

**Geld, Wahrung und
Konjunktur**

**Monnaie
et conjoncture**

**No. 2
Juni / juin 1994**

Inhalt / Table des matières

Übersicht	83
Sommaire	84
Sommario	85
Abstracts	86
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	87
Situation économique et monétaire	111
<hr/>	
Jakob Schönenberger: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 29. April 1994	137
Jakob Schönenberger: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 29 avril 1994	139
<hr/>	
Markus Lusser: Generalversammlungs- referat vom 29. April 1994	141
Markus Lusser: Exposé à l'Assemblée générale du 29 avril 1994	146
<hr/>	
Totalrevision des Kartellgesetzes	151
Une analyse du projet de révision totale de la loi sur les cartels	156
<hr/>	
Bertrand Rime: Quelques réflexions sur le rendement des instruments financiers en Ecus	161
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	176
Chronique monétaire	176

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 87–110)

Im ersten Quartal 1994 wurde in den OECD-Ländern die mehrjährige Phase der Stagnation und Rezession überwunden. Die amerikanische Wirtschaft befindet sich in einem kräftigen Wirtschaftsaufschwung, in Grossbritannien gewann die Erholung an Kraft, und auf dem europäischen Kontinent verbesserte sich das Stimmungsbild merklich. Im Gegensatz dazu verharrte die japanische Wirtschaft in der Rezession. Um einer konjunkturellen Überhitzung vorzubeugen, erhöhte die amerikanische Notenbank die kurzfristigen Zinssätze. Dagegen setzten die europäischen Zentralbanken ihre Politik der schrittweisen Zinssenkungen fort.

In der Schweiz gewann die Konjunkturerholung an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode verstärkt zu, wobei alle Nachfragekomponenten zum Wachstum beitrugen. Der Rückgang der Beschäftigung verlangsamte sich weiter, und die Zahl der Arbeitslosen nahm leicht ab. Die Teuerung betrug im Mai nur noch 0,4%. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wuchs etwas stärker, als die Nationalbank prognostiziert hatte.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 141–145)

Der Präsident des Bankrates, Jakob Schönenberger, betonte in seiner Eröffnungsansprache die Bedeutung gesunder Staatsfinanzen. Seit dem Ende der Hochkonjunktur nahmen die Defizite der öffentlichen Hand stark zu. Gesunde Staatsfinanzen, niedrige Inflationsraten und tiefe Zinssätze gehörten bis anhin zu den wichtigsten Standortvorteilen der Schweiz. Eine unkontrollierte Schuldenwirtschaft würde diese empfindlich schmälern und die Geldpolitik der Nationalbank erschweren.

Der Präsident des Direktoriums, Markus Lusser, äusserte sich in seiner Ansprache zur Geldpolitik, zur Einführung der Mehrwertsteuer sowie zur Lage des Finanzplatzes Schweiz. – In diesem Jahr kann mit einer weiteren konjunkturellen Erholung gerechnet werden. Grosse Bedeutung für ein ausgeglichenes Wirtschaftswachstum kommt der Preisstabilität zu. Markus Lusser erinnerte in diesem Zusammenhang an die Inflationsrisiken, die

mit einer wechselkursorientierten Geldpolitik verbunden sind. – Anfang 1995 wird die Teuerung infolge der Einführung der Mehrwertsteuer steigen. Es gilt zu vermeiden, dass dadurch eine Lohn-Preis-Spirale ausgelöst wird. – Dank der Abschaffung der Stempelsteuer, verschiedenen Gesetzesrevisionen sowie organisatorischen Verbesserungen gewann der Finanzplatz Schweiz wieder an Wettbewerbsfähigkeit. Die Unterstellung der Beratungs- und Finanzdienstleistungen für private Vermögensverwaltungskunden im Ausland unter die Mehrwertsteuer wäre ein empfindlicher Rückschlag.

Revision des Kartellgesetzes (S. 151–155)

Im Rahmen des Programms zur marktwirtschaftlichen Erneuerung der schweizerischen Wirtschaft kommt dem Wettbewerbsrecht eine zentrale Bedeutung zu. Die Wirksamkeit des geltenden Kartellgesetzes wird durch verschiedene Mängel eingeschränkt. Im Oktober 1993 ging der Vorentwurf für eine Totalrevision des Kartellgesetzes in die Vernehmlassung. Der Gesetzesentwurf bringt wesentliche Verbesserungen. Neben einigen begrifflichen Präzisierungen sollten jedoch die Regelung, wonach Wettbewerbsbeschränkungen bei überwiegenden öffentlichen Interessen zugelassen werden können, sowie die Genehmigungspflicht bei Fusionen überprüft werden.

Überlegungen zur Rendite von ECU-Anlagen (S. 161–175)

Die Rendite der ECU-Anlagen kann von derjenigen eines Korbes, der genau der Zusammensetzung des ECU entspricht, über längere Zeit divergieren. Diese Abweichungen haben in den neunziger Jahren besonders deshalb Interesse geweckt, weil sie mit wichtigen Ereignissen im monetären Integrationsprozess Europas zusammenfielen. Die vorliegende Arbeit zeigt, dass sich der ECU vom Korb in drei Hauptbereichen unterscheidet: Redefinitionsrisiko, konkrete Ausgestaltung der Finanzmärkte und Europäische Währungsintegration. Ein Fehler-Korrektur-Modell bestätigt, dass die oben erwähnten Unterscheidungsmerkmale die Abweichungen zwischen der Rendite des ECU und derjenigen des Korbs teilweise erklären.

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 87–136)

Au premier trimestre de 1994, les pays de l'OCDE ont surmonté leur longue phase de stagnation et de récession. L'économie américaine est en solide expansion, et la reprise a gagné en vigueur au Royaume-Uni. En outre, la conjoncture s'est nettement améliorée dans les pays de l'Europe continentale. Au Japon par contre, la récession a continué. Les autorités monétaires américaines ont relevé les taux d'intérêt à court terme pour prévenir une surchauffe de la conjoncture, alors que les instituts d'émission de la plupart des pays européens ont poursuivi leur politique de baisse graduelle des taux.

En Suisse, le redressement de la conjoncture a pris davantage de fermeté. D'un trimestre à l'autre, la croissance du produit intérieur brut s'est accélérée. Toutes les composantes de la demande y ont contribué. Le rythme du recul de l'emploi a fléchi, et le nombre des chômeurs a légèrement diminué. En mai, le renchérissement n'était plus que de 0,4%. La monnaie centrale désaisonnalisée a augmenté à un rythme un peu supérieur à ce que la Banque nationale avait pronostiqué.

Assemblée générale des actionnaires (p. 137–150)

Dans son allocution d'ouverture, M. Jakob Schönenberger, président du Conseil de banque, a souligné combien des finances publiques saines sont importantes. Les déficits publics se sont fortement accrus depuis la fin de la période de haute conjoncture. Des finances publiques saines, un renchérissement faible et des taux d'intérêt bas ont longtemps figuré au nombre des avantages faisant de la Suisse un lieu d'implantation attrayant. Une expansion incontrôlée de l'endettement public amoindrirait sensiblement ces avantages. Le président de la Direction générale, M. Markus Lusser, a axé son exposé sur la politique monétaire, le passage à la TVA et la place financière suisse. – On peut compter, en 1994, sur une poursuite de la reprise économique. La stabilité du niveau des prix est un facteur important pour une croissance économique équilibrée. Dans ce contexte, M. Lusser a rappelé qu'une politique monétaire axée sur les cours de change engendre des risques d'inflation. – Au début de

1995, le renchérissement marquera une accélération lors du passage à la TVA. Il faudra alors éviter le déclenchement d'une spirale des prix et des salaires. – Grâce à la révision des droits de timbre et de plusieurs autres textes légaux, mais aussi aux améliorations qui ont été apportées sur les plans technique et organisationnel, la place financière suisse est redevenue plus compétitive. Soumettre à la TVA les prestations et conseils financiers que les banques fournissent à leur clientèle étrangère pourrait avoir des effets négatifs sur la compétitivité de la place financière.

Révision de la loi sur les cartels (p. 150–160)

Le droit de la concurrence est une pièce maîtresse du programme de régénération qui doit contribuer à renforcer la compétitivité de l'économie suisse. Plusieurs lacunes réduisent l'efficacité de la loi actuelle sur les cartels. En octobre 1993, une procédure de consultation a été ouverte sur un avant-projet de révision totale de la loi sur les cartels. Ce texte apporte de sensibles améliorations. Il serait toutefois judicieux de mieux définir certaines notions, mais aussi de réexaminer la réglementation permettant d'autoriser des entraves à la concurrence en cas d'intérêts publics prépondérants et le régime de l'autorisation auquel sont soumises les fusions.

Le rendement des instruments financiers en Ecus (p. 161–175)

Le rendement des instruments financiers en Ecu peut s'écarter durablement du rendement d'un panier reprenant exactement la composition de l'Ecu en monnaies nationales. Ces écarts ont pris un intérêt particulier depuis le début des années quatre-vingt-dix, car leur évolution a coïncidé avec d'importants changements au niveau de la coopération monétaire européenne. L'article montre que l'Ecu se différencie du panier de monnaies dans trois domaines principaux: le risque de recomposition, l'aspect concret des marchés financiers et la construction monétaire européenne. A l'aide d'un modèle à correction d'erreurs, on vérifie que les critères de discrimination susmentionnés permettent d'expliquer une partie des écarts entre le rendement de l'Ecu et celui du panier.

Sommario

Situazione economica e monetaria (p. 87–136)

La fase pluriennale di ristagno e recessione nei paesi dell'OCSE è stata superata nel primo trimestre del 1994. Il rilancio dell'economia americana è vigoroso. In Gran Bretagna la ripresa si è fatta più intensa e nell'Europa continentale la situazione è sensibilmente migliorata. Continua invece la recessione dell'economia giapponese. Per prevenire un eventuale surriscaldamento congiunturale, l'istituto d'emissione statunitense ha alzato i tassi d'interesse a breve termine. La Deutsche Bundesbank e la maggior parte delle rimanenti banche centrali europee hanno invece seguito una politica di calo graduale dei tassi d'interesse.

In Svizzera, la ripresa economica ha acquistato slancio. Rispetto al trimestre precedente, la crescita del prodotto interno lordo reale si è accelerata. Tutte le componenti della domanda hanno contribuito a questo sviluppo. La diminuzione dell'occupazione si è rallentata e il numero dei disoccupati è leggermente diminuito. Il rincaro è stato soltanto dello 0,4% nel mese di maggio. La base monetaria destagionalizzata è cresciuta un poco più di quanto pronosticato dalla Banca nazionale.

Assemblea generale degli azionisti (p. 137–150)

Il presidente del Consiglio della banca, Jakob Schönenberger, ha sottolineato nel suo discorso introduttivo l'importanza delle finanze pubbliche per l'economia del paese. Dalla fine del periodo di alta congiuntura i disavanzi pubblici sono in aumento. Finanze pubbliche equilibrate, un'inflazione modesta e bassi tassi d'interesse erano finora vantaggi importanti che la Svizzera offriva agli operatori economici. Un'espansione incontrollata del debito pubblico ridurrebbe sensibilmente questi vantaggi e anche la politica monetaria della Banca nazionale ne risentirebbe.

Il presidente della Direzione generale, Markus Lusser, ha parlato di politica monetaria, dell'introduzione dell'IVA e della situazione della piazza finanziaria svizzera. Per quest'anno si prevede un'ulteriore ripresa della congiuntura. La stabilità dei prezzi riveste un'importanza centrale per una crescita economica equilibrata. A tale proposito,

Markus Lusser ha ricordato che una politica monetaria impostata sul tasso di cambio comporta rischi d'inflazione. All'inizio del 1995, il rincaro si farà più forte in seguito all'introduzione dell'IVA. Bisognerà così evitare l'avvio di una spirale dei prezzi e dei salari. Con l'abolizione della tassa di bollo, diverse modifiche di legge e miglioramenti tecnici e organizzativi, la piazza finanziaria svizzera ha riacquisito competitività. Sottoporre all'IVA i servizi finanziari e di consulenza forniti alla clientela privata estera nel settore dell'amministrazione del patrimonio avrebbe effetti negativi per la piazza finanziaria.

Revisione della legge sui cartelli (p. 150–160)

Il diritto della concorrenza assume un ruolo di primo piano nell'ambito del programma per un rinnovamento dell'economia svizzera. Diversi difetti limitano l'efficacia della legge sui cartelli vigente. Nell'ottobre 1993 l'avamprogetto per una revisione totale di questa legge è stato sottoposto alla procedura di consultazione. Questo disegno di legge comporta miglioramenti notevoli. Bisognerebbe tuttavia precisare ancora alcuni termini e riesaminare la disposizione secondo la quale limitazioni della concorrenza sono ammissibili se interessi pubblici preponderanti lo richiedono nonché il regime d'autorizzazione per le fusioni.

Il rendimento degli strumenti finanziari in Ecu (p. 161–175)

Il rendimento degli strumenti finanziari in Ecu è molto vicino a quello di un paniere che ne riproduce esattamente la composizione in monete nazionali, tuttavia può pure divergere durevolmente da quest'ultimo. Questi scarti di rendimento hanno suscitato un interesse particolare durante gli anni novanta, poiché la loro evoluzione ha coinciso con importanti modifiche della cooperazione monetaria europea. Secondo l'autore di questo articolo, l'Ecu si differenzia dal paniere di monete principalmente a riguardo del rischio di ricomposizione, dell'aspetto concreto dei mercati finanziari e della costruzione europea. Con l'ausilio di un modello di correzione degli errori, si dimostra che i tre criteri di distinzione citati permettono di spiegare parzialmente gli scarti di rendimento tra l'Ecu e il paniere.

Abstracts

Economic and monetary developments (pp. 87–136)

In the first quarter of 1994, the phase of stagnation and recession in the OECD countries, which had lasted for several years, was overcome. The US economy is undergoing a vigorous upswing, in the United Kingdom the recovery has strengthened, and on the Continent the general mood has improved perceptibly. The Japanese economy, by contrast, remained in recession. In order to prevent an overheating of the economy, the US Federal Reserve Bank raised short-term interest rates. At the same time, the German Bundesbank and most other European central banks continued to pursue their strategies of gradually lowering interest rates.

In Switzerland the economic recovery gained momentum. In the first quarter, real gross domestic product grew more strongly compared to the previous period, with all demand components contributing to the growth. Employment figures declined at a yet slower rate, and the number of jobless persons fell slightly. In May, the inflation rate amounted to a mere 0.4%. The seasonally-adjusted monetary base expanded somewhat more markedly than forecast by the Swiss National Bank.

General Meeting of Shareholders (pp. 137–150)

In his opening speech the President of the Bank Council, Jakob Schönenberger, emphasised the importance of sound state finances. Since the end of the boom years public sector deficits have grown massively. Sound public finances, a low level of inflation and low interest rates have always been one of the main advantages that Switzerland has to offer. Uncontrolled state indebtedness would have a detrimental effect on this healthy base and make it more difficult for the Swiss National Bank to pursue its monetary policy. The Chairman of the Governing Board, Markus Lusser, made monetary policy, the introduction of value-added tax and the present situation of the Swiss financial centre the subject of his address. – In the current year a further economic recovery may be expected. Price stability is of major significance for balanced economic

growth. In this connection, Markus Lusser referred to the inflation risks inherent in an exchange-rate-oriented monetary policy. – At the beginning of 1995, when value-added tax is introduced, the inflation rate will certainly rise again. It will be necessary to prevent a new wage-price spiral from being triggered. – Thanks to the abolition of stamp tax, various revisions of the law and a number of organisational improvements the Swiss financial centre has again become more competitive. Subjecting advisory and financial services for personal portfolio management customers abroad to value-added tax would be a serious setback.

Revision of the cartels law (pp. 150–160)

Legislation on competition is of decisive importance within the context of the programme for the free-market-oriented renewal of the Swiss economy. Various shortcomings detract from the effectiveness of the cartels law currently in force. In October 1993, a preliminary draft for a total revision of the cartels law was submitted to the various interested bodies for comment. The draft law encompasses substantial improvements. Some of the terminology is to be more precisely defined. Moreover, the regulation according to which the restriction of competition in cases primarily involving public interest may be admitted and also the requirement of official approval for mergers should be reviewed.

The yield of ECU financial instruments (pp. 161–175)

The yield of ECU financial instruments is very close to the yield of a basket that exactly replicates the ECU composition in national currencies, but it can also move away from it. These deviations have received particular interest in the nineties as their evolution coincided with far-reaching changes in European monetary cooperation. The study distinguishes the ECU from the basket in three main issues: redefinition risk, concrete aspect of the financial markets, and European monetary cooperation. By means of an error-correcting model, it is shown that the discriminating criteria mentioned partially explain ECU yield deviations from the basket yield.

Die Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 17. Juni 1994*

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

1. Ausland

Konjunktorentwicklung

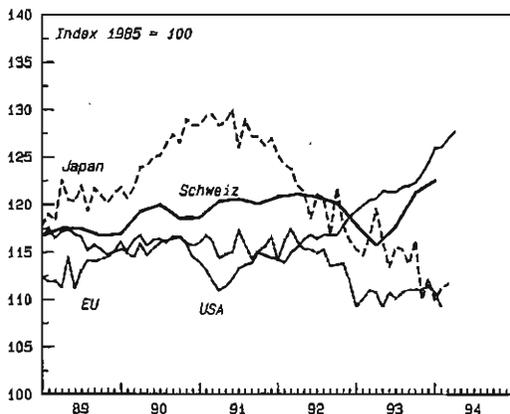
Im ersten Quartal 1994 mehrten sich in den OECD-Ländern die Zeichen, dass die mehrjährige Phase der Stagnation und Rezession überwunden ist. Innerhalb der OECD bestanden indessen nach wie vor ausgeprägte konjunkturelle Unterschiede. Die amerikanische Wirtschaft befindet sich in einem kräftigen Wirtschaftsaufschwung. Im ersten Quartal schwächte sich das Wachstum zwar ab, doch war dies zum grossen Teil auf das Erdbeben in Kalifornien und den ungewöhnlich kalten Winter zurückzuführen. In Grossbritannien gewann die

wirtschaftliche Erholung an Kraft; neben dem privaten Konsum zogen auch die Investitionen spürbar an. Auch in Frankreich, Deutschland und Italien besserte sich die Konjunkturlage. In allen drei Ländern wirkten die Exporte als Konjunkturstütze, während die immer noch hohe Arbeitslosigkeit und die stagnierenden Haushalteinkommen den privaten Konsum dämpften. Dagegen liess in Japan die wirtschaftliche Erholung auf sich warten. Der hohe Kurs des Yen beeinträchtigte die Exporte und verlängerte damit die Investitionsschwäche. Nur der staatliche Konsum und der Wohnungsbau, der von den tiefen Zinsen und Subventionen profitiert, stützten die Konjunktur.

Die Arbeitslosenquote stieg in den OECD-Ländern im ersten Quartal leicht auf durchschnittlich 8% und in der Europäischen Union (EU) auf 11,2%. Während sie in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien weiter abnahm, wuchs sie in Deutschland.

Die durchschnittliche Jahresteuierung im OECD-Raum (ohne Türkei) sank von 2,7% im Dezember auf 2,5% im März. Sinkende Inflationsraten in Deutschland, Frankreich und den Vereinigten Staaten standen einer höheren Teuerung in Grossbritannien gegenüber.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1994 bekannt wurden. Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten. Die Daten zum Aussenhandel von Deutschland, Frankreich, Grossbritannien und Italien sind wegen statistischer Umstellungen verspätet verfügbar.

Wirtschaftspolitik

Die amerikanischen Währungsbehörden erhöhten von Anfang Februar bis Mitte Mai den Satz für Federal Funds in vier Schritten um insgesamt 1,25 Prozentpunkte. Mitte Mai wurde auch der offizielle Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt angehoben, nachdem dieser während zweier Jahre bei 3% verharret hatte. Das Federal Reserve bekräftigte damit seine Absicht, einer konjunkturellen Überhitzung und einem neuen Inflationsschub vorzubeugen. Während die Geldpolitik in Japan unverändert blieb, setzte die Deutsche Bundesbank ihre Politik der schrittwei-

sen geldpolitischen Lockerung fort. Von Februar bis Mai senkte sie den Diskont- und den Lombardsatz in drei Schritten um insgesamt 1,25 bzw. 0,75 Prozentpunkte. Die meisten europäischen Länder folgten der Deutschen Bundesbank und verringerten die offiziellen Zinssätze ebenfalls.

Die Straffung der amerikanischen Geldpolitik löste einen beträchtlichen Anstieg der langfristigen Zinssätze aus. Unter dem Einfluss der amerikanischen Zinsentwicklung zogen auch die langfristigen Sätze in den übrigen Industrieländern deutlich an.

Devisenmarkt

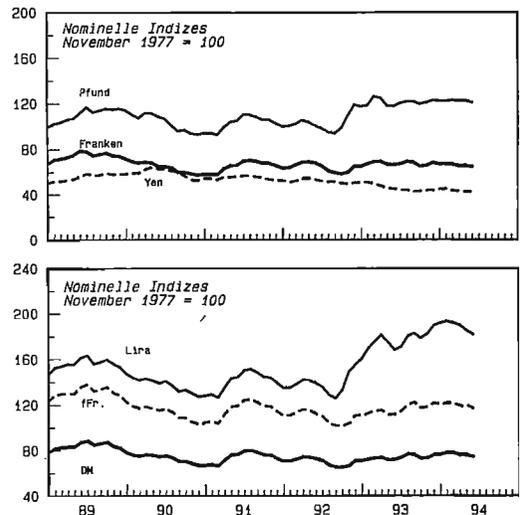
Die internationalen Devisenmärkte standen im ersten Quartal im Zeichen einer ausgeprägten Dollarschwäche und eines erneuten Höhenflugs des Yen. In Europa blieb die Währungslage dagegen ruhig.

Nach den starken Kursausschlägen zu Beginn des Quartals entspannte sich die Lage im Europäischen Währungssystem (EWS); bis April verringerte sich die Bandbreite zwischen der stärksten und der schwächsten Währung von knapp 9% auf nur noch 3%. Die spanische Peseta wurde vom portugiesischen Escudo als schwächste Währung im Wechselkursmechanismus des EWS abgelöst. Die D-Mark erholte sich gegen Ende des Quartals dank der sich abzeichnenden konjunkturellen Besserung in Deutschland. Ende April schloss sie gegenüber dem französischen Franc leicht stärker als im Januar; der Franc sank dagegen erstmals seit Dezember 1993 wieder unter seine ehemalige D-Mark-Bandbreite.

Die nicht in den Wechselkursmechanismus des EWS eingebundenen Währungen entwickelten sich uneinheitlich. Das britische Pfund schwächte sich nach einer deutlichen Erholung am Jahresanfang ab und notierte Ende April gegenüber der D-Mark um knapp 2% tiefer als im Januar. Der Kurs der italienischen Lira wurde mehrheitlich von politischen Faktoren bestimmt. Die Lira geriet im März vor den Parlamentswahlen unter Druck, gewann aber nach den Wahlen wieder stark an Wert. Ende April schloss die Lira gegenüber der D-Mark um rund 2,5% fester als im Januar.

Der amerikanische Dollar schwächte sich gegenüber den meisten Währungen ab. Eine Ausnahme bildete das britische Pfund, dessen Dollarkurs unverändert blieb. Von Januar bis April verlor der Dollar gegenüber der D-Mark um 3,5% an Wert. Noch stärker – nämlich um 8% – sank der Dollar gegenüber dem Yen. Die Tieferebewertung des Dollars gegenüber den europäischen Währungen widerspiegelte teilweise die in Gang gekommene Konjunkturerholung in Europa. Damit sank die Erwartung auf weitere substantielle Zinssenkungen in Europa, was die Attraktivität der europäischen Währungen erhöhte. Zum erneuten Höhenflug des Yen trug insbesondere der japanisch-amerikanische Handelsstreit um eine weitere Öffnung des japanischen Marktes bei. Ende April erreichte der Yen gegenüber dem US-Dollar mit 101 Yen pro Dollar wieder knapp sein Nachkriegshöchst. In der Folge intervenierten die amerikanischen Währungsbehörden gemeinsam mit anderen Zentralbanken am Devisenmarkt, um den Dollar zu stützen. Die Schweizerische Nationalbank beteiligte sich an den Stützungsaktionen.

Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen



Europäische Integration

Im März schloss die EU mit den vier EFTA-Staaten Österreich, Norwegen, Schweden und Finnland

die Verhandlungen über den Beitritt zur EU erfolgreich ab; am schwierigsten gestalteten sich die Verhandlungen in den Bereichen Fischerei mit Norwegen und Transitverkehr mit Österreich. In allen vier Ländern war oder ist der Beitritt zur EU Gegenstand einer Volksabstimmung. In Österreich wurde der Beitritt am 12. Juni angenommen; in den nordischen Ländern finden die Abstimmungen im Herbst dieses Jahres statt.

Als erste Staaten des ehemaligen Ostblocks reichten Polen und Ungarn im April ein Gesuch um die Aufnahme von Beitrittsverhandlungen mit der EU ein. Die offiziellen Beitrittsverhandlungen dürften jedoch frühestens nach dem Abschluss der Konferenz der Mitgliedstaaten der EU beginnen, die für 1996 vorgesehen ist. An dieser Konferenz sollen die Weiterentwicklung der politischen Union und allfällige institutionelle Änderungen diskutiert werden.

Internationale Währungszusammenarbeit

Bulgarien schloss mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) Anfang April eine Vereinbarung über einen Bereitschaftskredit in Höhe von 69,7 Mio. Sonderziehungsrechten (SZR) ab. Im Mai gewährte der IWF Rumänien einen Bereitschaftskredit von 132 Mio. SZR. Beiden Ländern wurde eine erste Kredittranche im Rahmen der Systemübergangs-Fazilität (STF) ausbezahlt. Nachdem die ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien ihre Zahlungsrückstände gegenüber der Weltbank beglichen hatte, erhielt das Land im Februar in Form einer ersten Kredittranche aus der STF erstmals Unterstützung durch den IWF. Russland wurde im April nach langwierigen Verhandlungen die zweite Kredittranche aus der STF gewährt. Kasachstan und Litauen erhielten im Januar bzw. im April ebenfalls eine zweite Tranche aus der STF.

Das Umschuldungsabkommen zwischen Brasilien und seinen Gläubigerbanken trat Mitte April in Kraft. Zum ersten Mal kam damit eine Umschuldung im Rahmen des Brady-Plans zustande, ohne dass das entsprechende Land über ein IWF-Abkommen verfügte.

Mexiko trat im Mai der OECD bei.

2. Schweiz

In der Schweiz gewann die Konjunkturerholung im ersten Quartal an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt erneut zu. Alle Nachfragekomponenten stützten das Wachstum. Die kräftigsten Impulse gingen vom Export und den Investitionen aus. Nach dem Rückgang im vierten Quartal trug auch der private Konsum wieder zum Wachstum bei. Die steigende Nachfrage führte zu einer höheren Kapazitätsauslastung in der Industrie und zu kräftig wachsenden Importen. Auch die vorlaufenden Indikatoren verbesserten sich. Gemäss der Konjunkturumfrage der KOF-ETH nahm der Bestellungseingang aus dem In- und Ausland weiter zu.

Auf dem Arbeitsmarkt waren ebenfalls Zeichen einer Besserung zu erkennen. Während die Beschäftigung im ersten Quartal langsamer zurückging, nahm die Zahl der Arbeitslosen leicht ab. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote betrug 4,9%.

Die Teuerung bildete sich nochmals stark zurück. Von Januar bis Mai sank sie von 2,1% auf 0,4%. Wie im Vorquartal war der Teuerungsrückgang breit abgestützt.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im ersten Quartal um 1,2% (hochgerechnet auf das Jahr um 4,6%) über dem Niveau der Vorperiode und wuchs damit etwas stärker als von der Nationalbank prognostiziert. Neben dem Notenumlauf nahmen vor allem die Giroguthaben kräftig zu. Für das zweite Quartal rechnet die Nationalbank mit einem Durchschnittswert der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 30,2 Mrd. Franken. Dies entspricht einem Anstieg von 1,6% (hochgerechnet 3,2%) gegenüber dem vierten Quartal 1993. Das Wachstum der Geldmenge M_1 , das sich 1993 stark beschleunigt hatte, blieb weiterhin hoch.

Der Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt sank nach einem leichten Anstieg zu Jahresbeginn bis Ende April auf etwas weniger als 4%. Mitte April senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 3,5%. Im Gegensatz zu den kurzfristigen Zinsen zogen die langfristigen

deutlich an. Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen erhöhte sich von Januar bis Ende April um gut 0,8 Prozentpunkt auf 4,8%. Diese Entwicklung widerspiegelte weitgehend die steigenden Kapitalmarktsätze in den Vereinigten Staaten.

Der Schweizer Franken gewann im ersten Quartal gegenüber den meisten wichtigen Währungen mit Ausnahme des Yen an Wert. Besonders ausgeprägt war die Höherbewertung verglichen mit der D-Mark. Im April schwächte sich der Franken gegenüber den europäischen Währungen wieder ab, während er gegenüber dem Dollar nochmals stark an Wert gewann. Insgesamt lagen der exportgewichtete nominelle und reale Frankenkurs im ersten Quartal um 7,4% bzw. 7,3% höher als vor Jahresfrist.

B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

Vereinigte Staaten

Die amerikanische Wirtschaft befindet sich in einem kräftigen Wirtschaftsaufschwung. Nach dem Wachstumsschub im vierten Quartal 1993 stieg das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal 1994 deutlich langsamer. Gegenüber der Vorperiode nahm es hochgerechnet um 3% zu und lag damit um 3,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Wachstumsverlangsamung war indessen vor allem auf das Erdbeben in Kalifornien und die ungewöhnliche Kälteperiode im Nordosten des Landes zurückzuführen, welche die wirtschaftliche Aktivität spürbar dämpften. Besonders betroffen waren der Wohnbau und die gewerblichen Bauinvestitionen, die langsamer stiegen als in der Vorperiode. Die Exporte gingen zurück, nachdem sie allerdings Ende 1993 stark zugenommen hatten. Während die Staatsausgaben erneut sanken, blieb der private Konsum lebhaft (+4,6%). Das insgesamt schwächere Wirtschaftswachstum äusserte sich in stagnierenden Importen.

Die Industrieproduktion nahm im ersten Quartal deutlich zu und lag um 4,8% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich um einen Prozentpunkt auf

83,4%. Auch die Beschäftigung expandierte stark; sie stieg durchschnittlich um 211 000 Personen pro Monat und übertraf damit den Vorjahresstand um 1,8%. Gleichzeitig bildete sich die Arbeitslosenquote zurück. Im ersten Quartal betrug sie 6,6% und im April 6,4%. (Da die Erhebungsgrundlagen für die Arbeitslosenstatistik Anfang 1994 geändert wurden, sind diese Zahlen nicht mit früheren Werten vergleichbar.)

Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren deuten auf ein anhaltend starkes Wirtschaftswachstum hin. Insbesondere erhöhten sich der Auftragseingang aus dem Ausland sowie die inländischen Bestellungen für Investitions- und dauerhafte Konsumgüter kräftig. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt dürfte sich angesichts der aussergewöhnlich hohen Überstundenzahl weiter verbessern. Aufgrund von Befragungen planen die Unternehmen, ihre Personalbestände deutlich zu erhöhen, nachdem sie Anfang der neunziger Jahre umfangreiche Rationalisierungen und Umstrukturierungen durchgeführt hatten.

Das Defizit der Handelsbilanz weitete sich im ersten Quartal wieder aus, nachdem es im Vorquartal etwas zurückgegangen war. Es betrug saisonbereinigt 34 Mrd. Dollar, gegenüber 29,3 Mrd. ein Jahr zuvor.

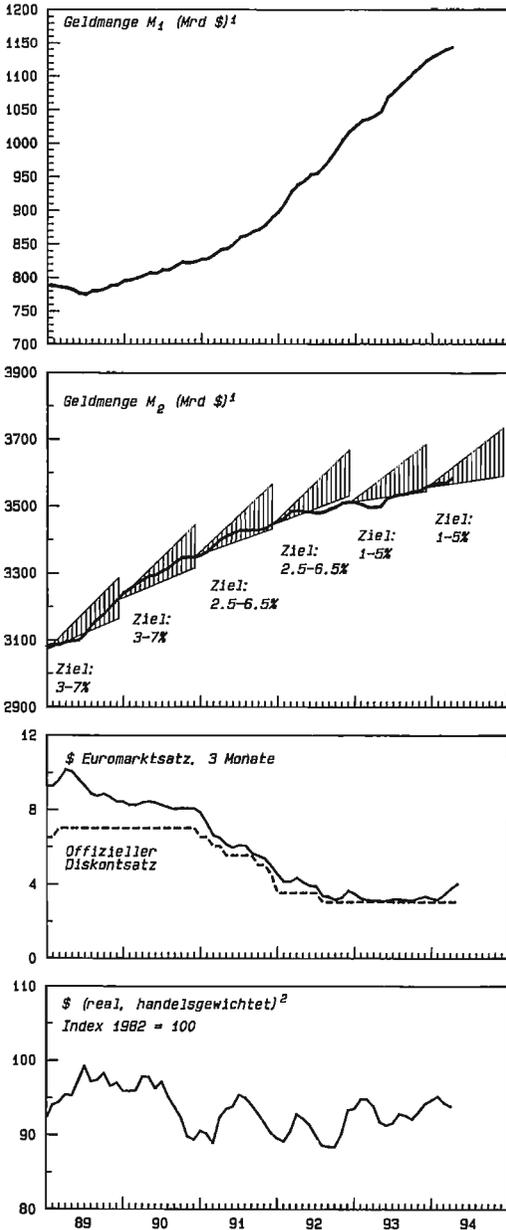
Die Teuerung sank im ersten Quartal leicht auf 2,5%. Die Kernrate, die Teuerung ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise, fiel auf 2,9%. Damit befindet sie sich auf dem tiefsten Stand seit Anfang der sechziger Jahre. Die Kapazitätsauslastung erreichte indessen inzwischen ein Niveau, bei dem in der Vergangenheit jeweils die Inflationsraten zu steigen begannen.

Der amerikanische Kongress stimmte im Mai dem von der Regierung vorgelegten Budget für das im Oktober 1994 beginnende Fiskaljahr 1995 zu. Gemäss dem Voranschlag soll das Budgetdefizit um fast einen Viertel auf 175 Mrd. Dollar oder 2,5% des Bruttoinlandprodukts zurückgeführt werden.

Die amerikanische Notenbank straffte ihre Geldpolitik, um einer sich abzeichnenden Konjunkturüberhitzung vorzubeugen. Von Anfang Februar bis Mitte Mai erhöhte der Offenmarktausschuss den Satz für Federal Funds in vier Schritten von

3% auf 4,25%. Mitte Mai wurde auch der offizielle Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

² Quelle: OECD

3,5% angehoben, nachdem er seit Mitte 1992 unverändert bei 3% gelegen hatte. Im Unterschied zu früher wurden die Satzerhöhungen für Federal Funds öffentlich angekündigt und nicht mehr nur indirekt durch Offenmarktoperationen dem Markt signalisiert. Der Dreimonatssatz für Eurodollar stieg von 3,2% Ende Dezember auf 4,6% Mitte Mai. Die Kapitalmärkte reagierten heftig auf die geldpolitische Kursänderung. Der Satz für zehnjährige Staatspapiere stieg bis Mitte Mai um über 1,5 Prozentpunkte auf 7,3%. An den Futures-Märkten wurde Mitte Mai eine weitere Erhöhung der kurzfristigen Zinssätze auf 5,5% bis Ende 1994 vorweggenommen.

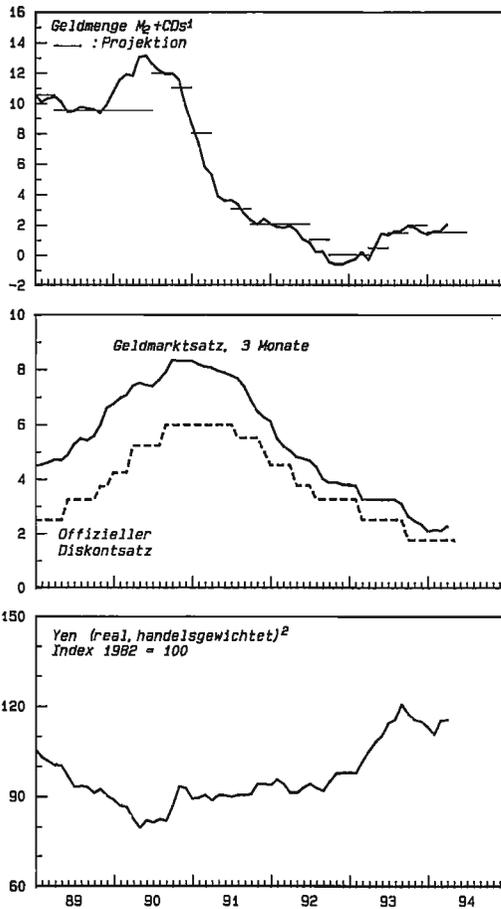
Die Geldmenge M_1 nahm wie in den Vorquartalen kräftig zu (+9,8%), während die Geldaggregate M_2 und M_3 mit 2% bzw. 0,7% nur schwach wuchsen. Sie befanden sich damit weiterhin am unteren Rand der Zieltrichter von 1–5% für M_2 bzw. 0–4% für M_3 .

Japan

Die japanische Wirtschaft befindet sich noch immer in einem Konjunkturtief. Im vierten Quartal 1993 gng das reale Bruttosozialprodukt gegenüber der Vorperiode um 0,4% zurück; es lag damit leicht unter dem entsprechendem Vorjahresniveau. Die Unternehmensinvestitionen und die Exporte sanken gegenüber dem Vorquartal um 3,5% bzw. 2,2%. Dagegen nahm der private Konsum, der von tieferen Importpreisen profitierte, zu (+0,7%). Auch die Staatsausgaben und der Wohnungsbau expandierten erneut. Aufgrund der starken Höherbewertung des Yen zogen die Importe merklich an (+2%).

Im ersten Quartal 1994 nahm die Industrieproduktion gegenüber dem Vorquartal zu. Sie lag damit aber immer noch um 3,5% tiefer als vor Jahresfrist. Die Kapazitätsauslastung stieg von 68,6% auf 70,8%. Der private Konsum belebte sich, da die Konsumenten von verbilligten Importen und Sonderrabatten des Handels profitierten. Dies bedeutet jedoch noch keine konjunkturelle Trendwende. Gemäss der vierteljährlichen Unternehmensumfrage der japanischen Zentralbank bleiben die Aussichten sowohl in der verarbeitenden Industrie als auch im Dienstleistungssektor ge-

Grafik 4: Japan



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

² Quelle: OECD

drückt. Die Entwicklung der Exporte wird infolge des starken Yen besonders pessimistisch eingeschätzt. Die Auftragseingänge für Ausrüstungsgüter und für Bauten deuten aber immerhin auf eine Verlangsamung des Konjunkturrückgangs hin.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt stabilisierte sich im ersten Quartal. Sowohl die Arbeitslosenquote (2,8%) als auch das Verhältnis zwischen offenen Stellen und Arbeitssuchenden blieben unverändert.

Die Teuerung blieb mit 1,2% gegenüber dem Vorquartal annähernd stabil. Die sinkenden Grosshandelspreise weisen auf einen weiteren Rückgang der Teuerung hin.

Die realen Exporte nahmen im ersten Quartal weiter ab, während die Importe deutlich wuchsen. In Dollar ausgedrückt nahm jedoch der Handelsbilanzüberschuss erneut zu. Auch der Ertragsbilanzüberschuss war mit 34,4 Mrd. Dollar höher als im Vorquartal. Angesichts der hartnäckig hohen Überschüsse forderte die amerikanische Regierung bei den bilateralen Handelsgesprächen klare Massnahmen zur Öffnung des japanischen Marktes. Die offene politische Zukunft des Landes vergrösserte allerdings die Unsicherheiten über die japanische Wirtschaftspolitik, insbesondere über die Fortführung der Handelsgespräche.

Die Bank von Japan belies die Geldpolitik im ersten Quartal unverändert. Der Tagesgeldsatz sowie die Rendite der dreimonatigen Depositenzertifikate betragen 2,2%. Wie in den anderen Industrieländern stiegen die Kapitalmarktrenditen stark. Der Satz für zehnjährige Staatspapiere schnellte von 3,1% Ende des vierten Quartals 1993 auf 4,1% im April. Der Yen setzte nach dem Scheitern der Handelsgespräche zwischen den Vereinigten Staaten und Japan zu einem neuen Höhenflug an; er näherte sich im April gegenüber dem Dollar den historischen Höchstwerten. Die Bank von Japan intervenierte wiederholt am Devisenmarkt, um den Anstieg des Yen zu bremsen. Die Geldmenge $M_2 + CD$ übertraf im ersten Quartal den Vorjahresstand um 1,7%. Für das zweite Quartal legte die Bank von Japan die Projektion auf 2% fest.

Deutschland

Die Konjunktur Westdeutschlands konnte sich im vierten Quartal 1993 nicht aus der Talsohle lösen. In den alten Bundesländern ging das reale Bruttoinlandprodukt gegenüber der Vorperiode um 0,4% zurück, nachdem es im dritten Quartal leicht gestiegen war. Es lag um 0,8% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Der private Konsum stagnierte, und die Investitionen, die im dritten Quartal die Konjunktur gestützt hatten, fielen geringer aus als in der Vorperiode. Die Ausrüstungsinvesti-

tionen sanken um 2,8%, die Bauinvestitionen um 2%. Dagegen war der Staatsverbrauch etwas höher, und die Exporte wuchsen wiederum deutlich.

Im ersten Quartal stieg das reale Bruttoinlandprodukt gemäss den jüngsten Schätzungen um 0,5%. Die Produktion der verarbeitenden Industrie war geringfügig höher als im vierten Quartal und im entsprechenden Vorjahreszeitraum; die Produktion im Baugewerbe nahm deutlich zu. Der Auftragseingang in der verarbeitenden Industrie wuchs insgesamt, sowohl bei der Konsumgüter- als auch bei der Investitionsgüterindustrie. Während die Bestellungen aus dem Ausland stark anzogen, stagnierten die Aufträge aus dem Inland. Die Umsätze im Detailhandel verharrten auf tiefem Niveau. Die Verbesserung des Fahrzeugabsatzes, die Mitte 1993 begonnen hatte, kam um die Jahreswende zum Stillstand.

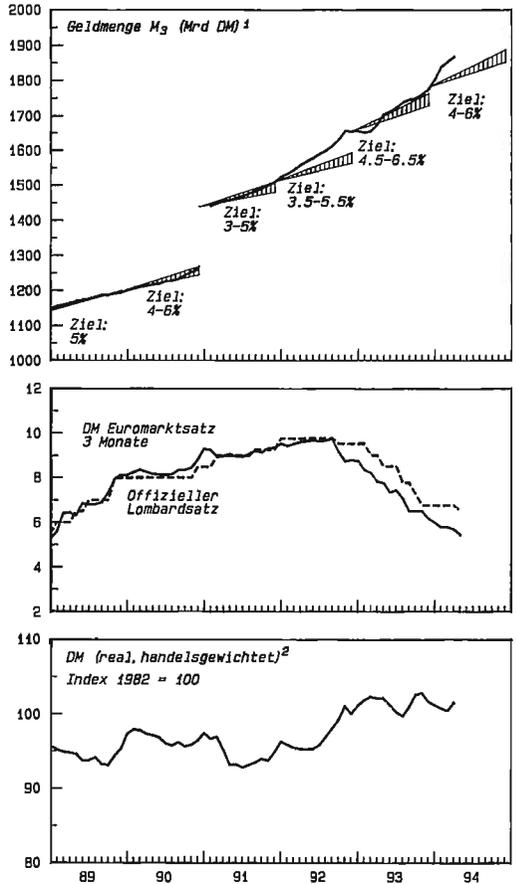
Gemäss dem Frühjahrsgutachten der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute dürfte sich die Konjunktur Westdeutschlands im Jahre 1994 spürbar erholen. Das Gutachten schätzt das Realwachstum des Bruttoinlandprodukts für 1994 auf 1%, gegenüber einem Rückgang von 1,9% im Vorjahr. Die Exporte und die Investitionen werden gemäss dem Gutachten als treibende Kräfte des Aufschwungs wirken, während der Konsum aufgrund der real rückläufigen verfügbaren Einkommen sinken dürfte.

In den alten Bundesländern ging die Beschäftigung im ersten Quartal weiter zurück. Die Arbeitslosenquote stieg von 9,1% im Januar auf 9,3% im April. Die Tariferhöhungen der Lohnrunde 1994 waren mit durchschnittlich etwa 2% deutlich tiefer als im Vorjahr (3-4%). Im öffentlichen Dienst fielen die Lohnabschlüsse noch geringer aus.

