	2 593	2,2	29 563	1,010 P	29 272 P	0,6 P
2 ^e trim.	26 696	1,1	2 618	1,9	29 314	0,996 P	29 442 P	0,9 P
1993 janv.	27 418	1,3	2 489	-1,6	29 907	1,027 P	29 121 P	0,0 P
févr.	26 689	1,4	2 647	6,1	29 336	0,998 P	29 395 P	1,1 P
mars	26 801	1,3	2 644	2,0	29 445	1,005 P	29 299 P	0,6 P
avril	26 873	1,3	2 625	4,8	29 498	0,997 P	29 587 P	1,4 P
mai	26 599	1,1	2 557	-0,5	29 156	0,995 P	29 303 P	0,6 P
juin	26 616	0,8	2 673	1,3	29 289	0,995 P	29 436 P	0,7 P
juillet	26 709	1,3	2 563	2,4	29 272	0,995 P	29 419 P	1,2 P
août	26 401	1,5	2 709	15,1	29 110	0,983 P	29 613 P	2,4 P

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

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

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

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

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

P Chiffres provisoires

s'était établie au quatrième trimestre de 1992 à son niveau le plus bas – a de nouveau progressé du premier au deuxième trimestre, mais dans une faible mesure. L'institut d'émission entend toujours amener la monnaie centrale dessaisonnalisée sur le sentier de croissance à moyen terme.

La monnaie centrale dessaisonnalisée a atteint en moyenne 29 442 millions de francs au deuxième trimestre, contre 29 272 millions au premier trimestre. Elle a progressé ainsi de 170 millions de francs ou de 0,6%; au premier trimestre, la hausse avait été de 1,2%. Le niveau enregistré au deuxième trimestre s'est donc inscrit au-dessous du montant attendu par la Banque nationale. En effet, cette dernière avait tablé sur un montant de 29,7 milliards de francs, mais aussi sur la poursuite de la croissance vigoureuse des billets en circulation. La demande de billets a toutefois subi les effets de la faiblesse conjoncturelle dans une mesure plus forte que prévu. Les avoirs en comptes de virements se sont élevés à 2625 millions de francs en moyenne, contre 2593 millions au premier trimestre.

Pour le troisième trimestre de 1993, la Banque nationale table sur un montant quasiment inchangé de 29,4 milliards de francs de la monnaie centrale dessaisonnalisée. Ses prévisions reposent sur le fait que la demande de billets va encore faiblir à cause de la conjoncture. Le montant de 29 419 millions de francs, enregistré en juillet, a correspondu à peu près à ce qui était prévu. Les billets en circulation ont dépassé de 1,2% leur niveau observé un an auparavant. Quant aux avoirs en comptes de virements, ils se sont inscrits légèrement au-dessous de 2,6 milliards de francs, montant autour duquel ils fluctuent depuis plusieurs mois.

L'évolution des agrégats monétaires au sens plus large a reflété, au deuxième trimestre, la persistance des transformations de portefeuille, qui avaient été déclenchées par le rapprochement des taux à court et à long terme. La forte baisse des rémunérations à court terme a tout particulièrement réduit l'attrait des dépôts à terme face aux autres formes de placements. Aussi les dépôts à terme ont-ils reculé de 18,6% en l'espace d'une année. En revanche, les dépôts à vue et les fonds d'épargne ont continué de s'ac-

Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
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 3 ^e trim. ²	-1,4	2,1	3,0
4 ^e trim. ²	2,7	-0,3	3,0
1993 1 ^{er} trim. ²	7,9	-3,0	4,8
2 ^e trim. ²	12,2	-7,9	4,6
1993 janv. ²	6,1	-2,0	4,2
févr. ²	6,6	-3,4	4,5
mars ²	10,9	-3,3	5,8
avril ²	10,6	-5,9	5,1
mai ²	13,0	-8,5	4,4
juin ²	13,1	-9,2	4,4
juillet ²	14,7	-8,8	5,6

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

² Chiffres provisoires

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

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

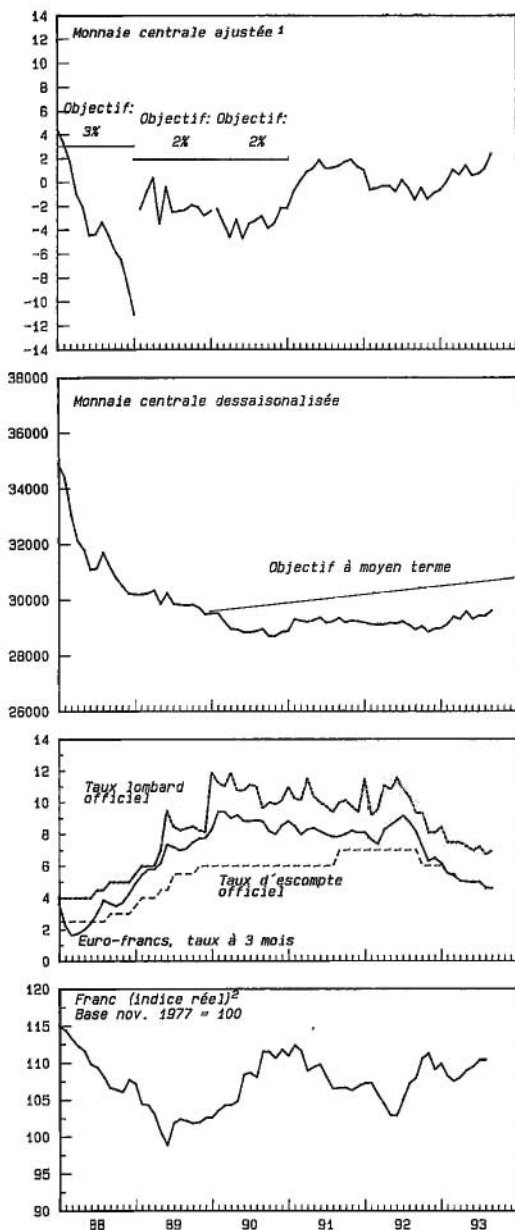
M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

croître; ils ont enregistré des taux de croissance de 17,7% et de 20,1%.

La masse monétaire M₁ a augmenté vigoureusement, comme au premier trimestre. Elle dépassait de 12% son niveau du deuxième trimestre de 1992. Cette forte expansion est due à la hausse des dépôts à vue, le numéraire en circulation ne s'étant accru que de 1,1%.

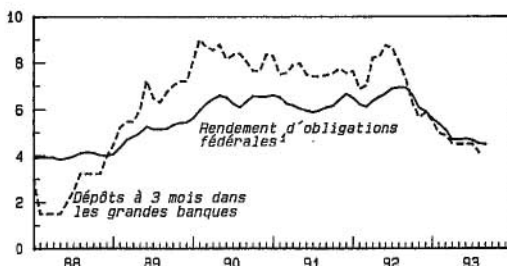
Le repli marqué des dépôts à terme a caractérisé une nouvelle fois l'évolution de la masse monétaire M₂. Cet agrégat a diminué de près de 8% par rapport au deuxième trimestre de 1992; au premier trimestre, le recul avait été de 3%. La baisse de M₂ a entraîné un ralentissement de la croissance de la masse monétaire M₃. Cette dernière n'a pas progressé aussi fortement qu'au premier trimestre, bien que les dépôts d'épargne aient encore augmenté vigoureusement. Toutefois, avec un taux de 4,6%, l'expansion de M₃ dépassait toujours nettement les rythmes de croissance enregistré en 1991 et 1992 (3%).

Graphique 14: Suisse



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

Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt



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

Marché monétaire

Après avoir reculé au premier trimestre, la plupart des taux d'intérêt sont restés stables, au deuxième trimestre, sur le marché monétaire suisse. Seul le taux de l'argent au jour le jour a diminué de 0,25 point de pourcentage en moyenne trimestrielle. En juillet, un nouveau recul des rémunérations à court terme a été observé à la suite de la réduction du taux de l'escompte par la Banque nationale au début de ce même mois. Le taux de l'argent au jour le jour s'est inscrit en moyenne à 4,7% en juillet, contre 5,3% en mars. Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a régressé de 0,4 point de pourcentage dans le même temps pour s'établir à 4,6%. De son côté, le taux des dépôts à trois mois dans les grandes banques s'est maintenu d'abord à 4,5%; par la suite, il a fléchi pour se chiffrer à 4,1% en juillet.

Comme les rémunérations à court terme ont diminué un peu plus fortement en Allemagne qu'en Suisse de mars à juillet, l'écart d'intérêt entre les deux pays s'est réduit. Si, sur l'euro-marché, les dépôts à trois mois en marks allemands dépassent

par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est entrée 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^e trimestre au 4^e trimestre suivant

² Cours pondéré par les exportations

saient en mars de 2,8 points de pourcentage les dépôts correspondants en francs, l'écart entre ces rémunérations était de 2,5 points en juillet. Quant à la différence entre les rémunérations suisses et américaines, elle a passé de 1,8 point à 1,5 point, étant donné que les secondes sont restées inchangées.

Marché des changes

Les tensions persistantes au sein du SME ont entraîné une demande accrue de francs suisses. Du début mai à la mi-août, le franc suisse s'est revalorisé de 3 à 5% par rapport aux monnaies du SME. Face au dollar des Etats-Unis, il a reculé de 5% de mai à août et, vis-à-vis du yen japonais, de 10%.

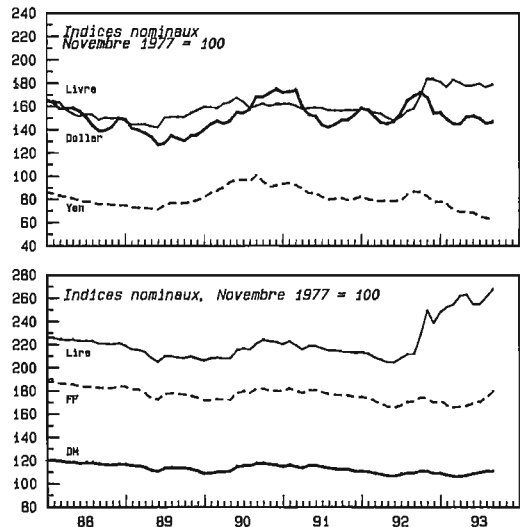
Pondéré par les exportations, le cours réel du franc dépassait, au deuxième trimestre, de 6,1% en moyenne le niveau de la période correspondante de 1992. La tendance à la revalorisation s'est ainsi renforcée (premier trimestre: 2,1%). En termes réels, le franc a progressé de 22% et de 25% face à la livre sterling et à la lire italienne, alors qu'il s'est déprécié de 12% par rapport au yen.

Marché des capitaux

Au deuxième trimestre, les rémunérations ont continué leur mouvement de repli sur le marché des capitaux. Le rendement moyen des obligations fédérales a passé de 5% à 4,7% du premier au deuxième trimestre. A fin juillet, il était de 4,5%, s'inscrivant ainsi encore légèrement au-dessous des taux à court terme sur le marché des euro-francs.

Après avoir été réduits de 1,2 point de pourcentage entre début janvier et avril, les taux d'intérêt des bons de caisse n'ont quasiment pas varié durant les quatre mois suivants. Les banques cantonales servaient un taux moyen de 4,7% sur ces bons. D'avril à juillet, elles ont en revanche ramené de 6,7% à 6,1% les taux de leurs prêts hypothécaires en premier rang. Les anciennes hypothèques correspondantes n'ont reculé que de 0,3 point de pourcentage pour s'inscrire à

Graphique 16: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

6,7%, du fait des délais de dénonciation. La rémunération des dépôts d'épargne dans les banques cantonales a été abaissée de 0,5 point de pourcentage entre le début du deuxième trimestre et celui du troisième trimestre; elle est dorénavant de 4,2%.

Sur le marché suisse des actions, le Swiss Performance Index a progressé de 13% de fin mars à la fin du mois de juillet. Il dépassait ainsi de 21% son niveau du début de l'année.

Les émissions d'obligations et d'actions effectuées sur le marché suisse des capitaux ont totalisé 13,5 milliards de francs au deuxième trimestre, augmentant de près de 40% en l'espace d'une année. Cette évolution est due une nouvelle fois au vigoureux accroissement des emprunts émis en Suisse par des débiteurs étrangers. Le montant d'argent frais prélevé sur le marché des capitaux par des débiteurs suisses a diminué de 2,4 milliards pour s'inscrire à 3,6 milliards de francs. Les remboursements ont atteint 4,4 milliards de francs, soit un montant dépassant de 0,8 milliard l'argent frais demandé au marché. Un prélèvement net de 4,2 milliards de francs avait été enregistré au deuxième trimestre de 1992.

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

	Emprunts ¹	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 ^{er} trim.	6 904,7	2 363,8	86,2	9 354,7
2 ^e trim.	2 741,1	2 771,6	503,5	6 016,2
3 ^e trim.	7 518,0	1 450,3	279,8	9 248,1
4 ^e trim.	10 533,3	2 235,0	105,7	12 874,0
1993 1 ^{er} trim.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2 ^e trim.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8

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

Exportations de capitaux

Le recours au marché suisse des capitaux, sous forme d'emprunts et de crédits, par des débiteurs étrangers s'est accru nettement au deuxième trimestre. Les autorisations que la Banque nationale a délivrées en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 15,5 milliards de francs, augmentant de 157% par rapport au deuxième trimestre de 1992. Il s'agit du montant le plus élevé, après celui de 16,6 milliards de francs enregistré au premier trimestre de 1988. Les emprunts ont progressé dans la plus forte mesure; ils ont passé de 9,1 milliards à 11,8 milliards de francs en l'espace d'une année. Les crédits ont quant à eux marqué une hausse de 11%.

Les émissions d'emprunts ordinaires («straights») ont presque quadruplé de volume par rapport au deuxième trimestre de 1992 et celles d'emprunts assortis de droit d'option ou de conversion ont triplé. Le marché suisse des capitaux a attiré surtout des collectivités publiques de pays européens, étant donné le bas niveau des taux d'intérêt servis sur les emprunts à long terme. L'attente de nouvelles réductions des taux d'intérêt et le raffermissement du franc ont accru la demande d'emprunts, en juin en particulier. La part des emprunts ordinaires au total des émissions a passé de 64% à 68% en l'espace d'une année, alors que celle des placements privés a diminué de 73% à 59%.