Die westdeutsche Teuerung sank im ersten Quartal erneut. Die Konsumentenpreise stiegen im Durchschnitt um 3,4%, verglichen mit 3,7% in der Vorperiode. Die Produzentenpreise, die im letzten Jahr stagniert hatten, nahmen dagegen leicht zu.

In den neuen Bundesländern erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Halbjahr 1993 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode um 7,4%. Im ersten Halbjahr hatte der Zuwachs 6,7% betragen. Das Wachstum beruhte

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

hauptsächlich auf den Investitionen, insbesondere auf den Bauinvestitionen, und zum kleineren Teil auf dem staatlichen Konsum. Der private Konsum stagnierte. Die Endnachfrage Ostdeutschlands überstieg das erwirtschaftete Bruttoinlandprodukt erheblich: Im Jahre 1993 stammte ein Anteil von 43,5% (1992: 45,8%) der verbrauchten oder investierten Güter nicht aus den neuen Bundesländern; er kam hauptsächlich aus Westdeutschland.

Die Lage der verarbeitenden Industrie in den neuen Bundesländern besserte sich; davon profi-

tierte eine wachsende Zahl von Industriezweigen. Die Produktion der verarbeitenden Industrie lag im ersten Quartal erneut deutlich über dem Vorjahreswert. Der Auftragseingang stieg ebenfalls spürbar an. Kräftig wuchs ferner die Bautätigkeit. Gemäss dem Gutachten der Wirtschaftsforschungsinstitute dürfte das reale Bruttoinlandprodukt Ostdeutschlands im Jahre 1994 um 7,5% zunehmen, verglichen mit 7,1% im Vorjahr.

Die Arbeitslosenquote der neuen Bundesländer erhöhte sich auf knapp 18% und lag um 2 Prozentpunkte über dem Niveau der Vorperiode. Die verdeckte Arbeitslosigkeit (Weiterbildung, Arbeitsbeschaffungsmassnahmen, Frühpensionierungen) ist allerdings rückläufig. Die verdeckte Arbeitslosigkeit liegt geringfügig unter der ausgewiesenen Arbeitslosigkeit.

Die Konsumentenpreise entwickeln sich, mit Ausnahme der Mieten und weiterer Dienstleistungen, inzwischen etwa gleich wie in Westdeutschland. Die Jahreststeuerung betrug im ersten Quartal durchschnittlich 3,6% gegenüber knapp 9% in der Vorperiode. Der Rückgang beruht zur Hauptsache auf einem Basiseffekt: Im Vorjahr waren die Mieten deutlich angehoben worden, um sie schrittweise den Marktverhältnissen anzunähern.

Die gesamtdeutschen Ausfuhren nahmen im vierten Quartal, verglichen mit der Vorperiode, kräftig zu, während die Einfuhren leicht schrumpften. Der Handelsbilanzüberschuss verdoppelte sich beinahe und betrug 22,4 Mrd. D-Mark. Die Ertragsbilanz wies mit 11,2 Mrd. D-Mark einen fast gleich hohen Passivsaldo wie im Vorquartal aus.

Die Deutsche Bundesbank lockerte in den ersten fünf Monaten des Jahres 1994 ihre Geldpolitik aufgrund der rückläufigen Inflationserwartungen weiter. Sie reduzierte den Diskontsatz am 17. Februar, am 14. April und am 12. Mai um insgesamt 1,25 Prozentpunkte auf 4,5% und den Lombardsatz um insgesamt 0,75 Prozentpunkte auf 6%. Wertpapierpensionsgeschäfte, die Ende Dezember noch 6% gekostet hatten, wurden ab März sukzessive billiger und Ende Mai zu 5,15% abgeschlossen. Die Rendite langfristiger, festverzinslicher Wertpapiere, die bis im Januar auf 5,5% gesunken war, erhöhte sich in den folgenden Monaten und betrug im April 6,3%.

Die Geldmenge M_3 stieg im ersten Quartal mit einer Jahresrate von 18% und lag damit ausserordentlich weit vom Zielkorridor (4–6%) entfernt. Neben dem Bargeldumlauf und den Termingeldern erhöhten sich die Spargelder besonders stark, während die Sichteinlagen aufgrund steigender langfristiger Zinsen schrumpften.

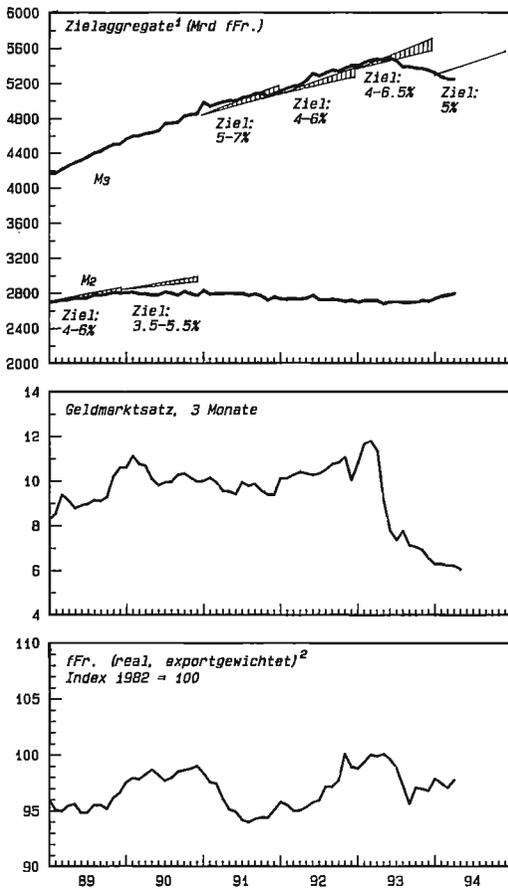
Die Entwicklung der Geldmenge M_3 war um die Jahreswende wegen verschiedener Sonderfaktoren wenig aussagekräftig. Zu den Sonderfaktoren gehören insbesondere die Ausdehnung der Verrechnungssteuer auf thesaurierende ausländische Investmentfonds, welche beträchtliche Verlagerungen von Geldern auf Bankkonten im Inland zur Folge hatte. Gleichzeitig bewirkte auch die ungewöhnlich hohe Vergabe von Hypothekarkrediten eine Aufblähung der Geldmenge M_3 . Die Nachfrage nach Hypothekarkrediten war um die Jahreswende ausserordentlich stark, da damit verbundene steuerliche Abschreibemöglichkeiten letztmals ausgenutzt werden konnten.

Frankreich

In Frankreich mehrten sich Ende 1993 die Zeichen einer Konjunkturerholung. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im vierten Quartal 1993 gegenüber der Vorperiode erneut leicht zu und lag damit nur noch geringfügig unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Konjunkturstützend wirkten der öffentliche Konsum, die Bauinvestitionen und die Exporte. Dagegen stagnierte der private Konsum, und die Ausüstungsinvestitionen bildeten sich nochmals zurück. Die Importe sanken wiederum.

Im ersten Quartal setzte sich die leichte Konjunkturerholung fort. Die Produktion der verarbeitenden Industrie nahm gegenüber der Vorperiode um 3,7% zu und lag damit geringfügig höher als vor Jahresfrist. Der Produktionszuwachs umfasste alle wichtigen Industriezweige, vor allem aber die Automobilindustrie und die Produktion von nicht-dauerhaften Konsumgütern. Die wachsende Anzahl neubegonnener Bauten deutet darauf hin, dass die tiefe Krise in der Bauwirtschaft überwunden wurde. Gemäss Umfragen in der Industrie belebte sich der Auftragseingang dank höherer Bestellungen aus dem Ausland spürbar. Die Lager wurden nochmals abgebaut und befinden sich

Grafik 6: Frankreich



¹ Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres; ab 1994 mittelfristiges Ziel (Quelle: Banque de France)

² Quelle: OECD

nun auf normalem Niveau. Der private Konsum stagnierte dagegen weiterhin. Während die Fahrzeugkäufe infolge der staatlichen Stimulierungsmassnahmen markant stiegen, bildete sich der Absatz der übrigen dauerhaften Konsumgüter zurück.

Die Arbeitslosenquote stabilisierte sich im ersten Quartal bei 12,2%. Das war zum Teil auf den Entlassungsstopp im öffentlichen Sektor zurückzuführen, der bis Ende 1994 gilt. Mit einer Quote von 25% ist die Jugendarbeitslosigkeit überdurchschnittlich hoch. Deshalb bezahlt die französische Regierung in Zukunft denjenigen Unterneh-

men eine Prämie, die Jugendliche anstellen. Die Massnahme ersetzt die geplante Senkung des Mindestlohnes für Jugendliche, auf die nach massiven Protesten verzichtet werden musste.

Die Teuerungsrate sank von durchschnittlich 2,1% im vierten Quartal auf 1,7% im ersten Quartal. Während die Güterpreise im Vorjahresvergleich stabil blieben, verteuerten sich die privaten Dienstleistungen um 3%.

Höhere Exporte und stagnierende Importe führten im vierten Quartal 1993 zu einem weiteren Anstieg des Handelsbilanzüberschusses. Er betrug 29,9 Mrd. Francs, gegenüber 25,7 Mrd. im Vorquartal. Da sich das Defizit der Dienstleistungsbilanz und der Fehlbetrag bei den Faktoreinkommen ausweitete, sank der Ertragsbilanzüberschuss um rund 4 Mrd. auf 23,9 Mrd. Francs. Für das ganze Jahr wies die Ertragsbilanz einen Überschuss von beinahe 60 Mrd. Francs aus.

Die Banque de France lockerte die Geldpolitik vorsichtig weiter. Von Mitte Februar bis Mitte Mai senkte sie ihre Leitzätze in acht kleinen Schritten. Der Interventionsatz fiel von 6,2% auf 5,4%, der Pensionssatz für fünf- bis zehntägige Schatzwechsel bildete sich von 7% auf 6,4% zurück. Parallel dazu sank der Satz für dreimonatige Interbankeinlagen von 6,3% auf 5,6%. Im Gegensatz zu den kurzfristigen Sätzen zogen die langfristigen deutlich an. Ende April lag die Rendite langfristiger Staatsanleihen bei 6,8%, nachdem sie Ende Januar noch 5,6% betragen hatte.

Die Geldmenge M_3 nahm im ersten Quartal nochmals ab; sie lag damit um 3,8% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Zu diesem Rückgang trugen vor allem die durch die Normalisierung der Zinsstruktur ausgelösten Umschichtungen von Termineinlagen in Anlageformen ausserhalb von M_3 bei. Die inländische Verschuldung, welche die Banque de France zusätzlich als monetären Indikator heranzieht, lag im vierten Quartal 1993 um 4,4% über dem Vorjahreswert.

Grossbritannien

In Grossbritannien setzte sich die wirtschaftliche Erholung im vierten Quartal 1993 fort. Das reale

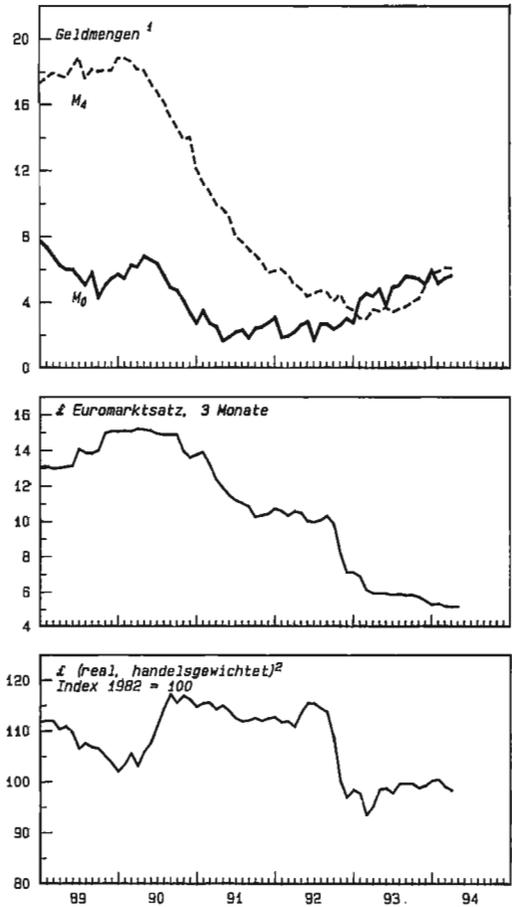
Bruttoinlandprodukt erhöhte sich im Quartalsvergleich wiederum um 0,6% und lag um 2,4% über dem Vorjahresniveau. Die Erholung stützte sich ausschliesslich auf die Binnennachfrage. Der private Konsum nahm erneut zu, während der staatliche Konsum geringfügig schrumpfte. Auch die Investitionen, die in der Vorperiode nur wenig gewachsen waren, stiegen im vierten Quartal deutlich an; dabei verzeichneten die Bauinvestitionen den stärkeren Zuwachs als die Ausrüstungsinvestitionen. Dagegen bildeten sich die Exporte, die im dritten Quartal zugenommen hatten, erheblich zurück. Die starke Binnennachfrage wirkte sich auf die Importe aus, die spürbar stärker als in den Vorperioden wuchsen.

Im ersten Quartal 1994 hielt der Konjunkturaufschwung aufgrund der vorlaufenden Indikatoren an. Die wichtigste Stütze blieb der private Konsum. Der Detailhandel, die Automobilverkäufe und die Konsumkredite belebten sich. Die Mehrwertsteuer, die seit April auf dem Energieverbrauch der Haushalte erhoben wird, dürfte den privaten Konsum nur geringfügig dämpfen, da mit einer weiter rückläufigen Sparquote gerechnet werden kann.

Die Produktion in der verarbeitenden Industrie wuchs im ersten Quartal kräftig. Sie erhöhte sich gegenüber der Vorperiode um 1,6%. Die Produktion von Investitionsgütern stieg deutlich stärker als diejenige von Konsumgütern. Die Bestellungen nahmen zu. Während die Aufträge aus dem Inland seit mehreren Quartalen langsam, aber kontinuierlich wuchsen, schwanken die Auslandsaufträge beträchtlich. Der Bausektor, der vom Zusammenbruch der Immobilienpreise stark in Mitleidenschaft gezogen worden war, erholt sich seit Anfang des letzten Jahres: Die Preise für Immobilien steigen, und es werden mehr Neubauten in Angriff genommen.

Der Beschäftigungsanstieg setzte sich fort; neue Arbeitsplätze entstanden vorwiegend im Dienstleistungssektor. Die Arbeitslosenquote ging von 9,9% im Januar auf 9,5% im April zurück. Die Jahreststeuerung war im ersten Quartal mit einem Durchschnitt von 2,4% deutlich höher als in der Vorperiode (1,6%). Die Basisinflation, welche die Hypothekarzinsen nicht enthält, belief sich unverändert auf 2,7%.

Grafik 7: Grossbritannien



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode
(Quelle: Bank of England)
² Quelle: OECD

Im vierten Quartal 1993 stagnierten die Ausfuhren, während die Einfuhren um 1,3% wuchsen. Das Handelsbilanzdefizit weitete sich auf 3,8 Mrd. Pfund aus, verglichen mit 3,2 Mrd. in der Vorperiode. Das Ertragsbilanzdefizit wuchs um 0,8 Mrd. auf 2,6 Mrd. Pfund.

Die britischen Währungsbehörden lockerten im ersten Quartal ihre Geldpolitik behutsam. Sie nahmen die Leitzinsen, die im November letztmals herabgesetzt worden waren, am 8. Februar um einen viertel Prozentpunkt zurück. In der Folge sank der Basiszinssatz, den die Banken erstklassigen Schuldner verrechnen, auf 5,25%. Am Interban-

kenmarkt fiel der Dreimonatssatz von 5,4% im Januar auf 5,2% im April; die Rendite langfristiger Staatsanleihen stieg dagegen von 6,4% auf 7,8%.

Die Bank of England prognostizierte in ihrem Inflationsbericht vom Mai eine bis ins erste Quartal 1995 geringfügig steigende und dann stabile Teuerung. Die Basisinflation, für die der Zielbereich von der Regierung auf 1–4% festgelegt wurde, dürfte sich gemäss dem Bericht im nächsten Jahr auf durchschnittlich etwas über 3% belaufen.

Das Wachstum des monetären Aggregates M_0 lag im ersten Quartal mit 5,5% wiederum über dem angestrebten Bereich von 0–4%. Die Geldmenge M_4 , die auch Bankeinlagen und Einlagen bei den Bausparkassen enthält, nahm mit einer Jahresrate von 6% zu und bewegte sich in der Mitte des Bandes von 4–8%.

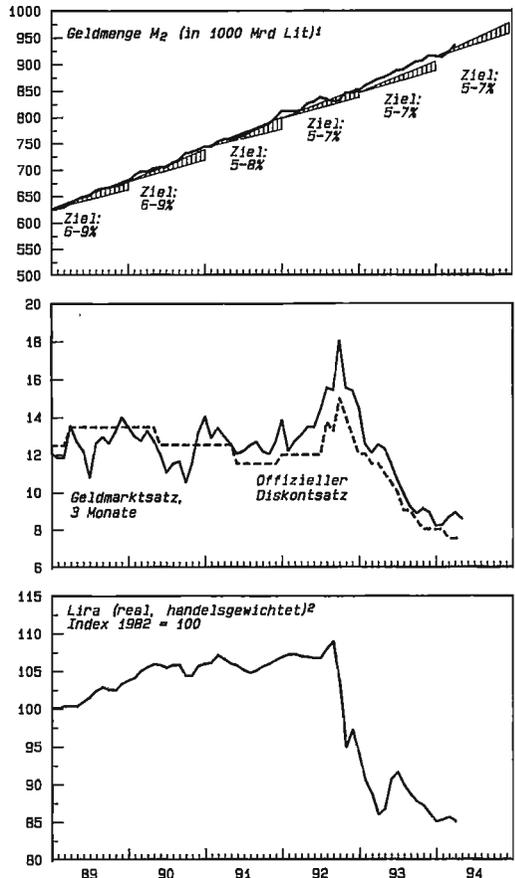
Das Staatsdefizit betrug im Haushaltsjahr 1993/94, das Ende März abgeschlossen worden war, 46 Mrd. Pfund oder 7,3% des Bruttoinlandprodukts, verglichen mit 37 Mrd. Pfund (6,1%) im Vorjahr. Das Defizit lag damit um 4 Mrd. Pfund unter den Schätzungen der Regierung vom November 1993.

Italien

Im vierten Quartal 1993 zeigten sich in Italien erste Zeichen einer leichten Erholung. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber der Vorperiode um 0,8% und stagnierte gegenüber dem Vorjahr. Sowohl der private Konsum als auch die Lager- und Ausrüstungsinvestitionen nahmen im Vorquartalsvergleich zu. Die Ausrüstungsinvestitionen lagen allerdings immer noch um 11% unter dem Vorjahreswert. Die Bauinvestitionen fielen weiter. Die Exporte schrumpften gegenüber der Vorperiode um 0,6%, nachdem sie im dritten Quartal gestiegen waren. Gegenüber dem Vorjahr erhöhten sie sich um 9,4%.

Nachdem die Produktion der verarbeitenden Industrie im Jahre 1993 um 2,8% gesunken war, stagnierte sie im ersten Quartal 1994. Sie blieb unter dem Stand der entsprechenden Vorjahresperiode. Während die Produktion von Halbfabrikaten und Konsumgütern stieg, stagnierte sie bei den

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

Investitionsgütern und fiel bei den Transportmitteln. Dagegen erhöhte sich der Verkauf von Automobilen leicht. In den neuesten Konjunkturumfragen wird die Gesamtnachfrage noch immer als schwach beurteilt; die Bestellungseingänge nahmen indessen zu, und die Lagerbestände sowie die Produktionserwartungen waren zufriedenstellend.

Auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich die Lage weiter. Im Januar fiel die Beschäftigung um 4,1% unter das Vorjahresniveau. Sie sank sowohl in der Industrie als auch bei den Dienstleistungen. Die Arbeitslosenquote belief sich, wie schon in

Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunktorentwicklung

1.1 Reales Bruttoinlandprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	1,2	-0,7	2,6	3,0	3,9	3,2	2,9	2,8	3,1	3,7
Japan ^{b)}	4,8	4,1	1,4	0,1	0,3	0,4	-0,2	0,4	-0,2	
Westdeutschland	5,9	4,6	1,2	-1,9	0,1	-3,1	-2,5	-1,1	-0,8	1,6
Frankreich	2,2	0,7	1,2	-0,9	0,2	-1,5	-1,1	-0,8	-0,3	
Grossbritannien	0,4	-2,2	-0,6	1,9	-0,1	1,3	1,8	2,2	2,4	
Italien	2,2	1,3	0,7	-0,7	-0,6	-1,3	-1,0	-0,7	0,3	
Schweiz	2,3	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-0,4	0,3	1,3

a) provisorisch

b) BSP

1.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993	1994					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April
USA	5,4	4,2	3,0	3,0	2,8	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4
Japan	3,1	3,3	1,7	1,3	1,1	1,2	1,2	1,1	1,3	0,8
Westdeutschland	2,7	3,5	4,0	4,1	3,7	3,4	3,5	3,4	3,2	3,1
Frankreich	3,4	3,1	2,4	2,1	2,1	1,7	1,9	1,8	1,5	1,7
Grossbritannien	9,5	5,9	3,7	1,6	1,6	2,4	2,5	2,4	2,3	2,6
Italien	6,1	6,5	5,3	4,2	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1
Schweiz	5,4	5,9	4,0	3,3	2,7	1,7	2,1	1,8	1,3	1,0

1.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1994 ^{a)}					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April
USA ^{b)}	5,5	6,8	7,4	6,8	6,6	6,5	6,7	6,5	6,5	6,4
Japan	2,1	2,1	2,2	2,5	2,8	2,8	2,7	2,9	2,9	2,8
Westdeutschland ^{c)}	7,1	6,3	6,7	8,3	9,0	9,2	9,1	9,2	9,3	9,3
Frankreich	9,0	9,5	10,4	11,6	12,1	12,2	12,2	12,2	12,2	
Grossbritannien ^{d)}	5,8	8,1	9,9	10,3	10,0	9,8	9,9	9,8	9,7	9,5
Italien ^{e)}	10,3	9,9	10,5	10,4	11,3	11,3	11,3	-	-	-
Schweiz ^{f)}	0,5	1,1	2,6	4,5	5,0	4,9	5,0	4,9	4,9	4,8

a) provisorisch

b) ab Januar 1994 neue Erhebungsgrundlage

c) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

d) ausgenommen Schulabgänger

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

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

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

	1990	1991	1992 ^{a)}	1993 ^{a)} d)	1994 ^{a)} d)					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	-91,9	-8,3	-66,4	-109,2	-23,7	22,4	-27,2	-28,1	-31,5	
Japan	35,8	72,3	117,8	132,1	33,0	36,1	31,6	32,4	32,0	34,4
Westdeutschland ^{b)}	46,8	-19,4	-22,0	-22,5	-6,6	-5,8	-3,4	-6,6	-6,7	-6,6
Frankreich	-10,0	-6,7	3,9	10,3	2,9	0,4	1,8	4,1	4,0	
Grossbritannien ^{c)}	-32,3	-13,5	-17,6	-16,0	-4,1	-4,6	-4,9	-2,7	-3,8	
Italien ^{c)}	-16,6	-23,6	-27,9	11,2	-5,2	-1,2	2,2	3,8	6,4	1,1
Schweiz ^{c)}	8,6	10,6	15,0	18,7	4,0	6,0	4,4	3,6	4,5	6,5

a) provisorisch

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

c) nicht saisonbereinigt

d) 1993 und 1994: Die Daten für die EU-Länder sind aufgrund statistischer Umstellungen stark verspätet verfügbar

der Vorperiode, auf 11,3%. Im Norden Italiens betrug sie 7,2%, im Süden 18,2%.

Die Jahresteuern stieg im ersten Quartal leicht von durchschnittlich 4,1% auf 4,2%. Die Teuerung dürfte aufgrund der mässigen Binnennachfrage und der bescheidenen Lohnerhöhungen stabil bleiben. Die Löhne wuchsen im ersten Quartal mit einer Jahresrate von 2,4%, verglichen mit 3% in der Vorperiode.

Im Jahre 1993 schloss die italienische Handelsbilanz mit einem Überschuss von 32,5 Billionen Lire ab, nach einem Defizit von 12,6 Billionen im Vorjahr. Während die Ausfuhren um 20,4% stiegen, gingen die Einfuhren leicht zurück. Diese Entwicklung war die Folge der massiven Tieferbewertung der Lira sowie der gedämpften Binnennachfrage. Der Ertragsbilanzüberschuss belief sich auf 16,5 Billionen Lire, verglichen mit einem Defizit von 32,7 Billionen Lire im Jahre 1992. In den ersten beiden Monaten des Jahres 1994 wuchsen die Ausfuhren wiederum schneller als die Einfuhren, wodurch sich der Handelsbilanzüberschuss weiter vergrösserte.

Im Jahre 1993 betrug das öffentliche Defizit 154 Billionen Lire oder 9,8% des Bruttoinlandprodukts. Das Budget 1994 sieht einen Fehlbetrag von 144 Billionen Lire (8,7% des Bruttoinlandprodukts) vor. Aufgrund der Wirtschaftslage dürfte dieses Ziel schwierig zu erreichen sein. Unsicher ist ferner, ob die neue Regierung, die sich nach den Parlamentswahlen von Ende März bildete, den Konsolidierungskurs weiterführen wird.

Die Banca d'Italia lockerte in den ersten Monaten von 1994 ihre Geldpolitik erneut. Mitte Februar und Mitte Mai senkte sie den Diskontsatz um je einen halben Prozentpunkt auf 7%. Den Pensionssatz nahm sie von 8,8% im Dezember auf 7,7% im Mai zurück. Der Dreimonatssatz am Interbankenmarkt fiel von 8,6% auf 7,8%. Die Durchschnittsrendite der langfristigen Staatspapiere zog dagegen an. Sie belief sich im Mai auf 8%, gegenüber 7,2% im Januar.

Die Geldmenge M_2 wuchs im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 7,2%. Die Zentralbank belies den Zielkorridor für das Aggregat M_2 für das Jahr 1994 bei 5–7%.

C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

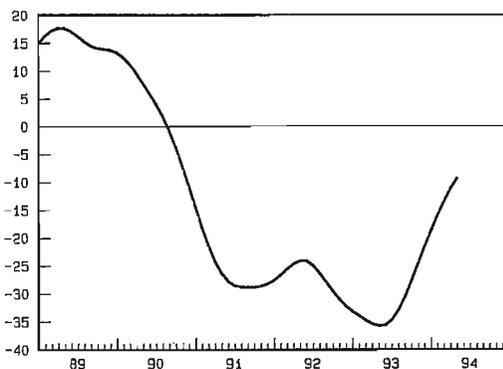
1. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Das reale Bruttoinlandprodukt der Schweiz nahm im ersten Quartal 1994 gegenüber der Vorperiode weiter zu. Binnen Jahresfrist wuchs es um 1,3% (4. Quartal 1993: 0,3%). Wachstumsimpulse lieferten vor allem die Exporte und die Investitionen. Stark stiegen auch die Einfuhren.

Gemäss der März-Umfrage der KOF-ETH zeigte der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» im ersten Quartal weiter nach oben. Er bewegte sich aber nach wie vor auf tiefem Niveau. Die binnenorientierte Industrie meldete höhere Bestellungseingänge und eine stagnierende Produktion. Der Auftragsbestand galt immer noch als deutlich zu niedrig. Die Exportindustrie verzeichnete dagegen sowohl wachsende Bestellungseingänge als auch eine leicht steigende Produktion. Die Konjunkturerholung lässt für 1994 eine Umkehr im Lagerzyklus erwarten, nachdem die konjunkturelle Abschwächung zu einem starken Lagerabbau geführt hatte. Die KOF-Industrienumfrage vom März bestätigte dies. Die befragten Industrieunternehmen verminderten die Lager ge-

Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie¹

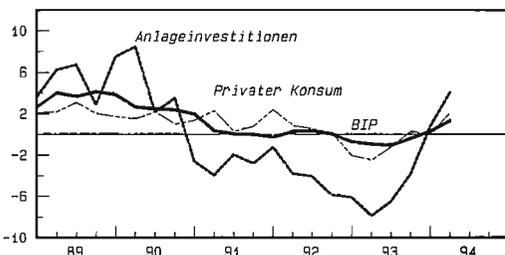


¹ Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrössen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatlager – zusammensetzt
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

genüber dem Vormonat nicht weiter. Während die Vorräte an Gütern in Arbeit mit der Produktion in Einklang standen, wurden jene an Fertigprodukten noch als leicht überhöht beurteilt. In der Industrie insgesamt stieg die Kapazitätsauslastung saisonbereinigt auf 82,5%. Sie lag damit noch immer gut 2 Prozentpunkte unter der Normalauslastung. Der Anteil der Überstunden an der Normalarbeitszeit erhöhte sich leicht auf 1,4%. Für die kommenden Monate wird vermehrt mit steigenden Bestelleingängen und einer höheren Produktion gerechnet.

Das KOF-Konjunkturbarometer der vorlaufenden Indikatoren nahm im ersten Quartal weniger stark zu als in den Vorperioden. Diese Verlangsamung beruhte hauptsächlich auf dem seit Februar sinkenden Aktienindex, der während längerer Zeit den grössten Beitrag zum Anstieg des Konjunkturbarometers geliefert hatte. Dank einem stärkeren Wachstum des Bauindikators sowie der weiteren Verbesserung der Beschäftigungsaussichten in der Industrie kletterte das Konjunkturbarometer dennoch in die Höhe.

Grafik 10: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

Konsum

Der private Konsum nahm nach einem vorübergehenden Rückgang in der Vorperiode im ersten Quartal wieder zu. Binnen Jahresfrist wuchs er real um 2,1% (4. Quartal 1993: 0%).

Die realen Detailhandelsumsätze übertrafen im ersten Quartal den Stand der Vorperiode. Im Vergleich zum Vorjahresquartal wuchsen sie sogar deutlich. Dies ist teilweise darauf zurückzuführen,

dass das Ostergeschäft im Jahre 1994 in den Monat März und nicht wie im Vorjahr hauptsächlich in den Monat April fiel. Die Konsumgüterimporte – vor allem die Einfuhren dauerhafter Konsumgüter – expandierten erneut kräftig. Erstmals seit vier Jahren fielen die Neuwagenverkäufe im ersten Quartal wieder höher aus als im Vorjahr. Sie stiegen binnen Jahresfrist um 7,1%. Der Tourismus belebte sich ebenfalls. Vor allem der Freizeittourismus trug zu einer Zunahme der Logiernächte inländischer Gäste bei. Nach wie vor rückläufig war der Geschäftstourismus.

Der Sammelindex der Konsumentenstimmung verbesserte sich im April gegenüber der Vorerhebung deutlich. Spürbar optimistischer beurteilten die Umfrageteilnehmer die allgemeine Wirtschaftslage. Die Sicherheit der Arbeitsplätze hat sich dagegen noch nicht entscheidend verbessert.

Investitionen

Die Erholung der Anlageinvestitionen setzte sich im ersten Quartal fort. Im Vorjahresvergleich nahmen sie real um 4,1% zu (4. Quartal 1993: 0,8%).

Die Bauinvestitionen lagen im ersten Quartal erneut über dem Niveau der Vorperiode. Binnen Jahresfrist stiegen sie real um 3% (4. Quartal 1993: -1%); sie übertrafen damit erstmals seit dem dritten Quartal 1990 wieder das Vorjahresniveau. Gemäss der Umfrage des Baumeisterverbandes verlief die Bautätigkeit in den einzelnen Sparten sehr unterschiedlich, wobei sich die Lage insgesamt verbesserte. Während der Wohnungsbau deutlich anzog, blieb die Lage im Wirtschaftsbau gedrückt. Der Auftragseingang im Bauhauptgewerbe überstieg das Vorjahresniveau real um 14%, während der Auftragsbestand erneut stagnierte. Die Zementlieferungen nahmen gegenüber der Vorperiode erneut kräftig zu. Erstmals seit Anfang 1990 wuchsen auch die offenen Limiten der privaten Baukredite im Vorquartalsvergleich wieder.

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode abgeschwächt zu. Binnen Jahresfrist wuchsen sie real um 5,6% (4. Quartal 1993: 4,5%). Die anhaltend kräftige

Tabelle 2: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993	1994					1994
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Import von Investitionsgütern, real	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-12,6	-10,4	-11,2	-0,9	6,6	10,2
Baubewilligte Wohnungen ¹	-9,1	7,6	19,7	-4,1	7,8	12,6	-16,1	2,0	-12,0	16,9
Neuerstellte Wohnungen ¹	-3,1	1,3	-3,6	-4,1	2,4	3,9	11,6	-19,5	-8,1	37,7
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	2,0	-4,0	-12,0	-4,0	-10,0	-13,0	-5,0	4,0	-3,4	1,0
Privater Bau	-1,0	-10,0	-18,0	1,0	-17,0	-12,0	-2,0	13,0	5,2	5,0
Öffentlicher Bau	7,0	4,0	-6,0	-9,0	-3,0	-13,0	-8,0	-4,0	-11,2	-4,0
Bauteuerung ²	5,8	6,7	4,9	3,8	4,9	4,7	3,3	3,6	3,5	1,3

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

² gewichteter Produktionskostenindex des SBV

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

Investitionstätigkeit widerspiegelte sich in den Einfuhren von Ausrüstungsgütern, die im ersten Quartal im Vergleich zur Vorperiode wiederum stark stiegen. Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller lagen die nominellen Auftragseingänge aus dem Inland im ersten Quartal deutlich über dem allerdings sehr tiefen Stand des Vorjahres. Der Arbeitsvorrat erhöhte sich gegenüber der Vorerhebung leicht auf 4,6 Monate.

Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die schweizerischen Exporte, die in der zweiten Hälfte 1993 zu steigen begonnen hatten, nahmen auch im ersten Quartal 1994 zu. Sie lagen real um 5,8% über dem Vorjahresniveau. Überdurchschnittlich stark wuchsen die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Investitionsgütern. Die Konsumgüterausfuhren, die im Vorquartal noch kräftig gestiegen waren, übertrafen das Vorjahresniveau nur noch geringfügig.

Fast alle Branchen der Exportindustrie wiesen ein kräftiges reales Wachstum auf. Erstmals seit dem ersten Quartal 1990 nahmen die Ausfuhren der Maschinenindustrie wieder markant zu. Einzig die Uhrenindustrie musste real eine Stagnation ihrer Exporte hinnehmen. Die Exportpreise und damit die nominalen Ausfuhren entwickelten sich uneinheitlich, da sich die Wechselkursentwicklung des Schweizer Frankens unterschiedlich auf die einzelnen Industriezweige auswirkte. Am stärksten

verringerten sich wertmässig die Ausfuhren der Textil-, Bekleidungs- und Schuhindustrie, während die chemische, die Uhren- und die Maschinenindustrie im Vorjahresvergleich nominell hohe Zuwachsraten verbuchten.

Nach Regionen gegliedert, widerspiegelt die Entwicklung der schweizerischen Exporte die unterschiedliche Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft. Wie schon im Vorjahr stiegen im ersten Quartal die Ausfuhren nach Südostasien, Osteuropa und Lateinamerika besonders kräftig. Die Lieferungen in die EU und die EFTA-Länder lagen zwar erstmals wieder über dem Vorjahresniveau, das Wachstum blieb jedoch noch äusserst bescheiden. Die Exporte nach Italien, Frankreich und nach den Benelux-Staaten sanken, während sich die Ausfuhren nach Deutschland und Grossbritannien erhöhten. Die markante Zunahme der Exporte nach Grossbritannien lässt sich auf den dortigen Konjunkturaufschwung zurückführen. Bemerkenswert ist der Anstieg der schweizerischen Exporte nach Deutschland. Sie nahmen trotz des starken Frankens und der stagnierenden deutschen Wirtschaft gegenüber dem Vorjahr um mehr als 4% zu.

Die schweizerischen Ausfuhren in die OECD-Länder ausserhalb Europas entwickelten sich überdurchschnittlich. So gewannen die Exporte in die USA und nach Japan wieder deutlich an Schwung.

Die Lieferungen in die Länder ausserhalb der OECD stiegen im ersten Quartal weiterhin mit

Tabelle 3: Aussenhandel¹ (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1992					1994 ^{a)}
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Reale Ausfuhr	4,5	-1,4	4,3	0,6	-0,2	-2,6	-1,3	0,2	5,0	5,8
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,9	-1,2	2,8	-1,7	-0,3	-4,4	-4,6	0,2	2,6	9,8
Investitionsgüter	5,1	-4,0	0,0	-2,2	-4,5	-9,2	-4,6	-1,7	4,5	6,5
Konsumgüter	6,3	1,4	10,6	5,6	6,1	6,2	5,0	2,1	7,0	1,7
Ausfuhrpreise	1,0	2,8	0,7	0,0	0,3	-1,0	0,8	0,7	-0,3	0,2
Reale Einfuhr	2,7	-1,4	-4,3	-1,2	-6,4	-7,5	-3,0	0,0	5,1	9,4
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,8	-5,2	-1,4	-1,3	-1,3	-5,6	-1,3	-1,3	2,9	10,5
Investitionsgüter	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-12,6	-10,4	-11,1	-1,0	6,9	10,2
Konsumgüter	2,7	2,7	-2,9	1,5	-5,2	-6,9	3,0	3,4	5,4	9,5
Einfuhrpreise	-0,7	0,1	2,2	-2,2	-0,8	-1,5	-2,5	-1,2	-2,2	-6,5

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

zweistelligen Zuwachsraten. Die asiatischen Entwicklungs- und Schwellenländer, deren Anteil am schweizerischen Gesamtexport binnen Jahresfrist von gut 11% auf 13% stieg, waren vor allem für diese Entwicklung verantwortlich. Einzig die Exporte nach China gingen im ersten Quartal zurück. Auch die Exporte in die FSU-Staaten, nach Mitteleuropa und nach Lateinamerika wuchsen weiterhin kräftig, während die Ausfuhren in die OPEC-Staaten stagnierten.

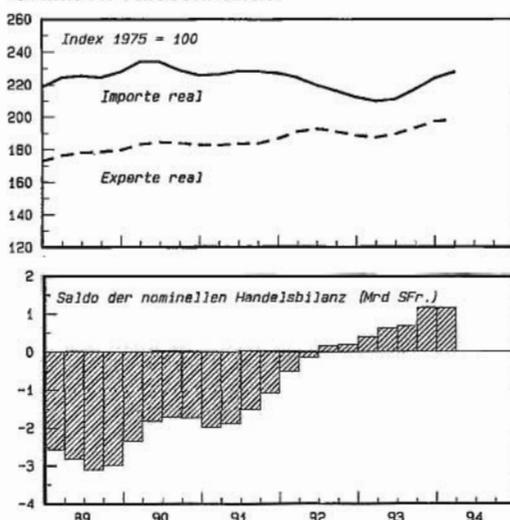
Die Importe legten im ersten Quartal real deutlich zu und übertrafen das Vorjahresniveau um 9,4%. Bemerkenswert ist zudem das breit abgestützte Wachstum der Importe – mit Ausnahme der Energieträger – über alle Warengruppen hinweg. Dies lässt auf eine zunehmende Erholung der Binnen nachfrage schliessen. Im Investitionsgüterbereich wuchsen vor allem die Importe des Dienstleistungssektors, der Bauwirtschaft und des Transportwesens überdurchschnittlich. Die zunehmend optimistische Konsumentenstimmung liess auch die Importe dauerhafter Konsumgüter – namentlich von Personwagen, Uhren und Bijouterieartikeln – in die Höhe schnellen.

Trotz des stärkeren Frankens lagen die Exportpreise, gemessen am Mittelwertindex, wieder leicht über dem Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals (0,2%; 4. Quartal: -0,3%). Die Importpreise reagierten weit schneller und stärker auf die Frankenaufwertung; die Importe verbilligten sich innert Jahresfrist um 6,5% (4. Quartal:

-2,2%). Der Rückgang der Importpreise trug durch die tieferen Kosten für eingeführte Vorprodukte dazu bei, die Wirkung der Frankenstärke auf die Exportwirtschaft abzuschwächen.

Die Verbesserung der Terms of trade erhöhte den Überschuss der schweizerischen Handelsbilanz, die seit Mitte 1992 einen Aktivsaldo aufweist. Der Überschuss kletterte im ersten Quartal auf 1,5

Grafik 11: Aussenhandel¹



¹ Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturforschung

Tabelle 4: Ertragsbilanz¹

	1991	1992 ^{a)}	1993 ^{b)}	1992 ^{a)}				1993 ^{b)}		1994 ^{b)}	
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	4. Q.	1. Q.
Total Einnahmen	162,2	165,4	167,8	40,1	42,5	42,2	41,4	41,7	43,1		
Warenexporte	90,9	95,3	96,7	24,3	24,0	24,7	22,5	25,5	24,9		
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	87,9	92,1	93,3	23,5	23,1	23,8	21,7	24,6	24,0		
<i>Übrige Warenexporte²</i>	2,9	3,2	3,4	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9		
Dienstleistungsexporte	25,9	26,9	28,2	5,4	7,4	6,6	8,5	5,6	8,2		
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	42,1	39,6	39,2	9,6	10,1	9,8	9,4	9,8	9,1		
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,4	3,6	3,7	0,9	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9		
Total Ausgaben	147,0	144,2	140,2	34,6	33,4	35,7	36,0	35,1	33,7		
Warenimporte	98,9	96,3	94,0	23,6	23,1	24,0	22,5	24,4	23,5		
<i>Spezialhandel (Index I)</i>	95,0	92,3	89,8	22,6	22,0	23,0	21,5	23,4	22,5		
<i>Übrige Warenimporte²</i>	3,8	3,9	4,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1	1,1		
Dienstleistungsimporte	13,3	13,9	13,8	2,7	2,0	3,6	5,5	2,7	2,0		
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	27,8	26,3	24,7	6,5	6,4	6,2	6,0	6,0	6,3		
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	7,2	7,7	7,8	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9		
Saldo der Ertragsbilanz	15,1	21,1	27,6	5,5	9,1	6,5	5,4	6,7	9,4		

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

Mrd. Franken, verglichen mit 1,1 Mrd. Franken in der gleichen Vorjahresperiode. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz nahm dank höherer Fremdenverkehrseinnahmen und Bankkommissionen um 0,8 Mrd. auf 6,2 Mrd. Franken zu. Dagegen fiel der Überschuss der Bilanz der Arbeits- und Kapitaleinkommen zinsbedingt um 0,6 Mrd. auf 3,1 Mrd. Franken. Der Ertragsbilanzsaldo stieg im ersten Quartal um 0,3 Mrd. auf 9,4 Mrd. Franken.

Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung bildete sich im ersten Quartal weiter zurück. Die vorliegenden Zahlen deuten noch nicht darauf hin, dass der Tiefpunkt erreicht wurde. Binnen Jahresfrist sank sie um 2%, verglichen mit 2,2% im vierten Quartal und 5% im ersten Quartal 1993. Während sich im Dienstleistungssektor sowie im Baugewerbe die Situation allmählich zu stabilisieren scheint, weist die Beschäftigungsentwicklung in der verarbeitenden Produktion weiterhin nach unten. Der Dienstleistungssektor beschäftigte im ersten Quartal 1% weniger Personen als in der entsprechenden Vor-

jahresperiode. Dies ist das Resultat gegenläufiger Bewegungen. Die Mehrzahl der Wirtschaftszweige im dritten Sektor war von einem weiteren Stellenabbau betroffen, am ausgeprägtesten war der Beschäftigungsrückgang in den Bereichen Handel und Verkehr/Nachrichtenübermittlung. Dagegen beschäftigten die Banken und Finanzgesellschaften, die Bereiche Beratung und Planung sowie das Gastgewerbe mehr Personen als vor Jahresfrist. Der nur noch geringe Stellenabbau im Baugewerbe (-0,5%) ist zum einen konjunkturell bedingt, zum andern lässt sich laut Bundesamt für Statistik auch eine Veränderung der saisonalen Verteilung der Bautätigkeit über das ganze Jahr beobachten, d.h. das Saisonmuster scheint weniger ausgeprägt zu sein als in früheren Jahren. Der starke Beschäftigungsrückgang in der verarbeitenden Produktion (-5,1%) ist vor allem auf den markanten Stellenabbau in der Maschinen- und Fahrzeugindustrie sowie in der Elektrotechnik- und Elektronikindustrie zurückzuführen. Daneben beschäftigten auch die Textil-, die Bekleidungs- und die Papierindustrie sowie das graphische Gewerbe deutlich weniger Arbeitskräfte als vor Jahresfrist.