Les parts des débiteurs provenant des pays de l'AELE et du Japon se sont agrandies, puisque la première s'est inscrite à 21% et la seconde à

23%, contre 3% et 9% une année auparavant. Les exportations de capitaux vers le continent africain et les pays d'Europe de l'Est sont restées à peu près stables. La part des autres pays a reculé par contre. Quant aux organisations internationales de développement, elles n'ont pas recouru au marché suisse des capitaux au deuxième trimestre.

Bilans bancaires et crédits

L'évolution des bilans bancaires a été encore marquée par la faiblesse de la conjoncture. A la fin du premier semestre de 1993, la somme des bilans a certes augmenté de 5% par rapport au niveau enregistré un an auparavant. Or la croissance de celle-ci aurait été de 3,5% si les postes du bilan libellés en dollars avaient été évalués au cours de fin juin 1992.

A cause de la faible demande de crédits, les banques ont relevé de 15% – et même de 7% pour le seul mois de mai, en données corrigées des variations saisonnières – leurs placements financiers de fin juin 1992 à la fin du deuxième trimestre de 1993; au cours de la période de surchauffe, elles avaient réduit ces placements. L'expansion de ces derniers n'a pas touché tous les postes qui les composent. Les effets de change et les papiers monétaires n'ont presque pas varié d'une année à l'autre. A fin juin 1993, les banques enregistraient en revanche une notable hausse des titres, ceux-ci augmentant de 24% en l'espace d'une année. Les liquidités ont quant à elles diminué de 4% de fin juin 1992 à fin juin 1993; celles en francs ont

toutefois progressé légèrement. La liquidité de caisse est restée inchangée durant la période d'application allant du 20 mai au 19 juin. Au total, c'est-à-dire pour l'ensemble des banques déclarantes, le degré de liquidité était de 125%. Le solde interbancaire négatif, soit la différence entre les engagements et les avoirs en banque, s'est encore accru faiblement. Cela signifie que les banques se sont endettées davantage sur les marchés interbancaires à l'étranger.

La croissance des crédits a été peu élevée de fin juin 1992 à la fin du deuxième trimestre de 1993. Les crédits ont progressé en effet de 2%, ceux à la clientèle suisse n'augmentant que de 1%. L'expansion légèrement plus forte des crédits à la clientèle étrangère est due avant tout au dollar. Même les prêts hypothécaires ont enregistré une hausse de 2% uniquement. L'évolution des crédits de construction reflète la faiblesse de la conjoncture dans ce secteur. Les crédits ouverts ont reculé de 11% en l'espace d'une année, les crédits effectivement utilisés, de 9% et les crédits non utilisés, de 14%.

L'afflux de fonds du public est resté faible. Au total, ces fonds dépassaient, à fin juin 1993, de 3%

leur niveau observé une année auparavant. Les composantes de ceux-ci ont évolué inégalement. Les fonds d'épargne se sont accrus de 20% et le poste des créanciers à vue, de 23%. En outre, les bons de caisse ont diminué de 10%, alors que les obligations ont augmenté de 6%. Les mouvements opposés qui ont caractérisé, d'une part, les fonds d'épargne et, d'autre part, les bons de caisse trouvent leur origine dans le faible écart d'intérêt entre ces deux catégories de placement. Les banques s'attendent à un nouveau recul des rémunérations et sont de ce fait peu disposées à s'endetter à moyen terme en émettant des bons de caisse. C'est pourquoi elles maintiennent les taux d'intérêt de ces bons à un niveau relativement bas.

A fin juin 1993, les affaires fiduciaires recensées dans les banques s'inscrivaient 5% au-dessous de leur niveau enregistré un an auparavant. Les fonds fiduciaires provenant de résidents – ils s'élèvent à un quart environ de l'ensemble des opérations fiduciaires – ont reculé de 12% et ceux de la clientèle étrangère, de 2%. Les fonds fiduciaires ont été placés presque entièrement à l'étranger.

Gestion de la politique monétaire dans un environnement économique et monétaire en transition

Jean Zwahlen, Membre de la direction générale de la Banque nationale suisse*

1. Introduction

Depuis la création du Système monétaire européen, les pays membres du mécanisme de change (MCE) se sont engagés à maintenir le cours de leur monnaie à l'intérieur d'une bande de fluctuation, ce qui a permis d'assurer une certaine stabilité des taux de change et du niveau de l'inflation. Ainsi, de 1979 à 1992, la volatilité des taux de change intra-communautaires s'est sensiblement réduite malgré la libéralisation des mouvements de capitaux et les fortes fluctuations du dollar.

Néanmoins, le SME traverse depuis plus d'un an une période mouvementée. Les tensions, apparues durant l'été 1992, avaient atteint un point culminant en septembre 1992, lorsque la livre anglaise et la lire italienne quittèrent le mécanisme de change, avec un réaménagement subséquent des parités. Depuis lors, faute de ligne économique-politique, des turbulences ont secoué plus ou moins régulièrement les marchés financiers, des pressions spéculatives attaquant systématiquement les devises estimées faibles. Dès le début du mois de juillet de cette année, des attaques spéculatives de grande ampleur ont à nouveau menacé le SME, contraignant les autorités monétaires de la CE à élargir les bandes de fluctuation des monnaies à 15%.

Pourquoi ce mécanisme de change qui, aux yeux de beaucoup, semblait avoir trouvé son équilibre a-t-il subi ces tempêtes monétaires? Mon propos n'est pas d'identifier toutes les causes de crise, mais plutôt d'en tirer quelques enseignements à valeur d'exemple quant à l'attitude que la Suisse devra adopter face au système monétaire international de demain.

2. Problématique de la politique de change

2.1 Le cas des pays membres du MCE

Le problème de la convergence

Parmi les facteurs qui ont contribué à attiser les pressions sur les taux de change depuis l'été dernier, l'asymétrie des situations économiques des pays membres vient en première place. Ces tensions ont été amplifiées par les incertitudes liées à la ratification du Traité de Maastricht à la suite du refus danois en juin 1992.

Revenons un instant sur l'asymétrie des économies. Depuis le réalignment de 1987, les positions concurrentielles et les performances inflationnistes des membres du SME ont recommencé à diverger, surtout celles des pays qui bénéficiaient de marges de fluctuation de 6%. Dans ce contexte, la situation économique allemande est venue s'inscrire en porte-à-faux par rapport à ses partenaires européens. L'unification allemande a littéralement fait bondir la demande globale, ce qui a généré de formidables pressions inflationnistes. Pour les contenir, la Bundesbank a agi sur ses taux directeurs. Le niveau élevé des taux d'intérêt allemands et l'important différentiel par rapport aux taux d'intérêt américains et japonais ont considérablement accentué la pression sur le mark.

Les autres pays européens ont dans un premier temps profité du dynamisme de l'économie allemande en y exportant de nombreux produits. Ces économies étaient toutefois en phase de ralentissement déjà bien engagée. Leur appartenance au mécanisme de change les a contraintes à maintenir des taux d'intérêt élevés, sous peine de voir leur monnaie se déprécier rapidement face au mark. Cette contrainte sur les taux a été d'autant plus douloureuse que l'économie se tassait. Pour la lire, la livre, la peseta et l'escudo, les grilles de parités reflétaient de moins en moins la réalité économique. Les économies de ces pays s'é-

* Présenté au Groupement de Réviseurs Bancaires de Genève, le 22 juin 1993; actualisé en août 1993

taient emballées et, faute d'avoir réagi suffisamment tôt, des réalignements brutaux ont été inévitables.

Ces turbulences ont montré combien la convergence économique des pays membres du SME est nécessaire à la stabilité des taux de change. Une évolution divergente conduit tôt ou tard à des réaménagements de parités. Un régime de taux de change quasi-fixes n'est donc praticable que si les économies évoluent en parallèle, ce qui implique une coordination des politiques économiques nationales.

La coordination des politiques économiques nationales n'est toutefois pas suffisante pour empêcher des pressions sur les taux de change. Le cas de la France constitue à cet égard un exemple remarquable. En choisissant de lier sa monnaie au mark, le gouvernement français a dû orienter sa politique économique sur la stabilité des prix, comme c'est le cas pour la politique monétaire allemande. Il a ainsi pu résoudre son problème chronique d'inflation. Cependant, dès lors que les autorités françaises souhaitaient éviter une dépréciation du franc par rapport au mark, elles furent aussi contraintes d'épouser les taux d'intérêt élevés de l'Allemagne. Ainsi, dans le contexte d'une faible inflation, l'activité économique française déjà en ralentissement devait entrer dans une récession d'une rare sévérité. La divergence entre la situation économique de la France et celle de l'Allemagne, malgré une politique économique française orientée sur la convergence, a fortement pesé sur le taux de change qui a été soumis à une très forte spéculation.

La mobilité des capitaux

L'environnement financier international a subi d'importantes mutations ces dernières années: l'abolition des contrôles des changes, la libéralisation et la dérégulation des marchés financiers ont favorisé une expansion sans précédent des mouvements de capitaux. Cette évolution est souhaitable du point de vue de l'efficacité des marchés financiers dans la mesure où elle contribue à une meilleure allocation des ressources disponibles. La forte mobilité des capitaux et les montants en jeu constituent toutefois une nou-

velle donne pour les autorités monétaires. En effet, étant donné la croissance des capitaux mobilisables rapidement, des pressions spéculatives peuvent surgir soudainement sur les devises et s'avérer déstabilisantes. L'expérience récente a montré que de telles pressions pouvaient aussi affecter des devises dont la parité centrale était conforme aux variables économiques fondamentales.

On peut se demander si les banques centrales sont encore en mesure de défendre les parités lorsqu'elles jugent qu'un réalignement n'est pas approprié. Je pense que oui, mais certaines conditions doivent toutefois être remplies.

Les instruments à disposition des banques centrales

Les banques centrales ont plusieurs instruments à disposition pour faire face à des pressions spéculatives sur leur monnaie.

– Interventions stérilisées

Elles ont tout d'abord la possibilité d'effectuer des interventions directes, en rachetant les devises menacées. Ces interventions sont ensuite stérilisées pour que la masse monétaire n'en soit pas affectée. Pour renforcer l'effet, les banques centrales de plusieurs pays peuvent coordonner leurs actions. Des interventions ponctuelles sont efficaces, dans la mesure où elles envoient un signal clair au marché. Mais si les perceptions du marché ne sont plus influençables, les actions massives et répétées ne suffisent pas forcément à stopper la spéculation car, lorsqu'elles sont stérilisées, les interventions n'affectent pas directement les taux d'intérêt. Elles ne rendent donc pas la spéculation plus coûteuse.

– Contrôle des capitaux

Pour limiter le volume des capitaux échangés sur le marché des devises, une banque centrale a le pouvoir de contrôler les capitaux. Elle peut, ce faisant, fortement accroître son influence sur le cours de change. Cette mesure n'est cependant pas une panacée, car elle risque d'affecter durablement la confiance des investisseurs, ce qui se

traduit par l'exigence d'une prime de risque supplémentaire.

– Ajustement des taux d'intérêt

Les ajustements de taux d'intérêt sont relativement plus efficaces pour soutenir le cours d'une devise. Ils affectent en effet directement le coût de la spéculation. Une augmentation de la rémunération sur la monnaie faible a tendance à dissuader l'investisseur de se débarrasser de cette monnaie; le spéculateur ne sera incité à vendre ou à s'endetter dans une monnaie menacée que s'il anticipe une dévaluation suffisamment importante. L'efficacité de ces mesures dépend à la fois du niveau auquel les banques centrales fixent leurs taux directeurs et du moment qu'elles choisissent pour agir. Un relèvement des taux d'intérêt combiné judicieusement avec des interventions stérilisées constitue généralement une mesure efficace pour soutenir le cours d'une monnaie.

Il est loisible pour une banque centrale de fixer des taux d'intérêt assez élevés pour empêcher toute attaque contre sa monnaie. Il faut cependant qu'une hausse du loyer de l'argent ne soit pas trop en contradiction avec la situation économique interne du pays. C'est le dilemme auquel devaient faire face les autorités monétaires françaises durant la récente spéculation sur leur monnaie. En relevant massivement leurs taux d'intérêt, elles pouvaient certes conserver le SME intact, mais elles prenaient le risque d'accentuer la récession. Les autorités européennes ont opté pour une flexibilité accrue du SME en élargissant les marges de fluctuation des monnaies à 15%.

Quelques enseignements

Ces constatations en marge des récentes turbulences monétaires nous permettent de tirer quelques enseignements:

- Une évolution convergente des économies est une condition nécessaire à la stabilité du SME. Elle exige généralement une coordination des politiques économiques nationales.
- La coordination des politiques économiques

est devenue encore plus impérative avec l'augmentation de la mobilité des capitaux.

- Les banques centrales disposent de moyens pour venir à bout des attaques spéculatives contre leur monnaie. Ceux-ci ne sont cependant pas illimités. En particulier, une parité fixe ne peut être maintenue que si les mesures à adopter – par exemple une hausse des taux d'intérêt – ne sont pas en contradiction avec la situation économique interne du pays.

Ce point rejoint celui de la convergence. Il est en effet apparu clairement combien le respect de la contrainte externe – un taux de change fixe – peut se révéler lourd de conséquences sur la situation économique intérieure lorsque les cycles conjoncturels des différents pays ne sont pas synchronisés. En d'autres termes, lorsqu'un choc économique ou un décalage apparaît entre deux pays, le taux de change est susceptible d'en être affecté. Les autorités monétaires peuvent maintenir la parité, mais elles doivent en accepter le coût, car l'ajustement s'effectue alors sur les variables économiques internes, le revenu national en particulier.

2.2 Le cas de la Suisse

La Suisse n'est pas tenue de maintenir son taux de change autour d'une parité fixée. La BNS poursuit une politique monétaire axée sur la stabilité des prix à moyen terme. Pour ce faire, elle s'est fixé un objectif de croissance de la masse monétaire. Nous conduisons cependant notre politique monétaire avec souplesse et pragmatisme en ce sens que nous nous réservons de nous écarter temporairement du sentier de croissance fixé si des conditions exceptionnelles l'exigent. Je pense en particulier à des développements inattendus sur les marchés des changes ou sur les marchés financiers susceptibles de nuire à la stabilité des prix.

Durant les périodes de grandes incertitudes, notre politique nous donne une marge de manœuvre plus importante que si nous cherchions à fixer le cours de notre monnaie. Depuis l'été passé, nous avons utilisé cette marge de manœuvre pour assouplir le degré de restriction de notre politique

monétaire. Cela nous a permis de creuser le différentiel de taux d'intérêt par rapport aux taux allemands, ce qui est à saluer dans un contexte de stagnation conjoncturelle. L'indépendance de notre politique monétaire nous a permis d'atténuer les effets indésirables provoqués par la réunification allemande et la politique restrictive de la plupart des banques centrales européennes. Dans un système de parités fixes, notre taux de change n'aurait pas pu jouer le rôle «d'amortisseur»; nous aurions été contraints d'être plus restrictifs, avec pour conséquence des taux d'intérêt à un niveau supérieur.

3. L'avenir du système monétaire international et les risques de crises

Il est difficile de se faire une idée précise de ce que l'avenir nous réserve. Le nôtre est à n'en point douter très étroitement lié à celui de l'Europe. Il est par conséquent important de se maintenir bien informés des développements au sein de la Communauté.

La construction européenne: état de situation

La construction européenne a subi un coup de frein. Le processus de Maastricht qui doit conduire la CE vers l'Union économique et monétaire (UEM), a été perturbé. Les avantages d'une monnaie *unique* dans un marché *unique* ne sont généralement pas contestés. Son introduction supprimerait notamment les incertitudes quant à l'évolution des taux de change ainsi que les coûts liés aux conversions d'une monnaie à l'autre. De nombreuses difficultés émaillent néanmoins la période de transition.

Les risques de crises

Tant que les problèmes du SME et, a fortiori, ceux de la transition vers l'UEM, ne seront pas complètement aplanis, il faudra compter avec des soubresauts et ce, d'autant plus, que la coordination du système monétaire international fait défaut. On peut se demander à cet égard si, pour préserver l'équilibre systémique, il n'y aurait pas lieu d'imposer certaines contraintes sur ceux qui

maintiennent des positions ouvertes sur devises. Lorsque les économies divergent, les taux de change finissent par réagir. Il est donc préférable de modifier les parités suffisamment tôt, plutôt que de cristalliser le système en voulant à tout prix défendre le cours d'une monnaie. Si les pays membres du SME manifestent clairement leur intention de faire converger les économies et qu'ils n'entravent pas les ajustements de parités souhaitables du point de vue économique, leur tâche sera d'autant plus facilitée.

La coordination économique est nécessaire pour les pays reliés par un régime de parités fixes mais elle est aussi souhaitable lorsque les changes sont flottants. Le différentiel des taux d'intérêts à court terme entre les États-Unis et l'Allemagne, qui a atteint 6,5% l'été dernier, a certainement pesé sur les événements de septembre. La récente envolée du Yen n'a pas non plus contribué à calmer les marchés. Les échanges de vues et la coordination entre les pays de l'OCDE occuperont probablement une place plus importante à l'avenir. La stabilité du système monétaire international ne pourra être garantie que dans la mesure où les Grands seront d'accord de jouer le jeu. La responsabilité du G7 est grande à cet égard.

4. Quel avenir pour le franc suisse?

L'avenir du franc suisse est étroitement lié à l'avenir de notre économie. Il dépend donc du scénario que le peuple suisse privilégiera quant aux relations entre notre pays et la Communauté européenne. Ce choix est politique. Il dépasse le domaine monétaire car il affecte des domaines aussi divers que la politique de concurrence, le système de formation, les questions d'environnement, de santé et de retraites ou encore les thèmes sensibles de la souveraineté et de la neutralité.

Pour l'avenir communautaire, plusieurs scénarios sont envisageables. Il est encore possible, bien que moins probable, que le processus devant mener les pays de la CE à l'UEM se déroule dans les délais. Au tournant du siècle, les monnaies qui forment actuellement le SME devraient disparaître au profit de l'Ecu. Il est plus vraisemblable que le calendrier soit retardé avec un prolongement de la phase deux. On peut donc imaginer

deux types d'environnements monétaires pour notre pays. Soit un environnement où plusieurs monnaies européennes coexistent encore plusieurs années, avec ou non l'Ecu en parallèle, et avec certaines monnaies observant des taux de change quasi-fixes. Soit un environnement caractérisé par un passage sans transition à la monnaie unique.

Les monnaies européennes coexistent

La coexistence de plusieurs monnaies européennes équivaut à la continuation de l'actuel SME. Il est néanmoins probable que les liens entre les différentes monnaies se renforcent au fur et à mesure des progrès de la convergence. Tant que la Suisse reste hors de la CE, il ne serait pas judicieux de changer de politique monétaire car, comme je l'ai déjà dit, notre stratégie actuelle nous permet de mieux concilier les préoccupations indigènes et internationales que si nous cherchions à fixer notre taux de change. D'autre part, de par sa modeste taille, notre économie est assez sensible aux chocs extérieurs. Un taux de change flexible a l'avantage de nous immuniser partiellement des turbulences d'origine externe. Il faut être conscient du fait qu'un rattachement unilatéral de notre monnaie à l'Ecu ne serait d'ailleurs pas dénué de risques; les pays nordiques en ont fait l'amère expérience.

Si le peuple suisse décidait d'adhérer à la CE, le contrôle de notre politique monétaire dépendrait de l'état d'avancement de l'UEM. Notre monnaie devrait selon toute probabilité entrer dans le SME, nous devrions faire partie du MCE et fixer une parité du franc suisse face aux autres monnaies du MCE. Nous ne pourrions par conséquent plus exercer un contrôle direct sur les prix. Notre politique monétaire serait donc essentiellement concentrée sur la défense de notre taux de change. La participation de la Suisse au MCE aurait pour principal avantage de réduire les fluctuations des taux de change entre le franc suisse et les monnaies européennes. En rattachant notre monnaie, il deviendrait cependant plus difficile de maintenir nos taux d'intérêt au-dessous de ceux de la CE. Mais je ne pense pas que les taux suisses seraient condamnés à s'aligner sur ceux de nos voisins. En effet, nous pourrions toujours faire

valoir nos atouts spécifiques. Ainsi, nous avons une longue tradition d'épargne excédentaire. Cette tradition d'épargne se reflète dans l'excédent régulier de notre balance courante; l'année dernière il s'est encore inscrit à un montant record, de plus de 21 milliards de francs, soit 6,2% du produit intérieur brut. Donc, si nous devenions membres du SME, nos taux d'intérêt se rapprocheraient de ceux des pays européens, mais pourraient demeurer inférieurs, pour autant que nos comptes publics ne se détériorent pas de façon durable.

L'Ecu remplace les monnaies européennes

Dans le cas où l'Ecu serait déjà monnaie européenne, la politique monétaire européenne serait menée par la Banque centrale européenne (BCE). Si le peuple suisse choisissait d'adhérer à la CE, il devrait renoncer au franc suisse. La Banque nationale ne ferait plus une politique monétaire nationale mais européenne. Nous partagerions en effet le pouvoir et la monnaie avec nos partenaires européens et nous aurions vraisemblablement les mêmes taux d'intérêt. Des différences de prix pourraient toutefois subsister d'une région à l'autre de l'Europe à l'image de ce qu'elles sont entre les différentes régions des Etats-Unis.

Imaginons, au contraire, que la Suisse privilégie la voie solitaire. Face à une Europe où l'Ecu aurait remplacé les monnaies du SME, nous nous trouverions un peu dans la situation du Canada face aux Etats-Unis avec, à nos portes, un ensemble économique et monétaire intégré dont la valeur de référence serait à la fois monnaie nationale et devise de réserve. L'expérience du Canada montre que dans une telle situation, il est impératif de poursuivre avec constance une politique de convergence économique avec le grand voisin. Compte tenu du fait que la monnaie satellite a tendance à fluctuer plus abruptement que la monnaie de référence, et cela d'autant plus quand cette monnaie est une devise internationale, nos amis canadiens ont opté pour une stratégie de taux d'inflation très bas, stratégie quantifiée sur le moyen terme et dûment publiée afin que l'économie puisse escompter les paramètres d'avenir. Quoique formulée différemment, cette politique monétaire est comparable à la nôtre, si ce n'est

que le Canada vise un taux d'inflation systématiquement inférieur à celui des Etats-Unis. Actuellement, il nous serait difficile d'avoir un taux d'inflation inférieur à celui de nos principaux partenaires commerciaux. Mais cela n'est pas impossible à moyen terme, dans la mesure où nous acceptons de raboter le socle d'inflation interne, particulièrement résistant dans les services.

Il serait donc concevable de poursuivre notre politique actuelle, pour autant que tous les acteurs économiques suisses acceptent le défi d'être constamment meilleurs que leurs principaux partenaires européens. Et lorsque nos partenaires seront moins vertueux, nous devons aussi les suivre, avec un certain décalage toutefois. A défaut, nous risquerions d'amplifier les chutes, respectivement les envolées, de notre monnaie.

5. Considérations finales

Les articulations de l'économie mondiale en l'an 2000 sont difficiles à cerner car plusieurs options fondamentales sont encore ouvertes.

Ainsi, en ce qui concerne les *échanges mondiaux*, nous ne savons pas encore s'ils seront régis par les règles multilatérales du GATT ou concentrés dans des blocs régionaux avec des accords bilatéraux entre blocs.

Quant à l'orientation des *politiques macro-économiques*, il existe bien une volonté nouvelle de renforcer la coordination multilatérale au sein du G7. Cependant, vu la divergence des situations économiques, l'on peut se demander si une orientation vertueuse peut émerger de ce forum. En effet, chacun semble avoir de bonnes raisons pour favoriser des politiques de relance: l'Europe, pour combattre le chômage; les Etats-Unis, pour améliorer leurs systèmes de santé et d'éducation; le

Japon, pour débloquer ses investissements domestiques et ainsi éviter trop de mesures de rétorsion.

A terme pourtant, ce ne sont pas des *mesures de relance* décidées d'en haut qui redonneront confiance aux épargnants. L'expérience nous a appris que l'allocation des ressources décidée par les gouvernements est loin d'être optimale. En outre, les risques de relance inflationniste sont encore bien réels.

Faute d'avoir trouvé un système susceptible de lisser les fluctuations entre les grandes monnaies mondiales, les relations de taux de change restent relativement imprévisibles et largement laissées à l'appréciation des marchés. Dans un environnement économique international qui devrait accorder la priorité aux investissements créateurs d'emplois, *la volatilité des taux de change* renchérit substantiellement le coût du capital.

Enfin, les *vellétés politiques* des trois grands blocs ne viennent pas simplifier la tâche. Ainsi, aussi bien pour la conclusion de l'Uruguay Round que pour la lutte contre le chômage, le développement de l'Europe de l'Est ou de la Chine, les arrière-pensées politiques freinent la recherche de solutions économiquement optimales, qui auraient pourtant le mérite d'alléger les difficultés existentielles d'une large majorité de la population mondiale.

Dans ce magma d'intérêts contradictoires, si les banques centrales parviennent au moins à maintenir le cap de la *stabilité des prix*, elles auraient grandement contribué à poser les jalons d'une croissance stable. Quant à la détermination de la *vigueur de cette croissance*, elle est entre les mains des autres acteurs que sont les hommes politiques et les entrepreneurs.

Beurteilung von Länderrisiken

Irma Cruz*

1. Einführung

Die Schuldenproblematik ist heute im Vergleich zu den achtziger Jahren wesentlich entschärft. Dennoch stellen Länderrisiken auch künftig eine potentielle Gefahr für das internationale Finanzsystem dar. Einerseits bestehen Krisenherde weiterhin fort. Andererseits, und besonders schwer abschätzbar, kommt mit dem Wandel in den Ländern Mittel- und Osteuropas eine neue Komponente hinzu. Länderrisiko-Analysen haben deshalb kaum an Aktualität und Bedeutung verloren. Den verschiedenen international tätigen Kreditgebern dienen sie als Entscheidungshilfe. Für die Zentralbanken sind sie vor allem wichtig im Zusammenhang mit ihrer Rolle als «lender of last resort». Die Überwachungsbehörden, schliesslich, stützen sich auf Länderrisiko-Analysen bei der Festlegung der Rückstellungserfordernisse für Auslandskredite.

Interessanterweise ist dem Problem der Länderrisiken erst mit der Verschuldungskrise der achtziger Jahre vermehrte Aufmerksamkeit geschenkt worden. Bis dahin wurde eine eingehende Risikoanalyse der Schuldnerländer vielfach nicht oder nur unzureichend durchgeführt mit der Folge, dass die prekäre Situation der Entwicklungsländer nicht rechtzeitig erkannt und die zukünftige Fähigkeit der Länder, den Schuldendienst zu leisten, überschätzt wurden. Interessant ist dieser Umstand deshalb, weil Zahlungseinstellungen von Schuldnerländern kein neues Phänomen darstellen. Ein Blick in die Geschichte zeigt, dass seit Beginn des letzten Jahrhunderts vier Zyklen von Schuldenkrisen feststellbar sind (Egli 1992). Im wesentlichen liefen alle sehr ähnlich ab. Auf eine bis zehnjährige Phase intensiver Kreditvergabe folgte die Zahlungseinstellung durch die Schuld-

nerländer. Hierauf fanden bis zu siebzig Jahre dauernde Umschuldungsverhandlungen statt, bis die Krise beendet werden konnte und die Länder erneut kreditwürdig wurden.