Tabelle 5: Beschäftigung und Arbeitsmarkt (nicht saisonbereinigt)

	1991	1992	1993	1992				1993				1994			
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Febr.	März	April		
Index der Voll- und Teilzeitbeschäftigten ¹	-0,3	-2,6	-2,9	-3,3	-4,2	-3,0	-2,5	-1,7	-1,6						
Index der Vollzeitbeschäftigten ¹			-3,4	-4,1	-5,0	-3,7	-2,8	-2,2	-2,0						
Arbeitslosenquote ^{2,3}	1,1	2,6	4,5	3,3	4,1	4,3	4,7	5,0	5,1	5,2	5,2	5,0	4,9		
Arbeitslose ³	39 222	92 308	163 135	119 599	146 667	157 681	168 789	179 403	185 895	188 167	187 382	182 135	177 500		
Kurzarbeiter ³	20 269	34 020	42 046	36 616	54 096	48 520	28 110	37 456	42 101	42 859	44 360	39 084	31 614		
Gemeldete offene Stellen ³	10 549	8 166	5 743	6 978	6 544	6 912	5 268	4 248	5 201	4 456	5 263	5 883	5 503		

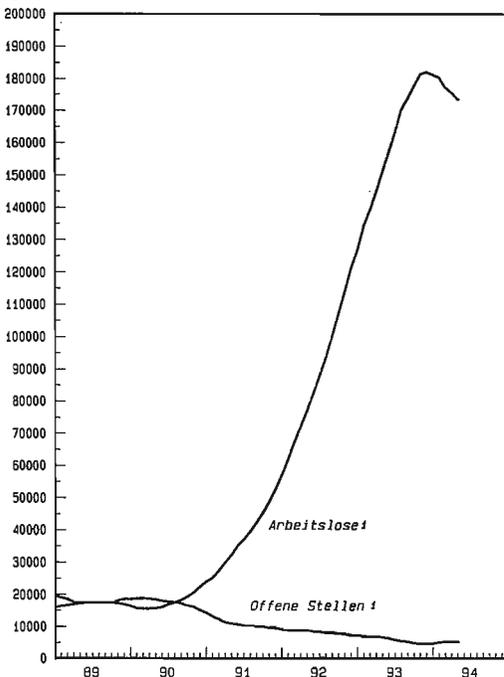
¹ Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

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 12: Arbeitsmarkt



¹ Saison- und extremwertbereinigt

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Beim Manpower-Stellenindex lassen sich noch keine eindeutigen Anzeichen einer Trendwende erkennen. Seit nunmehr einem Jahr verharrt er auf

tieferem Niveau. Die spürbar steigende Nachfrage nach Temporärpersonal sowie die Zunahme der bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen deuten auf eine Wiederbelebung der Nachfrage nach Arbeitskräften hin.

Obwohl die Beschäftigung erneut schrumpfte, ging die saisonbereinigte Zahl der Arbeitslosen erstmals seit vier Jahren von 182 000 im vierten Quartal 1993 auf 177 800 im ersten Quartal 1994 zurück. Die Arbeitslosenquote sank entsprechend auf 4,9%. Die Trendwende ist nicht nur konjunkturell bedingt; die ausgereinigten Arbeitslosen trugen ebenfalls dazu bei, dass die Zahl der registrierten Arbeitslosen abnahm.

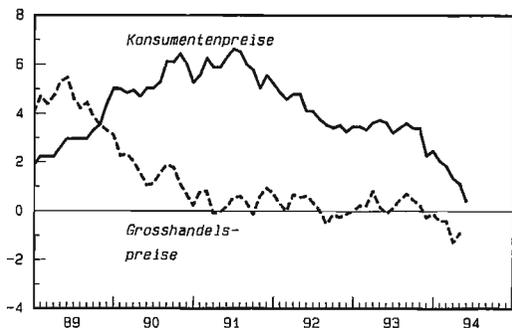
Im April ging die Zahl der registrierten Arbeitslosen weiter auf saisonbereinigt 173 300 zurück.

Preise

Der Teuerungsabbau setzte sich fort. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im ersten Quartal um 1,7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau (4. Quartal 1993: 2,7%). Sämtliche Bedarfsgruppen verzeichneten eine tiefere Jahres-teuerung als in der Vorperiode.

Sowohl bei den Inland- als auch bei den Auslandsgütern verlangsamte sich der Preisanstieg weiter. Die Inlandteuerung betrug im ersten Quartal 2,1%.

Grafik 13: Preisentwicklung¹



¹ Veränderung in % gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat

Quelle: Bundesamt für Statistik

Die Preise importierter Güter stiegen binnen Jahresfrist um lediglich 0,6%. Der markante Rückgang der Auslands-teuerung lässt sich vor allem mit dem Basiseffekt bei den Benzinpreisen (Treibstoffzollerhöhung im Frühjahr 1993) und dem starken Schweizer Franken erklären.

In den Monaten April und Mai sank die Teuerung erneut. Im Mai betrug sie nur noch 0,4% und erreichte damit den tiefsten Wert seit Dezember 1986. Stabile Mietpreise trugen massgeblich zum weiteren Teuerungsrückgang bei. Nachdem der Index der Wohnungsmieten im Mai 1993 gegenüber dem Vorjahr noch um 5,4% gestiegen war, bildete er sich im Mai 1994 um 0,7% zurück.

Der Index der Produzenten- und Importpreise (Preisindex des Gesamtangebots), welcher mit dem früheren Grosshandelspreisindex verknüpft wurde, lag im ersten Quartal um 0,7% unter dem Vorjahresstand (4. Quartal: -0,1%).

2. Der monetäre Bereich

Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im ersten Quartal 1994 30,078 Mrd. Franken und lag um 1,2% (auf das Jahr hochgerechnet um

Tabelle 6: Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	NBGM ^{1,3}	Saisonfaktoren	SBNBGM ^{1,4}	Veränderung in % ²
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	2,1	2 832	-11,3	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
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1993 2. Q.	26 696	1,1	2 618	1,8	29 314	0,995	29 452	0,9
3. Q.	26 514	1,5	2 668	7,3	29 182	0,989	29 517	1,7
4. Q.	27 306	2,3	2 735	4,6	30 041	1,011	29 724	2,8
1994 1. Q.	27 408	1,6	2 758	6,4	30 167	1 003 ^P	30 078 ^P	2,7 ^P
1993 Okt.	26 566	2,4	2 667	8,1	29 233	0,986	29 648	2,8
Nov.	26 766	2,8	2 771	4,6	29 537	0,990	29 835	3,0
Dez.	28 587	1,7	2 766	1,4	31 353	1,056	29 690	2,4
1994 Jan.	27 731	1,1	2 663	7,0	30 394	1,018 ^P	29 857 ^P	2,3 ^P
Febr.	27 141	1,7	2 802	5,9	29 943	0,993 ^P	30 154 ^P	2,6 ^P
März	27 353	2,1	2 810	6,3	30 163	0,998 ^P	30 223 ^P	3,1 ^P
April	27 213	1,3	2 729	4,0	29 942	0,995 ^P	30 092 ^P	1,6 ^P
Mai	27 280	2,6	2 751	7,6	30 031	0,990 ^P	30 334 ^P	3,5 ^P

¹ Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

² Gegenüber Vorjahresperiode; Jahresveränderungen beziehen sich auf das vierte Quartal

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 Veränderungs-raten 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

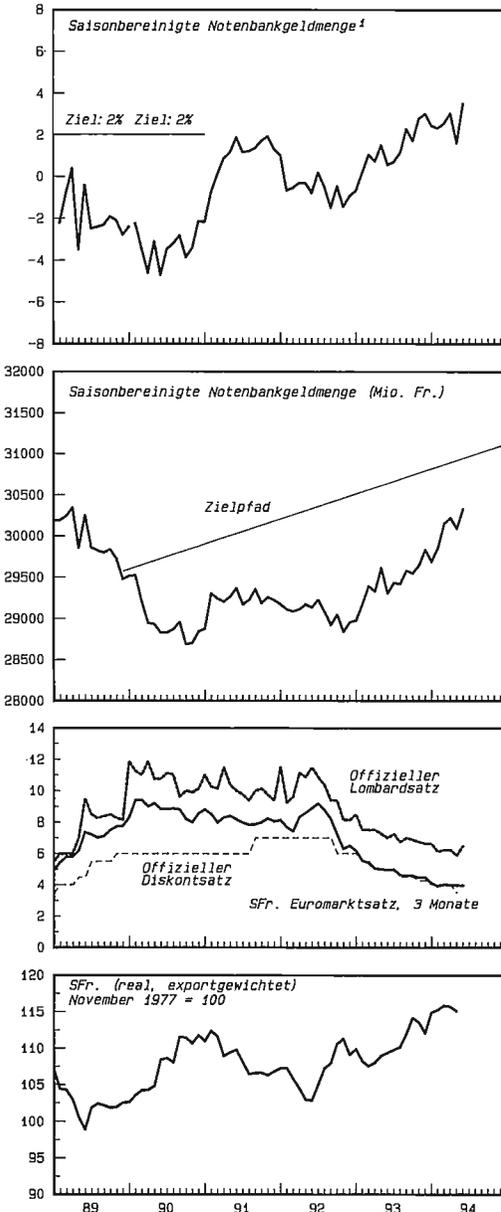
4,6%) über dem Stand der Vorperiode. Die Prognose der Nationalbank von 29,9 Mrd. Franken wurde damit um knapp 0,2 Mrd. übertraffen. Beide Komponenten der Notenbankgeldmenge, der Notenumlauf und die Giroguthaben der Ban-

ken bei der Nationalbank, überschritten mit 1,6% bzw. 6,4% ihren Vorjahresstand deutlich.

Die Nationalbank rechnet mit einem weiteren zins- und konjunkturbedingten Anstieg der Nachfrage nach Banknoten. Sie prognostiziert für das zweite Quartal eine Zunahme der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge um rund 150 Mio. Franken auf 30,2 Mrd. Franken. Dies würde einem Anstieg um 1,6% (hochgerechnet um 3,2%) gegenüber dem vierten Quartal 1993 entsprechen.

Das Jahreswachstum der Geldmenge M_1 blieb im ersten Quartal mit 9,7% hoch. Gleichzeitig schwächte sich der Rückgang der Geldmenge M_2 , die zusätzlich die Termineinlagen umfasst, ab. Im Vorjahresvergleich sank sie um 3,8%. Die Termineinlagen blieben dabei – saisonbereinigt – erstmals seit Herbst 1992 gegenüber der Vorperiode unverändert. Der Anstieg der Sichteinlagen, der sich im ersten Quartal saisonbereinigt leicht beschleunigte, wurde somit nicht mehr durch Umlagerungen aus Termineinlagen genährt. Die Geldmenge M_3 lag um 7,6% über dem entsprechenden Vorjahresquartal und wuchs etwas stärker als in der Vorperiode.

Grafik 14: Schweiz



Geldmarkt

Die Geldmarktsätze sanken in den ersten vier Monaten von 1994 um knapp einen halben Prozentpunkt. Der Tagesgeldsatz fiel auf durchschnittlich 4,1%, nachdem er im vierten Quartal 1993 noch 4,5% betragen hatte. Die Nationalbank trug dem Zinsrückgang Rechnung, indem sie den Diskontsatz am 15. April von 4% auf 3,5% verringerte.

¹ 1989: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der auf Jahresbasis hochgerechneten Veränderungsrate gegenüber dem durchschnittlichen Stand des 4. Quartals des Vorjahres, zentriert auf November.

Ab 1990: Das Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge entspricht der Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode.

Ziele: 1989: siehe Fussnote 5, Tabelle 6

1990: Wachstumsrate des 4. Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

Zielpfad: Mittelfristiger Zielpfad von durchschnittlich 1% pro Jahr.

Tabelle 7: Geldmengenaggregate¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1989	-5,5	20,1	6,2
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	-0,1	0,5	2,8
1993	9,5	-7,6	5,0
1993 2. Q. ²	9,6	-8,8	4,0
3. Q. ²	11,6	-10,0	5,1
4. Q. ²	9,9	-8,0	6,5
1994 1. Q. ²	9,7	-3,8	7,6
1993 Sept. ²	8,9	-10,4	5,1
Okt. ²	11,9	-8,3	6,6
Nov. ²	10,9	-8,1	6,2
Dez. ²	7,2	-7,6	6,7
1994 Jan. ²	10,9	-5,3	7,6
Febr. ²	11,3	-2,9	8,3
März ²	7,2	-3,1	6,8
April ²	6,0	-2,7	6,7

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, basierend auf Monatsendwerten

² provisorisch

M₁ = Bargeldumlauf + Sichteinlagen

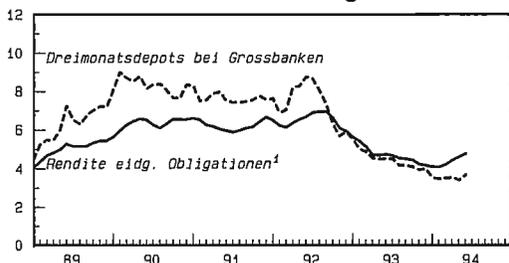
M₂ = M₁ + Quasi-Geld (inländische Termineinlagen in Schweizer Franken)

M₃ = M₂ + Spareinlagen

Die Sätze für dreimonatige Laufzeiten gingen ebenfalls um durchschnittlich 0,4 Prozentpunkt zurück. Der Eurofrankensatz für dreimonatige Einlagen sank knapp unter 4%, während der entsprechende Festgeldsatz auf 3,5% und die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen auf 3,9% fiel.

Da sich die Geldmarktzinsen in Deutschland leicht stärker zurückbildeten, verringerte sich die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen D-Mark-

Grafik 15: Zinssatzentwicklung



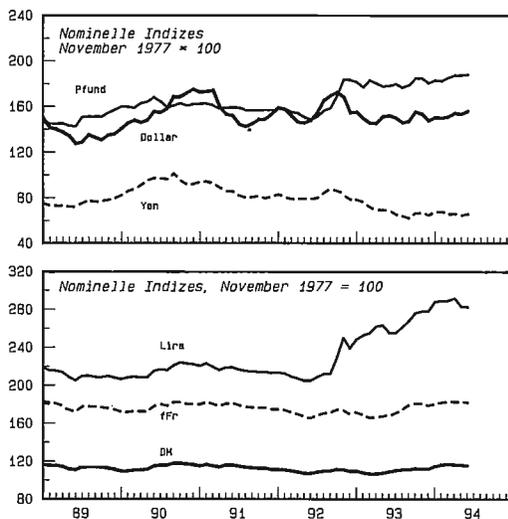
¹ Berechnung nach Fälligkeit bzw. Kündbarkeit, je nachdem, ob die Kurse unter bzw. über dem Kurs der vorzeitigen Rückzahlung liegen

und Schweizerfranken-Anlagen am Euromarkt von 1,8 Prozentpunkten im Januar auf 1,5 Punkte im April. Die entsprechenden Sätze auf Eurodollaranlagen stiegen erstmals nach rund vier Jahren wieder über die Frankenzinsen.

Devisenmarkt

Der Aufwertungstrend des Schweizer Franks setzte sich am Jahresanfang zunächst fort, schwächte sich jedoch im Laufe der folgenden Monate ab. Im April tendierte der Franken gegenüber den meisten Währungen schwächer. Gegenüber den Währungen des EWS notierte er Ende April wieder auf dem gleichem Niveau wie zu Jahresbeginn. Dagegen hielt die Höherbewertung gegenüber dem Dollar an.

Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen



Die Relation des Franks zur D-Mark am Jahresanfang widerspiegelte die allgemeine Schwäche der deutschen Währung. Im Februar fiel der Kurs der D-Mark auf ein Dreijahrestief von 83,30 Franken pro 100 D-Mark. Danach erholte sich die D-Mark und stieg Ende April mit rund 85 Franken leicht über ihren Kurs zu Jahresbeginn. Gegenüber den anderen am Wechselkursmechanismus des EWS teilnehmenden Währungen verlief die Entwicklung ähnlich. Gegenüber der italienischen

Lira büsste der Franken nach den italienischen Parlamentswahlen im März um rund 4% an Wert ein, während er gegenüber dem britischen Pfund Ende April leicht stärker schloss.

Gegenüber dem Dollar gewann der Franken tendenziell an Wert. Die amerikanischen Leitzinserhöhungen Anfang Februar und Anfang April vermochten den Dollar kurzfristig zu stützen, während die Zinserhöhungen im März und Mitte Mai ohne nennenswerte Auswirkungen auf die Kursentwicklung blieben. Mitte Mai notierte der Dollar mit 1,42 Franken rund 3% schwächer als im Januar. Gegenüber dem japanischen Yen verlor der Franken im gleichen Zeitraum um 6% an Wert.

Die Nationalbank beteiligte sich im Mai an den gemeinsamen Interventionen der Zentralbanken zur Stützung des Dollars, nachdem sie im Jahre 1993 nicht interveniert hatte.

Der Aufwärtstrend des exportgewichteten, realen Frankenkurses setzte sich im ersten Quartal fort; der Index lag um knapp 7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Der reale Aussenwert des Frankens stieg gegenüber fast allen wichtigen Währungen. Am stärksten gewann der Franken real gegenüber der Lira (+10%) und den am EWS-Wechselkursmechanismus beteiligten Währungen an Wert (7% bis 10%). Gegenüber dem amerikanischen Dollar und dem Pfund erhöhte er sich real um 3% bzw. 2%, während er gegenüber dem Yen um 7% sank.

Kapitalmarkt

Nachdem die Stimmung an den internationalen Kapitalmärkten Anfang Februar umgeschlagen hatte, stiegen die schweizerischen Obligationenrenditen trotz der weiter sinkenden kurzfristigen Frankensätze deutlich. Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen erhöhte sich bis Ende April um 0,7 Prozentpunkt auf knapp 4,8%. Von Februar bis April betrug sie im Mittel 4,4%, gegenüber 4,1% im vierten Quartal 1993.

Mit dem kräftigen Anstieg der Obligationenrenditen normalisierte sich die Fristigkeitsstruktur der Zinssätze zusehends. Im April weitete sich der Renditeunterschied zwischen Obligationen und

dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft zeitweise bis auf 0,9 Prozentpunkt aus.

Die Zinssätze auf neuen Kassenobligationen sanken im ersten Quartal auf einen langjährigen Tiefstand. Der Satz, den die Kantonalbanken vergüteten, fiel auf durchschnittlich 4%, nachdem er in der Vorperiode noch 4,3% betragen hatte. Bis Anfang Mai stieg er jedoch wieder auf 4,3%. Die Verzinsung der Spareinlagen bei den Kantonalbanken bildete sich bis Anfang Mai weiter zurück; der durchschnittliche Satz fiel auf 3,4%. Die Zinssätze für erste neue Hypotheken blieben unverändert. Bei den Kantonalbanken betragen sie 5,5%. Dagegen wurden die Sätze für entsprechende Althypotheken leicht zurückgenommen. Die von den Kantonalbanken festgelegten Sätze sanken von Januar bis Mai um 0,4 Prozentpunkt auf ebenfalls 5,5%. Damit erreichten sie das tiefste Niveau seit drei Jahren. Die Sätze für Festhypotheken stiegen dagegen von Februar bis Mai wieder. Je nach Laufzeit erhöhten sie sich um einen viertel bis zu einem Prozentpunkt. Dieser Anstieg erfolgte parallel zur Zinserhöhung am Eurofrankenmarkt für Laufzeiten von zwei bis zehn Jahren.

Am Aktienmarkt setzte im Februar ein deutlicher Kursrückgang ein. Der Swiss-Performance-Gesamtindex lag Anfang Mai um rund einen Fünftel tiefer als Ende Januar.

Die Neuemission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im ersten Quartal 25,2 Mrd. Franken. Damit wurde das entsprechende Vorjahresergebnis um 17% übertroffen. Die Neubeanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten lag jedoch mit 10,4 Mrd. Franken um rund 20% tiefer als im ersten Quartal 1993. Nach Abzug der Rückzahlungen belief sie sich auf 5,7 Mrd. Franken, gegenüber 8,7 Mrd. vor Jahresfrist.

Kapitalexport

Die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte betragen im ersten Quartal 12,8 Mrd. Franken. Sie lagen damit um 39% höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Das Anlehensvolumen stieg dabei mit 45% deutlich stärker.

ker als die Kredite (12%). Sein Anteil am gesamten bewilligungspflichtigen Kapitalexport erhöhte sich auf 87%.

Das erste Quartal war vom Wiederanstieg der langfristigen Zinssätze geprägt. Ende März lag das Renditeniveau der Auslandsobligationen um rund 0,5 Prozentpunkt über dem Tiefststand vom Januar 1994 und befand sich damit wieder etwa auf dem Niveau von Ende August 1993. Das Emissionsgeschäft blieb dennoch lebhaft. Das Volumen der gewöhnlichen Anleihen ging allerdings im Vorjahresvergleich um 34% auf 3,5 Mrd. Franken zurück. Angesichts der steigenden Kapitalmarktsätze wurden vermehrt Anleihen mit variabler Verzinsung ausgegeben. Die eigenkapitalbezogenen Anleihen nahmen weiter stark zu; ihr Volumen verdreifachte sich innert Jahresfrist. Dabei stiegen die Optionsanleihen von 2 Mrd. auf 5,8 Mrd. Franken und die Wandelanleihen von 0,3 Mrd. auf 1,8 Mrd. Franken. Darunter befanden sich auch Doppelwährungsanleihen, Anleihen in Dollar sowie synthetische Anleihen. Aufgrund der unterschiedlichen Entwicklung fiel der Anteil der normalen Anleihen am gesamten Anleihenvolumen von 69% auf 32%. Zwei Drittel der aufgelegten Anleihen waren Privatplatzierungen.

Der Anteil der europäischen Schuldner am bewilligungspflichtigen Kapitalexport betrug im ersten Quartal 47%, gegenüber 43% im Vorjahr. Der Anteil Japans stieg von 26% auf 30%, während derjenige nordamerikanischer Schuldner stark von 17% auf 3% zurückging. Auf die übrigen Regionen entfielen 20%, gegenüber 13% im Vorjahr. Dabei nahm insbesondere der Anteil der karibi-

schen Offshore-Zentren stark zu. Die internationalen Entwicklungsorganisationen gelangten im ersten Quartal nicht an den Schweizer Kapitalmarkt.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der monatlich meldenden Banken lag Ende März 1994 mit 1177 Mrd. Franken um knapp 6% über dem Vorjahreswert. Die Treuhandgelder sanken innert Jahresfrist um rund 14%.

Die Netto-Finanzanlagen (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere sowie Wertschriften) übertrafen im ersten Quartal den Vorjahreswert um 11%. Am stärksten erhöhten sich die Wertschriften (+34%). Die Wechsel und Geldmarktpapiere stiegen um knapp 16%. Die liquiden Mittel erhöhten sich ebenfalls kräftig (+11%). Deren wichtigste Komponente, die auf Schweizer Franken lautenden liquiden Mittel im Inland, nahm um 10% zu. Der Liquiditätsgrad I (vorhandene greifbare Mittel in Prozent der gesetzlich erforderlichen greifbaren Mittel) erhöhte sich in der Unterlegungsperiode vom 20. Februar bis zum 19. März 1994 leicht. Er belief sich auf 125%, gegenüber 122% in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die monatlich meldenden Banken nahmen innert Jahresfrist rund 21 Mrd. Franken mehr Mittel bei anderen – hauptsächlich ausländischen – Banken auf, als sie diesen zur Verfügung stellten. Ende März betrug der Saldo im Interbankgeschäft –32 Mrd. Franken.

Tabelle 8: Bewilligungspflichtiger Kapitalexport (in Mio. Franken)

	Anleihen ¹	Finanzkredite	Exportkredite	Total
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
1993	45 962,6	7 488,8	826,7	54 278,1
1992 4. Q.	10 533,3	2 235,0	105,7	12 874,0
1993 1. Q.	7 614,8	1 360,6	175,0	9 150,4
2. Q.	11 828,0	3 158,9	470,9	15 457,8
3. Q.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6
4. Q.	13 729,3	1 323,5	101,5	15 154,3
1994 1. Q.	11 050,4	1 662,5	50,0	12 762,9

¹ Inklusiv Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes

Die Kreditvergabe der Banken blieb schwach. Im ersten Quartal lag sie mit 715 Mrd. Franken nur um 1% höher als Ende März 1993. Während die ausländischen Kredite stagnierten, erhöhten sich die inländischen Kredite um 1,3%. Die Hypothekendarlehen, mit einem Bilanzsummenanteil von 24% die gewichtigste Kredit- und Bilanzposition, stiegen um 2,5%. Die ebenfalls bedeutenden Debitoren fielen um gut 2%. Dabei sank der Stand der bewilligten bzw. beanspruchten Baukredite um 6,5% bzw. 12,2% (Februarwerte). Der Rückgang der Baukredite schwächte sich indessen ab. Nachdem die Kreditlimiten (saisonbereinigt) im Dezember 1993 und im Januar um 1,9% bzw. 0,4% gegenüber den Vormonaten gesunken waren, nahmen sie im Februar um 0,6% zu. Die den Bewilligungen zeitlich nachgelagerten Beanspruchungen verringerten sich – saisonbereinigt – im

Februar um 0,9% nach einem Rückgang von 1,7% im Januar und 2,5% im Dezember.

Die Kundengelder lagen im ersten Quartal mit 761 Mrd. Franken um 2,6% höher als ein Jahr zuvor. Die ausgeprägten Umschichtungen von Zeitdepositen zu Sicht-, Spar- und Depositeneinlagen, die Mitte 1992 eingesetzt hatten, kamen zum Stillstand. Die Kreditoren auf Sicht lagen Ende März um 12,5% höher als vor einem Jahr, während die Kreditoren auf Zeit gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert um knapp 3% sanken. Die Spar- und Depositengelder stiegen um rund 16%. Infolge der geringen Renditevorteile von Kassenobligationen gegenüber Spar- und Depositengeldern sank der Bestand an Kassenobligationen. Im März lag er um 16% tiefer als vor Jahresfrist.

Tabelle 9: Bankbilanzen

(Veränderung der Jahres- bzw. Quartalsendwerte gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	1990	1991	1992	1993				1994		Stand (in Mrd. Fr.)
				1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.		
Bilanzsumme	4,5	3,2	3,1	3,3	5,1	3,9	5,8	5,6	1176,6	
Netto-Finanzanlagen¹	-9,5	-0,1	16,4	17,9	14,6	18,1	13,1	11,2	127,3	
Liquide Mittel	-3,2	-2,0	-2,6	-0,4	-3,6	-8,9	0,7	11,2	10,4	
Saldo Interbankgeschäft (in Mrd. Fr.)	-10,4	-15,4	-8,2	-11,2	-14,7	-22,8	-26,7	-32,4	-32,4	
Wechsel und Geldmarktpapiere	28,9	-13,1	16,5	13,6	-0,7	4,5	2,1	15,8	40,1	
Wertschriften	-5,0	13,8	5,8	11,8	24,1	44,9	43,1	33,8	109,3	
Kredite	7,8	5,8	1,8	0,7	1,8	1,3	1,6	1,0	714,9	
Inländische Kredite	8,7	4,4	1,7	1,0	1,0	0,9	0,9	1,3	548,8	
Debitoren	8,8	2,5	0,2	0,2	-0,4	-0,9	-2,8	-2,3	239,1	
Hypotheken	8,2	5,1	3,5	2,9	2,4	2,0	1,8	2,5	286,9	
Ausländische Kredite	4,5	15,1	2,3	-0,2	4,7	2,9	3,8	-0,1	166,1	
Bewilligte Baukrediten	-0,7	-5,6	-5,8	-11,1	-11,1	-11,6	-12,4	-6,5 ²	31,0 ³	
Beanspruchte Baukredite	18,6	4,6	-0,8	-5,8	-9,4	-12,2	-13,5	-12,2 ²	17,7 ³	
Kundengelder	4,9	4,7	3,5	2,4	3,0	2,8	2,8	2,6	761,4	
Kreditoren auf Sicht	-8,4	-1,9	5,1	15,9	20,7	18,0	19,5	12,5	100,5	
Kreditoren auf Zeit	13,2	5,8	2,3	-6,3	-7,4	-8,3	-8,4	-2,8	271,0	
Spar- und Depositeneinlagen	-4,8	5,5	7,4	15,2	19,9	23,1	21,5	15,8	220,1	
Kassenobligationen, Obligationen und Pfandbriefe	9,7	5,3	1,1	-0,5	-3,1	-4,5	-4,8	-7,9	169,0	
Treuhandgelder	5,5	-0,3	0,6	-4,1	-4,8	-5,5	-11,0	-13,6	265,0	

¹ Die Netto-Finanzanlagen setzen sich zusammen aus: Liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft (Bankendebitoren minus Bankenkreditoren), Wechsel und Geldmarktpapiere, Wertschriften

² Veränderung zwischen Ende Februar 1993 und Ende Februar 1994

³ per Ende Februar 1994

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 17 juin 1994*

A. Aperçu

1. Etranger

Evolution de la conjoncture

Dans les Etats membres de l'OCDE, les signes annonçant la sortie de la longue phase de stagnation et de récession se sont multipliés au premier trimestre de 1994. D'importants décalages conjoncturels ont toutefois subsisté entre les pays. L'économie américaine connaît une vigoureuse expansion. Sa croissance a certes faibli au premier trimestre, mais ce ralentissement est imputable en grande partie au tremblement de terre en Californie et à la rigueur exceptionnelle de l'hiver. Au Royaume-Uni, la reprise économique s'est renforcée; en plus de la consommation privée, les investissements ont sensiblement progressé. La conjoncture s'est améliorée également en France, en Allemagne et en Italie. Dans ces trois pays, les exportations ont joué un rôle moteur, la consommation privée étant freinée par le chômage toujours élevé et le revenu stagnant des ménages. Au Japon par contre, l'économie n'a pas encore enregistré un redémarrage. Le cours élevé du yen a nui aux exportations et, partant, prolongé la phase de faiblesse des investissements; seules la consommation publique et la construction de logements – grâce aux taux d'intérêt bas et aux subventions de l'Etat – ont stimulé la conjoncture.

Au premier trimestre, le taux de chômage a augmenté légèrement, tant dans la zone de l'OCDE (8%) que dans les pays de l'UE (11,2%). Il a continué son mouvement de repli aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, mais s'est accru en Allemagne.

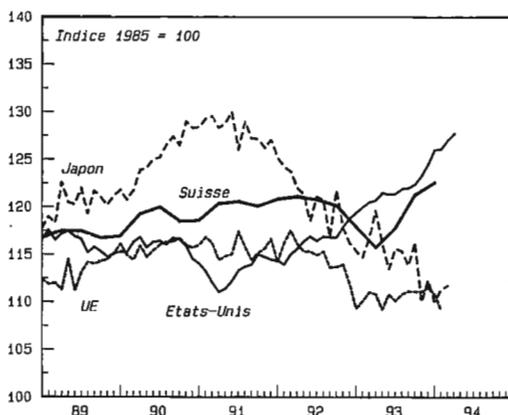
* Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1994. Les comparaisons d'un trimestre à l'autre reposent sur des données corrigées des variations saisonnières. Les données sur le commerce extérieur de l'Allemagne, de la France, du Royaume-Uni et de l'Italie sont disponibles avec retard du fait d'adaptations statistiques.

Le taux annuel moyen de renchérissement des Etats membres de l'OCDE (sans la Turquie) a diminué de 2,7% en décembre à 2,5% en mars. L'inflation a faibli en Allemagne, en France et aux Etats-Unis, alors qu'elle s'est accélérée quelque peu au Royaume-Uni.

Politique économique

Entre le début de février et la mi-mai, les autorités monétaires américaines ont relevé le taux des fonds fédéraux de 1,25 point au total, en quatre étapes. A la mi-mai, elles ont aussi augmenté le taux de l'escompte d'un demi-point, après l'avoir maintenu à 3% pendant deux ans. La Réserve Fédérale a ainsi réaffirmé sa volonté de prévenir une surchauffe de l'économie et une nouvelle poussée d'inflation. Le Japon n'a pas modifié sa politique monétaire. En revanche, la Banque fédérale d'Allemagne a continué d'assouplir à petits pas les rênes monétaires. Entre février et mai, elle a, en trois étapes, réduit de 1,25 point son taux de l'escompte et de 0,75 point son taux lombard. Emboitant le pas à l'Allemagne, la plupart

Graphique 1: Production industrielle



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

des autres pays européens ont eux aussi diminué leurs taux directeurs.

Le resserrement des rênes monétaires aux Etats-Unis a provoqué une vive hausse des taux à long terme. Dans les autres pays industrialisés, les rémunérations à long terme ont suivi ce mouvement.

Marchés des changes

La nette faiblesse du dollar des Etats-Unis et le nouvel accès de fermeté du yen japonais ont marqué les marchés des changes au premier trimestre. La situation est restée en revanche calme du côté des monnaies européennes.

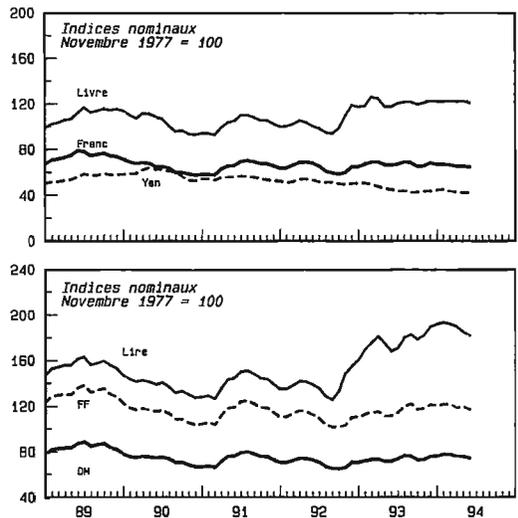
Après les fortes fluctuations de cours qui ont été observées au début du trimestre, le Système monétaire européen (SME) a connu une détente; l'écart entre la monnaie la plus forte et la plus faible s'est réduit, passant d'environ 9% au début de l'année à 3% seulement en avril. Succédant à la peseta espagnole, l'escudo portugais est devenu la monnaie la plus faible du mécanisme de change du SME. Le mark, stimulé par l'amélioration de la conjoncture qui commençait à se dessiner en Allemagne, s'est raffermi vers la fin du trimestre. Par rapport au franc français, le mark était à fin avril un peu plus ferme qu'en janvier; pour la première fois depuis décembre 1993, le franc français est retombé au-dessous de la limite inférieure de son ancienne marge de fluctuation face au mark.

Les monnaies qui ne participent pas au mécanisme de change du SME ont suivi des tendances divergentes. Après un net raffermissement au début de l'année, la livre sterling a de nouveau faibli; entre janvier et avril, elle a cédé près de 2% face au mark. Des facteurs politiques essentiellement ont influé sur les cours de la lire italienne. Celle-ci a subi des pressions à la baisse en mars, avant les élections législatives, puis s'est nettement redressée. Entre janvier et fin avril, la lire italienne a regagné environ 2,5% vis-à-vis du mark.

Le dollar des Etats-Unis a faibli face à la plupart des monnaies. La livre sterling, qui est restée stable vis-à-vis de la monnaie américaine, a consti-

tué une exception. Entre janvier et avril, le dollar a perdu 3,5% par rapport au mark allemand et même 8% face au yen. La reprise économique qui s'est amorcée en Europe explique en partie le fléchissement du dollar vis-à-vis des monnaies européennes. En effet, elle a réduit l'attente de nouvelles et substantielles baisses des taux d'intérêt en Europe, ce qui a rendu les monnaies européennes plus attractives. La nouvelle envolée du yen est due en particulier au différend commercial qui oppose Américains et Japonais à propos de l'ouverture du marché nippon aux produits étrangers. A fin avril, le dollar valait 101 yens. Ainsi, la monnaie japonaise était de nouveau très proche de son record de l'après-guerre. Cette situation a incité les autorités monétaires américaines à intervenir sur le marché des changes, avec d'autres banques centrales, pour soutenir le dollar. La Banque nationale suisse a participé à ces interventions de soutien.

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



Intégration européenne

Les négociations en vue de l'adhésion à l'UE de l'Autriche, de la Norvège, de la Finlande et de la Suède, soit quatre pays de l'AELE, ont abouti en mars. Les discussions ont été particulièrement difficiles dans le domaine de pêche,

avec la Norvège, et à propos du trafic de transit, avec l'Autriche. Dans chacun de ces quatre pays, l'adhésion a fait ou fera l'objet d'un référendum. En Autriche, elle a été approuvée, le 12 juin, en votation populaire. Dans les pays nordiques, la consultation populaire aura lieu au cours de l'automne prochain.

La Pologne et la Hongrie ont été les premiers pays de l'ancien bloc communiste à déposer, en avril, une demande d'adhésion à l'UE. Les négociations officielles entre l'UE et ces deux pays ne devraient toutefois pas commencer avant la fin de la conférence intergouvernementale que les Etats membres de l'UE ont prévu de tenir en 1996 pour examiner des questions concernant notamment l'intégration politique et des réformes institutionnelles.

Coopération monétaire internationale

La Bulgarie et le Fonds monétaire international (FMI) ont conclu, au début d'avril, un accord de confirmation portant sur 69,7 millions de droits de tirage spéciaux (DTS). Un autre accord de confirmation, d'un montant de 132 millions de DTS, a été passé avec la Roumanie. Ces deux pays ont également reçu la première tranche d'un crédit octroyé au titre de la facilité pour la transformation systémique (FTS). Après avoir réglé ses arriérés à l'égard de la Banque mondiale, la Macédoine, une des républiques de l'ancienne Yougoslavie, a bénéficié pour la première fois d'une aide du FMI; elle a en effet reçu la première tranche d'un crédit ouvert au titre de la FTS. A l'issue d'après négociations, la Russie a obtenu, en avril, le paiement de la deuxième tranche d'un prêt de même nature. Une deuxième tranche, toujours au titre de la FTS, a été versée au Kazakhstan, en janvier, et à la Lituanie, en avril.

Un accord de rééchelonnement entre le Brésil et ses banques créancières est entré en vigueur à la mi-avril. Ainsi, un rééchelonnement de dettes dans le cadre du plan Brady est appliqué pour la première fois sans que le pays bénéficiaire ait passé un accord avec le FMI.

En outre, le Mexique est devenu membre de l'OCDE en mai.

2. Suisse

Au cours des trois premiers mois de 1994, la reprise de l'économie suisse a gagné en vigueur. D'un trimestre à l'autre, le produit intérieur brut réel a une nouvelle fois augmenté en données corrigées des variations saisonnières. Toutes les composantes de la demande ont participé à la croissance. Les impulsions les plus fortes sont venues des exportations et des investissements. Mais la consommation privée, qui avait reculé au quatrième trimestre de 1993, a elle aussi contribué à cette progression. Le raffermissement de la demande a engendré une hausse du taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie et un accroissement vigoureux des importations. Les indicateurs avancés se sont eux aussi améliorés. Selon l'enquête que le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ a menée en mars, les entrées de commandes de la clientèle suisse et étrangère ont continué à augmenter.

Des signes positifs ont été relevés sur le marché du travail également. Au premier trimestre, l'emploi a diminué à un rythme plus lent et le nombre des chômeurs a légèrement fléchi. Le taux de chômage s'inscrivait à 4,9% en moyenne.

Le renchérissement a poursuivi son mouvement de repli. Entre janvier et mai, son taux annuel a passé de 2,1% à 0,4%. Comme le trimestre précédent, le ralentissement de la hausse des prix a été généralisé.

La monnaie centrale désaisonnalisée dépassait, au premier trimestre, de 1,2% son niveau des trois mois précédents. En taux annualisé, elle a progressé de 4,6%. Sa croissance a donc été un peu plus forte que ce que la Banque nationale avait pronostiqué. Les billets en circulation et, surtout, les avoirs en comptes de virements se sont accrus. Pour le deuxième trimestre, l'institut d'émission a prévu un volume moyen de monnaie centrale désaisonnalisée de 30,2 milliards de francs. L'agrégat augmenterait ainsi de 1,6% par rapport au quatrième trimestre de 1993 et de 3,2% en taux annualisé. Après avoir marqué une forte accélération en 1993, la progression de la masse monétaire M_1 est restée relativement élevée.

Sur le marché des euro-francs, le taux des dépôts à trois mois a repris son mouvement de baisse, après avoir légèrement augmenté au début de l'année; à fin avril, il était un peu inférieur à 4%. La Banque nationale a ramené son taux de l'es-compte de 4% à 3,5%, à la mi-avril. Contrairement aux rémunérations à court terme, les taux à long terme ont enregistré une nette hausse. A fin avril, le rendement moyen des obligations fédérales s'inscrivait à 4,8%, soit à un niveau dépassant d'un peu plus de 0,8 point celui de janvier. Ce mouvement a suivi, pour l'essentiel, la hausse des taux sur le marché des capitaux aux Etats-Unis.

Au premier trimestre, le franc suisse s'est revalorisé par rapport à la plupart des monnaies importantes, à l'exception du yen. Sa hausse a été sensible en particulier face au mark allemand. En avril, le franc a de nouveau faibli vis-à-vis des monnaies européennes, mais il a continué à se raffermir nettement par rapport au dollar. Son cours, pondéré par les exportations, dépassait de 7,4%, en termes nominaux, et de 7,3%, en termes réels, les niveaux observés un an auparavant.

B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

Etats-Unis

L'économie américaine traverse une phase de vigoureuse reprise. Après une accélération au quatrième trimestre de 1993, l'expansion du produit intérieur brut réel s'est nettement ralentie au premier trimestre de 1994. Elle a été de 3%, en taux annualisé, par rapport aux trois derniers mois de 1993 et de 3,7% par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le rythme de croissance plus lent s'explique principalement par les effets que le tremblement de terre en Californie et la vague de froid inhabituelle dans le nord-est du pays ont eus sur l'activité économique. La construction – logements et bâtiments industriels – a été particulièrement touchée; d'un trimestre à l'autre, sa progression a été plus faible. Les exportations ont reculé, après avoir enregistré une hausse très forte à la fin de 1993. Les dépenses publiques ont encore diminué, tandis que la consommation privée est restée ferme

(+4,6%). La croissance économique ayant été plus faible dans l'ensemble, les importations ont stagné.

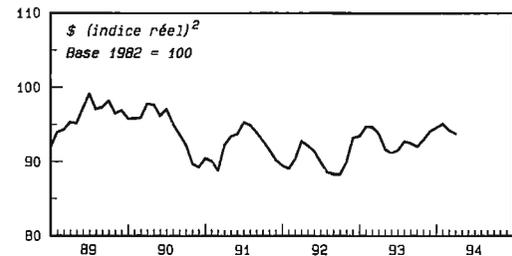
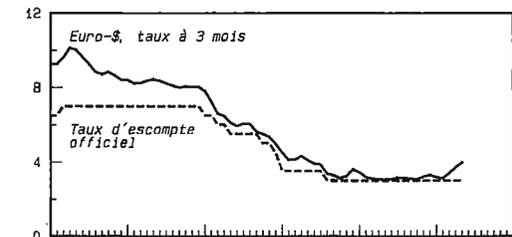
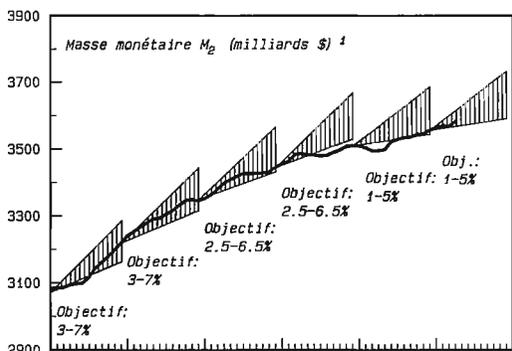
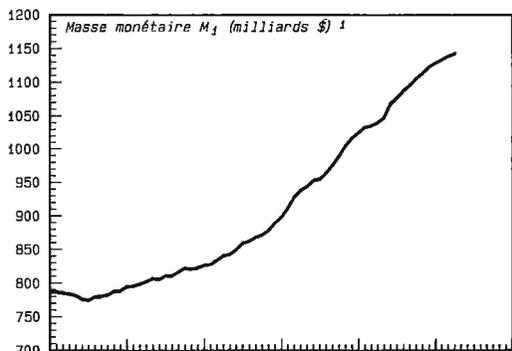
La production industrielle s'est nettement accrue au premier trimestre. Elle était supérieure de 4,8% à son niveau des trois premiers mois de 1993. Le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté d'un point pour s'inscrire à 83,4%. Le nombre des personnes occupées a progressé, en moyenne, de 211000 par mois. L'emploi dépassait ainsi de 1,8% son niveau de la période correspondante de 1993. Cette évolution favorable a été accompagnée d'une baisse du taux de chômage, qui a passé de 6,6% au premier trimestre à 6,4% en avril (les bases de l'enquête ayant été modifiées au début de 1994, ces chiffres ne peuvent être comparés avec les données précédentes).

Les Indicateurs avancés annoncent une croissance économique toujours forte. En particulier, les entrées de commandes provenant de l'étranger ainsi que les commandes indigènes de biens d'équipement et de biens durables ont enregistré une sensible expansion. Sur le marché du travail, la situation devrait continuer à s'améliorer, étant donné le nombre extraordinairement élevé des heures supplémentaires. Selon des enquêtes effectuées auprès des entreprises, celles-ci prévoient d'augmenter notablement leurs effectifs, alors qu'elles avaient procédé à de vastes rationalisations et restructurations au début des années nonante.

Après avoir diminué quelque peu au quatrième trimestre, le déficit de la balance commerciale s'est accru à 34 milliards de dollars, en données corrigées des variations saisonnières, au premier trimestre de 1994. Il était de 29,3 milliards un an auparavant.

Au premier trimestre, le renchérissement a fléchi à 2,5%. Calculé sans les produits alimentaires et l'énergie, le rythme de la hausse des prix est tombé à 2,9%. Jamais il n'avait été aussi bas depuis le début des années soixante. Le taux d'utilisation des capacités de production est cependant arrivé au niveau à partir duquel, dans le passé, l'inflation a toujours commencé à s'accroître.

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)

Le Congrès américain a approuvé, en mai, le budget présenté par le gouvernement pour l'exercice

qui débutera en octobre 1994. Le déficit, en recul de près de 25%, est prévu à 175 milliards de dollars, soit 2,5% du produit intérieur brut.

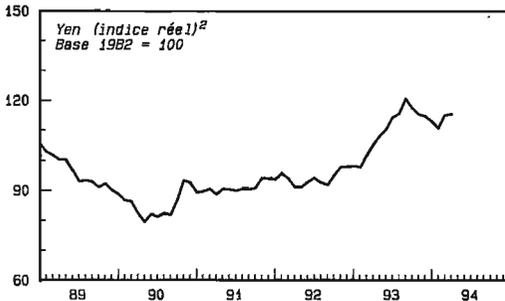
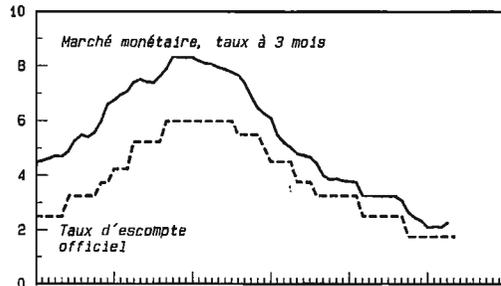
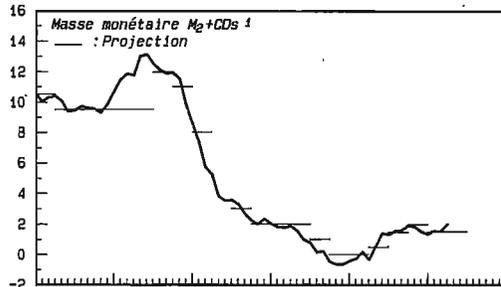
Pour prévenir la surchauffe économique qui s'annonçait, la Réserve Fédérale a resserré les rênes monétaires. Entre le début de février et la mi-mai, le Comité d'open market a relevé à quatre reprises le taux des fonds fédéraux. Ce taux a ainsi passé de 3% à 4,25%. En outre, le taux officiel de l'escompte, maintenu à 3% depuis le milieu de 1992, a été porté à 3,5% à la mi-mai. Les hausses du taux des fonds fédéraux ont été annoncées publiquement, alors que le marché en prenait connaissance, précédemment, de manière indirecte, lors de la conclusion d'opérations d'open market. Sur le marché des euro-dollars, la rémunération des dépôts à trois mois a augmenté, passant de 3,2% à fin décembre à 4,6% à la mi-mai. Les marchés financiers ont fortement réagi au durcissement de la politique monétaire. Le rendement des titres émis à dix ans par l'Etat s'est accru de plus de 1,5 point pour atteindre 7,3% à la mi-mai. A cette date, les marchés des «futures» avaient déjà anticipé une hausse à 5,5%, jusqu'à fin 1994, des taux à court terme.

La masse monétaire M_1 a augmenté à un rythme de 9,8%. Sa croissance est donc restée forte, comme les trimestres précédents. En revanche, M_2 a progressé de 2%, et M_3 , de 0,7% seulement. Ces deux agrégats évoluaient donc toujours à la limite inférieure de leur corridor de croissance, fixé entre 1 et 5% pour M_2 , et entre 0 et 4% pour M_3 .

Japon

L'économie japonaise n'est pas encore sortie du creux de la vague. Au quatrième trimestre de 1993, le produit national brut réel a diminué de 0,4% par rapport à la période précédente. Il était ainsi légèrement inférieur à son niveau des trois derniers mois de 1992. D'un trimestre à l'autre, les investissements des entreprises ont reculé de 3,5%, et les exportations, de 2,2%. Mais la consommation privée, stimulée par la baisse des prix à l'importation, a progressé de 0,7%. Les dépenses publiques et la construction de logements ont elles aussi augmenté une nouvelle fois. Du fait de

Graphique 4: Japon



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

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

la forte revalorisation du yen, les importations ont marqué une hausse de 2%.

Au premier trimestre de 1994, la production industrielle s'est accrue par rapport aux trois mois précédents, mais elle était encore inférieure de 3,5% au niveau observé un an auparavant. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 68,6% à 70,8%. La consommation privée a été stimulée par les prix moins élevés des importations et par les remises exceptionnelles accordées à la clientèle. Toutefois, on ne peut pas encore y voir un retournement de tendance. Selon

l'enquête que la Banque du Japon effectue trimestriellement auprès des entreprises, les perspectives étaient toujours moroses, tant pour l'industrie manufacturière que pour le secteur des services. Etant donné la fermeté du yen, l'évolution future des exportations était jugée de manière particulièrement pessimiste. Les entrées de commandes, du côté des biens d'équipement comme de celui de la construction, continuent cependant à annoncer un ralentissement du recul de la conjoncture.

Sur le marché du travail, la situation s'est stabilisée au premier trimestre. Le taux de chômage s'est maintenu à 2,8%. Quant au rapport entre le nombre des places vacantes et celui des demandeurs d'emploi, il est resté inchangé.

Avec un taux annuel de 1,2%, le renchérissement est resté approximativement à son niveau du dernier trimestre de 1993. La baisse des prix de gros laisse toutefois entrevoir un nouveau repli de l'inflation.

En volume, les exportations ont encore diminué au premier trimestre, alors que les importations se sont nettement accrues. Exprimé en dollars, l'excédent de la balance commerciale a toutefois enregistré une nouvelle hausse. Le solde actif de la balance courante a lui aussi augmenté, passant à 34,4 milliards de dollars. Etant donné la persistance de ces excédents élevés, le gouvernement américain a demandé, à l'occasion de négociations commerciales bilatérales, que des mesures concrètes soient prises pour ouvrir le marché japonais. L'instabilité politique a accru les incertitudes quant à la politique économique japonaise, en particulier quant à la poursuite des négociations commerciales.

Au premier trimestre, la Banque du Japon a maintenu inchangée sa politique. Le taux de l'argent au jour le jour et la rémunération des certificats de dépôts à trois mois s'inscrivaient à 2,2%. Comme dans les autres pays industrialisés, les rendements ont fortement augmenté sur le marché des capitaux. Le rendement des titres émis à dix ans par l'Etat a passé de 3,1% à la fin de 1993 à 4,1% en avril 1994. Après l'échec des négociations commerciales entre les Etats-Unis et le Japon, le yen s'est de nouveau raffermi; en

avril, il était proche de son record historique face au dollar. La Banque du Japon est intervenue à plusieurs reprises sur le marché des changes pour freiner la hausse du yen. Au premier trimestre, la masse monétaire M_2+CD dépassait de 1,7% le niveau enregistré un an auparavant. La Banque du Japon a fixé à 2% sa projection pour la croissance de cet agrégat au deuxième trimestre.

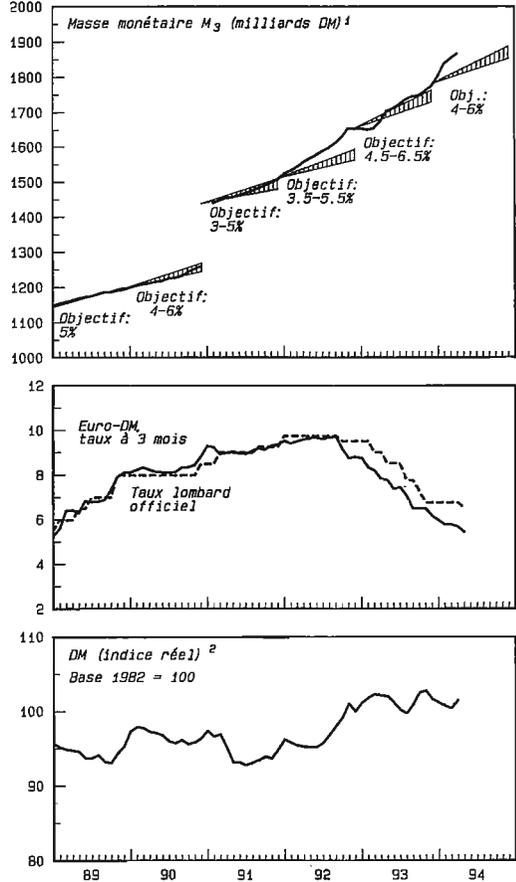
Allemagne

L'économie ouest-allemande n'est pas parvenue à sortir du creux de la vague au quatrième trimestre. Après avoir faiblement progressé du deuxième au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel a diminué de 0,4%. Il était inférieur de 0,8% à son niveau des trois derniers mois de 1992. La consommation privée a stagné, et les investissements, qui avaient soutenu la conjoncture au troisième trimestre, ont fléchi. Les investissements ont reculé de 2,8% dans le domaine des biens d'équipement et de 2% du côté de la construction. En revanche, la consommation publique a augmenté quelque peu, et les exportations se sont accrues sensiblement.

Au premier trimestre de 1994, la hausse du produit intérieur brut réel n'a été que de 0,5%, selon les estimations les plus récentes. La production de l'industrie manufacturière dépassait légèrement son niveau du quatrième trimestre de 1993 mais aussi celui de la période correspondante de l'année précédente. En outre, l'activité a progressé fortement dans la construction. Dans l'ensemble, les entrées de commandes se sont accrues dans l'industrie manufacturière, tant du côté des biens de consommation que de celui des biens d'équipement. Les commandes de non-résidents ont été beaucoup plus nombreuses, mais celles de résidents ont stagné. Les chiffres d'affaires du commerce de détail sont restés à un bas niveau. Les ventes de véhicules, en progression depuis le milieu de 1993, se sont tassées au tournant de l'année.

Selon les estimations qu'ils ont publiées au printemps, les instituts allemands de recherches conjoncturelles tablent sur une amélioration sensible de la conjoncture ouest-allemande en 1994. Ils prévoient une croissance du produit intérieur brut

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)

de 1% en termes réels, après un recul de 1,9% en 1993. Les exportations et les investissements joueront un rôle moteur dans la reprise, tandis que la consommation devrait diminuer à cause de la baisse du revenu réel disponible des ménages.

Dans les anciens Länder, l'emploi a encore reculé au premier trimestre. Le taux de chômage a passé de 9,1% en janvier à 9,3% en avril. Les négociations salariales de cette année ont abouti à des augmentations d'environ 2% en moyenne, soit à des adaptations nettement inférieures à celles de 1993 (3 à 4%). Les hausses ont été encore plus modestes dans le secteur public.

Au premier trimestre, le renchérissement a continué à fléchir en Allemagne occidentale. En moyenne, les prix à la consommation ont augmenté de 3,4%, contre 3,7% le trimestre précédent. Toutefois, les prix à la production, qui avaient stagné en 1993, ont enregistré un léger accroissement.

Dans les nouveaux Länder, le produit intérieur brut réel s'est accru de 7,4% entre le deuxième semestre de 1992 et la période correspondante de 1993. Au premier semestre, sa progression avait été de 6,7%. La croissance a reposé sur les investissements, notamment en constructions, mais aussi, dans une mesure nettement moindre, sur la consommation publique. La consommation privée a stagné. En Allemagne orientale, la demande finale est restée bien supérieure au produit intérieur brut de la région. En 1993, 43,5% des biens consommés ou investis avaient été «importés» par les nouveaux Länder, principalement d'Allemagne occidentale. Cette part s'élevait à 45,8% en 1992.

Dans l'industrie manufacturière, la situation s'est améliorée. Un nombre croissant de branches industrielles ont profité de cette embellie. Au premier trimestre de 1994, la production de l'industrie manufacturière était nettement plus élevée qu'un an auparavant. De même, les entrées de commandes ont augmenté sensiblement. En outre, la construction a enregistré une vigoureuse expansion. Selon les estimations des instituts de recherches conjoncturelles, le produit intérieur brut réel de l'Allemagne orientale devrait croître de 7,5% cette année, après une hausse de 7,1% en 1993.

Le taux de chômage est-allemand atteignait près de 18%, soit deux points de plus que le trimestre précédent. Le chômage masqué (programmes de formation, mesures pour promouvoir l'emploi, retraites anticipées) est cependant en recul. Il est légèrement inférieur au chômage recensé.

À l'exception des loyers et des prix d'autres services, les prix à la consommation évoluent approximativement comme en Allemagne occidentale. En moyenne, le taux annuel de renchérissement était de 3,6% au premier trimestre de 1994, contre près de 9% le trimestre précédent. Ce repli s'ex-

plique principalement par un effet de base: les loyers avaient été fortement augmentés, en 1993, pour les rapprocher des conditions du marché.

Du troisième au quatrième trimestre, les exportations de l'ensemble de l'Allemagne ont sensiblement progressé, alors que les importations ont enregistré un léger fléchissement. L'excédent de la balance commerciale a presque doublé pour atteindre 22,4 milliards de marks. Mais le solde passif de la balance courante s'est inscrit à 11,2 milliards de marks, soit à un montant à peu près aussi élevé que celui du troisième trimestre.

Les anticipations inflationnistes étant à la baisse, la Banque fédérale d'Allemagne a continué à assouplir sa politique au cours des cinq premiers mois de 1994. Elle a réduit son taux de l'escompte et son taux lombard en trois étapes, les 17 février, 14 avril et 12 mai. Le taux de l'escompte a ainsi passé de 5,75% à 4,5%, et le taux lombard, de 6,75% à 6%. Le taux appliqué aux prises en pension de titres, qui était encore à 6% à fin décembre, a été abaissé graduellement à partir du mois de mars. Il s'établissait à 5,15% à fin mai. Après avoir fléchi à 5,5% jusqu'en janvier, le rendement des obligations à long terme s'est accru pour atteindre 6,3% en avril.

Au premier trimestre, la masse monétaire M_3 augmentait à un rythme de 18% en taux annualisé. Cet agrégat évoluait ainsi bien au-dessus de son corridor de croissance, fixé entre 4 et 6%. Le numéraire en circulation, les dépôts à terme et, surtout, les fonds d'épargne ont enregistré de sensibles progressions, alors que les dépôts à vue se sont contractés du fait de la hausse des taux d'intérêt à long terme.

Des facteurs exceptionnels, qui ont influé sur l'évolution de M_3 au tournant de l'année, ont réduit la portée de cet agrégat en tant qu'indicateur. Au nombre de ces facteurs figurent en particulier l'extension de l'impôt à la source aux revenus réinvestis dans les fonds de placement étrangers, ce qui a provoqué des transferts considérables de fonds sur des comptes bancaires en Allemagne. Les octrois inhabituellement élevés de crédits hypothécaires expliquent aussi, en partie, le gonflement de M_3 . La demande de crédits hypothécaires a été exceptionnelle à la fin de l'année,

étant donné que des possibilités d'abattements fiscaux, liées à de tels prêts, pouvaient être utilisées pour la dernière fois.

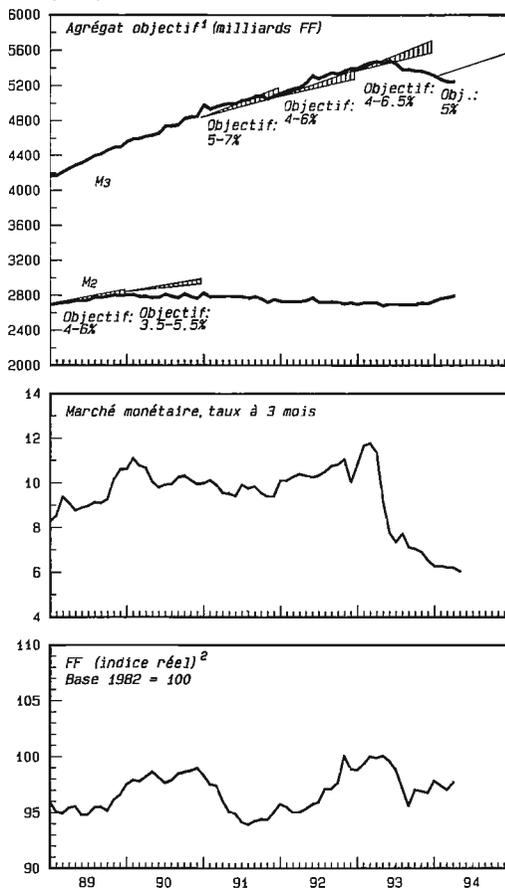
France

En France, les signes d'une reprise de la conjoncture se sont multipliés à la fin de 1993. Le produit intérieur brut réel a augmenté quelque peu du troisième au quatrième trimestre. En comparaison annuelle, il n'accusait plus qu'un recul minime. La consommation publique, la construction et les exportations ont soutenu la conjoncture. Par contre, la consommation privée et les investissements en biens d'équipement ont encore fléchi. Les importations ont elles aussi diminué de nouveau.

Ce léger rétablissement de la conjoncture a continué au premier trimestre. La production de l'industrie manufacturière a augmenté de 3,7% par rapport au trimestre précédent, mais guère en comparaison annuelle. Toutes les branches importantes de l'industrie – en particulier la construction automobile et les biens non durables – ont contribué à la croissance de la production. Le nombre en progression des mises en chantier indique que la crise profonde dans le secteur de la construction a été surmontée. Selon des enquêtes effectuées auprès des entreprises, les entrées de commandes se sont accrues grâce au raffermissement de la demande étrangère. Les stocks, qui ont encore diminué, ont retrouvé un niveau normal. La consommation privée, par contre, a continué à stagner. Les ventes de véhicules ont été fortement stimulées par l'aide financière de l'Etat, mais celles des autres biens durables ont fléchi.

Au premier trimestre, le taux de chômage s'est stabilisé à environ 12,2%, en partie grâce au gel des licenciements dans le secteur public, gel qui durera jusqu'à fin 1994. Nettement plus élevé que la moyenne, le chômage des jeunes atteint 25%. C'est pourquoi le gouvernement français versera à l'avenir une prime aux entreprises qui engageront des jeunes. Cette mesure remplace le contrat d'insertion professionnelle qui, à cause d'une rémunération inférieure au salaire minimum légal, avait soulevé une vive opposition.

Graphique 6: France



¹ Données cvs; objectifs: du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant; à partir de 1994, objectif à moyen terme (source: Banque de France)

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

En moyenne, le taux annuel de renchérissement a diminué de 2,1% au quatrième trimestre de 1993 à 1,7% le trimestre suivant. En comparaison annuelle, les prix des marchandises sont restés stables, mais ceux des services fournis par le secteur privé ont augmenté de 3%.

Les exportations ont progressé au quatrième trimestre, et les importations ont stagné. L'excédent de la balance commerciale a par conséquent enregistré un nouvel accroissement. Il s'établissait à 29,9 milliards de francs, contre 25,7 milliards au troisième trimestre. Les déficits de la ba-

lance des services et des revenus de facteurs s'étant creusés, l'excédent de la balance courante a passé de 27,9 milliards de francs à 23,9 milliards. Pour l'ensemble de 1993, la balance courante a dégagé un excédent de près de 60 milliards de francs.

La Banque de France a continué à assouplir prudemment sa politique. De la mi-février à la mi-mai, elle a abaissé ses taux directeurs à huit reprises. Elle a ainsi ramené de 6,2% à 5,4% son taux d'intervention et de 7% à 6,4% le taux de ses prises en pension de cinq à dix jours. Le taux interbancaire à trois mois a suivi une évolution semblable puisqu'il a fléchi de 6,3% à 5,6%. Par contre, les rémunérations à long terme se sont fortement redressées. Le rendement des emprunts émis à long terme par l'Etat a passé de 5,6% à fin janvier à 6,8% à fin avril.

Au premier trimestre, la masse monétaire M_3 a encore diminué. Elle était inférieure de 3,8% au niveau observé un an auparavant. Ce recul s'explique principalement par la transformation – due à la normalisation de la structure des taux – de dépôts à terme en d'autres formes de placement, qui n'entrent pas dans la composition de M_3 . L'endettement intérieur, que la Banque de France utilise aussi comme indicateur monétaire, dépassait de 4,4%, au quatrième trimestre, le niveau observé un an auparavant.

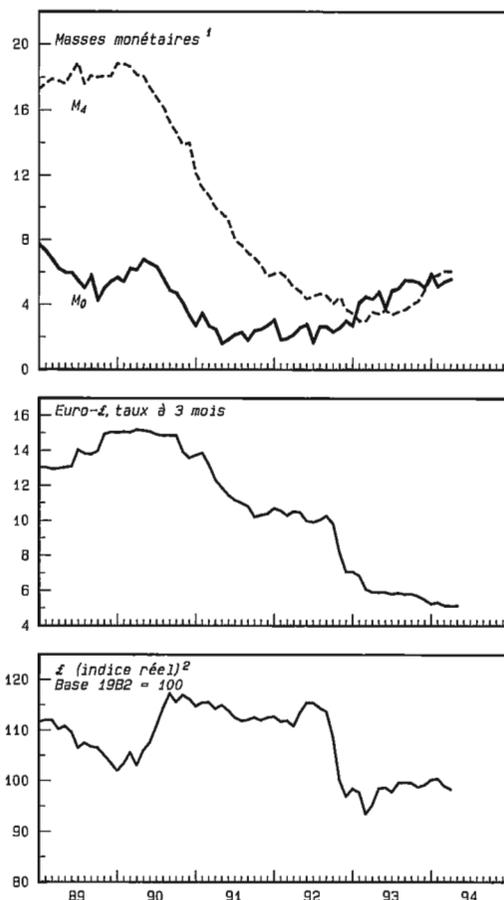
Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, la reprise économique a continué au quatrième trimestre de 1993. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,6% d'un trimestre à l'autre et de 2,4% en comparaison annuelle. Cette expansion est due exclusivement à la demande intérieure. La consommation privée s'est accrue de nouveau, mais la consommation publique a fléchi légèrement. Après une faible progression au troisième trimestre, les investissements ont enregistré, au quatrième trimestre, une hausse sensible, plus forte dans la construction que dans les biens d'équipement. Par contre, les exportations ont diminué considérablement, alors qu'elles avaient augmenté au troisième trimestre. Etant donné la fermeté de la demande intérieure, la croissance des importations s'est ac-

celérée nettement par rapport aux périodes précédentes.

Les indicateurs avancés montrent que l'essor économique a continué au premier trimestre de 1994. La consommation privée est restée son principal soutien. Le commerce de détail, les ventes de voitures et les crédits à la consommation se sont ranimés. La taxe sur la valeur ajoutée qui, depuis avril, frappe la consommation d'énergie des ménages, ne devrait pas freiner notablement la consommation privée, étant donné qu'une nouvelle diminution du taux d'épargne est attendue.

Graphique 7: Royaume-Uni



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Banque d'Angleterre)

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

Au premier trimestre, la production de l'industrie manufacturière s'est accrue de 1,6% par rapport au trimestre précédent. La production des biens d'équipement a augmenté beaucoup plus rapidement que celle des biens de consommation. Les entrées de commandes ont en outre enregistré une hausse. Les ordres en provenance de l'étranger ont fluctué considérablement, alors que ceux des résidents ont progressé lentement, mais sans discontinuer, depuis plusieurs trimestres. Après avoir été fortement touché par l'effondrement des prix immobiliers, le secteur de la construction se rétablit depuis le début de l'année dernière. En effet, les prix des immeubles ont augmenté et le nombre des chantiers ouverts est en croissance.

La situation sur le marché du travail a continué à s'améliorer; de nouveaux emplois ont été créés, principalement dans les services. Entre janvier et avril, le taux de chômage a passé de 9,9% à 9,5%. Le renchérissement annuel atteignait en moyenne 2,4% au premier trimestre, contre 1,6% au trimestre précédent. Abstraction faite des taux hypothécaires, il est resté inchangé à 2,7%.

Au quatrième trimestre de 1993, les exportations ont stagné, alors que les importations ont progressé de 1,3%. Le solde passif de la balance commerciale a atteint 3,8 milliards de livres, contre 3,2 milliards le trimestre précédent. Le déficit de la balance courante a passé de 1,8 milliard de livres au troisième trimestre à 2,6 milliards au quatrième.

Les autorités monétaires britanniques ont assoupli prudemment leur politique au premier trimestre. Le 8 février, elles ont réduit leurs taux directeurs d'un quart de point; la dernière baisse remontait à novembre 1993. Le taux de base, soit le taux que les banques appliquent à leurs débiteurs de premier ordre, a fléchi par la suite à 5,25%. En outre, le taux des dépôts interbancaires à trois mois s'est inscrit à 5,2% en avril, contre 5,4% en janvier. Par contre, le rendement des emprunts à long terme émis par l'Etat a augmenté de 6,4% à 7,8%.

Dans son rapport sur l'inflation publié en mai, la Banque d'Angleterre s'attend à une légère hausse du renchérissement jusqu'au premier trimestre de 1995, puis à une stabilisation de celui-

ci. Ce rapport prévoit également que l'inflation de base, pour laquelle le gouvernement a fixé une fourchette de 1 à 4%, sera en moyenne légèrement supérieure à 3% l'année prochaine.

Au premier trimestre, la croissance de la masse monétaire M_0 était de 5,5%, dépassant ainsi de nouveau l'objectif fixé entre 0 et 4%. L'agrégat M_4 , qui englobe également les dépôts dans les banques et les caisses d'épargne-logement, s'est accru de 6% en taux annualisés; il évoluait donc au centre de son corridor de 4 à 8%.

Pour l'exercice 1993/94, qui s'est achevé à fin mars, le déficit budgétaire a atteint 46 milliards de livres, soit 7,3% du produit intérieur brut, contre 37 milliards (6,1%) les douze mois précédents. Il était inférieur de 4 milliards de livres aux estimations faites par le gouvernement en novembre 1993.

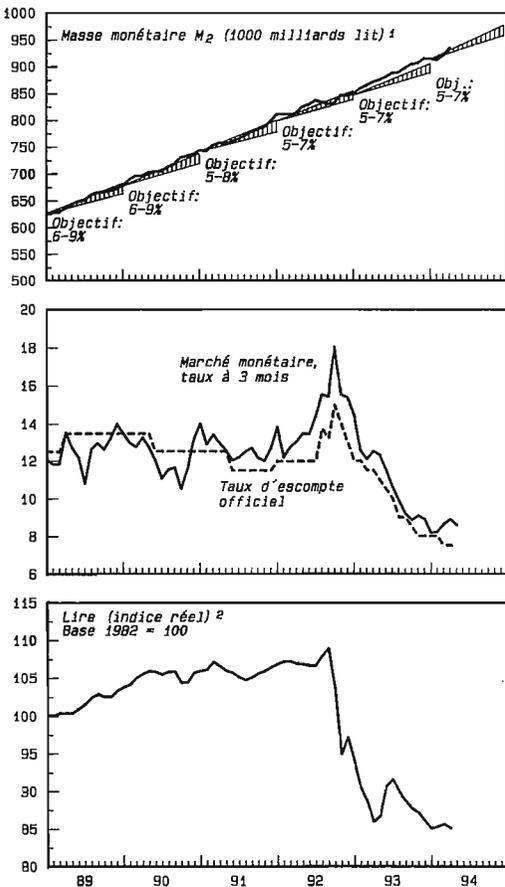
Italie

En Italie, les premiers signes d'une légère reprise de l'économie sont apparus au quatrième trimestre de 1993. Le produit intérieur brut réel s'est accru de 0,8% par rapport au trimestre précédent, mais a stagné en comparaison annuelle. D'un trimestre à l'autre, tant la consommation privée que les stocks et les investissements en biens d'équipement ont augmenté. Ces derniers étaient toutefois encore inférieurs de 11% au niveau observé un an auparavant. Dans la construction, les investissements ont continué à décliner. Après avoir progressé au troisième trimestre, les exportations ont fléchi de 0,6% au quatrième. D'une année à l'autre, elles ont fait un bond de 9,4%.

La production de l'industrie manufacturière a diminué de 2,8% en 1993. Au premier trimestre de 1994, elle a stagné par rapport aux trois mois précédents, mais est restée inférieure au niveau de la période correspondante de l'année précédente. La production s'est accrue dans les produits semi-finis et les biens de consommation, alors qu'elle est restée inchangée dans les biens d'équipement et a chuté dans les moyens de transport. En revanche, les ventes de voitures ont progressé légèrement. Selon les enquêtes conjoncturelles les plus récentes, la demande glo-

bale est toujours jugée faible. Les entrées de commandes ont toutefois augmenté, et le niveau des stocks ainsi que les perspectives de production étaient satisfaisants.

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)

Sur le marché du travail, la situation a continué à se détériorer. En comparaison annuelle, l'emploi a reculé de 4,1% en janvier, tant dans l'industrie que dans les services. Le taux de chômage est resté à 11,3%. Il atteignait 7,2% dans le nord de l'Italie et 18,2% dans le sud.

Au premier trimestre, le taux annuel d'inflation a passé de 4,1% en moyenne à 4,2%. Comme la demande intérieure est modérée et que les hausses de salaires sont modestes, le renchérissement devrait demeurer relativement stable. Au premier trimestre, les salaires ont progressé de 2,4% en moyenne, contre 3% à la période précédente.

La balance commerciale italienne a dégagé un excédent de 32,5 billions de lire en 1993, après un déficit de 12,6 billions en 1992. Les exportations ont augmenté de 20,4%, et les importations ont légèrement diminué. Cette évolution s'explique par la forte baisse de la lire sur les marchés des changes et par la demande intérieure peu soutenue. La balance des transactions courantes a enregistré un solde actif de 16,5 billions de lire, contre un solde passif de 32,7 billions l'année précédente. En janvier et en février 1994, les exportations ont de nouveau progressé davantage que les importations, ce qui a encore renforcé l'excédent commercial.

En 1993, le déficit public s'est inscrit à 154 billions de lire, ou à 9,8% du produit intérieur brut. Le budget adopté pour 1994 table sur un excédent de dépenses de 144 billions (8,7%). Etant donné la situation économique, cet objectif devrait être difficile à atteindre. Il n'est en outre pas certain que le nouveau gouvernement, qui a été formé après les élections législatives de fin mars, décide de poursuivre une politique de consolidation.

La Banque d'Italie a assoupli sa politique durant les premiers mois de 1994. Elle a réduit le taux de l'escompte de 0,5 point à la mi-février et à la mi-mai, le ramenant de 8% à 7%. D'autre part, elle a diminué le taux de ses prises en pension de 8,8% en décembre à 7,7% en mai. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a fléchi de 8,6% à 7,8%. Par contre, le rendement moyen des emprunts à long terme émis par l'Etat a passé de 7,2% en janvier à 8% en mai.

Au premier trimestre, la masse monétaire M_2 s'est accrue de 7,2% en comparaison annuelle. Pour 1994, la banque centrale a maintenu entre 5 et 7% son objectif en termes de M_2 .

Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1992			1993 ^{a)}			1994 ^{a)}
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	
Etats-Unis	1,2	-0,7	2,6	3,0	3,9	3,2	2,9	2,8	3,1	3,7	
Japon ^{b)}	4,8	4,1	1,4	0,1	0,3	0,4	-0,2	0,4	-0,2		
Allemagne occidentale	5,9	4,6	1,2	-1,9	0,1	-3,1	-2,5	-1,1	-0,8	1,6	
France	2,2	0,7	1,2	-0,9	0,2	-1,5	-1,1	-0,8	-0,3		
Royaume-Uni	0,4	-2,2	-0,6	1,9	-0,1	1,3	1,8	2,2	2,4		
Italie	2,2	1,3	0,7	-0,7	-0,6	-1,3	-1,0	-0,7	0,3		
Suisse	2,3	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-0,4	0,3	1,3	

a) Chiffres provisoires b) PNB

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

	1990	1991	1992	1993	1993			1994		
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	5,4	4,2	3,0	3,0	2,8	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4
Japon	3,1	3,3	1,7	1,3	1,1	1,2	1,2	1,1	1,3	0,8
Allemagne occidentale	2,7	3,5	4,0	4,1	3,7	3,4	3,5	3,4	3,2	3,1
France	3,4	3,1	2,4	2,1	2,1	1,7	1,9	1,8	1,5	1,7
Royaume-Uni	9,5	5,9	3,7	1,6	1,6	2,4	2,5	2,4	2,3	2,6
Italie	6,1	6,5	5,3	4,2	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	4,1
Suisse	5,4	5,9	4,0	3,3	2,7	1,7	2,1	1,8	1,3	1,0

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

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1993 ^{a)}			1994 ^{a)}		
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis ^{b)}	5,5	6,8	7,4	6,8	6,6	6,5	6,7	6,5	6,5	6,4
Japon	2,1	2,1	2,2	2,5	2,8	2,8	2,7	2,9	2,9	2,8
Allemagne occidentale ^{c)}	7,1	6,3	6,7	8,3	9,0	9,2	9,1	9,2	9,3	9,3
France	9,0	9,5	10,4	11,6	12,1	12,2	12,2	12,2	12,2	
Royaume-Uni ^{d)}	5,8	8,1	9,9	10,3	10,0	9,8	9,9	9,8	9,7	9,5
Italie ^{e)}	10,3	9,9	10,5	10,4	11,3	11,3	11,3	-	-	-
Suisse ^{f)}	0,5	1,1	2,6	4,5	5,0	4,9	5,0	4,9	4,9	4,8

a) Chiffres provisoires b) Depuis janvier 1994, nouvelle méthode d'enquête c) En % des salariés d) Sans les jeunes sortant de l'école e) Depuis le 4^e trim. de 1992, nouvelle méthode d'enquête; variations saisonnières non déduites

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

1.4 Balance des transactions courantes

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

	1990	1991	1992 ^{a)}	1993 ^{a)} d)	1992 ^{a)}			1993 ^{a)} d)			1994 ^{a)} d)
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	
Etats-Unis	-91,9	-8,3	-66,4	-109,2	-23,7	22,4	-27,2	-28,1	-31,5		
Japon	35,8	72,3	117,8	132,1	33,0	36,1	31,6	32,4	32,0	34,4	
Allemagne occidentale ^{b)}	46,8	-19,4	-22,0	-22,5	-6,6	-5,8	-3,4	-6,6	-6,7	-6,6	
France	-10,0	-6,7	3,9	10,3	2,9	0,4	1,8	4,1	4,0		
Royaume-Uni ^{c)}	-32,3	-13,5	-17,6	-16,0	-4,1	-4,6	-4,9	-2,7	-3,8		
Italie ^{c)}	-16,6	-23,6	-27,9	11,2	-5,2	-1,2	2,2	3,8	6,4	1,1	
Suisse ^{c)}	8,6	10,6	15,0	18,7	4,0	6,0	4,4	3,6	4,5	6,5	

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

d) 1993 et 1994 pour les pays de l'UE, les données sont disponibles avec un important retard à cause d'adaptations dans les statistiques

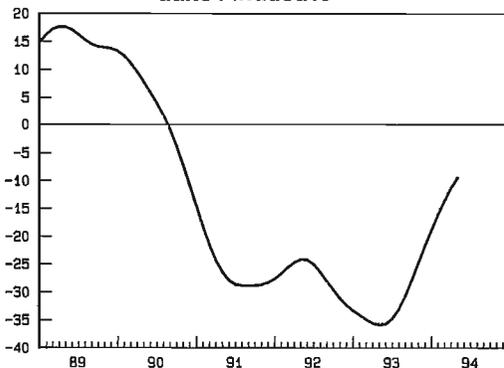
C. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

Le produit intérieur brut réel a continué de progresser en Suisse du quatrième trimestre de 1993 au premier trimestre de 1994. Il a augmenté de 1,3% en l'espace d'une année, contre 0,3% au quatrième trimestre de 1993. Les exportations et les investissements, en particulier, ont stimulé cette croissance. Les importations se sont aussi accrues fortement.

Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie¹

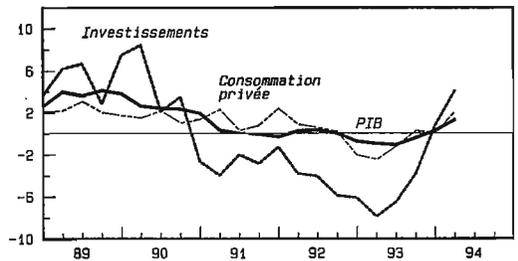


¹ Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis)

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

Selon l'enquête de mars du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, l'indice composite de la marche des affaires dans l'industrie est resté orienté à la hausse, mais toujours à un bas niveau, au premier trimestre. L'industrie axée sur le marché intérieur a annoncé des entrées de commandes en hausse et une production en stagnation. Les carnets de commandes sont encore estimés à un niveau trop bas. En revanche, l'industrie d'exportation a enregistré une croissance des entrées de commandes et un léger accroissement de la production. La reprise laisse prévoir pour cette année un revirement du cycle des stocks;

Graphique 10: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

Source: Office fédéral des questions conjoncturelles

ceux-ci avaient reculé du fait de l'affaiblissement de la conjoncture. L'enquête susmentionnée confirme cette évolution. Les entreprises industrielles y participant n'ont pas continué à réduire leurs stocks d'un mois à l'autre. Alors que les stocks de produits en cours de fabrication étaient adaptés au rythme de production, ceux des produits finis ont été jugés un peu trop élevés. Dans l'ensemble de l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production a augmenté à 82,5% en données corrigées des variations saisonnières. Il s'est encore inscrit à plus de deux points au-dessous du niveau normal d'utilisation des capacités de production. La part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail a marqué une légère hausse à 1,4%. Un accroissement des entrées de commandes et de la production est attendu pour les mois à venir.

Le baromètre des indicateurs avancés de la conjoncture – il est aussi établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ – s'est accru moins fortement au premier trimestre qu'aux trimestres précédents. Le ralentissement est dû principalement à l'indice des actions, qui est en baisse depuis le mois de février. Cet indice avait contribué longtemps dans une mesure prépondérante à la hausse de ce baromètre. Grâce à une accélération de la croissance de l'indicateur de la construction et d'une nouvelle amélioration des perspectives d'emploi dans l'industrie, le baromètre de la conjoncture a progressé malgré tout.

Consommation

Après un recul temporaire au dernier trimestre de 1993, la consommation privée s'est redressée au

premier trimestre de 1994. En termes réels, elle a progressé de 2,1% par rapport aux trois premiers mois de 1993 (quatrième trimestre 1993: 0%).

Au premier trimestre, le chiffre d'affaires du commerce de détail dépassait, en termes réels, le niveau de la période précédente. En comparaison annuelle, il a même progressé nettement. Cela est dû en partie au fait que les achats de Pâques ont été effectués en mars et non principalement en avril comme en 1993. Les importations de biens de consommation – surtout celles de biens durables – ont enregistré une nouvelle fois une expansion vigoureuse. Les ventes de voitures particulières étaient supérieures à celles du premier trimestre de 1993; une telle évolution n'avait plus été observée depuis quatre ans. Ces ventes ont progressé de 7,1% en l'espace d'une année. Le tourisme s'est également ranimé. Les vacanciers notamment ont contribué à l'augmentation des nuitées des hôtes suisses. Quant au tourisme d'affaires, il est resté orienté à la baisse.

En avril, l'indice du climat de consommation s'est nettement amélioré par rapport à l'enquête précédente. Les personnes interrogées ont jugé de manière sensiblement plus optimiste la situation économique générale. Par contre, la sécurité de l'emploi ne s'est pas encore renforcée notablement.

Les investissements

Au premier trimestre, le mouvement de reprise a continué dans le domaine des investissements. En comparaison annuelle, ceux-ci ont progressé de 4,1% en termes réels, contre 0,8% au quatrième trimestre de 1993.

Les investissements en constructions se sont de nouveau inscrits, au premier trimestre, au-dessus du chiffre de la période précédente. En l'espace d'une année, ils ont augmenté, en volume, de 3% (quatrième trimestre 1993: -1%). Ainsi, ils dépassaient leur niveau du premier trimestre de 1993 et ce pour la première fois depuis le troisième trimestre de 1990. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, les domaines de la construction ont évolué très inégalement. La situation s'est améliorée toutefois dans l'ensemble. Si la construction de logements a marqué une nette hausse, celle de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services est restée déprimée. Dans le secteur principal de la construction, les entrées de commandes ont été supérieures de 14%, en volume, à leur niveau du premier trimestre de 1993, alors que les carnets de commandes ont de nouveau stagné. Les livraisons de ciment se sont accrues une nouvelle fois vigoureusement du quatrième trimestre de 1993 au premier trimestre de 1994. Pour la première fois

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

	1990	1991	1992	1993	1994					
					4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.
Importations de biens d'équipement (volume)	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-12,6	-10,4	-11,2	-0,9	6,6	10,2
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes ¹	-9,1	7,6	19,7	-4,1	7,8	12,6	-16,1	2,0	-12,0	16,9
Logements construits dans 96 villes ¹	-3,1	1,3	-3,6	-4,1	2,4	3,9	11,6	-19,5	-8,1	37,7
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	2,0	-4,0	-12,0	-4,0	-10,0	-13,0	-5,0	4,0	-3,4	1,0
Secteur privé	-1,0	-10,0	-18,0	1,0	-17,0	-12,0	-2,0	13,0	5,2	5,0
Secteur public	7,0	4,0	-6,0	-9,0	-3,0	-13,0	-8,0	-4,0	-11,2	-4,0
Renchérissment dans la construction ²	5,8	6,7	4,9	3,8	4,9	4,7	3,3	3,6	3,5	1,3

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)

depuis le début de 1990, les limites ouvertes dans le secteur privé de la construction ont également progressé d'un trimestre à l'autre.

Les investissements en biens d'équipement n'ont haussé que faiblement d'un trimestre à l'autre. En l'espace d'une année, ils se sont accrus de 5,6% en termes réels, contre 4,5% au quatrième trimestre de 1993. L'activité toujours aussi soutenue dans ce domaine s'est reflétée dans les importations de biens d'équipement, qui ont marqué une forte augmentation du quatrième trimestre de 1993 à la période suivante. Selon l'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, les entrées de commandes provenant de la clientèle suisse ont été sensiblement supérieures en valeur à celles, d'un niveau toutefois très bas, du premier trimestre de 1993. Par rapport à l'enquête précédente, la réserve de travail a augmenté légèrement à 4,6 mois.

Commerce extérieur et balance courante

Les exportations suisses, qui avaient amorcé une hausse dans la seconde moitié de 1993, ont progressé de 5,8%, en volume, du premier trimestre de 1993 à la période correspondante de 1994. Les ventes à l'étranger de matières premières, de produits semi-finis et de biens d'équipement ont augmenté dans une mesure supérieure à la

moyenne. Quant aux exportations de biens de consommation, elles n'ont marqué qu'un léger accroissement en l'espace d'une année; une forte expansion avait été observée au quatrième trimestre de 1993.

Une croissance vigoureuse a été enregistrée, en termes réels, dans presque toutes les branches de l'industrie d'exportation. Les ventes à l'étranger de l'industrie des machines ont de nouveau progressé notablement; cela n'avait plus été le cas depuis le premier trimestre de 1990. Seules les exportations de l'industrie horlogère ont stagné en volume. Les prix à l'exportation et, par tant, les ventes nominales à l'étranger ont évolué diversement, étant donné que les cours du franc suisse ont influé inégalement sur les branches de l'industrie. Les fournitures à l'étranger de l'industrie du textile, de l'habillement et des chaussures ont diminué, en valeur, dans la plus nette mesure, alors que celles des industries chimique, horlogère et des machines ont enregistré, en valeur également, des taux de croissance élevés en comparaison annuelle.

L'évolution des exportations suisses reflète les différents rythmes de croissance des économies du monde. Comme au premier trimestre de 1993, les livraisons vers les pays du sud-est asiatique, de l'Europe centrale et orientale et de l'Amérique latine ont augmenté particulièrement fortement.