Es sind verschiedene Erklärungen denkbar, weshalb den Länderrisiko-Analysen erst spät die nötige Bedeutung beigemessen wurde. Die jüngste Schuldenkrise dürfte sich im Vergleich mit den früheren darin unterscheiden, dass sie sowohl in geographischer wie in betragsmässiger Hinsicht weitaus grössere Dimensionen annahm. Beschränkten sich die früheren Krisen auf ein Land oder höchstens eine Region, zog die Krise der achtziger Jahre infolge der zunehmenden internationalen Verflechtung bedeutend grössere Kreise. Wahrscheinlich war deshalb weniger die Tatsache der Zahlungseinstellung das Überraschende als vielmehr deren Ausmass, das das internationale Finanzsystem einer Belastungsprobe aussetzte. Ein anderer möglicher Grund, weshalb Länderrisiko-Analysen lange Zeit nicht, oder nur rudimentär durchgeführt wurden, könnte darin liegen, dass die Länderkredite einen relativ hohen Ertrag abwarfen. Eine Basler Forschungsgruppe befasst sich im Rahmen eines Projekts des Nationalen Forschungsprogrammes¹ unter anderem mit der Frage der Rentabilität von privaten Krediten an Entwicklungsländer. Ihre bisherigen Berechnungen scheinen die These zu unterstützen, dass diese Anlagen im betrachteten Zeitraum (1971 bis 1990) überdurchschnittlich gut rentierten. Eine abschliessende Antwort ist jedoch noch ausstehend. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, dass die Datenbasis für die Evaluation der Risiken als ungenügend erachtet wurde.

Im folgenden werden, nach einer kurzen Skizzierung der Besonderheiten von Länderkrediten, die

* Ressort Internationale Währungsbeziehungen der Schweizerischen Nationalbank.

¹ NFP-28-Projekt: «Die internationale Schuldenproblematik: Ursachen, Entwicklungstendenzen, Lösungsmöglichkeiten aus der Sicht der Schweiz»

heute bekannten Methoden zur Bewertung von Länderrisiken dargestellt. Sodann soll eine kritische Beurteilung der Methoden vorgenommen werden. Aktuellsten Bezug zu dieser Arbeit liefert das seit Anfang 1993 gültige, differenziertere Bewertungssystem der Eidgenössischen Bankenkommision. Hierauf wird speziell eingegangen. Die Frage nach der Beurteilung von Länderrisiken bei der Vergabe von Währungskrediten der Nationalbank wird ebenfalls angeschnitten.

2. Charakteristiken von Länderkrediten

Grundsätzlich unterliegt jede Kreditvergabe in das Ausland – unabhängig davon, ob der Kreditnehmer eine staatliche Institution, eine private Unternehmung oder eine Privatperson ist – dem Länderrisiko. Unter dem Länderrisiko versteht man das Risiko, dass die Rückzahlung der Schulden und/oder deren Bedienung infolge staatlicher Massnahmen eingeschränkt wird. Im wesentlichen setzt es sich aus einer wirtschaftlichen und einer politischen Komponente zusammen. Das wirtschaftliche Risiko meint die Zahlungsunfähigkeit souveräner Staaten aus wirtschaftlichen Gründen (z.B. Haushaltsdefizit, Exportentwicklung, Überschuldung). Das politische Risiko entsteht durch die Einschränkung oder Unterbindung des Schuldendienstes aus politischen Gründen (z. B. Erklärung der Zahlungsunfähigkeit, Diskriminierung, Enteignung, Konfiskation, Einschränkungen des Kapitaltransfers).

Da bei der internationalen Kreditvergabe die Schuldner im Ausland angesiedelt sind oder die Staaten selber als Debitoren auftreten, ist die Rückzahlung weitgehend vom guten Willen souveräner Staaten abhängig. Rechtliche Mittel, die Einforderung der Ausstände durchzusetzen, gibt es keine. Ebenso wenig existieren Absicherungsinstrumente. Sanktionen haben oft nur eine geringe Wirkung. Sie führen vor allem zu einem Kostenanstieg bei den Schuldnern, aber kaum zu einem Zahlungseingang bei den Gläubigern. Ein Beispiel dafür ist die Beschlagnahme des im Ausland angelegten Vermögens des Schuldnerlandes. Dies erhöht die Kosten einer Zahlungsverweigerung für das Schuldnerland, der Gläubiger hat jedoch aus rechtlichen Gründen keinen Zugriff

darauf. Eine andere Möglichkeit ist die Androhung des Ausschlusses vom internationalen Gütermarkt. Die Wirksamkeit dieser Massnahme hängt von der Auslandabhängigkeit des Schuldnerlandes und der Solidarität der internationalen Gemeinschaft ab. Analoges gilt für die Androhung des Ausschlusses vom internationalen Kapitalmarkt. Dabei ist zu bedenken, dass gerade die Kreditverweigerung eine Zahlungseinstellung auslösen kann.

Als Kreditgeber treten Geschäftsbanken, Staaten und internationale Institutionen auf. Sie verfolgen mit der Kreditvergabe zum Teil verschiedene Ziele. Während die Geschäftsbanken ein Gewinnziel anstreben, stehen bei den öffentlichen Kreditgebern meistens die Abwendung von Systemgefahren und/ oder andere öffentliche Interessen im Vordergrund. Länderanalysen sind jedoch für alle Gläubiger wichtig. Die Geschäftsbanken erhalten dadurch Hinweise auf die Bonität eines Landes und damit auf ihre Gewinnchancen. Die öffentlichen Kreditgeber interessieren sich besonders für die Mittelverwendung. Die unterschiedlichen Zielsetzungen kommen in der Kriterien- und Konditionenpolitik zum Ausdruck. Wesentlicher Unterschied ist dabei, dass sich die öffentlichen Institutionen weniger nach Risikogesichtspunkten richten. Das involvierte Länderrisiko ist somit selten voll im Kreditpreis inbegriffen.

Die speziellen Charakteristiken des internationalen Kreditgeschäfts – mangelnde rechtliche Mittel und Sanktionsmöglichkeiten bei einer Zahlungseinstellung – begünstigen ein strategisches Verhalten auf beiden Seiten. Die teilnehmenden Parteien versuchen, die unsichere Situation zu ihren Gunsten auszunützen. Der souveräne Schuldner wägt bei seiner Zahlungsentscheidung beispielsweise die laut Vertrag zu leistenden Zahlungen gegen allfällige Sanktionskosten ab. Übersteigen die Schuldendienstkosten die Höhe der Sanktionskosten, wird der Vertrag nicht eingehalten. Die verbreitete Abgrenzung zwischen Zahlungsunfähigkeit und Zahlungsunwilligkeit ist deshalb zu relativieren. Eine strategische Möglichkeit der Gläubiger stellt vor allem die Risiko-Abwälzung der privaten auf die öffentlichen Gläubiger dar, die insbesondere im Rahmen von Umschuldungen stattfinden kann. Denkbar ist ferner ein kollusives Verhalten der Kreditgeber.

3. Methoden zur Beurteilung von Länderrisiken

Mit der Entwicklung von Systemen zur Beurteilung von Länderrisiken befassen sich verschiedene Institutionen. Auf der einen Seite konzipieren Geschäftsbanken und Überwachungsbehörden Bewertungssysteme. Zum anderen beschäftigen sich wissenschaftliche Forschungsgruppen, meist auf der Grundlage ökonometrischer Modelle, mit der Entwicklung sogenannter Frühwarnsysteme. Im Gegensatz zu den Geschäftsbanken und Überwachungsbehörden setzte sich die Wissenschaft schon Anfang der siebziger Jahre vermehrt damit auseinander. Schliesslich bieten spezialisierte Kreditbewertungsinstitute (Rating agencies) ihre Einschätzungen interessierten Kreisen gegen Entgelt an.

Die Beurteilungskonzepte lassen sich zunächst unterscheiden, ob sie rein beschreibender (qualitativer) Natur sind oder ob sie quantitative Grössen zur Bewertung des Länderrisikos heranziehen. Die *qualitativen* Beurteilungen sind dadurch gekennzeichnet, dass sie die aus der Sicht der Analysten relevanten Risikokomponenten beschreiben. Oft werden sie mit daraus abgeleiteten Empfehlungen versehen. Die *quantitativen* Bewertungsmethoden können prinzipiell in drei Gruppen gegliedert werden: die synthetischen Ermittlungen, die Frühwarnsysteme und die Expertenbefragungen².

Die verbreitetste Methode dürfte auch heute noch die *synthetische Ermittlung*, d.h. die Ermittlung einer einzigen Kennzahl für das Länderrisiko, sein. Eine mehr oder weniger umfangreiche Anzahl qualitativer und quantitativer Indikatoren aus dem wirtschaftlichen und politischen Bereich des Schuldnerlandes wird dabei eruiert. Es handelt sich vorwiegend um Verschuldungskennziffern (Schuldenquote, d.h. Schulden in Relation zu den Exporten, und Schuldendienstquote, d.h. Schuldendienst in Relation zu den Exporten), makro- und mikroökonomische Indikatoren sowie innen- und aussenpolitische Aspekte. Diese Faktoren werden anschliessend mit einer Bewertung versehen, deren Aggregation zu einer Ratingziffer führt. Mit den Ratingziffern der verschiedenen Länder lässt sich eine Rangliste erstellen, die einen Ländervergleich erlaubt.

Ein Beispiel dafür ist das Bewertungssystem der Bank of England, das ihr als Grundlage für die Festlegung von Rückstellungserfordernissen der Geschäftsbanken dient³. Diese Methode berücksichtigt zwölf Faktoren, die in einer Matrix aufgelistet werden. Die 12 Faktoren werden in drei Kategorien eingeteilt. *Kategorie A* weist auf die Unfähigkeit oder Unwilligkeit des Schuldners hin, seinen Schuldendienst zu leisten. Dazu werden Faktoren gezählt die sich auf vorangegangene Umschuldungen oder Transferprobleme beziehen. In die *Kategorie B* fallen Faktoren, die über gegenwärtige Zahlungsschwierigkeiten Auskunft geben. *Kategorie C* hat die grösste Bedeutung als Gruppe. Sie umfasst Faktoren, die auf die Wahrscheinlichkeit von künftigen Zahlungsschwierigkeiten hinweisen: hohe Schulden im Verhältnis zum BIP und zu den Exporterlösen, hohes Verhältnis von Schuldendienst und Zinsendienst zu den Exporterlösen, ungünstiges Verhältnis von Währungsreserven und Importen, Verfehlen von IWF-Zielsetzungen oder Weigerung, die Unterstützung des IWF zu beanspruchen, Sekundärmarktpreis, andere Faktoren.

Für jeden dieser Faktoren gibt die Bank of England eine Bewertungsskala an, die das relative Gewicht der Faktoren im Bewertungsprozess berücksichtigen soll. Starkes Gewicht kommt den Zahlungsrückständen sowie der Umschuldungssituation zu. Die für jeden Faktor ermittelten Punktzahlen werden schliesslich addiert, was die Gesamt-Bewertungsziffer für das untersuchte Land ergibt. Die höchste Punktzahl liegt bei 150. Der letzte Schritt besteht in der Festsetzung des Rückstellungssatzes. Die Bank of England legte zu diesem Zweck eine lineare Beziehung zwischen erreichter Punktzahl und Rückstellungssatz fest. Der empfohlene Mindest-Rückstellungssatz ergibt sich aus der Gesamt-Bewertungsziffer eines Landes abzüglich 25 Punkten. Für Länder mit weniger als 30 Punkten ist keine Rückstellung erforderlich, da der tiefste Rückstellungssatz auf 5% festgelegt wurde. Für Länder mit Punktzahlen von 120 und mehr gilt der maximale Rückstellungssatz von 95%.

² vgl. Anhang Tabelle 1

³ vgl. Anhang Tabelle 2

Ziel der *Frühwarnsysteme* ist es, eine Aussage über die Wahrscheinlichkeit und den Zeitpunkt bevorstehender Störungen im Schuldendienst von einzelnen Ländern zu machen. Von Interesse ist insbesondere die Ermittlung künftiger Umschuldungsfälle. Faktoren und Faktorkombinationen, die in der Vergangenheit massgeblich zu Problemfällen führten, werden ermittelt. Mit Hilfe ökonomischer Modelle werden hierauf Simulationen durchgeführt, die Anhaltspunkte über mögliche Umschuldungsfälle geben können.

Ein Beispiel für ein Frühwarnsystem ist das Revised Minimum Standard Modell (Two-gap Modell) der Weltbank, das Ende der siebziger und Anfang der achtziger Jahre entwickelt wurde. Sein Ziel ist es, für eine bestimmte, in der Zukunft liegende Periode eine Devisenlücke bzw. einen Devisenüberhang für ein Land festzustellen. Im wesentlichen stützt sich dieses Modell auf die buchhalterischen Prinzipien der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und der Zahlungsbilanz. Es beruht auf einem ökonomischen Simulationsmodell. Für den interessierenden Zeitpunkt liefert das Two-gap Modell eine Ziffer, die die absolute Höhe einer externen Finanzierungslücke bzw. eines Finanzierungsüberschusses anzeigt. Kann im Fall einer Devisenlücke davon ausgegangen werden, dass das Land die benötigten Finanzierungsmittel erhält, ist das Risiko sicher niedriger, als wenn die Schliessung der Lücke unwahrscheinlich ist. In dieser Situation sieht sich das betreffende Land möglicherweise zu einer Umschuldung gezwungen. Ein Ländervergleich ist nur sinnvoll, wenn das «gap» in Beziehung zu einer anderen ökonomischen Grösse (z.B. Bruttosozialprodukt oder Exporte) gesetzt wird.

Die *Expertenbefragungen* verlassen sich auf das Urteil einer Reihe von Fachleuten (auch Banken), die entweder einzelnen Risikoidikatoren bestimmte Bewertungsziffern zuordnen oder eine Rangordnung der Länder in Bezug auf den Länderrisikograd vornehmen.

Das Länderrisiko-Rating des Institutional Investor beruht auf dieser Methode. Unter 75–100 führenden internationalen Banken wird eine Umfrage durchgeführt. Jedes Land muss auf einer Skala von 100 Punkten – 0 Punkte repräsentieren den höchsten, 100 Punkte den niedrigsten Länderrisi-

kograd – bewertet werden. Die Beurteilungen der einzelnen Banken werden nach einer bestimmten Formel gewichtet, die den Urteilen der Banken mit dem grössten internationalen Engagement und relativ gut entwickelten Länderrisiko-Evaluationssystemen das grösste Gewicht verleiht. Das Länderrisiko-Rating eines Landes ergibt sich schliesslich als gewogenes arithmetisches Mittel der individuellen Evaluationen. Die Ergebnisse werden halbjährlich, jeweils im März und September, publiziert.