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

	1990	1991	1992	1993 ^{a)}	1992			1993 ^{a)}			1994 ^{a)}
					4 ^o trim.	1 ^{er} trim.	2 ^o trim.	3 ^o trim.	4 ^o trim.	1 ^{er} trim.	
Exportations, volume	4,5	-1,4	4,3	0,6	-0,2	-2,6	-1,3	0,2	5,0	5,8	
dont: mat. prem. et prod.											
semi-ouverts	1,9	-1,2	2,8	-1,7	-0,3	-4,4	-4,6	0,2	2,6	9,8	
biens d'équipement	5,1	-4,0	0,0	-2,2	-4,5	-9,2	-4,6	-1,7	4,5	6,5	
biens de consommation	6,3	1,4	10,6	5,6	6,1	6,2	5,0	2,1	7,0	1,7	
Valeurs moyennes à l'exportation	1,0	2,8	0,7	0,0	0,3	-1,0	0,8	0,7	-0,3	0,2	
Importations, volume	2,7	-1,4	-4,3	-1,2	-6,4	-7,5	-3,0	0,0	5,1	9,4	
dont: mat. prem. et prod.											
semi-ouverts	1,8	-5,2	-1,4	-1,3	-1,3	-5,6	-1,3	-1,3	2,9	10,5	
biens d'équipement	3,0	-2,9	-10,3	-4,1	-12,6	-10,4	-11,1	-1,0	6,9	10,2	
biens de consommation	2,7	2,7	-2,9	1,5	-5,2	-6,9	3,0	3,4	5,4	9,5	
Valeurs moyennes à l'importation	-0,7	0,1	2,2	-2,2	-0,8	-1,5	-2,5	-1,2	-2,2	-6,5	

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

a) Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

Même si elles étaient, pour la première fois, supérieures au niveau de l'année précédente, les exportations vers l'UE et l'AELE n'ont marqué en fait qu'une très modeste hausse. Les fournitures à l'Italie, à la France et au Benelux ont fléchi, tandis que celles vers l'Allemagne et le Royaume-Uni ont progressé. La croissance prononcée des exportations vers le Royaume-Uni s'explique par la reprise conjoncturelle dans ce pays. L'évolution des ventes à l'Allemagne a constitué un fait saillant. Celles-ci ont augmenté de plus de 4% malgré le raffermissement du franc et la stagnation de l'économie outre-Rhin.

Les exportations suisses vers les pays non européens de l'OCDE ont augmenté dans une mesure supérieure à la moyenne. Ainsi, les livraisons aux Etats-Unis et au Japon ont de nouveau gagné nettement en dynamisme.

Au premier trimestre de 1994, les fournitures suisses aux pays n'appartenant pas à la zone de l'OCDE ont encore enregistré des taux de croissance à deux chiffres. Les pays asiatiques en développement et nouvellement industrialisés, avec une part au total des exportations suisses qui a passé de plus de 11% à 13% en l'espace d'une année, ont été en grande partie à l'origine de cette

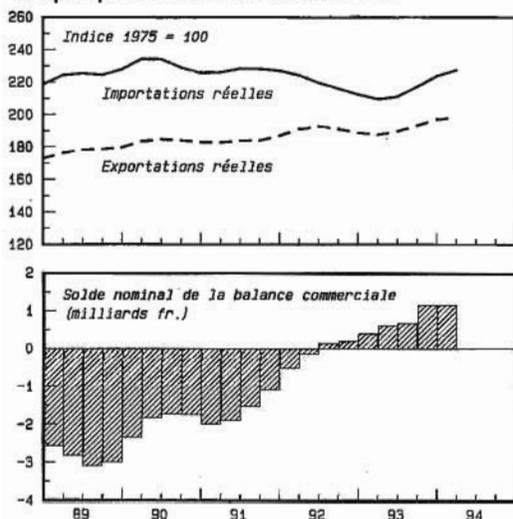
évolution. Seules les exportations vers la Chine ont diminué au premier trimestre. Si les livraisons vers l'ex-Union soviétique, l'Europe centrale et l'Amérique latine ont continué de croître avec vigueur, celles vers les pays de l'OPEP ont stagné.

Au premier trimestre, les importations se sont accrues de 9,4% en volume par rapport à la période correspondante de 1993. Leur croissance qui a touché tous les groupes de biens – à l'exception des produits énergétiques – a constitué un fait marquant. Cette évolution laisse entrevoir une reprise toujours plus soutenue de la demande intérieure. Dans le domaine des biens d'équipement, les importations des services, de la construction et des transports notamment ont augmenté dans une mesure supérieure à la moyenne. Le climat de consommation toujours plus favorable a également engendré une croissance des importations de biens durables, avant tout de voitures particulières, de montres et d'articles de bijouterie.

Malgré le raffermissement du franc, les prix à l'exportation, mesurés à l'indice des valeurs moyennes, se sont inscrits 0,2% au-dessus du niveau du premier trimestre de 1993 (quatrième trimestre 1993: -0,3%). Les prix à l'importation, quant à eux, ont réagi de loin plus rapidement et fortement à la revalorisation du franc. Ils ont baissé de 6,5% en l'espace d'une année, contre 2,2% au quatrième trimestre de 1993. Leur recul a contribué, du fait de l'importation de produits en amont meilleur marché, à atténuer les effets de la vigueur du franc sur les exportations.

L'amélioration des termes de l'échange a accru l'excédent de la balance commerciale suisse, balance qui affiche un solde actif depuis le milieu de 1992. Cet excédent a passé à 1,5 milliard de francs au premier trimestre de 1994, contre 1,1 milliard un an auparavant. Grâce à la hausse des recettes tirées du tourisme mais aussi à celle des commissions bancaires, le solde actif de la balance des services a augmenté de 0,8 milliard pour atteindre 6,2 milliards de francs. Par contre, la balance des revenus de facteurs a diminué de 3,7 milliards à 3,1 milliards de francs à cause de l'évolution des taux d'intérêt. L'excédent de la balance des transactions courantes s'est élevé à 9,4 milliards de francs, progressant de 0,3 milliard par rapport au premier trimestre de 1993.

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)

	1991	1992 a)	1993 b)	1992 a)					1994 b)
				4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	
Recettes, total	162,2	165,4	167,8	40,1	42,5	42,2	41,4	41,7	43,1
Exportations de marchandises	90,9	95,3	96,7	24,3	24,0	24,7	22,5	25,5	24,9
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	87,9	92,1	93,3	23,5	23,1	23,8	21,7	24,6	24,0
<i>Autres exportations de marchandises²</i>	2,9	3,2	3,4	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9
Exportations de services	25,9	26,9	28,2	5,4	7,4	6,6	8,5	5,6	8,2
Revenus du travail et des capitaux	42,1	39,6	39,2	9,6	10,1	9,8	9,4	9,8	9,1
Transferts sans contrepartie	3,4	3,6	3,7	0,9	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9
Dépenses, total	147,0	144,2	140,2	34,6	33,4	35,7	36,0	35,1	33,7
Importations de marchandises	98,9	96,3	94,0	23,6	23,1	24,0	22,5	24,4	23,5
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	95,0	92,3	89,8	22,6	22,0	23,0	21,5	23,4	22,5
<i>Autres importations de marchandises²</i>	3,8	3,9	4,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1	1,1
Importations de services	13,3	13,9	13,8	2,7	2,0	3,6	5,5	2,7	2,0
Revenus du travail et des capitaux	27,8	26,3	24,7	6,5	6,4	6,2	6,0	6,0	6,3
Transferts sans contrepartie	7,2	7,7	7,8	1,8	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9
Solde de la balance des transactions courantes	15,1	21,1	27,6	5,5	9,1	6,5	5,4	6,7	9,4

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

Emploi et marché du travail

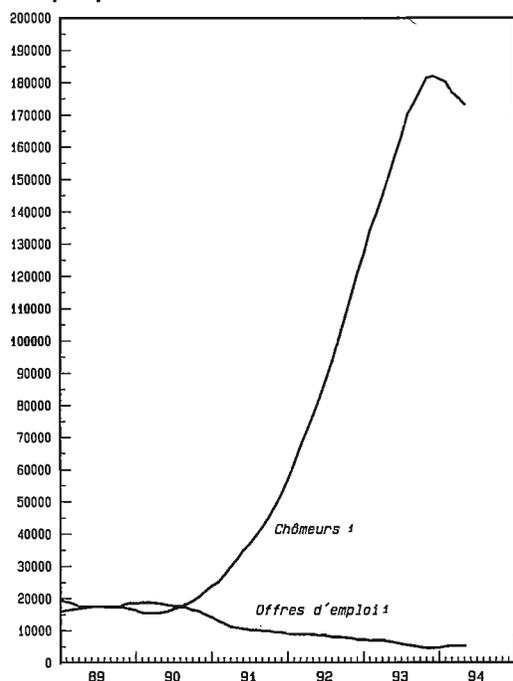
L'emploi s'est encore replié au premier trimestre de 1994. Les données disponibles ne laissent toujours pas penser que le creux de la vague a été atteint. En l'espace d'une année, l'emploi a fléchi de 2%, contre 2,2% au quatrième trimestre de 1993 et 5% au premier trimestre de 1993. Alors que la situation semble peu à peu se stabiliser dans les services et la construction, l'emploi est encore orienté à la baisse dans l'industrie et l'artisanat. Au premier trimestre de 1994, le nombre des personnes occupées dans le secteur des services a diminué de 1% par rapport à la période correspondante de 1993. Cette évolution est le résultat de mouvements contraires. La plupart des branches du tertiaire ont été touchées par un nouveau recul de l'emploi, notamment dans le commerce ainsi que dans les transports et communications. En revanche, les banques et sociétés financières, les agences-conseils et la restauration et l'hébergement emploient plus de personnes qu'une année auparavant. L'emploi n'a diminué que de 0,5% dans la construction. Cela est dû, d'une part, à la conjoncture et, d'autre part, à une modi-

fication, constatée par l'Office fédéral de la statistique, dans la répartition saisonnière de l'activité de la construction; en d'autres termes, il semble que le schéma saisonnier observé ces années passées a perdu un peu de ses caractéristiques. Le net recul de l'emploi (-5,1%) dans l'industrie et l'artisanat s'explique surtout par le grand nombre de suppressions de postes de travail dans l'industrie des machines et véhicules mais aussi dans la construction électrique et électronique. En outre, le textile, l'habillement et l'industrie du papier ainsi que les arts graphiques emploient nettement moins de personnes qu'il y a un an.

L'indice Manpower de l'emploi ne fait toujours pas apparaître de signes clairs d'un revirement de tendance. Depuis plus d'une année, il se maintient à un bas niveau. Les besoins sensiblement accrus de travail temporaire et l'augmentation du nombre de places vacantes annoncées aux offices du travail laissent entrevoir une reprise de la demande de main-d'œuvre.

Malgré un nouveau repli de l'emploi, le nombre des chômeurs a passé de 182 000, au quatrième

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

trimestre de 1993, à 177 800, au premier trimestre de 1994, en données corrigées des variations saisonnières. Une telle diminution n'avait plus été

observée depuis quatre ans. Aussi le taux de chômage a-t-il passé à 4,9%. Le revirement de tendance n'est pas dû uniquement à la conjoncture. L'évolution du nombre des chômeurs en fin de droits y a aussi contribué.

En avril, le recul a continué puisque 173 300 chômeurs étaient recensés en données corrigées des variations saisonnières.

Prix

Le repli du renchérissement a continué. L'indice des prix à la consommation dépassait, au premier trimestre de 1994, de 1,7% son niveau enregistré un an auparavant (quatrième trimestre 1993: 2,7%). Tous les groupes de marchandises et de services ont enregistré des taux annuels d'inflation inférieurs à ceux de la période précédente.

La hausse des prix des biens d'origine tant suisse qu'étrangère a encore ralenti. Le renchérissement indigène s'est inscrit à 2,1% au premier trimestre de 1994. De leur côté, les prix des biens importés n'ont augmenté que de 0,6% en l'espace d'une année. Le net recul du renchérissement importé est dû avant tout à un effet de base dans le domaine des prix du pétrole – les droits de douane sur les carburants ont été relevés au printemps de 1993 – et au raffermissement du franc suisse.

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

	1991	1992	1993	1992				1993				1994					
				4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice des personnes occupées à plein temps et à temps partiel ¹	-0,3	-2,6	-2,9	-3,3	-4,2	-3,0	-2,5	-1,7	-1,6								
Indice des personnes occupées à plein temps ¹			-3,4	-4,1	-5,0	-3,7	-2,8	-2,2	-2,0								
Taux de chômage ^{2,3}	1,1	2,6	4,5	3,3	4,1	4,3	4,7	5,0	5,1	5,2	5,2	5,0	4,9				
Chômeurs ³	39 222	92 308	163 135	119 599	146 667	157 681	168 789	179 403	185 895	188 167	187 382	182 135	177 500				
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail ³	20 269	34 020	42 046	36 616	54 096	48 520	28 110	37 456	42 101	42 859	44 360	39 084	31 614				
Places vacantes annoncées ³	10 549	8 166	5 743	6 978	6 544	6 912	5 268	4 248	5 201	4 456	5 263	5 883	5 503				

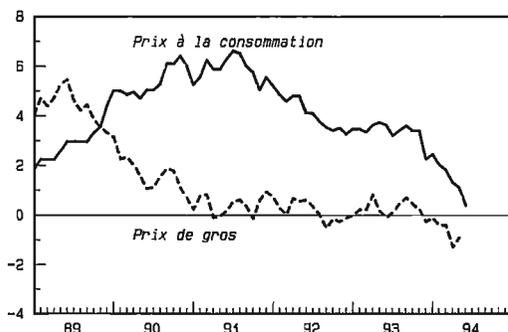
¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

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, OFIANT

Graphique 13: Evolution des prix¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente
Source: Office fédéral de la statistique

Le renchérissement a continué à reculer en avril et en mai. Il s'est établi à 0,4% en mai, soit à son niveau le plus bas depuis le mois de décembre 1986. Cette nouvelle baisse s'explique principalement par la stabilité des loyers. En mai 1994, l'indice des loyers s'inscrivait 0,7% au-dessous

du chiffre du mois correspondant de 1993, alors qu'en mai 1993, il dépassait encore de 5,4% le niveau observé une année auparavant.

Au premier trimestre, l'Indice des prix à la production et à l'importation (indice des prix de l'offre totale), qui a été rattaché à l'ancien indice des prix de gros, a diminué de 0,7% par rapport à la période correspondante de 1993 (quatrième trimestre 1993: -0,1%).

2. Evolution monétaire

Politique monétaire et agrégats monétaires

Au premier trimestre de 1994, la monnaie centrale désaisonnalisée a atteint 30,078 milliards de francs, s'inscrivant 1,2% (4,6% en taux annualisé) au-dessus du niveau du quatrième trimestre de 1993. Elle a ainsi dépassé de près de 0,2 milliard le montant que la Banque nationale avait prévu pour

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
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	2,1	2 832	-11,3	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
1993	26 871	2,3	2 654	4,6	29 525	1,001	29 498	2,8
1993 2 ^e trim.	26 696	1,1	2 618	1,8	29 314	0,995	29 452	0,9
3 ^e trim.	26 514	1,5	2 668	7,3	29 182	0,989	29 517	1,7
4 ^e trim.	27 306	2,3	2 735	4,6	30 041	1,011	29 724	2,8
1994 1 ^{er} trim.	27 408	1,6	2 758	6,4	30 167	1 003 P	30 078 P	2,7 P
1993 oct.	26 566	2,4	2 667	8,1	29 233	0,986	29 648	2,8
nov.	26 766	2,8	2 771	4,6	29 537	0,990	29 835	3,0
déc.	28 587	1,7	2 766	1,4	31 353	1,056	29 690	2,4
1994 janv.	27 731	1,1	2 663	7,0	30 394	1,018 P	29 857 P	2,3 P
févr.	27 141	1,7	2 802	5,9	29 943	0,993 P	30 154 P	2,6 P
mars	27 353	2,1	2 810	6,3	30 163	0,998 P	30 223 P	3,1 P
avril	27 213	1,3	2 729	4,0	29 942	0,995 P	30 092 P	1,6 P
mai	27 280	2,6	2 751	7,6	30 031	0,990 P	30 334 P	3,5 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

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

⁴ Monnaie centrale désaisonnalisée = 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 désaisonnalisée 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

cette période (29,9 milliards). Les deux composantes de la monnaie centrale, les billets en circulation et les avoirs que les banques détiennent en comptes de virements à la Banque nationale, étaient de 1,6% et de 6,4% supérieurs à leur niveau enregistré un an auparavant.

Graphique 14: Suisse

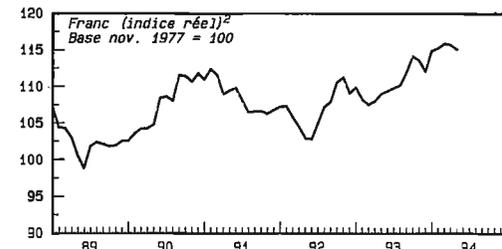
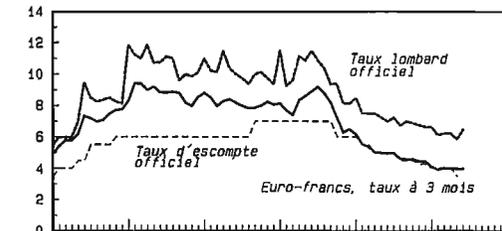
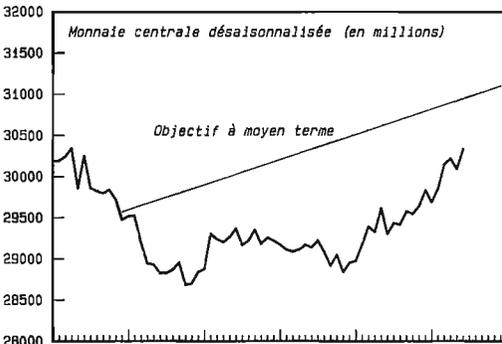
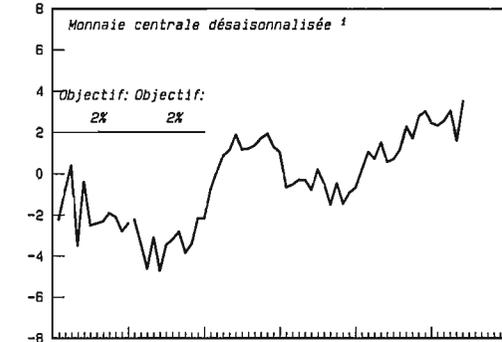


Tableau 7: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1989	-5,5	20,1	6,2
1990	-4,2	13,0	2,4
1991	1,2	3,2	3,2
1992	-0,1	0,5	2,8
1993	9,5	-7,6	5,0
1993 2 ^e trim. ²	9,6	-8,8	4,0
3 ^e trim. ²	11,6	-10,0	5,1
4 ^e trim. ²	9,9	-8,0	6,5
1994 1 ^{er} trim. ²	9,7	-3,8	7,6
1993 sept. ²	8,9	-10,4	5,1
oct. ²	11,9	-8,3	6,6
nov. ²	10,9	-8,1	6,2
déc. ²	7,2	-7,6	6,7
1994 janv. ²	10,9	-5,3	7,6
févr. ²	11,3	-2,9	8,3
mars ²	7,2	-3,1	6,8
avril ²	6,0	-2,7	6,7

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

² Chiffres provisoires

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

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

M₃ = M₂ + dépôts d'épargne

La Banque nationale s'attend à une nouvelle hausse de la demande de billets du fait de l'évolution des taux d'intérêt et de la conjoncture. Pour le deuxième trimestre, elle prévoit une augmentation d'environ 150 millions de francs de la monnaie centrale désaisonnalisée, celle-ci passant à 30,2 milliards de francs. Cet agrégat augmenterait ainsi de 1,6% (3,2% en taux annualisé) par rapport au quatrième trimestre de 1993.

L'expansion annuelle de la masse monétaire M₁ est restée élevée puisqu'elle a atteint 9,7%. Simultanément, le recul de la masse monétaire M₂,

¹ Pour 1989: les variations de la monnaie centrale désaisonnalisée sont calculées en taux annualisé, par rapport au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre. Depuis 1990: les variations de la monnaie centrale désaisonnalisée sont calculées par rapport à la période correspondante de l'année précédente.

Objectifs:

Pour 1989: voir remarque 5 du tableau 6
 Pour 1990: variation du 4^e trimestre au 4^e trimestre suivant

Objectif à moyen terme: sentier de croissance de 1% par an en moyenne

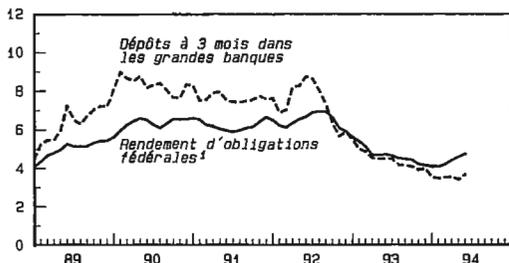
² Cours pondéré par les exportations

qui comprend aussi les dépôts à terme, s'est atténué. En comparaison annuelle, cet agrégat a fléchi de 3,8%. Pour la première fois depuis l'automne 1992, les dépôts à terme n'ont pas varié, en données corrigées des variations saisonnières, d'un trimestre à l'autre. La hausse des dépôts à vue, qui, au premier trimestre, s'est accélérée légèrement en données corrigées des variations saisonnières, n'a donc plus été alimentée par des transferts des dépôts à terme. La masse monétaire M_3 dépassait de 7,6% le niveau du premier trimestre de 1993; elle a augmenté plus fortement qu'au quatrième trimestre de 1993.

Marché monétaire

Les rémunérations à court terme ont diminué de près d'un demi-point au cours des quatre premiers mois de 1994. Le taux de l'argent au jour a reculé à 4,1% en moyenne, après avoir atteint 4,5% au quatrième trimestre de 1993. La Banque nationale a tenu compte de la baisse des taux d'intérêt en ramenant, le 15 avril, le taux de l'escompte de 4% à 3,5%.

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.

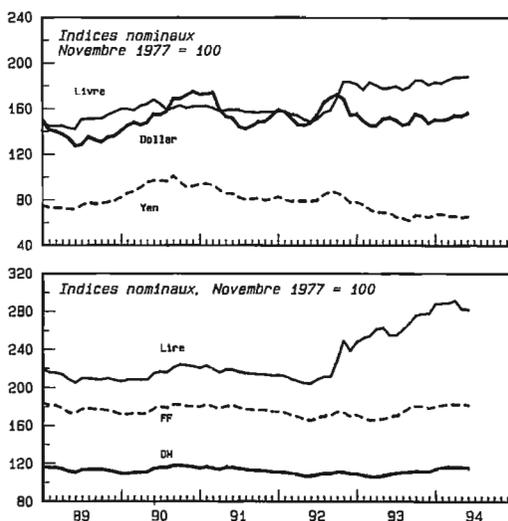
Les taux des dépôts à trois mois se sont également repliés de 0,4 point en moyenne. La rémunération des fonds de même durée a fléchi juste au-dessous de 4% sur le marché des euro-francs, et celle des dépôts correspondants dans les grandes banques a reculé à 3,5%. Quant au rendement à l'émission des créances comptables sur la Confédération, il a diminué à 3,9%.

Etant donné que les rémunérations à court terme ont reculé un peu plus fortement outre-Rhin, l'écart d'intérêt entre les taux allemands et suisses appliqués aux dépôts à trois mois sur l'euro-marché a passé de 1,8 point en janvier à 1,5 point en avril. Les taux correspondants sur le marché des euro-dollars ont augmenté et se sont inscrits, pour la première fois depuis quatre ans environ, au-dessus des taux suisses.

Marché des changes

La tendance au raffermissement du franc suisse s'est poursuivie au début de 1994. Ce mouvement a toutefois faibli au cours des mois suivants. En avril, le franc a été orienté à la baisse vis-à-vis de la plupart des monnaies. A la fin de ce mois, il s'établissait au niveau observé au début de l'année face aux monnaies du SME. En revanche, il est resté ferme par rapport au dollar.

Graphique 16: Variations du franc¹



¹ En termes de quelques monnaies étrangères

La relation de change entre le franc et le mark a reflété au début de l'année la faiblesse générale de la monnaie allemande. En février, le cours du mark est tombé à fr. 83,30, soit à son niveau le plus bas depuis trois ans. Il s'est repris par la

suite; à fin avril, il atteignait fr. 85.–, en chiffre rond, un cours légèrement supérieur à celui du début de l'année. Une évolution semblable a été observée face aux monnaies des autres pays participant au mécanisme de change du SME. Par rapport à la lire italienne, le franc a reculé de 4% environ à la suite des élections législatives de mars dans la Péninsule, alors que vis-à-vis de la livre sterling, il était, à fin avril, légèrement supérieur à son niveau du début de l'année.

Face au dollar, le franc a eu tendance à se revaloriser. Les relèvements des taux directeurs américains, au début des mois de février et d'avril, ont soutenu le dollar à court terme, tandis que les hausses des taux d'intérêt, en mars et à la mi-mai, n'ont pas eu de notables effets sur l'évolution des cours. A la mi-mai, le dollar s'établissait à fr. 1,42, à savoir 3% au-dessous du niveau de janvier. Par rapport au yen japonais, le franc a fléchi de 6% dans le même temps.

En mai, la Banque nationale a participé à des interventions concertées que des banques centrales ont effectuées en vue de soutenir le dollar. En 1993, elle n'avait procédé à aucune intervention.

La tendance à la hausse du cours réel du franc, pondéré par les exportations, a continué au premier trimestre de 1994. L'indice de ce cours dépassait de près de 7% le niveau de la période correspondante de 1993. Le franc s'est revalorisé vis-à-vis de presque toutes les monnaies importantes. Il s'est raffermi le plus vigoureusement par rapport à la lire italienne (10%) et face aux monnaies des pays participant au mécanisme de change du SME (de 7% à 10%). Vis-à-vis du dollar et de la livre sterling, le franc a haussé respectivement de 3% et 2%, tandis que face au yen, il a reculé de 7%.

Marché des capitaux

Après le revirement de climat, début février, sur les marchés internationaux des capitaux, les rendements des obligations suisses ont progressé nettement, et ce malgré la poursuite du repli des taux d'intérêt à court terme en Suisse. Le rendement moyen des obligations fédérales s'est accru de 0,7 point pour atteindre près de 4,8% à fin avril.

De février à avril, il s'est inscrit à 4,4% en moyenne, contre 4,1% au quatrième trimestre de 1993.

Du fait de cette évolution, la structure des taux d'intérêt s'est normalisée rapidement. En avril, l'écart de rendement entre les obligations et les créances comptables à trois mois sur la Confédération s'est creusé pour atteindre par moments jusqu'à 0,9 point.

Les taux d'intérêt des bons de caisse nouvellement émis ont reculé à un niveau qui n'avait plus été enregistré depuis de nombreuses années. Le taux servi par les banques cantonales a passé, en moyenne, de 4,3% au quatrième trimestre à 4% au trimestre suivant. Début mai, il était de nouveau à 4,3%. En outre, la rémunération que les banques cantonales appliquent aux fonds d'épargne s'est encore repliée jusqu'au début du mois de mai; elle était de 3,4% en moyenne. Les taux des nouveaux prêts hypothécaires en premier rang sont restés inchangés. Les banques cantonales offrent un taux de 5,5% sur ces prêts. En revanche, les taux d'intérêt des anciennes hypothèques ont été réduits légèrement. Les banques cantonales ont ramené ces taux de 5,9% en janvier à 5,5% en mai. Il s'agit là du niveau le plus bas depuis trois ans. Entre février et mai, les rémunérations des hypothèques à taux fixe ont été relevées d'un quart de point à un point selon les durées. Cette adaptation a été effectuée parallèlement à la hausse des rémunérations appliquées aux placements de deux à dix ans sur le marché des euro-francs.

Sur le marché des actions, un net repli des cours s'est amorcé en février. Le Swiss Performance Index a reculé d'environ 20% de fin janvier à début mai.

Au premier trimestre de 1994, les émissions d'obligations et d'actions sur le marché suisse des capitaux ont atteint 25,2 milliards de francs. Ce montant dépassait de 17% le chiffre de la période correspondante de 1993. Le prélèvement d'argent frais par des débiteurs suisses a diminué toutefois de 20% pour s'établir à 10,4 milliards de francs. Après déduction des remboursements, il s'est inscrit à 5,7 milliards de francs, contre 8,7 milliards un an auparavant.

Exportations de capitaux

Les autorisations délivrées en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 12,8 milliards de francs au premier trimestre de 1994. Elles dépassaient de 39% le niveau de la période correspondante de 1993. Les emprunts ont augmenté de 45%, et les crédits, de 12%. La part des premiers au total des exportations de capitaux soumises à autorisation a progressé à 87%.

Le premier trimestre a été caractérisé par le redressement des taux d'intérêt à long terme. A fin mars, le rendement des obligations étrangères était d'environ 0,5 point supérieur au niveau le plus bas de janvier 1994 et, partant, à peu près égal à celui de fin août 1993. Les émissions sont restées malgré tout animées. En comparaison annuelle, le volume des emprunts ordinaires a toutefois fléchi de 34% pour s'établir à 3,5 milliards de francs. Un nombre accru d'emprunts à taux variable a été émis du fait de la hausse des rémunérations à long terme. Les emprunts assortis de droits d'option ou de conversion ont continué de croître fortement; leur volume a triplé en l'espace d'une année. Les emprunts à option ont passé de 2 milliards à 5,8 milliards de francs, et les emprunts convertibles, de 0,3 milliard à 1,8 milliard de francs. Parmi ceux-ci figuraient des emprunts à deux monnaies, des emprunts en dollars et des emprunts synthétiques. A cause des évolutions divergentes, la part des emprunts ordinaires à l'ensemble des émissions a diminué de 69% à 32%. Deux tiers des emprunts revêtaient la forme de placements privés.

Au premier trimestre de 1994, la part des débiteurs européens au total des exportations de capitaux soumises à autorisation a atteint 47%, contre 43% un an auparavant. La part des débiteurs japonais a passé de 26% à 30%, alors que celle des débiteurs nord-américains a reculé de 17% à 3%. Les autres régions ont absorbé 20% (premier trimestre 1993: 13%), la part des centres off-shore des Caraïbes ayant progressé dans une mesure particulièrement forte. Les organisations internationales de développement n'ont pas recouru au marché suisse des capitaux.

Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des banques qui remettent mensuellement des données atteignait, à fin mars 1994, 1177 milliards de francs, dépassant ainsi de près de 6% le niveau enregistré un an auparavant. Les fonds fiduciaires ont diminué d'environ 14% en l'espace d'une année.

Au premier trimestre de 1994, les placements financiers nets (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) se sont accrus de 11% par rapport au trimestre correspondant de 1993. La plus forte hausse, soit 34%, a été enregistrée par les titres. De leur côté, les effets de change et papiers monétaires ont progressé de près de 16%. Les disponibilités ont augmenté de 11%, celles qui sont libellées en francs et placées en Suisse – la composante la plus importante de ce poste – s'élevant de 10%. Le degré de liquidité I (disponi-

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

	Emprunts ¹	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
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
1993	45 962,6	7 488,8	826,7	54 278,1
1992 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
3 ^e trim.	12 790,5	1 645,8	79,3	14 515,6
4 ^e trim.	13 729,3	1 323,5	101,5	15 154,3
1994 1 ^{er} trim.	11 050,4	1 662,5	50,0	12 762,9

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

bilités en pour-cent des fonds exigés) s'est inscrit à 125% pour la période d'application allant du 20 février au 19 mars 1994, contre 122% un an auparavant. En l'espace d'une année, les banques qui remettent mensuellement des données ont recouru d'avantage, soit pour environ 21 milliards de francs, aux fonds d'autres établissements – essentiellement étrangers – qu'elles n'en ont mis à disposition de ceux-ci. A fin mars, le solde des opérations interbancaires était de -32 milliards de francs.

L'octroi de crédits est resté peu élevé. Au premier trimestre, le volume de ceux-ci se chiffrait à 715 milliards de francs, un montant de 1% supérieur à celui de fin mars 1993. Si les crédits à la clientèle étrangère ont stagné, les prêts à des résidents ont augmenté de 1,3%. Les placements hypothécaires – le plus important poste des crédits mais

aussi des bilans bancaires, avec une part de 24% de ces derniers – se sont accrus de 2,5%. Le poste groupant les comptes courants débiteurs ainsi que les avances et prêts à terme fixe, un poste qui n'est pas non plus négligeable, a diminué de plus de 2%. Les crédits de construction ouverts et effectivement utilisés ont reculé respectivement de 6,5% et de 12,2% (sur la base des données de février). Le mouvement de baisse des crédits de construction s'est atténué toutefois. Après avoir fléchi, en données corrigées des variations saisonnières, de 1,9% en décembre 1993 et de 0,4% en janvier 1994 par rapport aux mois précédents, les limites ouvertes ont progressé de 0,6% en février. Les crédits effectivement utilisés, qui succèdent aux limites ouvertes, ont régressé – en données corrigées des variations saisonnières – de 2,5% en décembre, de 1,7% en janvier et de 0,9% en février.

Tableau 9: Bilans bancaires

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

	1990	1991	1992	1993				1994		Etat (mrds fr.)
				1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.		
Somme des bilans	4,5	3,2	3,1	3,3	5,1	3,9	5,8	5,6	1176,6	
Placements financiers nets¹	-9,5	-0,1	16,4	17,9	14,6	18,1	13,1	11,2	127,3	
Disponibilités	-3,2	-2,0	-2,6	-0,4	-3,6	-8,9	0,7	11,2	10,4	
<i>Solde des opérations interbancaires (état en mrds fr.)</i>	<i>-10,4</i>	<i>-15,4</i>	<i>-8,2</i>	<i>-11,2</i>	<i>-14,7</i>	<i>-22,8</i>	<i>-26,7</i>	<i>-32,4</i>	<i>-32,4</i>	
Effets de change et papiers monétaires	28,9	-13,1	16,5	13,6	-0,7	4,5	2,1	15,8	40,1	
Titres	-5,0	13,8	5,8	11,8	24,1	44,9	43,1	33,8	109,3	
Crédits	7,8	5,8	1,8	0,7	1,8	1,3	1,6	1,0	714,9	
Crédits à des résidents c/c débiteurs et av. et prêts à terme fixe	8,7	4,4	1,7	1,0	1,0	0,9	0,9	1,3	548,8	
Hypothèques	8,8	2,5	0,2	0,2	-0,4	-0,9	-2,8	-2,3	239,1	
Crédits à des non-résidents	8,2	5,1	3,5	2,9	2,4	2,0	1,8	2,5	286,9	
Crédits à des non-résidents	4,5	15,1	2,3	-0,2	4,7	2,9	3,8	-0,1	166,1	
Crédits de construction										
Limites	-0,7	-5,6	-5,8	-11,1	-11,1	-11,6	-12,4	-6,5 ²	31,0 ³	
Montants utilisés	18,6	4,6	-0,8	-5,8	-9,4	-12,2	-13,5	-12,2 ²	17,7 ³	
Fonds de la clientèle	4,9	4,7	3,5	2,4	3,0	2,8	2,8	2,6	761,4	
Créanciers à vue	-8,4	-1,9	5,1	15,9	20,7	18,0	19,5	12,5	100,5	
Créanciers à terme	13,2	5,8	2,3	-6,3	-7,4	-8,3	-8,4	-2,8	271,0	
Fonds d'épargne	-4,8	5,5	7,4	15,2	19,9	23,1	21,5	15,8	220,1	
Obligations de caisse, emprunts obligataires et lettres de gage	9,7	5,3	1,1	-0,5	-3,1	-4,5	-4,8	-7,9	169,0	
Opérations fiduciaires	5,5	-0,3	0,6	-4,1	-4,8	-5,5	-11,0	-13,6	265,0	

¹ Disponibilités, solde des opérations interbancaires (avoirs en banque ./ engagements en banque), effets de change et papiers monétaires, titres

² Variation entre fin février 1993 et fin février 1994

³ A fin février 1994

Totalisant 761 milliards de francs au premier trimestre, les fonds de la clientèle dépassaient de 2,6% le niveau enregistré un an auparavant. Les importants transferts, qui ont été observés à partir du milieu de 1992, des dépôts à terme vers les dépôts à vue et les fonds d'épargne, ont presque cessé. Le poste des créanciers à vue a augmenté de 12,5% en l'espace d'une année,

alors que celui des créanciers à terme a reculé de près de 3%. Quant aux fonds d'épargne, ils ont progressé d'environ 16%. Etant donné que le rendement des bons de caisse n'était que très faiblement supérieur à celui des fonds d'épargne, le volume de ces bons a diminué. A fin mars, il était de 16% inférieur au chiffre enregistré un an auparavant.

Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Jakob Schönenberger, Präsident des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank*

Einleitung

Nach knapp drei Jahren Stagnation zeichnete sich in der Schweiz in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres eine Erholung der Konjunktur ab, nachdem sich die monetären Rahmenbedingungen schon 1992 verbessert hatten. Die Jahresteuierung sank bis März 1994 auf 1,3%, die Zinssätze liegen auf einem komfortabel tiefen Niveau. Die Voraussetzungen für einen weiteren Aufschwung und eine ausgeglichene wirtschaftliche Entwicklung scheinen so gegeben zu sein.

Zu einer ausgeglichenen Entwicklung gehört neben günstigen monetären Rahmenbedingungen auch eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik, die sich an klaren Orientierungsgrößen wie einer mässigen Staatsquote, mittelfristig ausgeglichenen Haushalten und einer relativ geringen Staatsverschuldung ausrichtet. Im Konzept der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion wird dieser Tatsache Rechnung getragen, indem den potentiellen Mitgliedern nicht nur klare Auflagen bezüglich der Inflationsrate gemacht werden, sondern auch bezüglich der Finanzpolitik, indem das Verhältnis von Haushaltsdefizit und Staatsverschuldung zum Bruttoinlandprodukt begrenzt wird.

Die öffentlichen Finanzen im heutigen Zeitpunkt

Seit Ende der Hochkonjunktur verschlechterten sich die öffentlichen Finanzen in der Schweiz ständig. Während die Finanzrechnung von Bund, Kantonen und Gemeinden insgesamt in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre noch Jahr für Jahr einen kleinen Überschuss aufwies, verzeichnet sie seither stark steigende Defizite. Bis 1993

wuchs der jährliche Fehlbetrag der öffentlichen Hand auf etwa 18 Mrd. Franken; auch für das laufende Jahr ist mit einem Ausgabenüberschuss in der gleichen Höhe zu rechnen.

Die hoch defizitären Rechnungsergebnisse schlagen sich in einer stark wachsenden Staatsschuld nieder. Nach einer vorübergehenden Stabilisierung während der Hochkonjunktur der achtziger Jahre ist die öffentliche Schuld in jüngster Zeit rasant gewachsen; allein von 1990 bis 1992 von 100 Mrd. auf 124 Mrd. Franken. Eine Besserung ist nicht in Sicht.

Ein ähnlich besorgniserregendes Bild präsentiert die Entwicklung der Verschuldungsquote, des Verhältnisses der öffentlichen Schuld zum Bruttoinlandprodukt. Dank der Hochkonjunktur konnte die Verschuldungsquote bis Ende der achtziger Jahre auf ein Niveau von rund 30% reduziert werden. Seither steigt sie jedoch wieder stark: Für 1993 wird mit einer Gesamtquote von Bund, Kantonen und Gemeinden von über 40% gerechnet. Für diese starke Zunahme der Schulden ist vor allem der Haushalt des Bundes verantwortlich. Die Bundesschulden allein betragen 1990 noch rund 13% des Bruttosozialproduktes. Bis 1997 wird mit einer Verdoppelung dieses Anteils gerechnet. Im internationalen Vergleich befindet sich die Schweiz mit der Verschuldungsquote zwar noch in einer relativ günstigen Position. Dies sollte aber nicht dazu verleiten, der steigenden öffentlichen Verschuldung nicht die nötige Aufmerksamkeit zu widmen.

Ursachen

Wie konnten die öffentlichen Finanzen dermassen aus dem Ruder laufen? Ein Teil der heutigen Defizite ist auf die schwache Konjunktur zurückzuführen. Einerseits gingen die Einnahmen der öffentlichen Haushalte in den letzten Jahren empfindlich

* Gehalten in Bern am 29. April 1994

zurück, beim Bund vor allem der Ertrag der Warenumsatzsteuer und der Verrechnungssteuer. Andererseits stiegen die Ausgaben im Sozialbereich, insbesondere im Zusammenhang mit der hohen Arbeitslosigkeit, stark an. Anlass zur Sorge gibt nicht diese konjunkturelle Komponente der Defizite; sie korrigiert sich in einem zukünftigen Aufschwung von selbst. Beunruhigend ist vielmehr der strukturelle Teil, der für den Bund vom Eidgenössischen Finanzdepartement auf 50% geschätzt wird.

Ihren Anfang nahmen die Probleme der öffentlichen Finanzen mit der prozyklischen Finanzpolitik des Bundes in den achtziger Jahren. Trotz konjunktureller Überhitzungserscheinungen wurden ausgabenwirksame Gesetze verabschiedet. Schon damals traten in Parlament und Exekutive Warner auf, die von einer allzu expansiven Finanzpolitik abrieten und auf die Gefahr zukünftiger struktureller Defizite aufmerksam machten. Leider wurden diese warnenden Stimmen in den Wind geschlagen.

Beurteilung

Das Defizit des Bundes erreichte 1993 zusammen mit dem Defizit der Kantone und der Gemeinden einen Anteil von mehr als 5% des Bruttoinlandproduktes. Mit einer solchen staatlichen Neuverschuldung kann sich die Schweiz im internationalen Vergleich nicht mehr wie bis anhin als Musterknabe präsentieren: Die Budgetkriterien für eine Mitgliedschaft in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion würde sie zum Beispiel nicht mehr erfüllen, da die Defizite der Kandidaten der Europäischen Union auf 3% ihres Bruttoinlandproduktes limitiert sind. Dass andere Länder dieses Kriterium ebenfalls nicht erfüllen, ändert nichts an der Lage der schweizerischen Staatsfinanzen. Bei den Bruttoschulden der öffentlichen Haushalte inklusive Sozialversicherung setzt die Europäische Union das Limit auf 60%. Hier befindet sich die Schweiz mit ihrer gut abgesicherten Sozialversicherung und einem Anteil der Bruttoschulden am Bruttoinlandprodukt von prognostizierten 40% noch in einer komfortablen Lage. Bei unserer Verschuldungsquote gibt auch weniger das Niveau als der Trend Anlass zur Besorgnis. Es kann nicht Ziel der schweizerischen Finanzpolitik

sein, in diesem Bereich – im negativen Sinne – eurokompatibel zu werden.

Dank der hohen gesamtwirtschaftlichen Sparquote blieben die Defizite der öffentlichen Haushalte bis anhin ohne negative Auswirkungen auf das Zinsniveau. Die Bonität der öffentlichen Haushalte wurde noch nicht in Frage gestellt, und deren Finanzierung verursacht im Moment noch keine Probleme. Eine potentielle Gefahr stellt jedoch die Zunahme des Anteils der öffentlichen Haushalte am Bruttoinlandprodukt, der Staatsquote, dar. Diese lag bis 1991 immer unter 30%, seither steigt sie kontinuierlich. Damit wird ein wachsender Anteil der volkswirtschaftlichen Ressourcen vom öffentlichen Sektor absorbiert. Sobald unsere Wirtschaft sich wieder der Vollbeschäftigung nähert, droht der hohe Kapitalbedarf der öffentlichen Haushalte zinstreibend zu wirken und die Finanzierung der privaten Investitionen zu erschweren.

Eine unkontrollierte Schuldenwirtschaft würde die schweizerische Volkswirtschaft auch langfristig schädigen. Tiefe Zinssätze, niedrige Inflationsraten und gesunde öffentliche Finanzen gehören zu den Vorteilen, die die Schweiz zu einem attraktiven Standort machen. Finanzprobleme hingegen erschüttern das Vertrauen in- und ausländischer Investoren und gefährden den guten Ruf der Schweiz. Ausserdem beansprucht die Zinslast zunehmende Mittel der öffentlichen Haushalte und engt damit den Spielraum der Finanzpolitik mehr und mehr ein.

Schliesslich ist auf den Zusammenhang von Finanzpolitik und Geldpolitik hinzuweisen. Eine expansive Finanzpolitik schränkt den geldpolitischen Spielraum der Nationalbank ein. Im kommenden Aufschwung wäre die Nationalbank früher gezwungen, Gegensteuer zu geben und einen restriktiven geldpolitischen Kurs einzuschlagen, falls die öffentliche Hand ihre Finanzen nicht saniert. Sanieren bedeutet nun aber nicht allein, neue Einnahmequellen zu erschliessen, sondern in erster Linie die Ausgabenseite zu durchforsten und hier substantielle Kürzungen vorzunehmen. Da die Frage nach dem Ausmass und den Standards staatlicher Leistungen eminent politisch ist, sind die Parlamente aufgerufen, hier nach gangbaren Lösungen zu suchen.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

Allocution d'ouverture de Jakob Schönenberger, président du Conseil de la Banque nationale suisse

Introduction

Après trois années environ de stagnation, la conjoncture a amorcé une reprise en Suisse au second semestre de 1993. L'environnement monétaire s'était toutefois déjà amélioré en 1992. Le taux annuel de renchérissement a fléchi à 1,3% en mars 1994, et les taux d'intérêt se situent à un niveau confortablement bas. Les conditions d'un nouvel essor et d'une évolution économique équilibrée semblent ainsi réunies.