4. Beurteilung der Methoden

An allen drei Methoden fällt auf, wie stark die Resultate von der subjektiven Einschätzung durch die Analysten abhängen. Selbst bei der synthetischen Ermittlung, die vor allem auf der Analyse einer Vielzahl objektiver Faktoren beruht, kommt man nicht ohne subjektive Einschätzungen aus. So muss auch die Bank of England die politische und wirtschaftliche Lage der Schuldnerländer beurteilen. Ferner muss sie die verschiedenen objektiven Faktoren – etwas willkürlich – gewichten. Die Qualität der Ergebnisse hängt daher bei allen Methoden entscheidend von der Landeskenntnis und den persönlichen Kontakten der Analysten zu diesen Ländern ab. Dies trifft besonders auf die Länder Mittel- und Osteuropas zu, über die nur lückenhaftes Datenmaterial zur Verfügung steht. Trotzdem sind diese Methoden zur Beurteilung der Länderrisiken nützlich. Sie stellen für die Banken eine wichtige Entscheidungshilfe bei internationalen Kreditgeschäften dar. In den letzten Jahren trugen sie zu einer differenzierteren Kreditpolitik bei. Einerseits beeinflusst der Länderrisikograd die Festlegung des Kreditvolumens (Länderlimite), andererseits wird er bei der Preisfestsetzung berücksichtigt. Die Finanzierungsmittel für Länderkredite werden meistens in Dollars auf dem Euromarkt beschafft. Die Kosten eines Eurokredits errechnen sich aufgrund eines variablen Basiszinssatzes, der in der Regel auf der London Interbank Offered Rate (LIBOR) oder der amerikanischen Prime Rate beruht, und eines Aufschlags (Spread). Neben der Risikoeinschätzung bestimmen insbesondere die Kredithöhe und -dauer, die Anlagemöglichkeiten im Domizilland der Banken und die Konkurrenzsituation die Höhe des Aufschlags. Der gesamte Kredit-

preis ergibt sich schliesslich nach der Addition einiger zusätzlicher Gebühren (Provisionen).

Die differenziertere Betrachtung der Schuldnerländer erlaubte den Banken, bei der Überwindung der Schuldenkrise – vorwiegend durch Umschuldungen – die problematischsten Kredite zu eruiieren. Diese versuchten sie, zum Teil unter Inkaufnahme eines Abschlags, soweit als möglich abzustossen. Dadurch gelang es ihnen allmählich, ihre Kreditportefeuilles zu bereinigen. Ihr Handlungsspielraum weitete sich erneut aus.

Allerdings dürfen auch die Grenzen der drei genannten Bewertungsverfahren nicht übersehen werden. Sie beziehen sich auf die Objektivität, die Prospektivität und die Verfügbarkeit der Informationen in qualitativer und quantitativer Hinsicht. Kaum Eingang in die Betrachtungen finden sodann Überlegungen zum strategischen Verhalten souveräner Staaten. Je nach Umfang und Detaillierungsgrad der Analysen kann der Zeitaufwand zudem erheblich sein.

Bei der synthetischen Ermittlung fehlt ausserdem der Zeitfaktor, der Angaben über die vertretbare Laufzeit der Kreditgewährung erlauben würde. Die Methode der Expertenbefragung leidet dagegen besonders an der mangelnden Transparenz und am hohen Subjektivitätsgrad. Schwachstelle vieler Frühwarnsysteme ist das Fehlen einer ökonomischen Theorie über die Ursachen von Zahlungskrisen (Mehltretter 1990). Qualitative Indikatoren berücksichtigen Frühwarnsysteme zudem kaum. Im weiteren bauen auch die (heute bekannten) Frühwarnsysteme ihre Berechnungen weitgehend auf der Projektion von Vergangenheitszahlen auf, so dass ihre Aussagen nicht wirklich zukunftsorientiert sind.

Nicht unproblematisch ist sodann die Festlegung der Rückstellungserfordernisse, die die Überwachungsbehörden und die Geschäftsbanken aufgrund der ermittelten Länderrisiken vornehmen. Ratingsysteme wie dasjenige der Bank of England münden zwar in eine Ratingziffer, doch lässt sich daraus nicht ableiten, ab welcher Ziffernhöhe Zahlungsschwierigkeiten in welchem Ausmass zu erwarten sind. Lediglich Frühwarnsysteme selektieren aus der Gesamtheit der untersuchten Länder diejenigen Staaten, bei denen in Zukunft mit

Zahlungsproblemen gerechnet werden muss. Auch diese Methode unterliegt grossen Unsicherheiten, insbesondere über den Zeitpunkt des Eintritts der Schwierigkeiten.

Ein *Vergleich der Ergebnisse* der verschiedenen Methoden ist wegen der Vertraulichkeit der Daten und der unterschiedlichen Erhebungszeitpunkte nur sehr begrenzt möglich. Dennoch scheint der Schluss zulässig, dass die Resultate im wesentlichen ähnlich ausfallen. Da alle Methoden auf dieselben oder ähnliche Risikofaktoren zurückgreifen, dürfte dies nicht überraschen⁴. Vergleicht man beispielsweise – die Angaben sind nur für ein paar wenige Länder verfügbar – die nach Risiko-grad vorgenommene Länder-Reihenfolge der Bank of England und des Institutional Investor, so besteht im wesentlichen Übereinstimmung. Angesichts der nur rudimentären Vergleichsmöglichkeiten verschafft eine weitere Gegenüberstellung von Methoden und Ergebnissen keine bedeutenden zusätzlichen Erkenntnisse mehr.

Mit den Länderrisiko-Beurteilungen werden die *Faktoren* überwacht, die seitens der Schuldnerländer zur Verursachung von Schuldenkrisen beitragen können. Nicht berücksichtigt werden aber diejenigen Gründe, die auf der Gläubigerseite für Krisen mitverantwortlich sein können. Beispiel dafür ist eine mangels attraktiver Anlagealternativen grosszügige Kreditvergabe internationaler Geschäftsbanken. Calvo, Leiderman und Reinhart (1992) untersuchten in ihrer Studie den Kreditfluss von den USA nach Lateinamerika, der Anfang der neunziger Jahre erneut eingesetzt hat. Sie kamen zum Schluss, dass neben der wirtschaftlichen Erholung in Lateinamerika vor allem die kritische Konjunkturlage in den USA den Ausschlag gab. Das unattraktive Investitionsklima in den USA bestimmte die Geldvergabe wesentlich. Im Unterschied zur Situation in den siebziger und frühen achtziger Jahren dürfte jedoch dank den Länderanalysen eine erhöhte Sensibilität für die Kreditwürdigkeit der Schuldnerländer entwickelt worden sein. Um das erneute Entstehen einer Schuldenkrise möglichst zu vermeiden, bedarf es neben den spezifischen Länderbeurteilungen

⁴ Backhaus (1986) bezweifelt aufgrund seiner Untersuchungen allerdings die Prognosekraft der Faktoren, die für die Länderrisiko-Analysen verwendet werden.

dennoch zusätzlich einer stärkeren Berücksichtigung des internationalen Wirtschaftsumfeldes. Veränderungen im internationalen Wirtschaftsgefüge, die Zahlungskrisen mitverursachen können, wären dadurch eher vorhersehbar (z.B. Zinsentwicklungen). Zudem sollten die Regierungen die Möglichkeit ausschliessen, dass die privaten Kreditgeber das Risiko auf die öffentlichen Gläubiger überwälzen können. Dadurch wären Kreditvergaben, die sowohl die Kreditgeber- wie die Kreditnehmerseite zu stark belasten, eher vermeidbar.

Die veränderte Kreditpolitik der Banken blieb nicht ohne *Auswirkungen auf die Schuldnerländer*. Ab 1984 war der Geldfluss in die Entwicklungsländer kleiner als die Zahlungen, die sie den Geldgebern leisteten. Je nach Quellen schwanken die Zahlenangaben über den Nettotransfer von den Entwicklungsländern zu den Industrieländern zwischen 40 und 50 Mrd. Dollar jährlich. Seit Anfang der neunziger Jahre zeichnet sich eine Trendumkehr ab. Bei den Neukrediten kam es zu einer Verlagerung in der Gläubigerstruktur. Nach Angaben des IWF kletterte der Anteil der öffentlichen Forderungen am gesamten Schuldenberg von 29% im Jahr 1982 auf rund 43% im Jahr 1991. Die Laufzeiten der privaten Kredite, die Ende der siebziger und Anfang der achtziger Jahre durchschnittlich acht bis neun Jahre betragen – während sich die öffentlichen Kredite auf rund 20 Jahre erstreckten –, wurden nach der Schuldenkrise weiter verkürzt. Dies führte so weit, dass bei Projektfinanzierungen, deren typisches Merkmal normalerweise eine zeitliche Abstimmung von Ertragsanfall und Schuldendienstzahlungen ist, Kredite fällig wurden, bevor Erträge erwirtschaftet wurden (Vocke 1991).

5. Die Methode der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) und die Währungskredite der SNB

Die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) befasste sich 1992 eingehend mit der Entwicklung einer neuen Methode für die Beurteilung von Länderrisiken. Seit 1983 hatte sie einen pauschalen Mindestsatz der Wertberichtigung für Forderungen mit Länderrisiko festgelegt. Im Laufe der Jahre wurde der Satz von 20% auf zuletzt 65% erhöht. War dieses Vorgehen während der Phase

nach der Schuldenkrise zweckmässig, ist es in der heutigen Situation zu undifferenziert. Diskutiert wurde ein Vorschlag, wonach allein die *Sekundärmarktpreise*⁵ zur Beurteilung von Länderrisiken verwendet werden sollten. Dies wäre praktisch einer reduzierten Form der synthetischen Ermittlung gleichgekommen.

Die alleinige Ausrichtung auf die Sekundärmarktpreise besitzt Vor- und Nachteile. Der Hauptvorteil besteht vor allem im besseren Einbezug der Zukunft, da die Sekundärmarktpreise Erwartungen widerspiegeln. Ein Vergleich der Länder-Rangfolge gemäss den Sekundärmarktpreisen und der Bewertung des Institutional Investor lässt deutlich erkennen, dass die Sekundärmarktpreise schneller auf Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen reagieren. So weisen sie jenen Ländern, die gegenwärtig wieder verheissungsvollere Perspektiven bieten (z.B. Chile, Mexiko), vergleichsweise bessere Positionen zu. Die internationale Vergleichbarkeit ist bei der Ausrichtung auf die Sekundärmarktpreise gewährleistet, und der zeitliche Aufwand zur Erfassung der Länderrisiken hält sich in Grenzen. Die Rückstellungserfordernisse könnten aufgrund des Marktwertes abgeleitet werden. Der wesentliche Nachteil liegt darin, dass der Sekundärmarkt für viele Forderungen unzulänglich entwickelt ist. Im weiteren führen grosse Schwankungen der Sekundärmarktpreise zu Unsicherheiten. Die Sekundärmarktpreise als alleinigen Indikator zur Länderrisiko-Beurteilung heranzuziehen, ist deshalb höchstens für ausgewählte Forderungen angezeigt.

Die *Lösung*, für die sich die EBK⁶ Ende 1992 entschied, beruht im wesentlichen auf Expertenbefragungen, die im Bedarfsfall durch eigene Einschätzungen ergänzt werden können. Basis für die Länderliste der EBK sind die Bewertungen spezialisierter Institutionen sowie die Länderrisiko-Beurteilungen massgebender Geschäftsbanken. Anhand dieser Liste bestimmt die EBK die Wertberichtigungssätze. Für Länder, die – bei einer Skala von 0–100 Punkten – eine festgelegte Minimumpunktzahl nicht erreichen, beträgt die

⁵ vgl. Anhang Tabelle 1

⁶ vgl. Anhang Tabelle 1

Rückstellungspflicht 100%. Für Länder, die eine bestimmte Punktzahl überschreiten, wird von Rückstellungen abgesehen. Im Zwischenbereich ist die Skala proportional. Die EBK erstellt ihre Länderliste jeweils auf Ende Jahr. Die erste Liste⁷ wurde auf Ende Dezember 1992 erarbeitet.

Die EBK befreit zwei Kategorien von Forderungen von der Pflicht zur Bildung von Wertberichtigungen. Bei der einen Gruppe handelt es sich um Forderungen/Wertrechte, deren Bewertung aufgrund ihrer Sekundärmarktpreise erfolgen kann. Die entsprechenden Bedingungen an die Banken und an die Forderungen/Wertrechte sind im einzelnen aufgelistet. Dazu gehört insbesondere, dass die Bank einen aktiven Handel mit solchen Papieren betreibt und über eine den Risiken dieser Geschäftstätigkeit angemessene Verwaltungsorganisation sowie über genügend qualifiziertes Personal verfügt. Das Volumen der Forderungen mit Länderrisiko muss überdies gross genug sein, damit ein regulärer Sekundärmarkt gewährleistet ist. Market Makers müssen regelmässig Geld- und Briefkurse stellen, die über allgemein zugängliche Finanzinformationssysteme abgefragt werden können. Sodann muss die Handelbarkeit ohne jede Verkaufsbehinderung gewährleistet sein. Erfüllt eine Bank diese Bedingungen, kann die EBK eine Bewilligung erteilen. In der zweiten Gruppe werden diejenigen Forderungen aufgezählt, für die die EBK keine Rückstellungsvorschriften erlässt. Dazu gehören kurzfristige Handelsengagements, kotierte Wertpapiere, Forderungen aus Termingeschäften in Devisen und Edelmetallen, Forderungen gegenüber multilateralen Entwicklungsbanken, Forderungen aus Co-Finanzierungen mit internationalen Finanzinstitutionen sowie, unter bestimmten Voraussetzungen, Forderungen aus Projektfinanzierungen.