Pour assurer un tel développement, il faut non seulement un cadre monétaire favorable, mais aussi une politique budgétaire axée sur la stabilité et reposant sur des indicateurs clairs, tels qu'un rapport modéré entre les dépenses publiques et le produit intérieur brut, des comptes équilibrés à moyen terme et un endettement public relativement faible. L'Union économique et monétaire européenne tient compte de ces facteurs. En effet, pour y participer, les pays devront satisfaire à des critères précis en matière de renchérissement et de finances publiques. Dans ce dernier domaine, le déficit et l'endettement publics ne devront pas dépasser certaines proportions du produit intérieur brut.

Les finances publiques dans la phase actuelle

Depuis la fin de la période de haute conjoncture, les finances publiques se sont continuellement détériorées en Suisse. Après avoir dégagé, exercice après exercice, de légers excédents de recettes dans la seconde moitié des années quatre-vingts, les comptes financiers de la Confédération, des cantons et des communes ont enregistré des déficits en forte expansion. En 1993, ils se sont soldés par un déficit de quelque 18 milliards de francs. Un excédent de dépenses du même ordre est attendu pour l'année en cours.

Ces lourds déficits se traduisent par un endettement public en forte croissance. La dette publique, qui était stable pendant la phase de haute conjoncture des années quatre-vingts, a vivement augmenté dans la période récente. Elle atteignait 124 milliards de francs en 1992, contre 100 milliards en 1990. Une amélioration n'est pas en vue.

L'évolution du rapport entre la dette publique et le produit intérieur brut est tout aussi préoccupante. Grâce à la phase de haute conjoncture, ce rapport avait pu être réduit à 30% en chiffres ronds jusqu'à la fin des années quatre-vingts. Depuis, il s'accroît de nouveau fortement. En 1993, la dette cumulée de la Confédération, des cantons et des communes atteignait probablement plus de 40% du produit intérieur brut. Cette vigoureuse hausse de l'endettement est due principalement à la Confédération. A elle seule, la dette fédérale représentait environ 13% du produit national brut en 1990. On s'attend à ce que ce taux double jusqu'en 1997. En comparaison internationale, la Suisse reste malgré tout dans une situation relativement favorable. Cela ne devrait toutefois pas nous inciter à négliger le problème de l'endettement public croissant.

Les causes

D'où vient ce dérapage des finances publiques? Une partie des déficits actuels est due à l'affaiblissement de la conjoncture. Les recettes des collectivités publiques ont sensiblement diminué ces dernières années. Ainsi, la Confédération a enregistré un fléchissement des rentrées qu'elle tire notamment de l'impôt sur le chiffre d'affaires et de l'impôt anticipé. Les dépenses, quant à elles, ont fortement augmenté dans le domaine social, en particulier à cause du chômage élevé. Cette composante conjoncturelle des déficits n'est pas préoccupante dans la mesure où elle se corrigera d'elle-même dans la prochaine phase d'expansion économique. Par contre, la part structurelle est inquiétante; le Département fédé-

* Berne, le 29 avril 1994

ral des finances l'estime à 50% du déficit de la Confédération.

Les problèmes que soulèvent aujourd'hui les finances publiques ont pour origine la politique procyclique qui a été menée par la Confédération dans les années quatre-vingts. Des lois gonflant les dépenses ont été adoptées en dépit de signes de surchauffe de la conjoncture qui étaient alors perceptibles. A l'époque déjà, des mises en garde avaient été lancées, au Parlement comme à l'exécutif, contre une politique budgétaire trop expansionniste et contre le risque de déficits structurels. Malheureusement, ces appels se sont perdus dans le désert.

Une appréciation

En 1993, les déficits de la Confédération, des cantons et des communes ont atteint plus de 5% du produit intérieur brut. Avec un tel accroissement de la dette publique, la Suisse n'est plus l'élève modèle qu'elle était sur le plan international. Elle ne satisferait plus aux critères d'admission qui ont été définis en matière de finances publiques pour participer à l'Union économique et monétaire européenne. Selon l'un de ces critères, le déficit budgétaire ne doit pas dépasser 3% du produit intérieur brut. Que d'autres pays également ne remplissent pas ce critère ne change rien au problème des finances publiques suisses. Pour ce qui est de la dette brute des collectivités publiques, sécurité sociale y comprise, l'Union européenne fixe un plafond à 60% du produit intérieur brut. Avec son système de sécurité sociale reposant sur des bases solides et une dette brute estimée à 40% du produit intérieur brut, la Suisse est encore sur ce plan dans une situation confortable. C'est moins le niveau de ce taux que la tendance générale qui soulève de l'inquiétude. L'objectif de la politique budgétaire suisse ne peut consister à devenir, dans ce domaine, eurocompatible «par le bas».

Grâce au taux d'épargne élevé de l'économie suisse, les déficits des collectivités publiques sont restés jusqu'ici sans effets négatifs sur le niveau des taux d'intérêt. Le crédit dont jouissent

ces collectivités n'a pas encore été entamé, et le financement des excédents de dépenses ne pose pas de problèmes pour le moment. Un danger potentiel réside toutefois dans l'accroissement de la part des dépenses publiques au produit intérieur brut. Jusqu'en 1991, cette part s'est toujours inscrite au-dessous de 30%; depuis, elle augmente continuellement. Ainsi, une proportion croissante des ressources est absorbée par le secteur public. Quand notre économie se sera de nouveau rapprochée du plein emploi, les besoins élevés des collectivités publiques en capitaux risqueront de pousser les taux d'intérêt à la hausse et, partant, de rendre plus difficile le financement des investissements du secteur privé.

Un endettement incontrôlé causerait, à long terme également, des dommages à l'économie suisse. Des taux d'intérêt peu élevés, un taux d'inflation bas et des finances publiques saines sont au nombre des avantages qui font de la Suisse un lieu d'implantation attrayant. Des problèmes financiers ébranlent par contre la confiance des investisseurs, tant suisses qu'étrangers, et mettent en danger le bon renom de notre pays. Le paiement des intérêts mobilise en outre une part croissante des recettes publiques et, partant, restreint toujours plus la marge de manœuvre de la politique budgétaire.

Je voudrais, en dernier lieu, évoquer le lien entre les politiques budgétaire et monétaire. Une politique budgétaire expansionniste limite en effet la marge de manœuvre dont dispose la Banque nationale pour mener sa politique. Dans la phase de croissance économique que nous allons traverser, la Banque nationale se verra contrainte de modifier le cap de sa politique et de resserrer les rênes monétaires assez rapidement si les collectivités ne parviennent pas à assainir leurs finances. Assainir signifie non seulement trouver de nouvelles recettes, mais aussi, et surtout, élaguer du côté des dépenses et procéder à des coupes substantielles parmi elles. Etant donné que l'ampleur et la qualité des prestations fournies par l'Etat soulèvent des questions éminemment politiques, les parlementaires sont appelés à trouver des solutions praticables dans ce domaine.

Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

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

1. Rückblick auf das Jahr 1993

Das vergangene Jahr brachte der Schweiz den lange erwarteten Konjunkturumschwung. Die Phase der Stagnation ging Mitte 1993 – nach knapp drei Jahren – zu Ende. Damit erfüllten sich unsere konjunkturellen Erwartungen. Die wirtschaftliche Erholung blieb allerdings noch schwach. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm für das ganze Jahr nach vorläufigen Zahlen um 0,5% ab.

Die Konjunktur hatte zu Beginn des Jahres 1993 noch düster ausgesehen. Die Inlandnachfrage ging im ersten Halbjahr deutlich zurück. Der private Konsum schrumpfte unter dem Eindruck der massiv verschlechterten Beschäftigungsaussichten. Die Investitionen sanken. Die Ausfuhren, die 1992 als Konjunkturmotor gewirkt hatten, litten unter der verschärften Rezession auf den europäischen Exportmärkten. Einzig der deutliche Rückgang der inländischen Zinssätze liess auf eine konjunkturelle Wende hoffen. Die Ausfuhren, der private Konsum und die Investitionstätigkeit zogen in der zweiten Jahreshälfte tatsächlich an. Die Beschäftigungslage blieb angesichts der immer noch tiefen Kapazitätsauslastung zwar unbefriedigend. Erste Anzeichen einer Besserung liessen sich gegen Jahresende aber auch hier erkennen. Der Stellenabbau verlangsamte sich. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich weniger stark als zuvor.

Die Geldpolitik stand 1993 mit dem Kurs, den wir in Aussicht genommen hatten, in Einklang. Der Rückgang der Teuerung erleichterte uns unsere Aufgabe. Sie lag im Jahresdurchschnitt bei 3,3%. Noch 1992 hatte sie 4% und 1991 gar 5,9% betragen. Die Zinssätze sanken im Jahresverlauf infolge der grosszügigeren Geldversorgung und der rückläufigen Teuerung auf ungefähr 4%.

Die geldpolitische Lockerung zeigte sich auch im Verlauf der Geldaggregate. Die saisonbereinigte

Notenbankgeldmenge – unsere geldpolitische Zielgrösse – wuchs wieder deutlich. Sie lag im vierten Quartal 1993 um 2,8% über dem Vorjahresniveau. Die Notenbankgeldmenge näherte sich damit unserem mittelfristigen Zielpfad an. Dieser sieht eine Zunahme der Notenbankgeldmenge von durchschnittlich 1% pro Jahr vor.

2. Geldpolitik und Konjunktorentwicklung im Jahre 1994

Wir rechnen für das laufende Jahr mit einer weiteren Erholung der Konjunktur. Positive Impulse dürften sowohl von der Binnen- als auch von der Exportnachfrage ausgehen. Der Zinsrückgang vom vergangenen Jahr wird vor allem den privaten Wohnungsbau und die Ausrüstungsinvestitionen beleben. Der gewerbliche Bau wird – angesichts des anhaltend hohen Leerbestandes an Büro- und Lagerräumen – mit grosser Wahrscheinlichkeit schwach bleiben. Die Anzeichen einer konjunkturellen Erholung mehren sich auch im übrigen Europa. Die Exporte sollten deshalb steigen.

Die Teuerung wird aufgrund unserer stabilitätsorientierten Geldpolitik, der freien Produktionskapazitäten und der gemässigten Lohnabschlüsse weiter sinken. Basiseffekte, die von den Wohnungsmieten ausgehen, werden dazu beitragen, die Jahresteuern bis Mitte 1994 auf unter 1% zu verringern. Die günstigen Teuerungsaussichten bestärken uns in der Überzeugung, dass wir mit unserer Geldpolitik in den letzten Jahren den richtigen Weg einschlugen.

Wir streben für 1994 ein Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge an, das wie im Vorjahr über dem mittelfristigen Ziel von 1% liegt. Die Notenbankgeldmenge wird sich damit dem Zielpfad weiter annähern. Wir verfolgen auch die Entwicklung der breiteren Aggregate – vor allem der Geldmenge M_1 – aufmerksam. Das Aggregat M_1 , das sich im Jahre 1993 kräftig ausgeweitet hatte, verlangsamte sein Wachstum seit einigen

* Gehalten in Bern am 29. April 1994

Monaten wieder. Die vorübergehende Wachstumsbeschleunigung deutet nicht auf eine zu expansive Geldpolitik hin. Sie lässt sich bei stark sinkenden Zinssätzen regelmässig beobachten.

Die hohe Arbeitslosigkeit wird 1994 die wirtschafts- und gesellschaftspolitische Hauptsorge bleiben. Das Wirtschaftswachstum ist noch zu verhalten, um die Zahl der Arbeitslosen fühlbar zu vermindern. Wir dürfen erst, wenn sich der Aufschwung verstärkt und die Kapazitätsauslastung normalisiert, mit einem deutlichen Abbau der Arbeitslosigkeit rechnen. Es gibt auf dem Weg zur Vollbeschäftigung – obwohl dies immer wieder behauptet wird – keine geldpolitischen Abkürzungen. Eine weitere deutliche geldpolitische Lockerung würde erfahrungsgemäss zum Zeitpunkt, in dem der Aufschwung in vollem Gange ist, wirksam. Die Überhitzung der Konjunktur wäre die Folge. Eine starke Anspannung des Arbeitsmarktes samt den damit verbundenen gesamtwirtschaftlichen Kosten wäre vorprogrammiert.

Wir leisten den besten Beitrag zur Vollbeschäftigung, wenn wir mit unserer Geldpolitik für Preisstabilität sorgen. Die Preisstabilität bildet eine wichtige Voraussetzung eines störungsfreien Wirtschaftswachstums und eines funktionierenden Arbeitsmarktes. Die Geldpolitik vermag dieses Ziel aber nicht allein zu erreichen. Die anderen wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger sind ebenfalls gefordert. Die öffentliche Hand – vorab der Bund – muss zusätzliche Anstrengungen unternehmen, um ihren Haushalt wieder rasch ins Lot zu bringen. Zahlreiche lähmende staatliche Vorschriften – Normen vor allem im Bereich des Wettbewerbs-, Boden-, Bau- und Arbeitsmarktrechts – sind aufzuheben. Wir könnten damit ein Umfeld, das innovativen Unternehmen den Weg ebnet und die Schaffung neuer Arbeitsplätze begünstigt, entstehen lassen.

Die Höherbewertung des Schweizer Frankens, die wir in den letzten Monaten beobachteten, bereitet manchenorts Sorge. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs unserer Währung stieg seit Mitte 1993 tendenziell an. Die Erstarkung des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark fällt vor allem ins Gewicht. Teile der Exportwirtschaft befürchten eine Beeinträchtigung ihrer preislichen Konkurrenzfähigkeit auf den internationa-

len Märkten. Diese Besorgnis ist angesichts der immer noch fragilen Phase des Konjunkturaufschwungs und der hohen Arbeitslosigkeit verständlich.

Wir müssen gegenüber der Forderung, die Geldpolitik angesichts der Stärke des Schweizer Frankens weiter zu lockern, trotzdem äusserst vorsichtig sein. Eine Ausrichtung der Geldpolitik auf die Entwicklung des Wechselkurses mag der Exportwirtschaft zwar kurzfristig Erleichterung bringen. Sie birgt längerfristig aber erhebliche Inflationsrisiken. Wir haben dafür ein aktuelles Beispiel. In den Jahren 1986 und 1987 wirkten wir der Höherbewertung des Schweizer Frankens mit einer expansiveren Geldpolitik entgegen. Wir schufen damit – wie es sich im nachhinein zeigte – den Nährboden für die konjunkturelle Überhitzung und den starken Anstieg der Inflation in den späten achtziger Jahren. Der ebenfalls wechselkursbedingte, geldpolitische Kurswechsel von 1978 hatte ähnliche Konsequenzen. Diese Beispiele machen klar, dass selbst eine vorübergehende Lockerung der Geldpolitik regelmässig die Teuerung anheizte. Wir mussten sie in der Folge unter hohen sozialen Kosten bekämpfen.

Die jüngste Höherbewertung des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark widerspiegelt in erster Linie die unterschiedlichen Zinserwartungen: Die Märkte rechnen mit einem weiteren Rückgang der deutschen Zinssätze. Sie gehen umgekehrt – in Übereinstimmung mit uns – davon aus, dass die schweizerischen Sätze nur noch wenig nachgeben werden. Diese unterschiedliche Beurteilung hängt damit zusammen, dass wir unserem nördlichen Nachbarn im Konjunkturzyklus voraus sind. Politische Unsicherheiten dürften zusätzlich zur Stärke des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark beigetragen haben. Diese Unsicherheiten werden uns im laufenden Jahr vermutlich weiter beschäftigen. Wir können indessen damit rechnen, dass der Schweizer Franken sich stabilisieren wird, sobald die Konjunktur in Europa – und vor allem in Deutschland – Tritt fasst.

Wir werden unsere mittelfristig angelegte Geldpolitik in den kommenden Monaten weiterführen. Der geldpolitische Kurs wird – mit anderen Worten – vor allem von der Entwicklung der Notenbankgeldmenge abhängen.

3. Geldpolitische Konsequenzen der Mehrwertsteuer

Das Schweizervolk beschloss im letzten November, die Mehrwertsteuer einzuführen. Es tat damit einen Schritt in Richtung wachstumsfreundlicherer Rahmenbedingungen. Der Systemwechsel, der Anfang 1995 vollzogen werden soll, wird sich im Index der Konsumentenpreise niederschlagen. Der höhere Steuersatz und die erweiterte Bemessungsgrundlage – die Dienstleistungen und die Energieträger werden neu der Mehrwertsteuer unterstellt – werden das Preisniveau einerseits anheben. Der Wegfall der sogenannten Schattensteuer – die Investitionsgüter und Betriebsmittel unterlagen bisher der Warenumsatzsteuer – wird das Preisniveau andererseits längerfristig dämpfen. Die preistreibenden Wirkungen werden in der kurzen Frist dominieren. Die Teuerung wird in den ersten Monaten 1995 steigen, ein Jahr später aber wieder abklingen. Die Eidgenössische Finanzverwaltung schätzt, dass der Index der Konsumentenpreise sich in den ersten Monaten des nächsten Jahres steuerbedingt um 1,8% erhöhen wird. Unsere eigenen Untersuchungen deuten auf einen etwas geringeren Preisanstieg hin. Die Teuerung dürfte im Jahre 1995 vorübergehend aber wieder auf über 2% klettern.

Diese steuerbedingte Preissteigerung ist unvermeidlich. Sie lässt sich durch geldpolitische Massnahmen nicht verhindern. Wir müssen dagegen vermeiden, dass neben der steuerbedingten, unmittelbaren Erhöhung des Preisniveaus auf dem Wege der Überwälzung noch mittelbare Wirkungen auftreten. Die Einführung der Mehrwertsteuer darf – mit andern Worten – keine Lohn-Preis-Spirale auslösen. Das Inflationskarussell könnte vor allem in Gang gesetzt werden, wenn die Löhne Ende 1995 vollumfänglich an die steuerbedingte Preissteigerung angepasst und dieser Lohnanstieg von den Unternehmern in Form höherer Preise wiederum an die Konsumenten weitergegeben würden.

Wir würden einer solchen Entwicklung nicht tatenlos zusehen. Wir müssten vielmehr einen Wiederanstieg des Zinsniveaus zulassen, um die steuerbedingten, mittelbaren Wirkungen auf das Preisniveau zu unterbinden. Der Übergang zur Mehrwertsteuer darf nicht zu einem erneuten Inflations Schub führen.

4. Entwicklungen auf dem Finanzplatz Schweiz

Das vergangene Jahr geht als Jahr der Gegensätze in die Geschichte der Schweizer Banken ein. Viele gut geführte Institute aus allen Bankengruppen vermochten – auf der einen Seite – hohe Gewinne auszuweisen. Die Grossbanken sowie die Vermögensverwaltungs- und Börsenbanken erzielten gar Rekordgewinne. Sie profitierten von den haussierenden Börsen, von der dank sinkenden Zinsen mühelosen Plazierung im Emissionsgeschäft und von den guten Erträgen im Ausland. Verschiedene kleinere und mittlere Banken kämpften – auf der anderen Seite – um ihr Überleben. Die Last der in der Rezession schlecht gewordenen Kredite und das Joch teurer, bei hohen Zinssätzen aufgenommener Gelder wurden für mehrere Institute zu schwer.

Fast jede zehnte Regionalbank musste 1993 ihre Selbständigkeit aufgeben. Der Ausdruck «Regionalbankenkrise» – wir begegneten ihm im letzten Jahr häufig – ist dennoch irreführend. Viele Regionalbanken erzielten gute, zum Teil sogar ausgezeichnete Ergebnisse. Stress-Symptome wurden umgekehrt auch in anderen Bankengruppen sichtbar. Einzelne Kantonalbanken mussten beträchtliche Verluste ausweisen. Wir hätten ohne staatliche Garantie heute kaum mehr siebenundzwanzig Kantonalbanken. Auch Banken mit Leistungsauftrag und staatlicher Garantie werden sich letztlich aber im Markt bewähren müssen. Jüngste Abstimmungsergebnisse – sei es an der Urne, sei es im kantonalen Parlament – zeigen, dass die Steuerzahler nur begrenzt bereit sind, als «Sponsoren» unrentabler Banken aufzutreten.

Viele Kommentatoren beurteilten die Zukunft des Finanzplatzes Schweiz noch vor kurzem düster. Die Stimmung schlug seither um. Der neue Optimismus hat mehrere Gründe. Die Inflation ist wieder unter Kontrolle. Der Altdruck der Stempelsteuer wich. Verschiedene Gesetze und organisatorische Verbesserungen, die sich auf die Effizienz und die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzplatzes günstig auswirken werden, stehen vor der Inkraftsetzung oder sind in Vorbereitung.

Das Bankengesetz wurde soeben im Rahmen des Swisslex-Programms revidiert. Das Ergebnis ent-

spricht – soweit es die Nationalbank betrifft – unseren Vorstellungen. Der formelle Vorschlag, die Artikel, die das Verhältnis der Banken zur Nationalbank regeln, in das Nationalbankgesetz überzuführen, wurde zwar nicht aufgenommen. Unsere materiellen Anliegen wurden dagegen berücksichtigt. Die überholte Meldepflicht der Banken bei Erhöhungen des Zinsfusses auf Kassenobligationen – erstens – wurde aufgehoben. Unser Zuständigkeitsbereich auf dem Gebiet des Kapitalexports – zweitens – wurde neu geregelt. Wir müssen den Kapitalexport nur noch in Notfällen – bei aussergewöhnlichen Kapitalabflüssen, die die Währungspolitik gefährden – beschränken. Die völlige Freiheit des Kapitalverkehrs, die wir über längere Zeit nachhaltig förderten, wurde damit institutionell verankert. Wir erhielten gleichzeitig eine bessere gesetzliche Grundlage, um weiterhin die notwendigen Informationen über das Emissionsgeschäft in Schweizer Franken einverlangen zu können. Das Verankerungsprinzip, nach dem eine inländische Bank bei Frankenanleihen die Syndikatsführung übernehmen muss, kann weiter praktiziert werden. Die leichte Wettbewerbsbeschränkung, die damit verbunden ist, lässt sich nach der harten Syndizierungsregel als Übergangslösung vertreten. Wir werden indessen weitere Liberalisierungsmöglichkeiten prüfen. Wir könnten – beispielsweise – Syndikatsführer aus Ländern, die bereit sind, uns die erwünschten statistischen Informationen über Frankenemissionen zu liefern, auf der Basis des Gegenrechtes zulassen.

Das neue Börsengesetz – es muss noch vom Nationalrat verabschiedet werden – wird das Vertrauen des Anlegers in den schweizerischen Wertpapierhandel stärken. Der Betrieb einer Börse und die Tätigkeit als Wertpapierhändler werden bewilligungspflichtig. Die Bewilligung muss erteilt werden, wenn die notwendigen Voraussetzungen erfüllt sind. Die Börsen erhalten zudem ein erhebliches Mass an Selbstregulierung zugestanden. Das Gesetz wirkt damit in Richtung eines offeneren Wettbewerbs. Wir bezweifeln lediglich den volkswirtschaftlichen Sinn der Regelung für die Übernahme von Unternehmungen, wie sie der Gesetzesentwurf vorsieht. Wir verstehen zwar deren Anliegen. Der Minderheitsaktionär soll vor der Gefahr, dass eine börsenkotierte Gesellschaft durch den Mehrheitsaktionär ausgehöhlt wird, ge-

schützt werden. Die Angebotspflicht ist aber – vor allem wenn sie bereits bei einer Schwelle von $33\frac{1}{3}\%$ des Stimmrechtskapitals einsetzt – ein weitgehender Eingriff in den Markt für Unternehmenskontrolle. Die Regelung müsste mindestens so ausgestaltet werden, dass sie nicht als Instrument zur Abwehr missliebiger Übernehmer missbraucht werden kann.

Die Revision des Anlagefondsgesetzes versucht, dem zukunftssträchtigen Fondsgeschäft, das unter dem geltenden Recht zu ersticken drohte, wieder Sauerstoff zuzuführen. Seine Leitideen – Rahmengesetz, Konzentration auf den Anlegerschutz, Anpassung an das EG-Recht, Zulassung moderner Anlagetechniken und Streben nach erhöhter Transparenz – versprechen eine markante Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit. Einzelne Banken errichteten im vergangenen Jahr – in Vorwegnahme des neuen Gesetzes – in der Schweiz bereits Fonds, die noch vor kurzem in Luxemburg angesiedelt worden wären. Dies stimmt zuversichtlich. Die Frage, ob nicht zusätzlich die fiskalische Behandlung der Anlagefonds verbessert werden müsste, bleibt allerdings offen.

Die Ausgestaltung des Steuersystems spielt für jeden Finanzplatz eine bedeutende Rolle. Der schweizerische Soverän stimmte in der jüngsten Vergangenheit zwei wichtigen Steuervorlagen – der Revision der Stempelsteuer und der Einführung der Mehrwertsteuer – zu. Die Aufhebung der Umsatzabgabe auf Franken-Emissionen ausländischer Schuldner trug dazu bei, dass das Volumen dieser Anleihen – nach mehrjährigem Rückgang – 1993 einen Rekordwert erreichte.

Stempel gut – alles gut? Leider nicht: Der Hydra der Finanzplatzsteuern droht mit dem Vorschlag, die Beratungs- und Finanzdienstleistungen für private Vermögensverwaltungskunden im Ausland der Mehrwertsteuer zu unterstellen, ein neuer Kopf nachzuwachsen. Wir zweifeln – die verfassungsrechtlichen Bedenken einmal beiseitegestellt – am Sinn dieser im Ausland meist unbekannteren Unterstellung. Es geht hier nicht um eine blosser Aufrechnung des «zusätzlichen erzielbaren Steuerertrags versus Verluste durch Abwanderung des Geschäfts ins Ausland». Es geht um mehr. Marktteilnehmer wie Behörden unternehmen in den letzten Jahren grosse Anstrengungen,

den Standort Schweiz wieder erstklassig zu machen. Die Marktteilnehmer führten mit SIC ein international anerkanntes Interbank-Zahlungssystem ein. Sie verwirklichten im vergangenen Jahr mit SECOM eine weltweit führende Wertschriftenverarbeitung. Die Banken trieben trotz Rückschlägen das Projekt «Elektronische Börse» voran. Sie erreichten – allen Unkenrufen zum Trotz – rasch die Professionalität, die im Geschäft der Verwaltung institutioneller Vermögen notwendig ist. Es wäre aus der Sicht des Finanzplatzes Schweiz verhängnisvoll, wenn die Depots der Privatkundschaft und die entsprechenden Arbeitsplätze – als Folge der Besteuerung der Dienstleistungen an private ausländische Vermögensverwaltungskunden – trotzdem ins Ausland verlagert würden. Das internationale «private banking» gehört zu den wichtigsten Ertragsquellen der Schweizer Banken. Es stärkt zudem deren Konkurrenzfähigkeit in anderen Geschäftspartnern. Die Schweizer Banken verlören ohne «private banking» ihren Trumpf im Emissionsgeschäft: ihre hohe Plazierungskraft. Der schweizerische Wertpapierhandel würde beeinträchtigt.

Handeln wir weitsichtig! Der ausländische Vermögensverwaltungskunde trägt entscheidend zum Gedeihen des Finanzplatzes Schweiz bei. Er ist nicht einfach ein Tourist, der auch noch zur Bezahlung einer Kurtaxe herangezogen werden kann.

Es ist nicht die Aufgabe der Nationalbank, sich für einzelne Wirtschaftszweige einzusetzen. Die Wechselbeziehung zwischen dem Finanzsektor und der Geldpolitik ist aber eng. Es ist leichter, eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik zu führen, wenn das Finanzsystem solid ist. Wir sind deshalb an einem gesunden Bankensystem interessiert. Die Preisstabilität ist umgekehrt eine wichtige Bedingung für das Funktionieren der Finanzmärkte wie für das Gedeihen der Banken und damit letztlich auch für die Sicherheit der Sparer. Die Preisstabilität hat aber nicht nur für den Finanzplatz erstrangige Bedeutung. Sie verschafft der ganzen Wirtschaft Wettbewerbsvorteile. Dies ist für uns ein wichtiger Grund, unsere Aufgabe trotz tieferer Teuerungsraten künftig gleich ernst wie bisher zu nehmen.

Assemblée générale de la Banque nationale suisse*

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

1. Un aperçu de l'année 1993

Le revirement de la conjoncture, longtemps attendu, s'est produit au cours de l'année passée en Suisse. La phase de stagnation, qui durait depuis près de trois ans, a en effet pris fin au milieu de 1993. L'évolution de notre économie a ainsi correspondu à nos prévisions. Mais la reprise est restée modeste. Selon des données provisoires, le produit intérieur brut réel a diminué de 0,5% en moyenne annuelle.

Au début de 1993, la conjoncture se présentait encore sous un jour sombre. La demande intérieure était en nette baisse au premier semestre. La consommation privée fléchissait, à cause notamment de la forte détérioration des perspectives en matière d'emploi. Les investissements reculaient. Les exportations, moteur de la conjoncture en 1992, ressentaient les effets de la récession qui s'aggravait chez nos partenaires commerciaux européens. Seul le net repli des taux d'intérêt suisses permettait d'espérer un retournement de la conjoncture. Les exportations, la consommation privée et les investissements ont effectivement progressé au second semestre. Du côté de l'emploi, la situation est restée peu satisfaisante, le taux d'utilisation des capacités de production stagnant à un niveau toujours bas. Mais, vers la fin de l'année, les premiers signes d'amélioration ont été perceptibles dans ce domaine également. La diminution des emplois s'est ralentie, et le nombre des chômeurs a augmenté à un rythme plus lent.

En 1993, notre politique monétaire a correspondu à ce que nous avions prévu. Le repli du renchérissement a facilité notre tâche. En moyenne annuelle, la hausse des prix a été de 3,3%, alors qu'elle avait atteint 4% en 1992 et même 5,9% en 1991. Grâce à l'approvisionnement plus généreux de l'économie en liquidités et au recul du renchérissement, les taux d'intérêt ont baissé pour s'établir à environ 4% à la fin de l'année.

L'assouplissement de la politique monétaire s'est reflété également dans l'évolution des agrégats monétaires. La monnaie centrale désaisonnalisée, notre agrégat-cible, a repris le chemin d'une nette croissance. Au quatrième trimestre de 1993, elle dépassait de 2,8% le niveau observé un an auparavant. Cet agrégat s'est ainsi rapproché de son sentier de croissance à moyen terme, soit de la progression de 1% par an que nous visons en moyenne pluriannuelle.

2. La politique monétaire et l'évolution de la conjoncture en 1994

Pour l'année en cours, nous tablons sur une poursuite de la reprise économique. Des impulsions favorables devraient venir tant de la demande intérieure que de la demande étrangère. La baisse des taux d'intérêt observée en 1993 stimulera principalement la construction de logements dans le secteur privé et les investissements en biens d'équipement. La construction de bâtiments administratifs, industriels et artisanaux restera très vraisemblablement faible, à cause du nombre toujours élevé de locaux qui n'ont pas trouvé preneur. Quant aux exportations, elles devraient progresser, les signes d'une reprise de la conjoncture se multipliant dans les autres pays européens.

Compte tenu de notre politique monétaire axée sur la stabilité, des capacités de production non utilisées et des adaptations modérées des salaires, le renchérissement continuera à fléchir. Des effets de base découlant de l'évolution des loyers contribueront à faire baisser le renchérissement à moins de 1% jusqu'au milieu de 1994. Les perspectives favorables en matière d'inflation renforcent notre conviction d'avoir choisi la bonne voie, pour la conduite de la politique monétaire, au cours des dernières années.

Nous nous proposons, en 1994, d'augmenter la monnaie centrale désaisonnalisée à un rythme de nouveau supérieur à 1%. Ainsi, la monnaie cen-

* Berne, le 29 avril 1994

trale se rapprochera davantage de son sentier de croissance à moyen terme. Nous suivons attentivement aussi l'évolution des agrégats répondant à des définitions plus larges, en particulier de M_1 . L'expansion de M_1 , très vive en 1993, s'est ralentie depuis quelques mois. Cette accélération temporaire ne signifie pas que la politique monétaire est devenue expansionniste. Elle est observée lors de chaque forte baisse des taux d'intérêt.

Le chômage élevé restera, en 1994, le principal souci économique et social. La croissance économique n'est pas encore assez vigoureuse pour engendrer une substantielle diminution du chômage. Nous ne pourrons pas compter sur un net recul du nombre de chômeurs avant un raffermissement de la reprise et le retour à un niveau normal du taux d'utilisation des capacités de production. Raccourcir par des mesures de politique monétaire le chemin menant au plein-emploi n'est pas possible, bien que ce moyen soit souvent préconisé. Un assouplissement supplémentaire et sensible de la politique monétaire agirait, nous le savons par expérience, à un moment où la reprise battrait son plein. Il en résulterait une surchauffe de la conjoncture. De fortes tensions sur le marché du travail, avec leurs coûts macroéconomiques, seraient alors inévitables.

La meilleure contribution que nous puissions apporter en vue de rétablir le plein-emploi consiste à veiller, par notre politique monétaire, à la stabilité du niveau des prix. Celle-ci est une importante condition à remplir pour parvenir à une croissance économique harmonieuse et à un bon fonctionnement du marché du travail. Mais la politique monétaire ne peut, à elle seule, nous conduire à un tel objectif. Il faut que les autres centres de décisions de la politique économique apportent eux aussi leur contribution. Les collectivités publiques, en particulier la Confédération, doivent s'astreindre à des efforts supplémentaires pour assainir rapidement leurs finances. En outre, de nombreuses prescriptions étatiques aux effets sclérosants – je pense principalement à certaines normes dans les domaines de la concurrence, de la propriété foncière, de la construction et du marché du travail – doivent être abrogées. Nous pourrions ainsi mettre en place un environnement propice aux entrepreneurs innovateurs et à la création de nouveaux emplois.

La revalorisation que le franc suisse a enregistrée ces derniers mois sur les marchés des changes a soulevé de l'inquiétude dans beaucoup de milieux. En données pondérées par les exportations, le cours de notre monnaie a marqué une tendance à la hausse, en termes réels, à partir du milieu de 1993. La fermeté du franc suisse face au mark allemand attire tout particulièrement l'attention. Au sein de notre industrie d'exportation, nombreux sont ceux qui craignent que cette tendance ne porte atteinte à leur capacité concurrentielle sur les marchés internationaux. Une telle inquiétude est bien compréhensible dans cette phase de reprise économique encore fragile et de chômage élevé.

Nous devons néanmoins être extrêmement prudents face aux demandes d'assouplissement de la politique monétaire, qui sont dictées par la fermeté du franc. Axer notre politique monétaire sur les cours de change pourrait apporter, à court terme, un soutien à l'industrie d'exportation. Mais, à moyen terme, une telle stratégie comporterait de gros risques inflationnistes. Nous en avons un exemple tout récent. Dans les années 1986 et 1987, nous avons relâché les rênes monétaires pour enrayer la revalorisation du franc suisse. Comme on a pu le constater à posteriori, nous avons ainsi préparé le terrain pour la surchauffe de la conjoncture et la forte poussée d'inflation de la fin des années quatre-vingts. Le changement de cap auquel nous avons procédé en 1978, pour des raisons de cours de change également, a engendré des conséquences semblables. Même un assouplissement temporaire de la politique monétaire attise l'inflation, ces deux exemples l'illustrent clairement. Les deux fois, nous avons dû combattre une vague de renchérissement à un prix élevé sur le plan social.

Le récent raffermissement du franc suisse vis-à-vis du mark allemand reflète avant tout les anticipations en matière de taux d'intérêt. En effet, les marchés s'attendent à de nouvelles baisses des taux allemands, mais estiment, comme nous d'ailleurs, que les taux suisses ne diminueront plus que légèrement. Ces appréciations divergentes sont liées au fait que, dans le cycle conjoncturel, nous sommes en avance sur l'Allemagne. Des incertitudes politiques ont probablement contribué à la fermeté du franc suisse face

au mark. Ces incertitudes continueront sans doute à nous occuper au cours de l'année. Nous pouvons cependant nous attendre à une stabilisation du franc suisse dès que la conjoncture aura pris de la vigueur en Europe, notamment en Allemagne.

Ces prochains mois, nous poursuivrons notre politique monétaire axée à moyen terme. Autrement dit, notre degré de rigueur dépendra principalement de l'évolution de la monnaie centrale.

3. La politique monétaire et les implications de la TVA

En approuvant le passage à la TVA, le peuple suisse a franchi, en novembre dernier, un pas en direction de conditions-cadres plus propices à la croissance économique. Le changement de système, prévu pour le début de 1995, aura des répercussions sur l'indice des prix à la consommation. Le taux d'imposition plus élevé et l'extension de l'assujettissement – les services et les produits énergétiques seront eux aussi soumis à l'impôt indirect – entraîneront une hausse du niveau des prix. Mais, d'un autre côté, la suppression de la taxe occulte – contrairement à l'ICHA, la TVA ne sera pas prélevée sur les biens d'équipement et les moyens de production – aura à moyen terme des effets modérateurs sur les prix. A court terme, les effets poussant les prix à la hausse domineront. Le renchérissement marquera une accélération dans les premiers mois de 1995, mais faiblira de nouveau un an plus tard. Selon des estimations de l'Administration fédérale des finances, l'indice des prix à la consommation enregistrera, du fait du passage à la TVA, une hausse de 1,8% dans les premiers mois de 1995. Nos propres calculs nous incitent à penser que l'augmentation du niveau des prix sera un peu moins forte. Le renchérissement devrait ainsi repasser, mais temporairement, au-dessus de la barre des 2% en 1995.

Cette augmentation des prix, imputable à la TVA, est inévitable. Il n'est pas possible de l'empêcher par des mesures de politique monétaire. En revanche, nous devons éviter que la hausse du niveau des prix, conséquence directe de l'entrée en vigueur de la TVA, ait des répercussions indirectes.

En d'autres termes, la TVA ne doit pas engendrer une spirale des prix et des salaires. Un manège inflationniste pourrait se mettre à tourner, en particulier si les salaires sont pleinement adaptés, à fin 1995, à la hausse que le niveau des prix subira du fait du passage à la TVA et si les entreprises majorent leurs prix pour répercuter cette adaptation sur les consommateurs.

Nous ne resterions pas les bras croisés face à une telle évolution. Nous n'hésiterions pas en effet à provoquer un nouveau relèvement des taux d'intérêt pour juguler les répercussions indirectes de la TVA sur le niveau des prix. Le passage à la TVA ne doit pas conduire à une nouvelle poussée d'inflation.

4. Evolutions sur la place financière suisse

Dans l'histoire des banques suisses, le millésime 1993 sera celui des contrastes. D'un côté, nombre d'établissements bien dirigés, dans toutes les catégories de banques, ont enregistré des bénéfices élevés. Les grandes banques ainsi que les établissements spécialisés dans les opérations boursières et la gestion de fortune ont même atteint des gains records. Le mouvement de hausse des bourses, le placement aisé des émissions grâce au repli des taux d'intérêt et les recettes confortables provenant de l'étranger expliquent en partie leurs bonnes performances. D'un autre côté, plusieurs banques petites et moyennes ont lutté pour leur survie. Le double fardeau que constituent des crédits devenus douteux à cause de la récession et des fonds empruntés à un moment où les taux d'intérêt étaient encore élevés s'est trop alourdi pour maints établissements bancaires.

En 1993, près d'une banque régionale sur dix a dû renoncer à son indépendance. Il serait toutefois faux de parler d'une «crise des banques régionales», comme beaucoup l'ont fait l'année dernière. De nombreuses banques régionales ont atteint de bons, voire d'excellents résultats. Inversement, des symptômes de crispation sont apparus dans d'autres catégories de banques. Quelques banques cantonales ont subi des pertes considérables. Sans la garantie de l'Etat, nous aurions sans doute moins de vingt-sept établissements cantonaux.

naux aujourd'hui. Les banques ayant une mission à accomplir et bénéficiant d'une garantie de l'Etat devront finalement faire elles aussi leurs preuves sur le marché. Les résultats sortis récemment des urnes et de votes de parlements cantonaux montrent que les contribuables ne sont pas disposés à «sponsoriser» sans autre des banques non rentables.

De nombreux commentateurs portaient récemment encore un jugement pessimiste sur l'avenir de la place financière suisse. Entre temps, le climat s'est modifié. Plusieurs raisons expliquent ce regain d'optimisme. L'inflation est de nouveau sous contrôle et les droits de timbre ne sont plus une source de cauchemars. En outre, plusieurs lois et améliorations dans le domaine de l'organisation, qui renforceront l'efficacité et la compétitivité de la place financière suisse, entreront en vigueur prochainement ou sont en préparation.

La loi sur les banques vient d'être révisée dans le cadre de «Swisslex». Le résultat correspond, pour ce qui a trait à la Banque nationale, à notre attente. Notre proposition – d'ordre purement formel – de transférer les articles régissant les rapports entre l'institut d'émission et les établissements bancaires dans la loi sur la Banque nationale n'a pas été retenue. Sur le plan matériel en revanche, nos désirs ont été pris en considération. Ainsi, les Chambres fédérales ont supprimé l'obligation, pour les banques, d'annoncer toute hausse des taux d'intérêt de leurs bons de caisse, obligation qui était devenue obsolète. De plus, elles ont adopté une nouvelle réglementation pour les exportations de capitaux, un domaine entrant dans nos attributions. A l'avenir, nous devons limiter les exportations de capitaux uniquement en cas de graves perturbations, soit lorsque des sorties exceptionnelles de fonds mettront en danger la politique monétaire suisse. La libre circulation des capitaux – nous avons longtemps, et avec ténacité, désiré qu'elle soit intégrale – est ainsi établie dans la loi. En même temps, une meilleure base légale a été créée pour que nous puissions continuer à recueillir les informations nécessaires sur les émissions en francs suisses. Elle permet de maintenir le principe de l'ancrage, principe qui veut que le chef de file du syndicat, pour toute émission en francs suisses, soit une banque domiciliée en Suisse. La légère entorse que le prin-

cipe de l'ancrage fait à la libre concurrence est tolérable après la règle, très exigeante, qui régissait la constitution de syndicats d'émission. Cette entorse pourrait être temporaire. Nous examinerons d'autres possibilités de libéralisation. Nous pourrions notamment autoriser, moyennant réciprocité, des chefs de file domiciliés dans des pays qui seraient prêts à nous fournir les informations statistiques désirées sur les émissions en francs.

La nouvelle loi sur les bourses – elle n'a pas encore été approuvée par le Conseil national – renforcera la confiance des investisseurs dans le commerce des valeurs mobilières en Suisse. L'exploitation d'une bourse et l'activité de négociants en valeurs mobilières seront soumises à autorisation. Celle-ci devra être accordée si les conditions requises sont remplies. Les bourses jouiront toutefois d'une marge substantielle d'autorégulation. La loi aura ainsi des effets allant dans le sens d'une concurrence plus ouverte. Nous avons des doutes uniquement à propos du bien-fondé, sous l'angle économique, de la réglementation qui a été retenue dans le projet de loi pour la reprise de sociétés. Nous comprenons les objectifs de la réglementation, notamment le souci de protéger l'actionnaire minoritaire d'une société cotée en bourse contre le danger de voir l'actionnaire majoritaire vider l'entreprise de sa substance. Mais l'obligation de faire une offre publique d'achat constitue une entrave importante à la prise de contrôle d'entreprises, surtout si elle est exigée à partir déjà d'un tiers des droits de vote. La réglementation devrait au moins être conçue de telle sorte qu'elle ne puisse être utilisée comme instrument de défense contre des repreneurs inamicaux.

La révision de la loi sur les fonds de placement vise à redonner des impulsions à une branche prometteuse qui risquait d'être étouffée par le droit en vigueur aujourd'hui. Ses idées directrices – loi-cadre, concentration sur la protection des investisseurs, adaptation au droit de l'Union européenne, possibilité de recourir à des techniques modernes de placement et recherche d'une plus grande transparence – laissent entrevoir une nette amélioration de la compétitivité. Anticipant la nouvelle loi, quelques banques ont créé en Suisse, l'an dernier déjà, des fonds de placement qui, il y a peu, auraient été constitués au Luxem-

bourg. C'est là un signe positif. Faudra-t-il également apporter des allègements fiscaux dans le domaine des fonds de placement? La question reste ouverte.

Pour toute place financière, l'aspect fiscal joue un rôle considérable. Dans la période récente, le peuple suisse a approuvé deux projets fiscaux importants, la révision des droits de timbre et l'introduction de la TVA. La suppression du droit de négociation sur les émissions en francs suisses pour le compte de débiteurs étrangers n'est pas sans rapport avec le fait que le volume de ces emprunts a atteint un record, en 1993, après avoir diminué pendant plusieurs années.