Diese neue Regelung trat am 31. Dezember 1992 in Kraft. Den Banken steht es frei, während einer einjährigen Übergangszeit die alte oder neue Methode anzuwenden.

Gegenüber der früheren Anwendung eines pauschalen Rückstellungssatzes trägt die neue Methode der länderspezifischen Wertberichtigungsätze den Ländern und Banken besser Rechnung. Dank der entspannteren Schuldensituation resultieren insgesamt tiefere Rückstellungssätze. Für

die EBK hält sich der Aufwand mit der Anwendung dieser Methode in Grenzen. Sowohl die Möglichkeit, Korrekturen an der Länderliste vorzunehmen als auch die Ausnahmeregelung gewährleisten eine bestimmte Flexibilität. Dadurch können die Nachteile, die denjenigen der Expertenbefragungen im wesentlichen entsprechen, gemildert werden. Die Umsetzung der Länderbewertungen in Rückstellungssätze stellt aber auch hier eine Ermessensfrage dar.

Wie eingangs erwähnt, gewährt die *Schweizerische Nationalbank Währungskredite*⁸. 1963 trat der Bundesbeschluss über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmaßnahmen in Kraft. Der Bundesrat wird damit ermächtigt, zur Verhütung oder Behebung ernsthafter Störungen der internationalen Währungsbeziehungen an internationalen Stützungsaktionen mitzuwirken. Die Nationalbank kann vom Bundesrat mit der Kreditgewährung beauftragt werden, wofür sie eine Bundesgarantie erhält. Motiv für Währungskredite ist also speziell die Gefährdung des internationalen Währungssystems (z.B. Schuldenkrise 1982). Angestrebt wird eine Stabilisierung der Verhältnisse in den Problemregionen, damit die Turbulenzen letztlich nicht auf die ganze Weltwirtschaft übergreifen. Auf den Währungsbeschluss stützen sich auch im multilateralen Rahmen gewährte Kredite an osteuropäische Länder.

Obwohl die Entscheidungsfreiheit betreffend Kreditgewährung und -bedingungen limitiert ist, sind die Informationen aus Länderanalysen ebenfalls von Bedeutung. Die Nationalbank operiert mit den Währungsreserven ihres Landes, die sie nicht leichtfertig einsetzen darf. Vor allem aber sind Länderanalysen wichtig, um den Kreditbedarf zu ermitteln und um die Zielerreichung zu kontrollieren. Die Nationalbank stützt sich dabei vorwiegend auf die Berichte und Analysen internationaler Institutionen, wie insbesondere von IWF und Weltbank. Deren Untersuchungen sind in der Regel umfassend, und ihre Kontakte in den verschiedenen Ländern und Regionen meist intensiv und

⁷ siehe Anhang II des Rundschreibens der EBK über Länderrisiko 92/4.

⁸ Die Finanzhilfe des Bundes an Länder erfolgt fast ausschliesslich à fonds perdu, so dass sich das Problem des Länderrisikos kaum stellt.

breit abgestützt. Die Nationalbank bildet eine hohe Rückstellung für Länderrisiken.

6. Schlussfolgerungen

Nach dem Ausbruch der Schuldenkrise der achtziger Jahre erfolgte eine intensivere und systematischere Auseinandersetzung mit Länderrisiko-Beurteilungen. Verschiedene Methoden wurden entwickelt, die sich im wesentlichen in drei Gruppen einteilen lassen: synthetische Ermittlungen, Frühwarnsysteme und Expertenbefragungen. Die hauptsächlichste Stärke der Beurteilungsmethoden liegt in der Aufbereitung von Informationen über die wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse eines Landes. Sie dienen den Geschäftsbanken als Entscheidungsgrundlage im internationalen Kreditgeschäft. Für die Länder Mittel- und Osteuropas sind sie aufgrund der mangelnden Datenbasis vorläufig allerdings nur beschränkt aussagefähig. Ein Vergleich der Ergebnisse der verschiedenen Methoden ist wegen der Vertraulichkeit der Daten und der unterschiedlichen Erhebungszeitpunkte nur sehr begrenzt möglich. Dennoch scheint der Schluss zulässig, dass sich die Resultate im wesentlichen entsprechen. Länderrisiko-Beurteilungen haben kaum an Aktualität eingebüsst, da zum einen immer noch Krisenherde bestehen und zum anderen nicht ausgeschlossen werden kann, dass Zahlungsprobleme in neuen Regionen entstehen.

Die Länderrisiko-Analysen erlaubten den Gläubigern bei der Überwindung der Schuldenkrise die Schuldnerländer besser zu differenzieren und die

problematischsten Kredite zu eruieren. Bei Entscheidungen über Neukredite dürfte die erhöhte Sensibilisierung für die Kreditwürdigkeit von Schuldnerländern zu einer vorsichtigeren Haltung beitragen. Dennoch sollte die Bedeutung von Länderrisiko-Beurteilungen bei der Gewährung neuer Kredite nicht überbewertet werden. Einerseits schränken die Grenzen der Bewertungsmethoden deren Aussagekraft ein. Dazu zählen insbesondere die mangelhafte Prognosefähigkeit sowie die Vernachlässigung der strategischen Komponente. Andererseits spielt beim Entscheid, einen Länderkredit zu gewähren oder nicht, die konjunkturelle Situation in den Industrieländern eine wesentliche Rolle. Ein ungünstiges Investitionsklima veranlasst die Banken, nach Anlagemöglichkeiten im Ausland Ausschau zu halten. Um künftig neue Schuldenkrisen zu vermeiden, ist es deshalb wichtig, dass die Risiko-Beurteilungen der Geschäftsbanken und Überwachungsbehörden neben den spezifischen Länderanalysen auch Überlegungen zu möglichen längerfristigen Entwicklungen der internationalen Wirtschaft miteinbeziehen. Von grosser Bedeutung ist zudem, dass die Regierungen die Möglichkeit ausschliessen, dass die privaten Kreditgeber das Risiko auf die öffentlichen Gläubiger überwälzen können.

Die Kreditgewährung der Banken wird stets mit Risiken verbunden sein. Es gibt keine Bewertungsmethoden für Kredite, mit denen diese Risiken genau erfasst werden können. Banken, die Risiken eingehen, werden von Zeit zu Zeit Verluste auf ihrem Kreditportfolio erleiden. Verluste sind an sich kein Problem. Sie werden nur zum Problem, wenn sie die Solvenz der Banken gefährden.

Anhang

Tabelle 1

Vergleich der Methoden zur Beurteilung von Länderrisiken

Methode	Vorgehen	Vorteile	Nachteile	Beispiel
synthetische Ermittlung	verschiedene Indikatoren werden bewertet und zu einer einzigen Kennzahl zusammengefasst	<ul style="list-style-type: none"> - Berücksichtigung (z.T. umfangreicher) qualitativer und quantitativer Faktoren - Ländervergleich möglich 	<ul style="list-style-type: none"> - mangelnde Prospektivität (a) - Informationsverfügbarkeit mangelhaft (b) - Objektivität fraglich (c) - keine Berücksichtigung des strategischen Verhaltens (d) - kaum Anhaltspunkte für Rückstellungserfordernisse (e) - kaum zeitliche Angaben über Problembeginn (f) 	Bewertungsmatrix der Bank of England
Frühwarnsystem	ökonomisches Simulationsmodell	<ul style="list-style-type: none"> - Aussage über Wahrscheinlichkeit (und Zeitpunkt) von Störungen / Umschuldungsfällen 	<ul style="list-style-type: none"> - siehe (a)-(e) bei "synthetischer Ermittlung" - Vernachlässigung qualitativer Indikatoren - Ländervergleich nur bedingt möglich 	Two-gap Modell der Weltbank
Expertenbefragung	Ratingsystem	<ul style="list-style-type: none"> - gute Landeskenntnisse der Experten - Ländervergleich möglich 	<ul style="list-style-type: none"> - siehe (a)-(f) bei "synthetischer Ermittlung", mit starker Betonung von (c) 	Rating des Institutional Investor
Sekundärmarktpreise	Risiko-Beurteilung aufgrund der Sekundärmarktpreise	<ul style="list-style-type: none"> - Einbezug von Erwartungen über Zukunft - verschiedene Bonitätsaspekte in einem Faktor - Ländervergleich möglich - Ableitung der Rückstellungserfordernisse aufgrund des Marktwertes 	<ul style="list-style-type: none"> - für viele Forderungen ist Sekundärmarkt ungenügend entwickelt - grosse Preisschwankungen - (d) bei "synthetischer Ermittlung" eher abgeschwächt 	--
Bewertungsmethode der EBK	Basis ist Ratingsystem zusätzlich: Möglichkeit für Korrekturen sowie Ausnahmeregelung	<ul style="list-style-type: none"> - siehe "Expertenbefragung" - Aufwand hält sich in Grenzen - Flexibilität durch Korrekturmöglichkeiten und Ausnahmeregelung 	<ul style="list-style-type: none"> - siehe "Expertenbefragung", durch die flexiblere Haltung allerdings abgeschwächt 	Bewertungsmethode der EBK

Tabelle 2

Country Debt Provisioning Matrix

Category	'A' Factors		'B' Factors	
Column	1	2	3	4
Definition	Rescheduled at any time in the last 5 years, or in the process of rescheduling, or is refusing to cooperate in the rescheduling process, or has significant transfer problems and/or a limit on debt servicing without agreement from creditors.	Second or more re-scheduling during the last 5 years of principal amounts rescheduled since Jan. 1983, or new money to clear arrears, or capitalisation of interest arrears, or rescheduling of principal arrears, or is refusing to co-operate in the rescheduling process, or has significant transfer problems and/or a limit on debt servicing without agreement from creditors.	Significant arrears of interest or principal to IFIs.	Arrears of interest or principal on original or re-scheduled loans from other external creditors; excluding agreed arrears.
Score Range	<=6mths=20 <=12mths=18 <=18mths=16 <=24mths=14 <=30mths=12 <=36mths=10 <=42mths=8 <=48mths=6 <=54mths=4 <=60mths=2	<=6mths=20 <=12mths=18 <=18mths=16 <=24mths=14 <=30mths=12 <=36mths=10 <=42mths=8 <=48mths=6 <=54mths=4 <=60mths=2	10	<=6mths=10 <=12mths=15 >12mths=20
Country	2-20	2-20	10	10,15 or 20

Category	'C' Factors										
Column	5	6	7	8	9	10	11	12			
Definition	Debt/ GDP ratio	Debt/ exports ratio	Scheduled debt service/ exports ratio	Scheduled interest service/ exports ratio	Visible import cover	Not meeting IMF targets/ unwilling to go to IMF	Secondary market price	Other Factors	Total score (Max .150)	Recommended minimum provisioning level	
Score Range	>=30%=2 >=50%=4 >=70%=6 >=90%=8 >=110%=10	>=165%=2 >=275%=4 >=385%=6 >=495%=8 >=605%=10	>=18%=2 >=30%=4 >=42%=6 >=54%=8 >=66%=10	>=12%=2 >=20%=4 >=28%=6 >=36%=8 >=44%=10	<=4.0=2 <=3.0=4 <=2.0=6 <=1.0=8 <=0.5=10	5	<=95%=2 <=85%=4 <=75%=6 <=65%=8 <=55%=10 <=45%=12 <=35%=14 <=25%=16 <=15%=18 <=5%=20	-5 to 5			
Country	2-10	2-10	2-10	2-10	2-10	5	2-20	-5 to 5	Total		

Quelle: Bank of England

Literaturverzeichnis

- Backhaus, K. und M. Meyer (1986), Ansätze zur Beurteilung von Länderrisiken, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 20, S. 39–59.
- Bank of England (1990), Country Debt Provisioning.
- Bird, G. (1986), New Approaches to Country Risk, in: Lloyds Bank Review No. 162, S. 1–16.
- Calvo, A., Leidermann, L. und C. M. Reinhart (1992), Capital Inflows to Latin America: The 1970s and the 1990s, IMF Working Paper, Oct. 1992, WP/92/85.
- Dornbusch, R. (1989), Debt Problems and World Macroeconomy, in: Developing Country Debt and Economic Performance, edited by Jeffrey D. Sachs, S. 331–357, The University of Chicago Press.
- Eaton J., Gersovitz, M. und J. Stiglitz (1986), The Pure Theory of Country Risk, in: European Economic Review 30, S. 481–527.
- Eidg. Bankenkommission (1992), Rundschreiben Länderrisiko 92/4.
- Egli, D. (1992), Mikroökonomische Analyse der Schuldenkrise: Wo stehen wir heute? Nationales Forschungsprogramm 28, Diskussionspapier Nr. 9.
- Errunza, V. und J. Ghalbouni (1986), Interest Rates and International Debt Crisis, in: Quarterly Review No. 157, Banca Nazionale del Lavoro, S. 225–245.
- Heffernan, S. A. (1986), Sovereign Risk Analysis, London: Allen & Unwin.
- IMF (1984) und (1992), World Economic Outlook.
- Mehltretter, T. (1990), Frühwarnsysteme für verschuldete Entwicklungsländer, Frankfurt am Main: Verlag Peter Lang.
- Kraemer, M. (1991), Neuere Ansätze zur Lösung der internationalen Schuldenkrise, Frankfurt am Main: Verlag Peter Lang.
- Müller, A.P. (1991), The Creditworthiness and International Payment Ability of Sovereign States, in: Intereconomics, March/April 1991, S. 74–81.
- Nationales Forschungsprogramm 28 (1993), Bulletin Nr. 6 Mai 93.
- OECD (1992), Financing and External Debt of Developing Countries, 1991 Survey, Paris.
- Stockner, W. (1984), Die Bewertung des Länderrisikos als Entscheidungshilfe bei der Vergabe internationaler Bankkredite, Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag.
- Swiss Bank Corporation (1988), Country Risk Assessment: Swiss Bank Corporation's Approach, in: Economic and Financial Prospects, Supplement to No.1/1988.
- The World Bank (1989) und (1991), World Debt Tables.
- Vocke, K. (1991), Die Zusammenarbeit zwischen dem Internationalen Währungsfonds, der Weltbankgruppe und internationalen Geschäftsbanken vor dem Hintergrund der Schuldenkrise, Frankfurt a/M.: Fritz Knapp Verlag.