Quand le «timbre» va, tout va? Hélas! non. Une nouvelle tête menace de pousser à l'hydre fiscale. Il est en effet question de soumettre à la TVA les prestations et conseils financiers que les banques fournissent, dans le domaine de la gestion de fortune, à leur clientèle étrangère opérant à titre privé. Sans aborder les réserves d'ordre constitutionnel qu'inspire ce projet, nous doutons du bon sens d'un tel assujettissement qui n'existe généralement pas à l'étranger. Il ne suffit pas de regarder les recettes fiscales supplémentaires qui pourraient être obtenues et la part de celles-ci qui serait perdue à cause d'une fuite des opérations à l'étranger. Il s'agit de bien davantage. Ces dernières années, opérateurs et autorités ont accompli de gros efforts pour redonner du lustre à la place financière suisse. Ils ont créé le SIC, un système de paiements interbancaires qui est admiré sur le plan international pour ses performances, et mis en service, l'an dernier, le SECOM, un système à la pointe du progrès pour le traitement des opérations sur titres. Les banques, malgré des revers, s'emploient à développer leur projet de «bourse électronique». Elles ont, en dépit de nombreux commentaires sceptiques, atteint rapidement le degré de professionnalisme qui est nécessaire pour la gestion des fonds d'in-

vestisseurs institutionnels. Imposer les services fournis dans le domaine de la gestion de fortune à une importante partie de la clientèle étrangère pourrait être lourd de conséquences pour la place financière suisse, si des dépôts et les emplois qui s'y rattachent étaient transférés à l'étranger. Les opérations liées à la gestion de fortune pour la clientèle étrangère constituent l'une des plus importantes sources de profits des banques suisses. De surcroît, elles renforcent la compétitivité de nos banques dans d'autres secteurs. Sans ces opérations, les banques suisses perdraient l'atout dont elles disposent sur le marché des émissions, à savoir leur forte capacité de placement. En Suisse, le négoce des titres en pâtirait. Soyons clairvoyants! La clientèle étrangère qui confie des mandats de gestion à nos banques contribue de manière décisive à la prospérité de la place financière suisse. Ces clients étrangers ne peuvent être assimilés à des touristes auxquels il est possible de demander le versement d'une taxe de séjour.

Défendre une branche particulière de notre économie n'entre pas dans les tâches de la Banque nationale. Mais les interdépendances entre le secteur financier et la politique monétaire sont étroites. Il est plus facile de mener une politique monétaire axée sur la stabilité des prix quand le système financier repose sur des bases solides. Un système bancaire sain est un avantage pour nous. Quant à la stabilité du niveau des prix, elle est une condition importante à remplir pour assurer le bon fonctionnement des marchés financiers et la prospérité des banques mais aussi, finalement, la sécurité des épargnants. La stabilité des prix ne revêt pas seulement une importance primordiale pour la place financière. Elle apporte aussi des avantages concurrentiels à l'ensemble de l'économie. C'est pour nous une raison importante d'accomplir notre tâche aussi consciencieusement à l'avenir que jusqu'à présent, bien que le renchérissement soit moins élevé.

Zum Entwurf eines neuen Kartellgesetzes*

Der Bundesrat hat ein Programm zur marktwirtschaftlichen Erneuerung der schweizerischen Wirtschaft in Angriff genommen. Es soll dazu beitragen, die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu stärken sowie interne Marktzutrittsbarrieren abzubauen. Eine zentrale Bedeutung kommt dabei dem Wettbewerbsrecht zu.

Mitte 1992 beauftragte das Eidgenössische Volkswirtschaftsdepartement eine verwaltungsinterne Arbeitsgruppe mit der Ausarbeitung einer Situationsanalyse. Im Anschluss an diese Vorarbeiten setzte der Departementsvorsteher Ende 1992 eine Studienkommission zur Revision des Kartellgesetzes ein. Der von der Studienkommission erarbeitete Vorentwurf für eine Totalrevision des Kartellgesetzes ging im Oktober 1993 in die Vernehmlassung. In den folgenden Ausführungen soll der Gesetzesentwurf aus der Sicht der Nationalbank kritisch beleuchtet werden.

1. Grundsätzliches

Es ist offenkundig, dass verschiedene Mängel die Wirksamkeit des geltenden Kartellgesetzes einschränken. Das gegenwärtige Gesetz ist wenig griffig. Inhaltlich wie auch institutionell sind die Mittel nicht gegeben, um wettbewerbsgefährdende Marktstrukturen bzw. wettbewerbsbeschränkendes Marktverhalten zügig und wirksam zu korrigieren. Die primären Ziele der Wettbewerbspolitik können damit nicht erreicht werden. In einer marktwirtschaftlichen Ordnung steuern die relativen Preise die Produktion und den Verbrauch. Durch Absprachen verzerrte Preise führen zu einer Fehlallokation von Ressourcen. Obsolete gewordene Strukturen können als Folge fehlenden Wettbewerbs erhalten bleiben, indem beispielsweise innovativen Unternehmen der Marktzutritt durch Kartellabsprachen versperrt wird. In manchen Bereichen des schweizerischen Bin-

nenmarktes besteht heute mangelnder Wettbewerb. Dadurch entstehen laufend Wachstumseinbussen bei Produktivität und Realeinkommen.

Aus der Sicht der Nationalbank ist ein funktionierender Wettbewerb insofern von Bedeutung, als flexible Preise eine Voraussetzung für eine wirksame Geldpolitik darstellen. In einer Phase hoher Teuerung schmälern Preise, die bedingt durch Absprachen nur träge auf Marktveränderungen reagieren, die Wirkung einer restriktiven Geldpolitik. Die mangelnde Flexibilität der Preise erschwert es der Notenbank, die Inflationserwartungen zu brechen. Der Weg zurück zur Preisstabilität wird dadurch länger und beschwerlicher. Die wirtschaftlichen und sozialen Kosten der Teuerungsbekämpfung sind entsprechend höher.

Besondere Aufmerksamkeit widmet die Nationalbank dem Wettbewerb auf dem Finanzplatz. Dieser war bis vor kurzem durch zahlreiche kartellistische Vereinbarungen der Banken beschränkt. Heute bestehen indessen nur noch vereinzelte und unbedeutende Absprachen, nachdem die umstrittensten Konventionen – so etwa die Courtagé-Konvention und das Grossbankensyndikat im Emissionsgeschäft – im Jahre 1990 auf Veranlassung der Kartellkommission ausser Kraft gesetzt wurden. Die Konvention IV über einheitliche Gebührenrechnung für offene Depots hob der Verwaltungsrat der Schweizerischen Bankiervereinigung am 27. Januar 1993 auf. Bei den Konventionen, die noch in Kraft sind, handelt es sich vor allem um Absprachen technischer Natur, welche grösstenteils der Rationalisierung von Abläufen und der Transparenz dienen. Eine erhebliche Beeinträchtigung des Wettbewerbes ist hier kaum mehr gegeben.

2. Der Gesetzesentwurf

Der Zweck des Gesetzesentwurfs liegt darin, «volkswirtschaftlich oder sozial schädliche Auswirkungen von Kartellen und anderen Wettbewerbsbeschränkungen zu verhindern und damit

* Bereich Volkswirtschaft und Rechtsdienst der Schweizerischen Nationalbank

den wirksamen Wettbewerb ... zu fördern.» Der Gesetzesentwurf basiert auf der in der Verfassung festgelegten Missbrauchsregelung (Art. 31^{bis} Abs. 3 lit. d BV). Der Bund kann auf dieser Grundlage Massnahmen gegen volkswirtschaftlich oder sozial schädliche Auswirkungen ergreifen, nicht aber die Kartelle generell verbieten.

Der Gesetzesentwurf gliedert sich wie das geltende Gesetz in einen zivilrechtlichen und einen verwaltungsrechtlichen Teil. Der zivilrechtliche Teil soll es dem im Wettbewerb Behinderten ermöglichen, sich zu wehren. Die betreffenden Regelungen sind gegenüber dem geltenden Gesetz wenig verändert. Zwar hat sich das geltende Gesetz in diesem Bereich als ziemlich zahlos erwiesen, doch versprechen sich die Verfasser des Entwurfs von der Verschärfung des verwaltungsrechtlichen Teils Rückwirkungen auf die Anwendung der zivilrechtlichen Bestimmungen.

Die verwaltungsrechtlichen Bestimmungen sehen neue Beurteilungskriterien für die Missbrauchsregelung sowie die Konkretisierung der Missbrauchstatbestände vor. Gemäss Art. 19ff. gelten sämtliche Wettbewerbsbeschränkungen, die den wirksamen Wettbewerb *beseitigen*, als volkswirtschaftlich und sozial schädlich. Solche Vereinbarungen sind unzulässig. Absprachen, die den Wettbewerb *erheblich beeinträchtigen*, sind dann schädlich und verboten, wenn sie nicht aus Gründen der wirtschaftlichen Effizienz gerechtfertigt sind. Ausnahmsweise können grundsätzlich unzulässige Kartelle, Vertikalabsprachen und Verhaltensweisen marktmächtiger Unternehmen zugelassen werden, «wenn sie unerlässlich sind, um überwiegende öffentliche Interessen zu verwirklichen» (Art. 23). Gemäss Erläuterndem Bericht zum Vorentwurf gelten als öffentliche Interessen die Versorgungssicherheit, der Schutz der Struktur eines Wirtschaftszweiges, die regionale Vielfalt, die Konkurrenzfähigkeit schweizerischer Unternehmen und die Interessen der Arbeitnehmer und Arbeitnehmerinnen.

Das geltende Gesetz enthält im verwaltungsrechtlichen Teil wenig materielle Bestimmungen, sondern regelt vor allem die Organisation der Kartellkommission und das Untersuchungsverfahren. Die praktizierte Saldomethode gilt als zeitraubend und wettbewerbsunfreundlich. Der Ge-

setzesentwurf sieht demgegenüber eine Reihe materieller Bestimmungen vor, welche eine Vermutung für die Beseitigung wirksamen Wettbewerbs (und damit für die Unzulässigkeit eines Kartells) schaffen bzw. Verhaltensweisen marktmächtiger Unternehmen umschreiben, die als schädlich gelten (Art. 21 und 22). Damit wird das Gesetz griffiger und das Verfahren beschleunigt.

Auf institutioneller Ebene sieht der Entwurf den Ersatz der Kartellkommission durch zwei neue Wettbewerbsbehörden vor: Ein Bundesamt für Wettbewerb führt die Untersuchungen über Wettbewerbsbeschränkungen durch. Ein Wettbewerbsrat, dessen Mitglieder mehrheitlich Sachverständige sind, waltet als Entscheidungsorgan.

Ferner sollen gemäss dem Entwurf Unternehmenszusammenschlüsse neu einer Genehmigungspflicht unterliegen. Betroffen sind Fusionen von Unternehmen mit einem Umsatz von zusammen 1 Mrd. Franken bzw. bei Banken mit einer Bilanzsumme von zusammen 10 Mrd. Franken (Art. 39). Genehmigungspflichtige Zusammenschlüsse sind nach Artikel 41 Abs. 1 dem Bundesamt für Wettbewerb zu melden. Die Genehmigung zur Fusion wird generell nur unter der Bedingung erteilt, dass eine marktbeherrschende Stellung weder begründet noch verstärkt wird (Art. 40 Abs. 1 lit. a). Ausnahmsweise kann der Wettbewerbsrat einen Unternehmenszusammenschluss, der diese Bedingung verletzt, auch dann genehmigen, wenn er sich aus überwiegenden öffentlichen Interessen als unerlässlich erweist (Art. 40 Abs. 3). Als Beispiel für einen Tatbestand, der unter den Ausnahmeartikel fallen könnte, nennt der Erläuternde Bericht die Sanierungsfusionen im Bankensektor.

3. Vergleich des Gesetzesentwurfs mit dem Wettbewerbsrecht in der EU und in Deutschland

Der Vorentwurf für die Totalrevision des schweizerischen Kartellgesetzes lässt sich in den ökonomisch relevanten Fragen vom Wettbewerbsrecht der EU leiten. Wie bei der EU steht das Konzept des *wirksamen Wettbewerbs* und damit die dynamische Interpretation von Wettbewerb im Zen-

trum. *Kartelle und Vertikalabsprachen*, die den Wettbewerb erheblich beeinträchtigen, können zugelassen werden, falls sie durch Gründe der wirtschaftlichen Effizienz gerechtfertigt sind (Art. 20 Abs. 1). Die in Absatz 2 angeführte Definition von wirtschaftlicher Effizienz entspricht fast wörtlich der Definition in Art. 85 Abs. 3 des EG-Vertrages (EGV). Diese Definition wird auch in der EU verwendet, um Kartelle ausnahmsweise zuzulassen. Auch der Artikel über *marktmächtige Unternehmen* lehnt sich eng an den entsprechenden Artikel des EGV an (Art. 86).

Ziel des EU-Wettbewerbsrechts ist die Verwirklichung eines einheitlichen zwischenstaatlichen Marktes. Es basiert deshalb auf einem anderen Konzept als das nationale Wettbewerbsrecht. Bei widerstreitenden politischen Zielen kann das EU-Wettbewerbsprinzip keinen totalen Geltungsanspruch erheben. Die Ziele sind gleichrangig. Ähnlich wie Art. 23 des schweizerischen Vorentwurfs erlaubt somit das EU-Wettbewerbsrecht Ausnahmen im gemeinsamen Interesse.

Auch das deutsche Kartellrecht kennt Ausnahmen im öffentlichen Interesse. Diese Ausnahmetatbestände beziehen sich sowohl auf Kartelle (§ 8 des Gesetzes gegen Wettbewerbsbeschränkungen [GWB]) als auch auf die Fusionskontrolle (§ 24 Abs. 3 GWB). Im Bereich der Kartelle können unter dem Begriff des Gemeinwohls neben wirtschaftlichen auch kulturelle, soziale und sittliche Gründe verstanden werden. Im Bereich der Fusionskontrolle ist unter *gesamtwirtschaftlichen Vorteilen* z.B. die Erhaltung eines volkswirtschaftlich besonders wertvollen technischen Potentials oder Know-hows, die Lösung von Strukturkrisen, die Sanierung der beteiligten Unternehmen usw. zu verstehen. Somit wird, wie im schweizerischen Gesetzesentwurf, sowohl bei der Fusionskontrolle als auch bei der Kartellbildung eine extensive Auslegung des Begriffs des öffentlichen Interesses gewählt.

4. Beurteilung des Gesetzesentwurfs

Der Gesetzesentwurf strebt mehr Wettbewerb an. Die Kartellbehörden könnten gegen Wettbewerbsbehinderungen wirksamer vorgehen als unter dem geltenden Recht. Dies ist vor dem Hinter-

grund der hohen Dichte von Absprachen verschiedenster Art sehr zu begrüssen.

Der vorliegende Entwurf wirft aber auch verschiedene Fragen auf. Problematisch ist namentlich die vorgesehene Regelung, Wettbewerbsbeschränkungen bei überwiegender öffentlichen Interessen zuzulassen. Je nach der Zusammensetzung des Wettbewerbsrats könnte diese Regelung eine schwerwiegende Einschränkung der Wirksamkeit des neuen Gesetzes bedeuten. Spezifische Schwierigkeiten für den Bankensektor könnten sich ausserdem aus der Genehmigungspflicht für Fusionen ergeben, die aus der EU-Gesetzgebung übernommen worden ist. Folgende Punkte sollten nach Auffassung der Nationalbank überdacht werden:

Der *Begriff des wirksamen Wettbewerbs* wird im Gesetzesentwurf mehrfach (Art. 1, Art. 20 und 21) genannt, ohne dass er definiert würde. Da er im Gesetz eine zentrale Rolle als Massstab für die Auswirkungen von Kartellen spielt, sollte dieser Begriff in der Botschaft zur Gesetzesvorlage unter Beizug von Literatur und Gerichtspraxis noch ausführlicher umschrieben werden. Auch gilt es, das Verhältnis zum Begriff des wirksamen Wettbewerbs, wie er in Art. 12 Abs. 2 Preisüberwachungsgesetz verwendet wird, zu klären.

Ebenso scheint die Umschreibung des *Kartellbegriffs* in Artikel 3 ungenau. Als Kartelle gelten gemäss Entwurf «Verträge, Beschlüsse, Empfehlungen, rechtlich nicht erzwingbare Abreden oder sonstwie aufeinander abgestimmte Verhaltensweisen, die mittels gemeinsamer Beschränkung des Wettbewerbes den Markt für bestimmte Waren oder Leistungen beeinflussen oder zu beeinflussen geeignet sind.» Die Definition lässt offen, was unter *sonstwie aufeinander abgestimmten Verhaltensweisen* zu verstehen ist. Im Gesetzesentwurf wie auch im Erläuternden Bericht wird zudem der Ausdruck *Markt für bestimmte Waren oder Leistungen* ohne nähere Präzisierungen verwendet. Damit bleibt beispielsweise offen, ob ein solcher Markt nur völlig gleichartige Waren oder auch nahe Substitute umfasst. Ebenfalls wenig präzise gefasst ist die räumliche Ausdehnung des relevanten Marktes. Können unter dem relevanten Markt auch einzelne Teilregionen der Schweiz verstanden werden? Inwieweit ist das grenznahe

Ausland mit einbezogen? Es wäre auch hier zu begrüssen, wenn der Kartellbegriff in Anlehnung an die Literatur und die Gerichtspraxis in der Botenschaft genauer umschrieben würde.

In Art. 21 wird eine *Meldepflicht für Kartelle* begründet, bei denen die gesetzliche Vermutung besteht, dass sie den Wettbewerb beseitigen. Sind die Auswirkungen eines Kartells *offensichtlich unerheblich*, so entfällt die Meldepflicht. Mit dieser offenen Formulierung wird es für die Unternehmen schwierig abzuschätzen, ob sie dem Bundesamt eine Schaffung oder Änderung eines Kartells melden müssen. Für die Beurteilung, ob ein Kartell *offensichtlich unerhebliche* Auswirkungen hat, werden die Unternehmen verantwortlich gemacht. Eine solche Bestimmung ist aus dem Blickwinkel der Rechtssicherheit problematisch. Sie widerspricht ausserdem der im Erläuternden Bericht geäusserten Absicht, den Unternehmen mit möglichst klaren und bestimmten Regeln aufzuzeigen, welche kartellrechtlich relevanten Verhaltensweisen toleriert werden und welche nicht. Die Unklarheit der Bestimmung wiegt um so schwerer, als für die versäumte Meldung Sanktionen vorgesehen sind (Art. 52). Ferner werden die meldepflichtigen Kartelle in der Regel unzulässig sein, da sie wirksamen Wettbewerb beseitigen und folglich nicht durch Gründe der wirtschaftlichen Effizienz gerechtfertigt werden können (Art. 20 Abs. 3). Die an einem solchen Kartell beteiligten Unternehmen können nur auf eine Ausnahmegewilligung – gestützt auf Art. 23 – hoffen. Es besteht daher bei restriktiver Handhabung von Art. 23 kein Anreiz, das Kartell zu melden. Ausserdem würde die Meldepflicht auch für *aufeinander abgestimmte Verhaltensweisen* gelten. In diesem Falle wäre es für das Unternehmen noch schwieriger abzuklären, ob es meldepflichtig ist. Die Annahme, Unternehmen würden schwer nachweisbare Abreden und aufeinander abgestimmte Verhaltensweisen von sich aus melden, dürfte zudem nicht sehr realistisch sein. Die Meldepflicht würde deshalb zur Förderung des Wettbewerbs kaum etwas beitragen. Artikel 21 Abs. 3, der die Meldepflicht festlegt, sollte deshalb zusammen mit den Sanktionen gemäss Art. 52f. ersatzlos gestrichen werden.

Gemäss Art. 23 kann der Wettbewerbsrat *Kartelle, Vertikalabreden und Verhaltensweisen*

marktmächtiger Unternehmer ausnahmsweise zulassen, wenn sie unerlässlich sind, um überwiegende öffentliche Interessen zu verwirklichen. Die Verwendung des Begriffs *unerlässlich* fordert zwar eine restriktive Handhabung des Art. 23. Die im Erläuternden Bericht aufgezählten Beispiele (die Versorgungssicherheit, der Schutz eines Wirtschaftszweiges, die regionale Vielfalt, die Konkurrenzfähigkeit schweizerischer Unternehmen und die Interessen der Arbeitnehmer und Arbeitnehmerinnen) deuten jedoch darauf hin, dass dem Wettbewerbsrat ein sehr breiter Ermessensspielraum eingeräumt werden soll. Die genannten Beispiele entpuppen sich überdies bei näherer Betrachtung mehrheitlich als Partikularinteressen. Während dem Aspekt der Versorgungssicherheit eine gewisse Berechtigung zukommt, ist der Schutz eines Wirtschaftszweiges problematisch. Die Bildung von Kartellen sollte höchstens dann erlaubt werden, wenn die Branchenkrisis mit anderen wirtschaftspolitischen Massnahmen nicht bewältigt werden kann. Die im Erläuternden Bericht enthaltenen weiteren Beispiele (die regionale Vielfalt, die Konkurrenzfähigkeit schweizerischer Unternehmen und die Interessen der Arbeitnehmer und Arbeitnehmerinnen) sollten schliesslich überhaupt nicht beigezogen werden können, um ein Kartell zu legitimieren.

Es ist grundsätzlich schwierig einzusehen, weshalb der Schutz öffentlicher Interessen durch das ineffiziente Mittel der Tolerierung von Wettbewerbsbehinderungen erfolgen soll. Wo tatsächlich ein öffentliches Interesse vorliegt, können Förderungsmassnahmen offen vorgenommen werden. Sie sollten sich jedoch nicht auf ein Kartellgesetz stützen, sondern auf gesetzliche Grundlagen, welche gemäss den anderen Ausnahmegewilligungen zur Handels- und Gewerbefreiheit (Art. 31^{bis} Abs. 3 lit. a – c und e BV) erlassen werden. In Art. 23 des Gesetzesentwurfs sollte anstelle des Begriffs *unerlässlich* eine präzisere Formulierung verwendet werden: «Kartelle, ... kann der Wettbewerbsrat ausnahmsweise zulassen», *wenn andere wirtschaftspolitische Massnahmen nicht ausreichen*, «um überwiegende öffentliche Interessen zu verwirklichen.» Art. 40 Abs. 3, welcher auch bei der Fusionskontrolle Ausnahmen aus überwiegenden öffentlichen Interessen vorsieht, wäre sinngemäss ebenfalls zu präzisieren.

Gemäss Art. 39 unterstehen Fusionen von Unternehmen mit einem Umsatz von zusammen mehr als 1 Mrd. Franken (wovon 300 Mio. Franken in der Schweiz erzielt werden müssen) einer Genehmigungspflicht. Für Banken wird statt des Umsatzes auf die Bilanzsumme abgestellt, für Versicherungen auf die Bruttoprämieneinnahmen. Der Fusionskontrolle kommt in der Schweiz als kleiner und international sehr offener Volkswirtschaft jedoch nicht der gleiche Stellenwert zu wie in den Ländern mit einem grossen Binnenmarkt. Schweizerische Unternehmen des internationalen Sektors sind auch dann intensivem Wettbewerb ausgesetzt, wenn sie für schweizerische Verhältnisse sehr gross sind. Im schweizerischen Binnenmarkt können allerdings schwerwiegende Wettbewerbsbeschränkungen eintreten, wenn sich grosse Anbieter zusammenschliessen. Eine Genehmigungspflicht für Fusionen hat deshalb auch in der Schweiz ihre Berechtigung. Die vorgesehenen Bestimmungen sollten jedoch modifiziert werden:

- Um Bagatellfusionen auszuklammern, sollte neben der Gesamtlimite noch eine minimale Grösse der kleineren Fusionspartnerfirma festgelegt werden. Eine solche Grenze wurde gemäss Erläuterndem Bericht zuerst erwogen, dann aber verworfen. Die Begründung, «solche Aussenseiter-Unternehmen spielten häufig eine wesentliche Rolle zur Belebung des Wettbewerbs und könnten die beherrschende Stellung von Monopolen und Oligopolen potentiell

bedrohen», vermag allerdings nicht zu überzeugen, wenn es sich wirklich um kleine Aussenseiterunternehmen handelt. Es sollte daher nochmals geprüft werden, ob für Bagatellfälle eine Ausnahme gemacht werden könnte.

- Die Grenze von 10 Mrd. Franken Bilanzsumme für Zusammenschlüsse von Banken scheint zu niedrig. Sie hätte zur Folge, dass im Bankensektor schon vergleichsweise harmlose Fusionen genehmigungspflichtig wären. So wäre im Jahre 1993 jeder dritte Zusammenschluss schweizerischer Banken gemäss der Bilanzsummenlimite von 10 Mrd. Franken unter die Meldepflicht gefallen. Das Verfahren bei Fusionen von Banken würde durch die Einschaltung der Kartellbehörden wesentlich komplizierter, was besonders bei Rettungsaktionen für bedrohte Banken nicht erwünscht ist. Für den Bankensektor sollte daher eine höhere Bilanzsummengrenze von 100 Mrd. Franken festgelegt werden.

Trotz dieser Kritik zielt der Gesetzesentwurf in die richtige Richtung. Ein griffigeres Kartellgesetz wird die Wettbewerbskräfte stärken. Das im Entwurf formulierte Ziel, den wirksamen Wettbewerb zu fördern, kann indessen nur erreicht werden, wenn es gelingt, die Gesetzesbestimmungen in der Praxis konsequent umzusetzen. Eine large Handhabung könnte den auf gesetzgeberischer Ebene erzielten Fortschritt wieder zunichte machen.

Une analyse du projet de révision totale de la loi sur les cartels*

Le Conseil fédéral a lancé un programme de régénération de l'économie de marché. Ce programme doit contribuer à renforcer la compétitivité de l'économie suisse et à supprimer les barrières internes bloquant l'accès au marché. Dans ce contexte, la législation sur les cartels a un rôle essentiel à jouer.

Au milieu de 1992, le Département fédéral de l'économie publique (DFEP) a chargé un groupe de travail interne d'analyser la situation. Suite à ces travaux préparatoires, le Chef du DFEP a constitué, à la fin de 1992, une commission d'étude pour la révision de la loi sur les cartels. L'avant-projet élaboré par la commission porte sur une révision totale de la loi sur les cartels; il a été envoyé en consultation en octobre 1993. Dans le commentaire ci-après, la Banque nationale soumet le projet de loi à une analyse critique.

1. Remarques générales

Certaines lacunes patentes réduisent l'efficacité de notre loi sur les cartels. La législation actuelle est trop tolérante. Les moyens à disposition, tant du point de vue du droit matériel que sur le plan institutionnel, ne permettent pas de corriger rapidement et efficacement les structures susceptibles de menacer la concurrence et les pratiques entravant cette dernière. Aussi les objectifs primaires de la politique de la concurrence ne peuvent-ils être atteints. Dans une économie de marché, les prix relatifs influent sur la production et la consommation. Les distorsions dues aux ententes engendrent une mauvaise allocation des ressources. Des structures devenues obsolètes peuvent être maintenues du fait de l'absence de concurrence, notamment parce que des ententes cartellaires empêchent des entreprises innovatrices d'accéder au marché. La progression de la productivité et du revenu réel s'en trouve freinée.

Pour la Banque nationale, il est important que la concurrence joue, la flexibilité des prix étant une condition à remplir pour assurer l'efficacité de la politique monétaire. Pendant les phases de fort renchérissement, les prix qui font l'objet d'ententes ne réagissent que lentement aux modifications des conditions régnant sur le marché, d'où une perte d'efficacité de la politique monétaire restrictive. L'institut d'émission a plus de peine à briser les anticipations inflationnistes lorsque la flexibilité des prix est insuffisante. Le retour à la stabilité est alors plus long et plus difficile. Les coûts économiques et sociaux de la lutte contre le renchérissement augmentent en conséquence.

La Banque nationale accorde une attention particulière à la concurrence sur la place financière. Récemment encore, celle-ci était entravée par les nombreux accords cartellaires entre banques. Aujourd'hui, seules subsistent quelques ententes isolées et de faible portée; les accords les plus controversés – notamment la convention de courtage et le syndicat d'émission des grandes banques – ont été abolis, en 1990, à la demande de la Commission des cartels. Le 27 janvier 1993, le Conseil d'administration de l'Association suisse des banquiers a en outre abrogé la convention IV établissant un tarif uniforme pour les droits de garde. Les conventions encore en vigueur portent essentiellement sur des questions de nature technique; en majorité, elles servent à rationaliser le déroulement de l'activité et favorisent la transparence. La concurrence ne fait donc plus guère l'objet d'entraves notables.

2. Le projet de loi

Le projet de loi a pour but «d'empêcher les conséquences nuisibles d'ordre économique ou social imputables aux cartels et à d'autres restrictions de la concurrence et de promouvoir ainsi une concurrence efficace...». Il repose sur l'article 31^{bis}, 3^e alinéa, lettre d, de la constitution fédérale, soit sur une disposition qui confère à la Confédération le pouvoir de prendre des mesures

* Division économique et service juridique de la Banque nationale suisse

pour remédier aux conséquences nuisibles, d'ordre économique ou social, des cartels, mais ne lui permet pas de prononcer une interdiction générale de ceux-ci.

A l'instar de la loi en vigueur, le projet de loi est structuré en deux parties, l'une de droit civil et l'autre de droit administratif. Les dispositions de droit civil ont pour but de permettre à ceux dont les intérêts sont menacés ou atteints par une entrave illicite à la concurrence de se défendre. Cette partie ne contient que peu de modifications par rapport à la loi actuelle. Or, dans ce domaine, la loi en vigueur s'est révélée plutôt inopérante. Les auteurs du projet estiment cependant que le renforcement de la partie de droit administratif ne manquera pas d'avoir des répercussions sur l'application des dispositions de droit civil.

Les dispositions de droit administratif prévoient de nouveaux critères d'appréciation pour la réglementation contre les abus et définissent les éléments constitutifs de l'abus. Aux termes des articles 19 ss, toutes les formes de restrictions de la concurrence qui conduisent à la *suppression* de la concurrence efficace sont considérées comme économiquement et socialement nuisibles. De tels accords sont illicites. Les ententes qui *restreignent notablement* la concurrence sont nuisibles et interdites si elles ne sont pas justifiées par des motifs d'efficacité économique. En principe illicites, les cartels, accords verticaux et pratiques d'entreprises en situation de puissance sur le marché peuvent être exceptionnellement autorisés «s'il est établi qu'ils sont indispensables pour des intérêts publics prépondérants» (art. 23). Selon le Rapport explicatif concernant l'avant-projet, il faut entendre par «intérêts publics» la sécurité de l'approvisionnement, la protection de la structure d'une branche économique, la diversité régionale, la compétitivité des entreprises suisses ainsi que les intérêts des travailleuses et travailleurs.

Dans la loi actuelle, la partie de droit administratif contient peu de dispositions d'ordre matériel; elle règle surtout l'organisation de la Commission des cartels et la procédure d'enquête. La méthode appliquée aujourd'hui, dite du solde, est jugée lente et ne favorise pas la concurrence. En revanche, le projet de loi prévoit une série de disposi-

tions matérielles qui instaurent une présomption de suppression de la concurrence efficace (et, partant, de cartel illicite) et décrivent les pratiques abusives, considérées comme nuisibles, d'entreprises en situation de puissance (art. 21 et 22). La loi gagne ainsi en efficacité et la procédure est accélérée.

Sur le plan institutionnel, le projet propose le remplacement de la Commission des cartels par deux nouvelles autorités de surveillance: un Office fédéral de la concurrence, chargé de mener les enquêtes sur les restrictions de la concurrence, et un Conseil de la concurrence, composé en majorité d'experts indépendants et doté de la compétence de décision.

En outre, les concentrations d'entreprises sont soumises, selon le projet de loi, au régime de l'autorisation. Sont concernées les fusions d'entreprises qui réalisent ensemble un chiffre d'affaires d'un milliard de francs (art. 39). Pour les banques, le seuil est fixé à une somme des bilans de dix milliards de francs. En vertu de l'article 41, 1^{er} alinéa, les concentrations d'entreprises soumises au régime de l'autorisation doivent être signalées à l'Office fédéral. D'une manière générale, l'autorisation n'est octroyée que lorsque la concentration ne crée pas une position dominante empêchant ou supprimant la concurrence efficace ou ne renforce pas une telle position (art. 40, 1^{er} al., let. a). Le Conseil de la concurrence peut autoriser, à titre exceptionnel, une concentration d'entreprises qui, bien que ces conditions ne soient pas remplies, s'avère indispensable en raison d'intérêts publics prépondérants (art. 40, 3^e al.). L'exception prévue à cet article pourrait s'appliquer, selon le Rapport explicatif, aux concentrations d'assainissement que connaît le secteur bancaire.

3. Comparaison entre le projet de loi et le droit en vigueur dans l'UE et en Allemagne

L'avant-projet de révision totale de la loi suisse sur les cartels s'inspire, pour les questions importantes du point de vue économique, du droit communautaire relatif à la concurrence. A l'instar de celui-ci, il s'articule autour de la notion de *concurrence efficace* et, partant, de l'interprétation dy-

namique de la concurrence. *Les cartels et les accords verticaux* qui restreignent notablement la concurrence peuvent être autorisés s'ils sont justifiés par des motifs d'efficacité économique (art. 20, 1^{er} al.). La définition de cette notion, qui est donnée au 2^e alinéa, correspond presque mot pour mot à celle de l'article 85, 3^e alinéa, du Traité de Rome. Cette définition est également utilisée au sein de l'UE pour autoriser, à titre exceptionnel, la formation de cartels. La disposition relative aux *entreprises en situation de puissance* s'inspire elle aussi fortement de l'article correspondant du Traité de Rome (art. 86).

Le droit européen de la concurrence, qui a pour but la réalisation d'un marché transfrontalier homogène, ne participe pas du même concept que les droits nationaux en la matière. La validité du principe communautaire de la concurrence n'est pas absolue. Les objectifs politiques sont placés sur un pied d'égalité. Or ceux-ci peuvent être contradictoires. Ainsi, le droit européen de la concurrence admet certaines exceptions lorsque l'intérêt commun l'exige, à l'instar de l'article 23 de l'avant-projet suisse.

En Allemagne également, la législation sur les cartels et les ententes prévoit des exceptions commandées par l'intérêt public. Les circonstances justifiant ces exceptions ont trait tant aux cartels (par. 8 de la loi contre les restrictions de la concurrence [GWB]) qu'au contrôle des fusions (par. 24, 3^e al. GWB). Dans le domaine des cartels, la notion d'intérêt public peut recouvrir des motifs d'ordre économique, mais aussi culturel, social et moral. Dans celui du contrôle des fusions, on entend par *avantages macroéconomiques* la préservation d'un potentiel ou d'un savoir-faire particulièrement précieux pour l'économie, le dénouement de crises structurelles et l'assainissement des entreprises concernées, par exemple. Comme dans le projet de loi suisse, la notion d'intérêt public est interprétée dans son sens large, tant dans le contexte du contrôle des fusions que dans celui de la formation de cartels.

4. Appréciation du projet de loi

Le projet de loi vise à renforcer la concurrence. Il permet aux autorités anti-cartels de combattre,

mieux que sous le régime actuel, les entraves à la concurrence. Eu égard à la forte densité des ententes en tous genres, on ne peut que s'en féliciter chaudement.

Ce projet soulève néanmoins plusieurs questions. Ainsi, la disposition qui prévoit d'admettre des restrictions de la concurrence en présence d'intérêts publics prépondérants engendre certains risques. Elle est en effet susceptible de restreindre gravement la portée de la nouvelle loi; sur ce plan, tout dépendra de la composition du Conseil de la concurrence. Par ailleurs, le régime de l'autorisation appliqué aux fusions, qui a été repris du droit communautaire, risque d'engendrer difficultés, en particulier dans le secteur bancaire. La Banque nationale estime que les points ci-après devraient faire l'objet d'un réexamen.

Evoquée à plusieurs reprises dans le projet (art. 1, 20 et 21), la *notion de concurrence efficace* n'est pas précisée. Or, compte tenu du rôle essentiel qu'elle joue dans la loi en tant que critère d'évaluation des effets des cartels, il serait souhaitable qu'elle soit décrite plus en détail, en tenant compte notamment de la littérature et de la jurisprudence, dans le message relatif au projet. Il convient également de clarifier la relation avec la notion de concurrence efficace, telle qu'elle est utilisée à l'article 12, 2^e alinéa, de la loi sur la surveillance des prix.

De même, la définition que l'article 3 donne des *cartels* est imprécise. Selon le projet, sont considérés comme cartels «les conventions, décisions, recommandations, accords sans force obligatoire et pratiques concordantes, qui influencent ou sont propres à influencer le marché de certains biens ou services par une limitation collective de la concurrence». La définition ne dit pas ce qu'il faut entendre par *pratiques concordantes*. En outre, l'expression «marché de certains biens ou services» est utilisée sans plus de précisions, dans le projet de loi comme dans le Rapport explicatif. Nul ne sait, par exemple, si un tel marché englobe exclusivement des marchandises de nature parfaitement similaire ou si leurs proches substituts sont également concernés. Par ailleurs, le marché en question n'est pas délimité géographiquement. Entend-on par là égale-

ment les différentes régions de Suisse? Dans quelle mesure les régions situées juste au-delà de nos frontières sont-elles impliquées? Il serait souhaitable que la définition des cartels soit là aussi plus détaillée, en se référant à la littérature et à la jurisprudence.

L'article 21 établit une *obligation de signaler les cartels* qui, aux termes des nouvelles dispositions, sont présumés entraîner la suppression de la concurrence efficace. Si les effets d'un cartel sont *manifestement insignifiants*, celui-ci ne doit pas être notifié. Au vu de cette formulation imprécise, il sera difficile, pour les entreprises, d'apprécier s'il y a lieu de signaler à l'Office fédéral la création ou la modification d'un cartel. La charge d'évaluer si un cartel a des effets *manifestement insignifiants* incombe aux entreprises. Une telle disposition soulève des difficultés sous l'angle de la sécurité du droit. Elle est aussi en contradiction avec l'intention, exprimée dans le Rapport explicatif, d'indiquer aux entreprises, à l'aide de règles aussi claires et précises que possibles, les pratiques tolérées par la loi sur les cartels et celles qui ne le sont pas. Le manque de clarté de la disposition en question pèse d'autant plus lourd que des sanctions sont prévues lorsque l'obligation de signaler n'est pas exécutée (art. 52). De plus, les cartels soumis à déclaration sont en règle générale illicites, étant donné qu'ils entraînent la suppression de la concurrence efficace et ne peuvent par conséquent pas être justifiés par des motifs d'efficacité économique (art. 20, 3^e al.). Les entreprises participant à un tel cartel peuvent tout au plus espérer obtenir une autorisation exceptionnelle en vertu de l'article 23. Elles n'auront donc aucun intérêt à signaler le cartel si l'article 23 est appliqué de manière restrictive. Par ailleurs, l'obligation de signaler s'applique également aux *pratiques concordantes*. Dans ce cas, l'entreprise aura encore plus de difficultés à déterminer si une pratique doit être notifiée. De surcroît, il ne paraît pas très réaliste de partir de l'hypothèse que les entreprises signaleront d'elles-mêmes les ententes et pratiques concordantes qui sont difficilement démontrables. Aussi l'obligation de signaler ne contribue-t-elle guère à favoriser la concurrence. Le 3^e alinéa de l'article 21, qui établit l'obligation de signaler, ainsi que les sanctions prévues aux articles 52 s devraient par conséquent être supprimés.

En vertu de l'article 23, le Conseil de la concurrence peut *autoriser exceptionnellement les cartels, accords verticaux et pratiques d'entreprises en situation de puissance sur le marché s'il est établi qu'ils sont indispensables pour des intérêts publics prépondérants*. Le recours au terme «indispensable» implique une application restrictive de cet article 23. Cependant, les exemples mentionnés dans le Rapport explicatif (sécurité de l'approvisionnement, protection de la structure d'une branche économique, diversité régionale, compétitivité des entreprises suisses, intérêts des travailleuses et des travailleurs) donnent à penser qu'une marge d'appréciation très large sera accordée au Conseil de la concurrence. Par ailleurs, en y regardant de plus près, il apparaît que les exemples cités recouvrent pour la plupart des intérêts particuliers. Si l'aspect de la sécurité de l'approvisionnement revêt une certaine légitimité, la protection d'une branche économique peut devenir problématique. La formation de cartels devrait être autorisée tout au plus lorsque la crise sectorielle ne peut pas être surmontée par d'autres mesures de politique économique. Enfin, les autres exemples cités dans le Rapport explicatif (diversité régionale, compétitivité des entreprises suisses, intérêts des travailleuses et des travailleurs) ne devraient pas être utilisés pour légitimer un cartel.

Fondamentalement, il est difficile de comprendre pourquoi la sauvegarde d'intérêts publics doit être assurée par un moyen aussi contestable, sous l'angle économique, que l'acceptation d'entraves à la concurrence. Des mesures d'encouragement peuvent être prises ouvertement là où un intérêt public existe vraiment. Elles devraient toutefois être fondées non pas sur une loi anti-cartels, mais sur des bases légales reposant sur l'article 31^{bis}, 3^e alinéa, lettres a à c et e de la constitution fédérale, comme les autres dérogations à la liberté du commerce et de l'industrie. A l'article 23 du projet de loi, le terme «*prépondérants*» devrait être remplacé par une formulation plus précise: «Les cartels... peuvent être exceptionnellement autorisés par le Conseil de la concurrence» *lorsque d'autres mesures de politique économique ne suffisent pas à la réalisation d'«intérêts publics prépondérants»*. L'alinéa 3 de l'article 40, qui prévoit des dérogations en faveur des concentrations d'entreprises lorsqu'elles

s'avèrent indispensables en raison d'intérêts publics prépondérants, devrait lui aussi être adapté dans ce sens.

Selon l'article 39, les *concentrations d'entreprises* qui réalisent ensemble un chiffre d'affaires de plus d'un milliard de francs (dont 300 millions en Suisse) sont soumises au régime de l'autorisation. Pour les banques, il est tenu compte non pas du chiffre d'affaires, mais de la somme des bilans et, pour les assurances, du total des primes brutes. L'économie suisse étant petite et très ouverte vers l'extérieur, le contrôle des fusions n'y revêt pas la même importance que dans les pays disposant d'un grand marché intérieur. Les entreprises suisses à vocation internationale sont confrontées à une concurrence intense, même lorsqu'elles sont très grandes à l'échelle de notre pays. Sur le marché intérieur suisse, de graves restrictions de la concurrence peuvent toutefois surgir lorsque de grands producteurs ou distributeurs s'unissent. Aussi le régime de l'autorisation pour les fusions est-il donc justifié, en Suisse également. Il serait néanmoins judicieux de modifier les dispositions prévues:

- Pour exclure les fusions de peu d'importance du régime de l'autorisation, il serait souhaitable de compléter le critère fondé sur la limite globale par un seuil portant sur la taille minimale de la plus petite des entreprises qui désirent fusionner. Selon le Rapport explicatif, la fixation d'un tel seuil a été envisagée, puis rejetée. L'explication de cet abandon - «les «Fringe Firms» jouent souvent un rôle très important pour la stimulation de la concurrence: elles

peuvent en effet menacer la position dominante de monopoles et d'oligopoles, ce qui est très souhaitable du point de vue de la concurrence» - n'est toutefois pas convaincante quand il s'agit vraiment de petites entreprises «outsiders». Aussi conviendrait-il de réétudier la possibilité de prévoir une exception pour les cas mineurs.

- Le seuil de dix milliards de francs de somme des bilans, qui a été fixé pour les concentrations entre banques, paraît trop bas. Avec un tel seuil, des fusions relativement anodines seraient soumises au régime de l'autorisation. De toutes les concentrations enregistrées en 1993 dans le secteur bancaire, une sur trois aurait nécessité le feu vert des autorités anti-cartels. Or l'intervention de ces dernières ne peut que sensiblement compliquer les fusions entre banques, ce qui n'est pas souhaitable, en particulier lorsqu'il s'agit d'opérations de sauvetage en faveur d'établissements menacés. Il faudrait donc porter la limite appliquée au secteur bancaire à 100 milliards de francs de somme des bilans.

Malgré ces critiques, le projet de loi va dans la bonne direction. Une loi plus efficace sur les cartels ne peut que renforcer le jeu de la concurrence. Cependant, l'objectif formulé dans le projet, à savoir promouvoir une concurrence efficace, ne sera atteint que si l'on fait preuve de rigueur dans la mise en pratique des dispositions légales. Une application trop souple risque en effet de réduire à néant les progrès accomplis sur le plan législatif.

Quelques réflexions sur le rendement des instruments financiers en Ecus

Bertrand Rime*

Introduction

Comment expliquer le rendement des instruments financiers en Ecus?¹ Lorsqu'on parle de l'Ecu, on pense d'abord au panier rassemblant les monnaies des pays membres de la Communauté européenne. On peut donc s'attendre à ce que le rendement de l'Ecu ne s'éloigne pas durablement de la moyenne pondérée des rendements des monnaies qui le composent, sans quoi il y aurait des opportunités d'arbitrage. Dans la réalité, on constate cependant des divergences importantes entre le rendement de l'Ecu et celui du panier.