Die Entwicklung der schweizerischen Zahlungsbilanz im Jahre 1992

In der Zahlungsbilanz der Schweiz sind die wirtschaftlichen Transaktionen mit dem Ausland zusammengefasst. Die Ertragsbilanz enthält die Güter-, Dienstleistungs- und Einkommensströme sowie die unentgeltlichen Übertragungen. Die finanziellen Transaktionen erscheinen in der Kapitalverkehrsbilanz.

Der Überschuss der Ertragsbilanz stieg im Jahre

1992 um 6 Mrd. auf 21,1 Mrd. Franken. Er erreichte damit rund 6% des Bruttosozialproduktes. Konjunkturbedingt verringerte sich das Defizit im Warenverkehr um 7 Mrd. Franken.

Das Kapitalverkehrsvolumen (ohne die Transaktionen der Nationalbank) sank erneut und fiel auf den tiefsten Stand seit Beginn der Zahlungsbilanzstatistik im Jahre 1983. Nicht nur der schwei-

Tabelle 1: Schweizerische Zahlungsbilanz in Mrd. Franken*

	1987	1988	1989	1990	1991 ¹⁾	1992 ²⁾
I. Ertragsbilanz (Saldi)						
Warenverkehr	-8,5	-8,9	-11,7	-9,5	-8,0	-1,0
Dienstleistungen	10,6	10,1	11,1	11,2	12,6	13,0
Arbeits- und Kapitaleinkommen	11,4	14,5	14,8	13,6	14,3	13,3
Unentgeltliche Übertragungen	-2,2	-2,5	-2,8	-3,2	-3,8	-4,2
Saldo der Ertragsbilanz	11,3	13,2	11,5	12,0	15,1	21,1
II. Kapitalverkehr (ohne Nationalbank)						
1. Schweizerische Anlagen im Ausland	-47,3	-44,2	-51,4	-49,7	-30,5	-19,5
Direktinvestitionen	-1,9	-12,7	-12,8	-8,8	-9,4	-6,9
Portfolioinvestitionen	-9,5	-20,2	-15,4	-0,8	-25,2	-9,2
Geschäftsbanken: Kredite ans Ausland	-25,6	-0,4	11,2	-8,3	2,5	-6,8
<i>davon Interbankkredite</i>	-18,8	3,1	16,5	-2,7	3,5	-4,9
Übriger langfristiger Kapitalexport	-2,1	-2,9	-3,4	-2,0	-1,3	-3,0
Übriger kurzfristiger Kapitalexport	-8,2	-7,8	-31,0	-29,8	2,8	6,3
<i>davon Treuhandgelder</i>	-7,5	-7,7	-24,0	-16,8	2,9	0,6
2. Ausländische Anlagen in der Schweiz	35,2	22,6	38,9	33,9	13,7	7,3
Direktinvestitionen	3,0	0,1	3,7	6,2	3,7	0,7
Portfolioinvestitionen	6,9	9,4	10,4	-0,8	8,0	5,0
Geschäftsbanken: Kredite aus dem Ausland	20,0	4,9	13,6	16,7	2,7	-1,0
<i>davon Interbankeinlagen</i>	15,3	8,5	13,9	18,0	4,0	-1,2
Übriger langfristiger Kapitalimport	1,0	1,6	3,8	1,8	1,9	1,1
Übriger kurzfristiger Kapitalimport	4,2	6,7	7,5	9,9	-2,6	1,5
3. Saldo des Edelmetallverkehrs	-1,9	-0,3	1,7	-2,4	-0,3	-2,3
Saldo des Kapitalverkehrs	-14,0	-21,8	-10,8	-18,2	-17,1	-14,5
III. Veränderung des Nettoauslandstatus der Nationalbank	-1,1	1,5	-3,8	2,4	-3,1	-6,9
IV. Gegenbuchung zu den Wertveränderungen auf dem Nettoauslandstatus der Nationalbank	-3,5	2,0	1,4	-4,0	1,7	0,7
V. Saldo der nicht erfassten Transaktionen und statistischen Fehler	7,4	5,1	1,8	7,9	3,3	-0,5

Anmerkungen:

¹⁾ provisorisch

²⁾ revidiert

* Differenzen in den Summen durch das Runden der Zahlen.

Ein Minuszeichen in der Ertragsbilanz bedeutet einen Überschuss der Importe über die Exporte, in der Kapitalverkehrsbilanz einen Kapitalexport. Beim Auslandstatus der Nationalbank bedeutet das Minuszeichen eine Zunahme der Guthaben.

Tabelle 2: Einnahmen und Ausgaben der Ertragsbilanz 1991 und 1992 in Mrd. Franken* und prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr

Komponenten	1991 ^{r)}			1992 ^{p)}			% -Veränderung zum Vorjahr	
	Ein-	Aus-	Saldo	Ein-	Aus-	Saldo	+	-
	nahmen	gaben		nahmen	gaben			
A. Warenverkehr	90,9	98,9	-8,0	95,3	96,3	-1,0	4,9	-2,6
1. Spezialhandel	87,9	95,0	-7,1	92,1	92,3	-0,2	4,8	-2,8
2. Übriger Warenverkehr	1,5	2,7	-1,3	1,7	2,8	-1,1	17,2	4,3
3. Elektrische Energie	1,4	1,1	0,3	1,5	1,1	0,4	0,6	-0,3
B. Dienstleistungen	25,9	13,3	12,6	26,9	13,9	13,0	4,1	4,8
4. Fremdenverkehr	12,6	9,8	2,8	13,3	10,4	2,9	5,3	5,7
5. Privatversicherungen	1,5	0,0	1,5	1,5	0,0	1,5	1,2	-8,0
6. Transithandelsgeschäfte	1,0	-	1,0	0,8	-	0,8	-21,5	-
7. Gütertransporte	0,8	0,0	0,8	0,8	0,1	0,8	1,5	24,2
8. Post- und Fernmeldeverkehr	0,6	0,8	-0,3	0,7	0,9	-0,2	16,4	7,5
9. Sonstige Dienstleistungen	9,4	2,5	6,8	9,8	2,5	7,3	5,2	0,2
C. Arbeits- und Kapitaleinkommen	42,1	27,8	14,3	39,6	26,3	13,3	-6,0	-5,3
10. Arbeitseinkommen	1,2	8,8	-7,6	1,3	8,8	-7,5	4,4	-0,4
11. Kapitalerträge	40,9	18,9	21,9	38,3	17,5	20,8	-6,3	-7,6
Aussenbeitrag zum BSP (A+B+C)	158,8	139,9	18,9	161,8	136,5	25,3	1,9	-2,5
D. Unentgeltliche Übertragungen	3,4	7,2	-3,8	3,6	7,7	-4,2	4,8	8,3
12. Private	0,4	3,7	-3,3	0,4	3,7	-3,3	-0,0	1,9
13. Sozialversicherungen	1,1	2,0	-0,8	1,2	2,3	-1,1	0,6	13,8
14. Staat	1,9	1,5	0,3	2,0	1,8	0,3	8,5	16,5
TOTAL (A+B+C+D)	162,2	147,0	15,1	165,4	144,2	21,1	2,0	-1,9

* Differenzen in den Summen durch das Runden der Zahlen

^{r)} revidiert

^{p)} provisorisch

zerische Kapitalverkehr schwächte sich ab; weltweit wurde die gleiche Entwicklung beobachtet. Der Rückgang des schweizerischen Kapitalverkehrs war jedoch verhältnismässig stärker. Dies war auf einen besonders kräftigen Rückgang der Portfolioinvestitionen und der ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz zurückzuführen. Da die Kapitalexporte stärker abnahmen als die Kapitalimporte, verminderte sich auch das Defizit des Kapitalverkehrs.

Die Differenz zwischen dem schweizerischen Sparüberschuss (Saldo der Ertragsbilanz von 21,1 Mrd. Franken) und dem Defizit des Kapitalverkehrs entspricht im wesentlichen den Kapitalexporten der Nationalbank, die ihre Auslandguthaben um 6,9 Mrd. Franken erhöhte. Der Saldo der nicht erfassten Transaktionen und statistischen Fehler (Restposten) sank auf - 0,5 Mrd. Franken (Vorjahr + 3,3 Mrd.).

Ertragsbilanz

Der Warenverkehr mit dem Ausland (Spezialhandel, elektrische Energie, übriger Warenverkehr) im Jahre 1992 war gekennzeichnet durch höhere Exporte und konjunkturbedingt tiefere Importe. Die Exportwerte des Spezialhandels stiegen um 4,8% auf 92,1 Mrd. Die Importwerte nahmen um 2,8% auf 92,3 Mrd. Franken ab. Erstmals seit 1976 war die Handelsbilanz damit praktisch ausgeglichen. Die Aus- und Einfuhr elektrischer Energie veränderte sich im Vergleich zum Vorjahr nur geringfügig. Das Defizit des Warenverkehrs sank von 8 Mrd. auf 1 Mrd. Franken.

Sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben aus dem Dienstleistungsverkehr lagen über den Vorjahreswerten. Im Fremdenverkehr, der wichtigsten Komponente des Dienstleistungshandels, stiegen die Einnahmen aufgrund der höheren Pro-

Kopf-Ausgaben der ausländischen Gäste. Die Zahl der Aufenthalte ging zurück. Im Gegensatz dazu ist die Zunahme der Ausgaben schweizerischer Touristen im Ausland auch auf die höhere Zahl der Aufenthalte im Ausland zurückzuführen. Der Überschuss aus dem Fremdenverkehr nahm leicht zu. Die Kommissionseinnahmen der Banken, welche neben dem Fremdenverkehr den wichtigsten Posten der Dienstleistungsexporte bilden, erhöhten sich, weil die Erträge aus der Vermögensverwaltung stiegen. Die Kommissionen aus dem Treuhandgeschäft und die Erträge aus der Emissionstätigkeit waren rückläufig.

Die an das Ausland bezahlten Arbeitseinkommen lagen unter dem Niveau des Vorjahres, weil die Zahl der Grenzgänger im Laufe des Jahres 1992 sank. Die Erträge aus dem schweizerischen Auslandsvermögen sanken infolge tieferer Zinssätze und reinvestierter Erträge um 2,6 Mrd. auf 38,3 Mrd. Franken. Die reinvestierten Erträge aus Direktinvestitionen im Ausland halbierten sich. Die Erträge aus den Treuhandanlagen gingen zurück. Die Zinseinnahmen der Nationalbank auf ihrem Devisenbestand fielen trotz höherem Bestand. Die ans Ausland bezahlten Kapitalerträge bildeten sich um 1,4 Mrd. auf 17,5 Mrd. Franken zurück. Die Banken mussten weniger Zinsen ans Ausland überweisen. Die in der Schweiz reinvestierten Erträge aus Direktinvestitionen gingen massiv zurück. Wie im Vorjahr stiegen die Zins- und Dividendenzahlungen auf Wertpapieren leicht. Obschon das schweizerische Nettovermögen im Ausland im Jahre 1992 kräftig zunahm, sank der Überschuss der Kapitalerträge um 1,1 Mrd. auf 20,8 Mrd. Franken.

Die starke Erhöhung der Bundesausgaben für Entwicklungshilfe und der Versicherungsleistungen der Sozialversicherungen führten zu einem kräftigen Anstieg der unentgeltlichen Übertragungen ans Ausland.

Kapitalverkehr

Die schweizerischen Unternehmen verringerten im Jahre 1992 die Kapitalexporte für Direktinvestitionen gegenüber dem Vorjahr um 2,5 Mrd. auf 6,9 Mrd. Franken¹. Während die Dienstleistungsbranchen für 0,2 Mrd. Kapital aus dem Ausland zurück-

zogen, investierten die Industrieunternehmungen 7,1 Mrd. Franken. Im Vorjahr hatten die Investitionen der beiden Sektoren je 4,7 Mrd. Franken betragen. Der grösste Teil der Gelder floss nach Frankreich, in die USA, die Niederlande, nach Luxemburg und Grossbritannien. Die ausländischen Direktinvestitionen in der Schweiz gingen im Jahre 1992 um 3 Mrd. auf 0,7 Mrd. Franken zurück. Die Abnahme ist hauptsächlich auf Desinvestitionen von Investoren aus dem EG-Raum zurückzuführen.

Die Portfolioinvestitionen schweizerischer Anleger im Ausland sanken im Jahre 1992 im Vergleich zum Vorjahr um 16 Mrd. auf 9,2 Mrd. Franken. Davon wurden 8 Mrd. Franken in ausländische Dividendenpapiere, der Rest in Anleihen und Notes investiert. Im Vorjahr hatten die schweizerischen Investoren noch für 18,7 Mrd. Franken Anleihen und Notes erworben. Dieser Rückgang widerspiegelt teilweise eine Umschichtung der Anlagen in Anleihen inländischer Schuldner. Im Jahre 1992 stieg das Angebot von Inlandanleihen vor allem öffentlicher Schuldner mit attraktiven Renditen stark an.

Die ausländischen Anleger investierten im Jahre 1992 5 Mrd. Franken in schweizerische Wertpapiere. Die Käufe lagen damit um 3 Mrd. Franken unter dem Vorjahreswert. Erstmals erwarben ausländische Anleger in einem erwähnenswerten Umfang (0,7 Mrd. Franken) Titel der öffentlichen Hand.

Die Banken exportierten im Jahre 1992 netto Kapital für 7,8 Mrd. Franken. Im Vorjahr hatten sie wegen der angespannten Lage auf dem schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt Nettokapitalimporte von 5,2 Mrd. Franken getätigt. Sie legten erstmals seit 1987 wieder Mittel bei Banken im Ausland an. Die Banken erwarben vor allem Bankguthaben mit einer Restlaufzeit von 1 bis 3 Monaten.

Ein ausführlicher Bericht über die schweizerische Zahlungsbilanz im Jahre 1992 wird Ende September als Beilage zum Monatsbericht der Nationalbank erscheinen.

¹ Zum Zeitpunkt dieser Publikation sind die Meldungen der Versicherungen über Ihre Direktinvestitionen noch nicht verfügbar. Ein Bericht über die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland, in dem auch die Direktinvestitionen der Versicherungen berücksichtigt sein werden, wird Ende Dezember im Quartalsheft 4/93 der Nationalbank veröffentlicht werden.

La balance suisse des paiements en 1992

La balance suisse des paiements enregistre les opérations à caractère économique qui sont passées avec l'étranger. Les échanges de biens et de services, les revenus de facteurs et les transferts sans contrepartie constituent la balance des transactions courantes, alors que les opérations financières, y compris les investissements directs, sont groupées dans la balance des capitaux.

En 1992, le solde actif de la balance des transactions courantes s'est accru de 6 milliards pour atteindre 21,1 milliards de francs, soit 6% environ du produit national brut. Du fait de la conjoncture, le déficit du trafic des marchandises s'est réduit de 7 milliards de francs.

Les mouvements de capitaux avec l'étranger (sans la Banque nationale) ont continué à fléchir.

Tableau 1: La balance suisse des paiements (en milliards de francs¹⁾*)

	1987	1988	1989	1990	1991 ¹⁾	1992 ²⁾
I. Transactions courantes (soldes)						
Marchandises	-8,5	-8,9	-11,7	-9,5	-8,0	-1,0
Services	10,6	10,1	11,1	11,2	12,6	13,0
Revenus de facteurs	11,4	14,5	14,8	13,6	14,3	13,3
Transferts sans contrepartie	-2,2	-2,5	-2,8	-3,2	-3,8	-4,2
Solde des transactions courantes	11,3	13,2	11,5	12,0	15,1	21,1
II. Mouvements de capitaux (sans la Banque nationale)						
1. Placements suisses à l'étranger	-47,3	-44,2	-51,4	-49,7	-30,5	-19,5
Investissements directs	-1,9	-12,7	-12,8	-8,8	-9,4	-6,9
Investissements de portefeuille	-9,5	-20,2	-15,4	-0,8	-25,2	-9,2
Exportations de capitaux des banques commerciales	-25,6	-0,4	11,2	-8,3	2,5	-6,8
<i>dont opérations interbancaires</i>	<i>-18,8</i>	<i>3,1</i>	<i>16,5</i>	<i>-2,7</i>	<i>3,5</i>	<i>-4,9</i>
Autres exportations de capitaux à long terme	-2,1	-2,9	-3,4	-2,0	-1,3	-3,0
Autres exportations de capitaux à court terme	-8,2	-7,8	-31,0	-29,8	2,8	6,3
<i>dont fonds fiduciaires</i>	<i>-7,5</i>	<i>-7,7</i>	<i>-24,0</i>	<i>-16,8</i>	<i>2,9</i>	<i>0,6</i>
2. Placements étrangers en Suisse	35,2	22,6	38,9	33,9	13,7	7,3
Investissements directs	3,0	0,1	3,7	6,2	3,7	0,7
Investissements de portefeuille	6,9	9,4	10,4	-0,8	8,0	5,0
Importations de capitaux des banques commerciales	20,0	4,9	13,6	16,7	2,7	-1,0
<i>dont opérations interbancaires</i>	<i>15,3</i>	<i>8,5</i>	<i>13,9</i>	<i>18,0</i>	<i>4,0</i>	<i>-1,2</i>
Autres importations de capitaux à long terme	1,0	1,6	3,8	1,8	1,9	1,1
Autres importations de capitaux à court terme	4,2	6,7	7,5	9,9	-2,6	1,5
3. Solde des transactions sur métaux précieux	-1,9	-0,3	1,7	-2,4	-0,3	-2,3
Solde des mouvements de capitaux	-14,0	-21,8	-10,8	-18,2	-17,1	-14,5
III. Variation de la position extérieure nette de la Banque nationale	-1,1	1,5	-3,8	2,4	-3,1	-6,9
IV. Compensation pour les ajustements de valeur sur la position extérieure nette de la Banque nationale	-3,5	2,0	1,4	-4,0	1,7	0,7
V. Erreurs et omissions	7,4	5,1	1,8	7,9	3,3	-0,5

Remarques:

* Le signe moins (-) signifie un excédent des importations sur les exportations, dans les transactions courantes, et une exportation de capitaux, dans les mouvements de capitaux. Pour la position extérieure de la Banque nationale, il signifie

une augmentation des avoirs.

¹⁾ Les différences dans les totaux viennent du fait que les chiffres ont été arrondis.

¹⁾ Chiffres révisés

²⁾ Chiffres provisoires

Tableau 2: Recettes et dépenses de la balance des transactions courantes en 1991 et 1992¹⁾
(en milliards de francs)

Composantes	1991 ¹⁾			1992 ²⁾			Variation en % ²⁾	
	Recettes	Dé- penses	Solde	Recettes	Dé- penses	Solde	Recettes	Dépenses
A. Marchandises	90,9	98,9	-8,0	95,3	96,3	-1,0	4,9	-2,6
1. Commerce spécial	87,9	95,0	-7,1	92,1	92,3	-0,2	4,8	-2,8
2. Autres postes	1,5	2,7	-1,3	1,7	2,8	-1,1	17,2	4,3
3. Energie électrique	1,4	1,1	0,3	1,5	1,1	0,4	0,6	-0,3
B. Services	25,9	13,3	12,6	26,9	13,9	13,0	4,1	4,8
4. Tourisme	12,6	9,8	2,8	13,3	10,4	2,9	5,3	5,7
5. Assurances privées	1,5	0,0	1,5	1,5	0,0	1,5	1,2	-8,0
6. Opérations de commerce en transit	1,0	-	1,0	0,8	-	0,8	-21,5	-
7. Transports de marchandises	0,8	0,0	0,8	0,8	0,1	0,8	1,5	24,2
8. Postes et télécommunications	0,6	0,8	-0,3	0,7	0,9	-0,2	16,4	7,5
9. Autres services	9,4	2,5	6,8	9,8	2,5	7,3	5,2	0,2
C. Revenus de facteurs	42,1	27,8	14,3	39,6	26,3	13,3	-6,0	-5,3
10. Revenus du travail	1,2	8,8	-7,6	1,3	8,8	-7,5	4,4	-0,4
11. Revenus de capitaux	40,9	18,9	21,9	38,3	17,5	20,8	-6,3	-7,6
Contribution de l'extérieur au PNB (A+B+C)	158,8	139,9	18,9	161,8	136,5	25,3	1,9	-2,5
D. Transferts sans contrepartie	3,4	7,2	-3,8	3,6	7,7	-4,2	4,8	8,3
12. Transferts privés	0,4	3,7	-3,3	0,4	3,7	-3,3	-0,0	1,9
13. Assurances sociales	1,1	2,0	-0,8	1,2	2,3	-1,1	0,6	13,8
14. Transferts de l'Etat	1,9	1,5	0,3	2,0	1,8	0,3	8,5	16,5
TOTAL (A+B+C+D)	162,2	147,0	15,1	165,4	144,2	21,1	2,0	-1,9

¹⁾ Les différences dans les totaux viennent du fait que les chiffres ont été arrondis.

²⁾ Par rapport à l'année précédente.

¹⁾ Chiffres révisés

²⁾ Chiffres provisoires

Jamais, depuis que la balance des paiements est dressée, soit depuis 1983, ils n'avaient été aussi faibles. Dans ce domaine, une tendance au repli a été observée non seulement en Suisse, mais également sur le plan mondial. Toutefois, le recul a été proportionnellement plus fort en Suisse, du fait de la diminution particulièrement sensible des investissements de portefeuille et des investissements directs étrangers en Suisse. Le solde passif des mouvements de capitaux s'est contracté, les exportations de capitaux ayant reculé plus fortement que les importations de capitaux.

La différence entre l'excédent d'épargne de la Suisse (solde de 21,1 milliards de francs de la balance courante) et le solde des mouvements de capitaux correspond pour l'essentiel aux exportations de la Banque nationale qui a renforcé de

6,9 milliards de francs ses avoirs à l'étranger. Le poste «Erreurs et omissions» a dégagé un solde de -0,5 milliard de francs, contre +3,3 milliards en 1991.

Balance des transactions courantes

En 1992, le trafic des marchandises avec l'étranger (commerce spécial, énergie électrique et autres postes) a été marqué par un repli, dû à la conjoncture, des importations et par une progression des exportations. En valeur, les ventes à l'étranger du commerce spécial ont augmenté de 4,8% pour atteindre 92,1 milliards de francs, alors que les achats à l'étranger ont diminué de 2,8%, passant à 92,3 milliards. Pour la première fois depuis 1976, la balance commerciale a ainsi été approximativement équi-

librée. Les exportations et les importations d'énergie électrique n'ont guère varié d'une année à l'autre. Le solde passif du trafic des marchandises s'est établi à un milliard de francs, contre 8 milliards en 1991.

Dans le domaine des services, tant les recettes que les dépenses ont atteint des montants supérieurs à ceux de l'année précédente. Dans le tourisme, principale composante des services, les recettes se sont accrues grâce à une hausse des dépenses par hôte étranger. Le nombre des touristes ayant visité la Suisse a diminué. Du côté des dépenses, l'augmentation est due notamment au nombre plus élevé des résidents qui se sont rendus à l'étranger. Le solde actif du tourisme a progressé légèrement. Après le tourisme, les commissions encaissées par les banques constituent le principal poste des exportations de services. Ces commissions ont enregistré une expansion du fait des recettes plus élevées provenant de la gestion de fortune; elles ont toutefois fléchi dans les affaires fiduciaires et les émissions.

L'effectif des frontaliers travaillant en Suisse ayant diminué, les revenus du travail versés à l'étranger n'ont pas atteint leur niveau de 1991. Les revenus des capitaux suisses placés à l'étranger ont totalisé 38,3 milliards de francs. Ils ont reculé de 2,6 milliards de francs à cause de la baisse des taux d'intérêt et d'une diminution des bénéfiques réinvestis. Dans le domaine des investissements directs à l'étranger, les bénéfiques réinvestis se sont réduits de moitié. Le produit des placements fiduciaires a fléchi. Les recettes que la Banque nationale tire de ses réserves de devises ont chuté en dépit d'une sensible augmentation du volume des avoirs. Les revenus de capitaux versés à l'étranger se sont inscrits à 17,5 milliards de francs, contre 18,9 milliards l'année précédente. Les intérêts que les banques ont servis à des non-résidents ont été moins élevés qu'en 1991. Les bénéfiques tirés des investissements directs étrangers et réinvestis en Suisse ont fortement diminué. Les intérêts et dividendes sur des titres suisses en mains de non-résidents ont augmenté légèrement, comme l'année précédente. Bien que les avoirs nets à l'étranger aient progressé fortement en 1992, le solde actif des revenus de capitaux a fléchi, passant de 21,9 mil-

liards en 1991 à 20,8 milliards de francs l'année suivante.

Dans le domaine des transferts sans contrepartie, les sorties ont vigoureusement augmenté, les dépenses de la Confédération en faveur de l'aide au développement et les prestations des assurances sociales ayant marqué une sensible expansion.

Mouvements de capitaux

Les entreprises suisses ont exporté des capitaux en vue d'investissements directs à l'étranger pour 6,9 milliards de francs, contre 9,4 milliards l'année précédente.¹ Les entreprises du secteur tertiaire ont opéré des désinvestissements pour 0,2 milliard de francs, mais celles du secondaire ont investi 7,1 milliards. En 1991, chacun de ces deux secteurs avait consacré 4,7 milliards de francs à leurs implantations à l'étranger. Les investissements directs ont été effectués principalement en France, aux Etats-Unis, aux Pays-Bas, au Luxembourg et au Royaume-Uni. Quant aux investissements directs étrangers en Suisse, ils ont porté sur 0,7 milliard de francs, contre 3,7 milliards en 1991. Leur fort recul est dû à des désinvestissements opérés par les entreprises des pays de la CE.

Les investissements de portefeuille des résidents ont entraîné des exportations de capitaux pour 9,2 milliards de francs, 8 milliards ayant été placés en titres étrangers donnant droit à un dividende et le solde en obligations et «notes». En 1991, ces exportations avaient atteint 25,2 milliards de francs; les résidents avaient acquis des obligations et «notes» pour 18,7 milliards de francs. La diminution des achats de titres étrangers à revenu fixe s'explique en partie par des placements accrus en obligations de débiteurs suisses. En 1992, des emprunts plus nombreux ont été lancés à des rendements attrayants par

¹ Au moment de la parution de ce commentaire, les données des compagnies d'assurances sur leurs investissements directs n'étaient pas encore disponibles. Un rapport sur les investissements directs suisses à l'étranger, y compris ceux des compagnies d'assurances, sera publié en décembre dans le bulletin trimestriel 4/93 de la Banque nationale suisse.

des débiteurs suisses, en particulier par des collectivités publiques.

Les non-résidents ont investi 5 milliards de francs en papiers-valeurs suisses, contre 8 milliards l'année précédente. Les investisseurs étrangers ont acquis pour la première fois un volume substantiel (0,7 milliard de francs) de titres de collectivités publiques.

Les exportations nettes de capitaux des établissements bancaires ont atteint 7,8 milliards de francs en 1992. L'année précédente, les banques

avaient été importatrices nettes de capitaux, pour un montant de 5,2 milliards de francs, du fait de la situation tendue qui régnait sur les marchés de l'argent et des capitaux. Pour la première fois depuis 1987, elles ont de nouveau effectué des placements nets dans des banques à l'étranger. Leur choix s'est porté principalement sur des placements ayant encore entre un et trois mois à courir.

A fin septembre, un rapport détaillé sur la balance suisse des paiements en 1992 a paru en annexe au Bulletin mensuel de la Banque nationale.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Senkung des Diskontsatzes

Mit Wirkung ab 2. Juli senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 4,5%. Sie trug damit der Zinsentwicklung an den Märkten Rechnung.

Réduction du taux de l'escompte

Avec effet au 2 juillet, la Banque nationale a ramené de 5% à 4,5% son taux de l'escompte. Elle a ainsi tenu compte de l'évolution des taux du marché.