Ce phénomène a pris une nouvelle envergure depuis que l'Ecu a été placé au centre de la coopération monétaire européenne. On a en effet observé que le rendement des instruments financiers en Ecus s'est situé durablement au-dessous du rendement du panier au début des années quatre-vingt-dix, lorsque plusieurs accords politiques devant conduire à l'Union monétaire ont été conclus avec succès et que le mécanisme de change du SME était stable. Le rendement de l'Ecu a par contre été propulsé au-dessus du rendement du panier lorsque la ratification du traité de l'Union monétaire a rencontré les premiers obstacles et que le mécanisme de change du SME a été soumis à de fortes tensions. Il est très tentant d'établir un lien entre le rendement des instruments en Ecus et l'état de la coopération monétaire européenne. Il faut cependant garder à l'esprit que le rendement des instruments en Ecus et ses divergences par rapport au rendement du panier dépendent de nombreuses autres variables.

L'objectif de cette étude est de rechercher les facteurs pouvant théoriquement expliquer le rendement de l'Ecu et ses divergences par rapport au rendement du panier, puis de créer un modèle permettant de tester empiriquement lesquels exercent une influence significative.

Dans une première étape, nous vérifions empiriquement que le rendement du panier exerce une influence significative sur le rendement de l'Ecu, mais qu'il ne permet pas d'expliquer complètement l'évolution de ce dernier.

La deuxième étape consiste à rechercher en quoi l'Ecu se différencie du panier, afin de mettre en évidence les facteurs pouvant expliquer les divergences de rendement entre ces deux possibilités d'investissement. Nous distinguons l'Ecu du panier dans trois domaines principaux: le risque de re-composition, les spécificités du marché en Ecus et le développement de l'intégration monétaire européenne.

Dans une troisième étape, nous testons empiriquement si les distinctions que nous avons opérées expliquent de manière significative les divergences entre le rendement de l'Ecu et celui du panier.

1. La relation entre le rendement de l'Ecu et celui du panier

Dans cette première partie, nous calculons le rendement du panier de monnaies, puis nous testons empiriquement la relation qui existe entre le rendement de l'Ecu et celui du panier.

Le rendement du panier, appelé aussi rendement théorique, correspond à une moyenne des rendements des monnaies composantes pondérée par le poids de ces dernières dans l'Ecu. Il existe une abondante littérature sur la manière de calculer le rendement du panier. Afin de ne pas alourdir le texte, nous ne présentons ici que les résultats nécessaires à l'illustration de notre propos.

En premier lieu, nous déterminons le poids de chaque monnaie entrant dans la composition de

* Service d'études bancaires de la Banque nationale suisse

¹ Les instruments financiers en Ecus sont également appelés Ecus privés, par opposition à l'Ecu officiel qui ne circule pas.

l'Ecu. Les poids sont établis par la Communauté d'après des critères économiques et politiques. Sur la base du poids attribué et du taux de change courant, la Communauté fixe tous les cinq ans la quantité pour laquelle chaque monnaie entrera dans l'Ecu. La quantité de chaque monnaie est donc constante, mais son poids varie en fonction des fluctuations du taux de change. A l'instant t , la composition de l'Ecu correspond à la somme des poids w_t^j à l'instant t de chaque monnaie composante j et donc à la somme des quantités a^j de chaque monnaie composante multipliée par sa valeur en Ecu e_t^j à l'instant t :²

$$1 \text{ Ecu} = \sum_{j=1}^{12} w_t^j = \sum_{j=1}^{12} a^j \cdot e_t^j \quad 0 \leq t \leq T \quad (1)$$

Nous calculons le rendement du panier en excluant les possibilités d'arbitrage sur taux d'intérêt. Cela revient à égaliser la valeur actuelle d'une obligation à coupon zéro donnant lieu au versement d'un Ecu en période T et la somme des valeurs actuelles des obligations à coupon zéro en monnaies composantes pondérée par le poids de ces dernières dans l'Ecu:³

$$\frac{1}{(1+r_{0,T}^p)^T} = \sum_{j=1}^{12} \frac{w_0^j}{(1+r_{0,T}^j)^T} \quad (2)$$

De (2), on peut tirer le taux d'actualisation $r_{0,T}^p$ qui correspond au rendement d'un panier d'obligations à coupon zéro en monnaies nationales et au rendement théorique d'une obligation à coupon zéro en Ecus:⁴

$$r_{0,T}^p = \left(\sum_{j=1}^{12} \frac{w_0^j}{(1+r_{0,T}^j)^T} \right)^{-1/T} - 1 \quad (3)$$

² Nous considérons les e_t^j comme donnés, sans quoi nous trouverions dans une boucle sans fin. Ces valeurs sont calculées par la Commission des Communautés européennes.

³ Pour les étapes intermédiaires, voir Steinherr et Girard, Derivations of theoretical Ecu yields, p. 1006-1007.

⁴ Dans le cas général d'une obligation à coupons de maturité τ , le rendement (rendement à l'échéance ou yield to maturity) devient:

$$YTM_{0,\tau}^p = \left(1 - \frac{1}{(1+r_{0,\tau}^p)^\tau} \right) / \sum_{\tau=1}^{\tau} \frac{1}{(1+r_{0,\tau}^p)^\tau} \quad (4)$$

Pour les étapes intermédiaires, voir Girard et Steinherr, The Ecu: A currency unlike any other, European Investment Bank

Nous sommes désormais capables de calculer le rendement du panier. Nous pouvons donc tester empiriquement la relation qui existe entre le rendement de l'Ecu r_t^E et le rendement du panier r_t^p sur le marché des obligations à 10 ans et sur l'euro-marché bancaire à 1 an. Chacun de ces marchés présente un intérêt particulier: le marché obligataire permet de faire des raisonnements à long terme alors que l'euro-marché bancaire offre une plus grande homogénéité entre l'Ecu et le panier.⁵ Nous avons procédé à une régression en niveaux et en différences premières, ce qui se traduit par les relations suivantes pour chaque marché:

$$r_t^E = a \cdot r_t^p + \varepsilon_t$$

$$\Delta r_t^E = \alpha \cdot \Delta r_t^p + \mu_t$$

Il est probable que a et α soient très proches de 1. Nous avons cependant effectué notre régression en restreignant ces coefficients à 1, puis en les laissant libres.

Les résultats de nos estimations, présentés dans le tableau 1, nous livrent les enseignements suivants. Sur les deux marchés, le rendement de l'Ecu dépend très étroitement du rendement du panier, comme le montrent les valeurs proches de 1 pour le coefficient de détermination et pour les coefficients a et α . On constate cependant que la relation en niveaux nous livre des résidus fortement autocorrélés et non stationnaires, comme le montrent le Durbin-Watson et les tests de racine unitaire des résidus. Lorsque la relation est exprimée en différences, l'autocorrélation des résidus reste forte sur le marché obligataire mais semble disparaître sur le marché bancaire. Un examen plus détaillé des résidus de la régression en différence

Papers, no. 10. Pour les problèmes liés à l'estimation des taux d'actualisation dans le cas d'une courbe des rendements non plate, voir San Paolo Bank, Is the Ecu erratic or forward-looking, Ecu newsletter no. 37 p. 9-14.

⁵ Sur l'euro-marché bancaire, la solvabilité des agents est plus comparable (grandes banques internationales) et l'impact des réglementations nationales est moindre. Sur le marché des obligations, les disparités entre monnaies sont plus importantes car nous sommes en présence d'obligations gouvernementales traitées sur des marchés domestiques (sauf pour l'Ecu). De plus, les maturités longues sont peu liquides ou inexistantes pour certaines monnaies et il est difficile de trouver des débiteurs dont la solvabilité est comparable, même au niveau étatique.

Tableau 1: Résultats des estimations

	Estimations en niveaux			Estimations en différences								
	<i>a</i>	<i>R</i> ²	D.W.	racine unitaire des résidus		α	<i>R</i> ²	D.W.	D.W.	racine unitaire des résidus		
				D.W.	ADF					90-93	D.W.	ADF
Marché bancaire (01.1983-12.1993)	1.000 (0.002)	0.96 0.97	0.20 0.26	A A	A A	1.00 0.967 (0.035)	0.85 0.85	1.84 1.82	1.38 1.36	RR RR	RR RR	
Marché obligataire (06.1986-12.1993)	1.000 0.986 (0.003)	0.92 0.93	0.15 0.19	A A	R R	1.00 1.128 (0.058)	0.80 0.81	1.39 1.38	1.19 1.22	RR RR	RR RR	

Les valeurs entre parenthèses représentent l'écart-type des coefficients. L'hypothèse de racine unitaire des résidus est testée par rapport au Durbin-Watson et au test élargi de Dickey et Fuller (ADF). Le symbole A signifie que l'hypothèse de racine unitaire ou de non-stationnarité n'est pas rejetée. R et RR signifient que l'hypothèse est rejetée avec un seuil de confiance de 95%, respectivement

montre toutefois que pour la période 1990-93, l'autocorrélation reste importante sur les deux marchés.

Nous sommes donc en présence de divergences significatives et durables entre le rendement de

l'Ecu et le rendement du panier, ce qui nous incite à penser que les investisseurs procèdent à une discrimination entre ces deux possibilités d'investissement et qu'il existe d'autres facteurs susceptibles d'exercer une influence sur le rendement de l'Ecu.⁶

Graphique 1: marché bancaire



⁶ Si ces résidus étaient relativement indépendants les uns des autres, nous pourrions les attribuer à l'impossibilité de reproduire exactement l'Ecu à l'aide des monnaies composantes et aux coûts élevés d'arbitrage (l'arbitrage entre l'Ecu et

le panier est relativement onéreux car il nécessite des transactions dans un grand nombre de monnaies afin de reproduire, au moins partiellement, la composition en monnaies nationales de l'Ecu).

Les graphiques 1 et 2 permettent de constater la forte corrélation entre le rendement de l'Ecu et celui du panier, mais mettent également en évidence l'importante autocorrélation des résidus.

2. Facteurs pouvant provoquer des divergences entre le rendement de l'Ecu et celui du panier

Nous savons désormais que le rendement du panier exerce une influence très importante sur le rendement de l'Ecu, mais qu'il ne peut pas expliquer totalement l'évolution de ce dernier. Nous allons donc nous concentrer sur les différences qui existent entre l'Ecu et le panier afin de mettre en évidence certains facteurs susceptibles d'expliquer les divergences de rendement entre ces deux possibilités d'investissement.

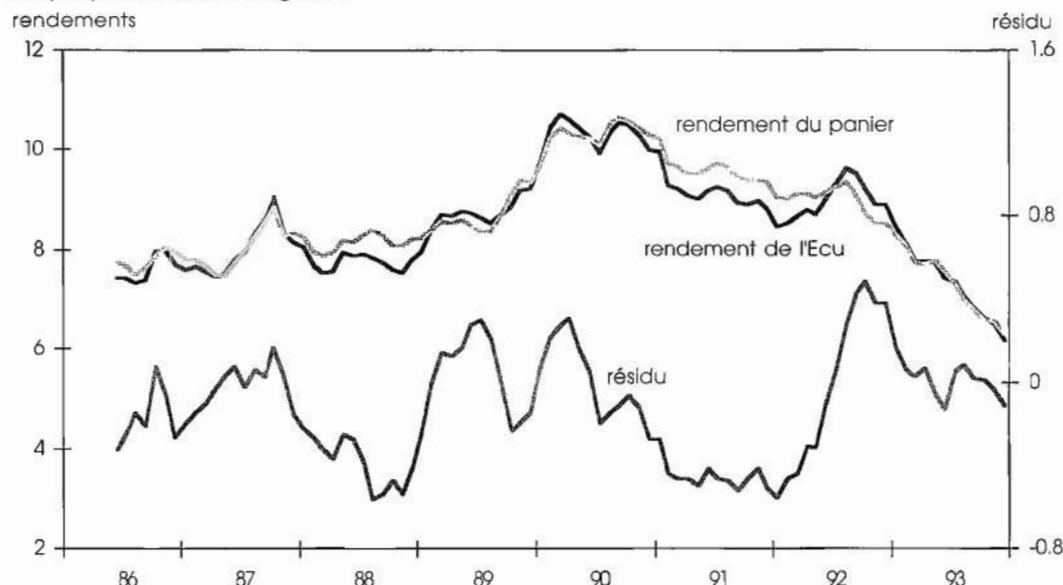
2.1. Le risque de recomposition

Le risque de recomposition de l'Ecu est souvent cité comme un facteur ayant pu provoquer des divergences entre le rendement de l'Ecu et celui du panier de monnaies. L'acquisition du panier garan-

tit en effet à l'investisseur une composition constante en monnaies, ce qui n'était pas le cas de l'Ecu dont la composition a été modifiée en 1984 et en 1989 par la Communauté. Une recomposition était prévue pour 1994, mais elle a été exclue par l'entrée en vigueur du traité de Maastricht (1er janvier 1994) qui prévoit le gel de la composition de l'Ecu dès le début de la deuxième phase.

Les recompositions ont consisté d'une part à augmenter la quantité des monnaies faibles afin de compenser la diminution de leur poids provoquée par leur dévalorisation, et d'autre part à introduire dans l'Ecu les monnaies des nouveaux pays membres. L'objectif était de se rapprocher des poids cibles fixés en fonction de critères politiques et économiques. L'augmentation du poids des monnaies faibles (ou à rendement élevé) impliquait un relèvement des exigences de rendement puisqu'elle affaiblissait l'Ecu et diminuait sa valeur à terme. L'anticipation de ce phénomène pourrait donc avoir amené les investisseurs en Ecus à exiger une prime par rapport au rendement du panier basé sur une composition constante, ce qui expliquerait les divergences durables entre les deux rendements.

Graphique 2: marché obligataire



On peut formaliser le risque de recombinaison de la manière suivante. Nous prenons le cas d'une obligation à coupon zéro achetée en période 0 et venant à échéance en période T .⁷ Sans recombinaison, le rendement correspond à l'équation (3). Si l'on prévoit une recombinaison en k , le rendement sera une combinaison de $r_{0,k}^p$ (rendement tenant compte de la composition en période 0) pendant k périodes et de $r_{k,T-k}^p$ (rendement tenant compte de la nouvelle composition en k) pendant $T-k$ périodes:

$$r_{0,T}^p = \left((1 + r_{0,k}^p)^k \cdot (1 + r_{k,T-k}^p)^{T-k} \right)^{1/T} - 1 \quad (5)$$

Supposons que la recombinaison entraîne les changements de poids b^j . En substituant (3) dans (5), on peut exprimer le rendement en fonction des anciens et des nouveaux poids.

$$r_{0,T}^p = \left(\sum_{j=1}^{12} \frac{w_0^j}{(1 + r_{0,k}^j)^k} \cdot \sum_{j=1}^{12} \frac{w_0^j + b^j}{(1 + r_{k,T-k}^j)^{T-k}} \right)^{-1/T} - 1 \quad (6)$$

L'appendice 1 démontre que la prime liée à la recombinaison, c'est-à-dire la différence entre (6) et (3), est fonction croissante de l'augmentation du poids des monnaies dont le rendement est supérieur à celui de l'Ecu et du différentiel de taux d'intérêt entre les monnaies composantes. En général, la prime est une fonction décroissante de l'éloignement de la date de recombinaison k . Sur la base de ces considérations, on peut s'attendre à une forte prime lorsque la recombinaison est proche et que la convergence passée et anticipée du SME est faible: on aura en effet un k petit, des b^j élevés (afin de compenser l'importante dévaluation des monnaies faibles) et un fort différentiel de taux d'intérêt entre les différentes monnaies. En revanche, on peut escompter une prime faible lorsque la recombinaison est éloignée et que l'on a une forte convergence.

Il est probable que la portée de ces équations se limite au court terme, dans la mesure où il est très difficile d'effectuer une prévision à long terme sur les différents paramètres de la recombinaison.⁸ Par exemple, on ne sait pas si les variations des quantités des monnaies déjà incluses dans l'Ecu compenseront exactement les variations du taux de change. Il est également difficile de prévoir à long terme quelles nouvelles monnaies seront incluses dans l'Ecu (tributaire de la politique d'élargisse-

ment de la Communauté) et quel poids leur sera attribué (cela dépend de critères économiques et politiques). Enfin, les pronostics sur les taux d'intérêt futurs $r_{k,T-k}^j$ sont peu fiables pour les monnaies ne disposant pas d'un marché pour les échéances longues.⁹ L'estimation de ce dernier paramètre est particulièrement ardue pour les monnaies des nouveaux pays membres, car on ne sait pas à quelles contraintes de change et de politique monétaire ces derniers seront soumis.

Ces difficultés de prévision doivent être soulignées dans la mesure où l'éventuelle recombinaison de 1994, qui ne se profilait pourtant qu'à un horizon de plusieurs années, a été souvent évoquée pour expliquer les fluctuations du rendement des obligations à long terme en Ecus par rapport au rendement du panier. Certains analystes ont ainsi attribué les pressions baissières sur le rendement de l'Ecu au début des années quatre-vingt-dix à la raréfaction des dévaluations et à la diminution du risque de recombinaison qui en découlait, puis à l'exclusion de la recombinaison dans le traité de Maastricht. Dans le même ordre d'idées, nous aurions pu être tenté d'attribuer la forte hausse du rendement de l'Ecu en 1992 à l'augmentation du risque de recombinaison liée aux dévaluations et aux problèmes rencontrés lors de la ratification du traité de Maastricht.¹⁰

⁷ Nous utilisons les obligations à coupon zéro afin de conserver une formulation simple. Le raisonnement peut cependant être étendu à tous les types d'avoirs en Ecus, moyennant les transformations prévues dans la note de bas de page 4.

⁸ De plus, la prime liée à la recombinaison est d'un ordre de grandeur assez modeste et, sur le long terme, a de fortes chances d'être noyée dans la volatilité du rendement de l'Ecu: pour 1989, la prime (différence entre le rendement basé sur les nouveaux poids attribués et le rendement calculé sur les anciens poids) s'élève à 38 points de base, ce qui correspond à peine à la volatilité annuelle du rendement de l'Ecu (40 points de base).

⁹ Si l'on dispose des taux d'intérêt pour les échéances T et k , on peut calculer le taux d'intérêt en k pour l'échéance $T-k$ sur la base de l'exclusion des possibilités d'arbitrage de taux d'intérêt. Cela ne signifie pas pour autant que ce taux d'intérêt prévaudra effectivement en période k .

¹⁰ On a aussi parlé d'une diminution des exigences de rendement liée à une possible recombinaison de l'Ecu au profit des monnaies fortes dans le cadre d'une Union monétaire formée uniquement des pays répondant aux critères de convergence. Les perturbations liées au risque de recombinaison semblent également avoir préoccupé la Communauté qui a décidé de geler la composition de l'Ecu.

L'analyse empirique devrait nous permettre de vérifier si la recombinaison exerce une influence à long terme sur le rendement des obligations en Ecus ou si ses effets se limitent au court terme. Précisons que l'alternative court terme – long terme ne s'applique pas au marché bancaire à 1 an, vu la faible durée de l'échéance considérée.¹¹

2.2. Spécificités des marchés financiers en Ecus

Les instruments financiers en Ecus ont été créés parce qu'ils offrent un certain degré de diversification sans nécessiter des transactions coûteuses dans plusieurs monnaies. Ils sont ancrés dans un marché qui leur est propre et peuvent donc être soumis à des conditions et à des comportements spécifiques. Par conséquent, on peut supposer que les développements à long terme affectant la structure des marchés de l'Ecu et les déséquilibres temporaires qui s'y produisent peuvent provoquer des divergences entre le rendement de l'Ecu et celui du panier rassemblant les monnaies composantes.

2.2.1. Impact de l'évolution à long terme de la structure des marchés financiers en Ecus

Le *marché bancaire* en Ecus se distingue de celui des autres monnaies par le fait que les banques octroient un volume de crédits en Ecus supérieur à celui des dépôts en Ecus. Cette situation est liée au faible intérêt de détenir des dépôts bancaires dans une monnaie inutilisable dans les transactions réelles. Afin d'éviter que ce déséquilibre ne débouche sur un risque de change trop important, les banques financent la part excédentaire des crédits grâce à des dépôts libellés dans les monnaies composantes. Cette opération est coûteuse car elle nécessite des transactions multiples afin de reproduire, au moins grossièrement, la composition de l'Ecu en monnaies nationales. Pour que les banques la réalisent, il faut donc que le rendement de l'Ecu soit supérieur à celui du panier rassemblant les monnaies composantes. Par conséquent, on peut supposer que plus les banques recourent au financement en monnaies composantes, plus le rendement de l'Ecu tend à se situer au-dessus du rendement du panier.

Un des traits caractéristiques du *marché obligataire* en Ecus se situe au niveau de la progression de la taille moyenne des émissions. Pendant la plus grande partie des années quatre-vingts, le marché des obligations en Ecus est resté à un stade de développement assez modeste. Le volume global et la taille des émissions et des transactions sur le marché secondaire étaient faibles, ce qui posait des problèmes de liquidité, d'autant plus qu'il n'y avait ni titre de référence (benchmark) ni instrument de couverture. La fin des années quatre-vingts et le début des années quatre-vingt-dix ont par contre été marqués par une forte augmentation du volume global et de la taille moyenne des émissions, dans laquelle les débiteurs du secteur public ont joué un rôle prépondérant. Les émissions publiques «jumbo» ont servi de titre de référence et facilité la création d'instruments de couverture en Ecus, ce qui a permis d'augmenter la liquidité. Cette évolution s'est reflétée dans la réduction des marges *bid/ask* des teneurs de marché et dans l'augmentation du volume du marché secondaire. Grâce à ces développements, l'Ecu a accédé au rang de devise importante, ce qui a renforcé son attrait par rapport aux monnaies composant le panier. On peut donc supposer qu'au-delà du rendement du panier, le rendement de l'Ecu est une fonction décroissante de l'évolution à moyen terme de la taille des émissions.

2.2.2. Impact des déséquilibres à court terme

Le marché de l'Ecu est de taille relativement modeste et offre une moins bonne liquidité que celui des grandes devises. Les déséquilibres temporaires peuvent donc l'affecter fortement et provoquer une divergence entre le rendement de l'Ecu et celui du panier.

Sur le marché bancaire, il peut apparaître des déséquilibres liés aux variations de la demande de dépôts en Ecus par les entités officielles. Au début des années quatre-vingt-dix, on a en effet constaté une forte augmentation des emprunts d'État en

¹¹ Pour cette échéance, la recombinaison n'entre dans nos calculs que lorsque son éloignement k est inférieur à la maturité T , soit 12 mois avant la recombinaison.

Ecus, qui se caractérisent généralement par une taille au-dessus de la moyenne. Contrairement à la pratique des emprunteurs privés, le produit de ces émissions n'a pas été converti en monnaies nationales mais a été placé en Ecus auprès des banques. Cela pourrait avoir créé un excédent momentané de dépôts bancaires en Ecus débouchant sur une baisse temporaire du rendement de l'Ecu au-dessous du rendement du panier.¹² Nous faisons donc l'hypothèse que sur le marché bancaire, le rendement de l'Ecu est une fonction décroissante de l'activité d'émission en Ecus des débiteurs officiels, que nous mesurons par la taille moyenne des nouveaux emprunts.

Le marché obligataire peut quant à lui être déséquilibré par les brusques mouvements d'achats ou de vente liés aux fluctuations du niveau général des taux d'intérêt. De nombreux investisseurs considèrent en effet l'Ecu comme un investissement d'appoint permettant de compléter leur diversification et ils diminuent (augmentent) massivement leurs positions en Ecus lors d'importants mouvements de hausse (baisse) des taux d'intérêt. Ce mouvement brusque, associé à l'étroitesse du marché en Ecus et à sa moindre liquidité, provoque une pression à la baisse (hausse) sur le prix des obligations en Ecus et une augmentation (diminution) de leur rendement supérieure à celle des autres monnaies.¹³ On peut donc imaginer que le rendement des obligations en Ecus est, au-delà du rendement du panier, une fonction croissante du taux d'intérêt de monnaies de référence telles que le mark allemand.

La dernière source de déséquilibre à court terme que nous avons envisagée a trait aux variations des avoirs en Ecus privés détenus par les banques centrales des pays de la Communauté. Nous avons constaté que celles-ci détiennent un montant important d'avoirs en Ecus et qu'elles vendent ces derniers contre leur monnaie lorsque le mécanisme de change du SME est sous pression.¹⁴ Si ces opérations sont effectuées de façon massive, elles peuvent créer une offre excessive d'avoirs en Ecus et déprimer le marché. Nous faisons donc l'hypothèse qu'une diminution des avoirs des banques centrales en Ecus peut impliquer une augmentation momentanée du rendement de l'Ecu au-dessus du rendement du panier sur les marchés bancaire et obligataire.

2.3. Influence de la construction monétaire européenne

En plus du risque de recomposition et des spécificités du marché en Ecus, les aléas de la construction monétaire européenne sont également susceptibles de jouer un rôle explicatif dans les divergences du rendement de l'Ecu par rapport à celui du panier.

Cette hypothèse ne s'applique pas aux années quatre-vingts car durant cette période, la Communauté a opéré une distinction très nette entre l'Ecu privé et l'Ecu officiel. De plus, personne ne songeait réellement à ce que l'Ecu puisse devenir la monnaie unique d'une éventuelle union monétaire et les tâches attribuées à l'Ecu officiel étaient bien éloignées des préoccupations des investisseurs en Ecus privés.¹⁵

En revanche, un lien complexe pourrait s'être formé au début des années quatre-vingt-dix entre les instruments financiers en Ecus et la coopération monétaire européenne, lorsque la stabilité grandissante du SME et le projet de marché unique ont fait avancer à grands pas l'idée d'une union monétaire. Dès 1989, la Commission avait présenté un projet d'union monétaire en trois phases dont la monnaie unique pourrait être l'Ecu. Les gouvernements des pays membres se sont ensuite accordés sur les dates des deux premières phases et sur l'attribution à l'Ecu du statut de monnaie officielle unique, les monnaies nationales étant appelées à disparaître. Lors de la signature du traité de Maastricht, deux dates ont été prévues pour le début de la troisième phase: 1997 au cas où une majorité de pays répondrait déjà aux critères de convergence, sinon 1999. Cette accélération de la coopération monétaire européenne a coïncidé avec une baisse

¹² Voir Van Damme Caroline, *The Ecu banking market*, in *A guide to the Ecu financial markets*, IFR Books.

¹³ Voir Tyley Bob, *The international Ecu bond market*, in *A guide to the Ecu financial markets*, IFR Books.

¹⁴ Voir Jailliet et Vissol, *The Ecu and European and economic monetary union*, contribution au livre de Christopher Johnson, *Ecu the currency of Europe*.

¹⁵ Dans le cadre du SME, l'Ecu officiel doit servir de numéraire du mécanisme de change, de base pour l'indicateur de divergence, de dénominateur pour les interventions et les crédits ainsi que de moyen de règlement entre les autorités monétaires de la Communauté européenne.

sensible du rendement de l'Ecu au-dessous de celui du panier, ce qui a incité de nombreux analystes à faire un rapprochement entre ces deux évolutions. Ce lien éventuel a revêtu un aspect presque dramatique lorsque la ratification du traité de l'Union monétaire a rencontré les premiers obstacles (refus danois en juin 1992, doutes précédant la ratification française acquise à l'arraché en septembre 1992) et que le SME a subi les plus grandes perturbations de son histoire.¹⁶ Le rendement de l'Ecu a alors été propulsé au-dessus de celui du panier et ses marchés ont été gravement perturbés.

Les aléas de l'Union monétaire pourraient avoir provoqué des divergences entre le rendement de l'Ecu et celui du panier pour deux raisons.¹⁷

Premièrement, on peut imaginer que les investisseurs aient assimilé l'Ecu privé actuel à l'Ecu de l'Union monétaire. Par conséquent, lorsque l'Union monétaire semble réalisable, les investisseurs préfèrent détenir des avoirs en Ecus dont l'avenir semble radieux plutôt qu'investir dans des monnaies appelées à disparaître, ce qui pourrait se traduire par des exigences de rendement moins élevées pour l'Ecu que pour le panier. A l'inverse, les investisseurs savent que l'échec de l'Union monétaire pourrait compromettre l'existence de l'Ecu officiel et amener les marchés financiers à se détourner de l'Ecu privé; ils exigent donc une prime de risque pour détenir l'Ecu plutôt que le panier de monnaie lorsque l'Union monétaire est compromise. L'hypothèse d'une assimilation de l'Ecu privé à l'Ecu de l'Union monétaire n'est pas irréaliste. La Communauté a en effet lancé plusieurs ponts entre l'Ecu privé actuel et la future monnaie de l'Europe, notamment en déclarant qu'elle voulait éviter toute discontinuité entre l'Ecu actuel et celui de l'Union monétaire et qu'il fallait lever dès la deuxième phase les obstacles à l'usage de l'Ecu.¹⁸

Deuxièmement, on peut concevoir que les instruments financiers en Ecus aient bénéficié d'une sorte d'effet de mode lié à l'engouement général pour l'Union monétaire et au rôle symbolique qu'y joue l'Ecu. Ce phénomène aurait dans un premier temps créé un excédent de demande d'avoirs en Ecus, amenant ainsi le rendement de l'Ecu à baisser au-dessous de celui du panier. Les obstacles rencontrés par l'intégration monétaire

auraient ensuite provoqué une sorte de désillusion et une vente massive d'avoirs en Ecus dont le rendement serait alors remonté au-dessus de celui du panier.

Sur la base de ces considérations, nous faisons l'hypothèse que durant les années quatre-vingt-dix, le rendement de l'Ecu est une fonction décroissante de la probabilité de réalisation politique et économique de l'Union monétaire européenne. Nous mesurons cette dernière par la dispersion des taux d'intérêt servis par les monnaies du SME.¹⁹

L'utilisation de cet indicateur se justifie de la manière suivante. Une faible dispersion des taux d'intérêt reflète une forte convergence des monnaies, ce qui va faciliter la conclusion de nouveaux accords monétaires. De la même manière, les succès politiques renforcent les perspectives de convergence, ce qui se traduit par une réduction de la dispersion des taux d'intérêt.²⁰

3. Analyse empirique

Dans la partie précédente, nous avons mis en évidence un certain nombre de facteurs susceptibles d'expliquer le rendement des instruments en Ecus

¹⁶ Tensions en septembre 1992, puis sortie du mécanisme de change de la livre anglaise et de la lire, dévaluation de la peseta et de la livre irlandaise et enfin élargissement à 15% des marges de fluctuations en août 1993.

¹⁷ Les variations du risque de recomposition liées à la plus ou moins grande probabilité de réalisation de l'Union monétaire ont déjà été abordées dans la section 2.1 et ne sont donc plus traitées ici.

¹⁸ Comme l'Ecu officiel ne circule pas, ce désir ne peut s'appliquer qu'à l'Ecu privé. Le gel de la composition de l'Ecu, l'émission de grands emprunts d'Etat dans cette devise et la supervision du système de compensation en Ecus par l'Institut monétaire européen peuvent également s'interpréter comme un souhait de promouvoir la stabilité et le développement des marchés financiers en Ecus privés.

¹⁹ Ecart-type des rendements des monnaies du SME pondéré par le poids de ces dernières dans l'Ecu. La drachme grecque figure dans cet indicateur car elle fait partie du SME, même si elle ne participe pas au mécanisme de change.

²⁰ Ces deux raisonnements sont évidemment aussi valables lorsque l'on est en présence d'une forte dispersion des taux d'intérêt ou d'échecs politiques.

et ses divergences par rapport au rendement du panier. Nous allons maintenant tester empiriquement ces hypothèses. Après avoir analysé les propriétés statistiques des séries, nous proposons deux modèles d'explication tenant compte des spécificités du marché bancaire et du marché obligataire. Nous terminons avec la présentation des résultats et les conclusions que l'on peut tirer de leur interprétation.

Les tests économétriques traditionnels sont conçus pour des séries stationnaires. Nous devons donc nous assurer que nos variables sont stationnaires, notamment qu'elles ne contiennent pas de racine unitaire. Pour ce faire, nous procédons au test de Durbin-Watson et au test élargi de Dickey et Fuller (ADF). Les résultats, accompagnés d'une description des séries, sont présentés dans l'appendice 2.

On peut constater que l'hypothèse de racine unitaire ou de non-stationnarité est acceptée pour presque toutes les séries exprimées en niveaux et rejetée lorsqu'elles sont exprimées en différences premières. Notre modèle devra donc être spécifié en différences, ce qui implique la perte d'une partie de l'information contenue dans les niveaux. Il

nous reste cependant à tester si certaines variables non stationnaires sont cointégrées entre elles, ce qui nous permettrait de transformer le modèle en différences en modèle à correction d'erreurs et de récupérer ainsi une partie de l'information perdue.

Sur la base des considérations de la deuxième partie, nous faisons l'hypothèse qu'il existe une relation de cointégration entre le rendement de l'Ecu r_t^E , le rendement du panier r_t^P , la composante structurelle du marché (marché bancaire: financement en monnaies composantes com_t ; marché obligataire: taille moyenne des émissions $tail2_t$) et la dispersion des taux d'intérêt à l'intérieur du SME. Cette dernière variable n'étant censée jouer un rôle que depuis 1990, elle est assortie d'une variable instrumentale dum_t ayant une valeur nulle jusqu'en 1989 et unitaire depuis 1990. Nous obtenons les équations de long terme suivantes pour les marchés bancaire et obligataire:

$$r_t^{Eban} = a \cdot r_t^{Pban} + b \cdot com_t + d \cdot dum_t \cdot SME_t + C + \varepsilon_t^{li}$$

$$r_t^{Eobl} = a \cdot r_t^{Pobl} + b \cdot tail2_t + d \cdot dum_t \cdot SME_t + C + \varepsilon_t^{li}$$

Il est probable que le coefficient a multipliant le rendement du panier soit très proche de 1. Nous avons

Tableau 2: Résultats des estimations pour les équations de long terme

	r_t^{Pban}	com_t	SME_t	C	R^2	D.W.	racine unitaire des résidus	
							D.W.	ADF
Marché bancaire (01.1983-12.1993)	1.00	3.45 (11.4)	0.080 (5.5)	-0.23 (-5.8)	0.99	0.66	RR	RR
	1.01 (94)	3.43 (11.5)	0.082 (5.3)	-0.26 (-2.8)	0.99	0.59	RR	RR
	r_t^{Pban}	$tail2_t$	SME_t	C	R^2	D.W.	racine unitaire des résidus	
							D.W.	ADF
Marché obligataire (06.1986-12.1993)	1.00	-0.0014 (-11.3)	0.117 (5.5)	0.011 (-0.5)	0.97	0.43	R	RR
	1.00 (225)	-0.0014 (-8.2)	0.117 (8.0)	0.015 (0.5)	0.97	0.41	R	RR

Les valeurs entre parenthèses représentent la valeur de t . Elles ne figurent ici qu'à titre indicatif car elles sont biaisées par la présence de séries non stationnaires dans la régression. Les symboles R et RR signifient que l'hypothèse de racine unitaire ou de non-stationnarité est rejetée avec un seuil de confiance de 95%, respectivement 99%.

cependant fait nos estimations en fixant a arbitrairement à 1, puis en le laissant varier. Les résultats de nos estimations sont présentés dans le tableau 2.

D'après les tests de racine unitaire, les résidus $\hat{\varepsilon}_t^h$ de notre régression de long terme semblent être stationnaires, ce qui nous laisse penser que nos variables sont bien cointégrées. Nous pouvons donc construire notre modèle à correction d'erreurs, qui correspond à un modèle en différences dans lequel sont introduits les résidus stationnaires $\hat{\varepsilon}_{t-1}^h$ de la régression en niveaux retardés d'une période, ce qui nous permet de récupérer une partie de l'information de long terme.

Pour le marché bancaire, notre équation de court terme réunit les variables figurant dans l'équation de long terme, auxquelles on ajoute la prime liée à la reconstitution Δrec_i^{ban} , les causes de déséquilibres à court terme (variations des avoirs en Ecus des banques centrales Δab_i et variations de la taille des émissions en Ecus Δtai_i) et les résidus de la relation en niveaux.²¹

$$\Delta r_t^{Eban} = \alpha \cdot \Delta r_t^{Pban} + \beta \cdot \Delta com_t + \chi \cdot dum_t \cdot \Delta SME_t + \delta \cdot \Delta rec_t^{ban} + \kappa \cdot \Delta ab_t + \eta \cdot \Delta tai_t + \lambda \cdot \hat{\varepsilon}_{t-1}^h + \mu_t$$

Sur le marché obligataire, on procède de la même manière. L'équation de court terme contient les variables de la relation de long terme, auxquelles on ajoute la prime liée à la reconstitution, les facteurs de déséquilibres à court terme (variations des avoirs en Ecus des banques centrales Δab_i et variations du rendement des obligations en DM Δr_t^{DM}) et les résidus de la relation en niveaux. Comme nous ne savons pas si la reconstitution est un phénomène à court ou à long terme, nous proposons deux spécifications. La première contient la prime liée à la reconstitution calculée sur le court terme Δrec_i^{obl} .²² Nous faisons ici l'hypothèse que la reconstitution n'a un impact sur le rendement de l'Ecu que dans les quelques mois qui la précèdent:

$$\Delta r_t^{Eobl} = \alpha \cdot \Delta r_t^{Pobl} + \beta \cdot \Delta tai|2_t + \chi \cdot dum_t \cdot \Delta SME_t + \delta \cdot \Delta rec_t^{obl} + \kappa \cdot \Delta ab_t + \eta \cdot \Delta r_t^{DM} + \lambda \cdot \hat{\varepsilon}_{t-1}^h + \mu_t$$

Dans la deuxième version de notre modèle figure la reconstitution calculée sur le long terme

Δrec_i^{obl} .²³ Dans ce cas, nous supposons qu'une reconstitution, même lointaine, exerce une influence sur le rendement de l'Ecu:

$$\Delta r_t^{Eobl} = \alpha \cdot \Delta r_t^{Pobl} + \beta \cdot \Delta tai|2_t + \chi \cdot dum_t \cdot \Delta SME_t + \delta \cdot \Delta rec_t^{obl} + \kappa \cdot \Delta ab_t + \eta \cdot \Delta r_t^{DM} + \lambda \cdot \hat{\varepsilon}_{t-1}^h + \mu_t$$

Comme dans le cas de la régression en niveaux, nous avons procédé à nos estimations en fixant α égal à 1, puis en le laissant varier. Les résultats sont présentés dans le tableau 3.

Pour les deux marchés, les résultats de nos estimations semblent confirmer les hypothèses faites sur les différents facteurs pouvant expliquer le rendement des instruments en Ecu et ses divergences par rapport à celui du panier. Le rendement du panier est certes l'élément fondamental permettant d'expliquer l'évolution du rendement de l'Ecu, comme le montrent son coefficient proche de 1 et les valeurs de t élevées. Cependant, tous les autres facteurs que nous avons mentionnés jouent dans notre modèle un rôle significatif conforme aux hypothèses et permettent de mieux expliquer l'évolution du rendement de l'Ecu.²⁴

²¹ Pour le marché bancaire, la prime liée à la reconstitution correspond à la différence entre les équations 6 et 3.

²² Pour le marché obligataire, la prime formulée sur le court terme est calculée de la manière suivante. Nous supposons que les investisseurs ne prennent en compte la reconstitution que dans les douze mois précédant cette dernière, c'est-à-dire lorsque l'effet global de la reconstitution (différence entre le rendement basé sur les nouveaux poids effectivement attribués et le rendement basé sur les anciens poids calculés le jour de la reconstitution) dépasse la volatilité calculée sur la période correspondante. Aucune information n'ayant été divulguée par la Communauté avant l'annonce officielle de la reconstitution, nous considérons arbitrairement que la prime exigée par les investisseurs correspond à l'effet global de la reconstitution divisé par le nombre de mois à courir jusqu'à la reconstitution. La reconstitution de 1989 n'est entrée en vigueur qu'en septembre mais les poids avaient déjà été annoncés en juin de cette même année.

²³ Pour la prime calculée sur le long terme, nous faisons l'hypothèse que la reconstitution ramène le poids des monnaies à leur valeur initiale (voir équation 6, section 2.1). Pour les douze mois précédant la reconstitution, nous ajoutons l'effet lié à l'introduction des nouvelles monnaies. Celui-ci est calculé sur la base des poids attribués aux nouvelles monnaies, puis divisé par le nombre de mois à courir jusqu'à la reconstitution.

²⁴ Cela se traduit par une baisse de 35% de la variation non expliquée par rapport à la simple relation rendement de l'Ecu - rendement du panier (voir partie 1).

Tableau 3: Résultats des estimations pour les équations de court terme

	Δr_t^{pan}	Δcom_t	ΔSME_t	Δrec_t^{ban}	Δab_t	Δtai_t	$\hat{\varepsilon}_{t-1}^H$	R^2	D.W. [90-93]
Marché bancaire (01.1983-12.1993)	1.00	2.81	0.09	0.47	-0.0204	-0.0001	-0.257	0.90	1.76
		(2.64)	(2.21)	(3.35)	(-2.99)	(-2.64)	(-4.23)		[1.73]
	0.97	2.24	0.10	0.44	-0.0212	-0.0001	-0.264	0.90	1.74
	(31.83)	(2.12)	(2.44)	(3.10)	(-3.10)	(-2.58)	(-4.41)		[1.71]
	Δr_t^{obl}	$\Delta tai2_t$	ΔSME_t	Δrec_t^{obl}	Δab_t	Δr_t^{DM}	$\hat{\varepsilon}_{t-1}^H$	R^2	D.W. [90-93]
Marché obligataire Recomposition à court terme (06.1986-12.1993)	1.00	-0.007	0.123	0.953	-0.014	0.264	-0.138	0.87	1.84
		(-2.03)	(3.30)	(3.73)	(-2.16)	(4.19)	(-2.60)		[1.84]
	0.94	-0.007	0.131	0.920	-0.015	0.320	-0.114	0.87	1.84
	(12.22)	(-2.14)	(3.21)	(3.54)	(-2.27)	(3.21)	(-2.59)		[1.84]
	Δr_t^{obl}	$\Delta tai2_t$	ΔSME_t	Δrec_t^{obl}	Δab_t	Δr_t^{DM}	$\hat{\varepsilon}_{t-1}^H$	R^2	D.W. [90-93]
Marché obligataire Recomposition à long terme (06.1986-12.1993)	1.00	-0.007	0.105	0.572	-0.014	0.264	-0.141	0.86	1.67
		(-1.98)	(2.66)	(2.65)	(-2.09)	(3.99)	(-2.54)		[1.57]
	0.93	-0.007	0.115	0.543	-0.015	0.33	-0.140	0.86	1.68
	(11.51)	(-2.05)	(2.80)	(2.47)	(-2.24)	(3.25)	(-2.55)		[1.57]

Les valeurs entre parenthèses représentent les valeurs de t. Les valeurs figurant entre crochets représentent le D.W. pour la période 90-93.

Sur le marché bancaire, on constate que le rendement de l'Ecu est une fonction croissante de la part du financement des banques en monnaies composantes, de la dispersion des taux d'intérêt à l'intérieur du SME et de la prime liée à la recomposition. L'influence des déséquilibres à court terme est conforme aux hypothèses.

Sur le marché obligataire, on peut observer que le rendement de l'Ecu est une fonction décroissante de la taille moyenne des émissions et une fonction croissante de la dispersion des taux d'intérêt à l'intérieur du SME. On obtient de meilleurs résultats lorsque la recomposition est formulée sur le court terme que sur le long terme. Enfin, les hypothèses quant à l'influence des déséquilibres à court terme sont également vérifiées.

Pour les deux marchés, les résidus de la régression de long terme jouent un rôle significatif dans l'équation de court terme et ont un coefficient négatif. On peut donc penser que notre relation de court terme tend vers la relation de long terme et que les varia-

bles figurant notre relation de long terme sont bien cointégrées entre elles.²⁵

Nous n'avons pu expliquer que partiellement les divergences du rendement de l'Ecu par rapport à celui du panier. Les valeurs de D.W. nous montrent cependant que les divergences ne sont plus que faiblement autocorrélées entre elles, y compris pour la période 1990-93.²⁶

Conclusions

Dans cette étude nous avons tenté d'expliquer le rendement des instruments en Ecus et ses divergences par rapport au rendement du panier des monnaies composantes.

Nous avons constaté qu'en dépit des arbitrages, le rendement de l'Ecu peut diverger durablement du

²⁵ La cointégration semble toutefois mieux assurée pour le marché bancaire que pour le marché obligataire.

²⁶ Une partie de la variation inexpliquée peut être attribuée à l'impossibilité de reproduire exactement l'Ecu à l'aide du panier et aux coûts élevés d'arbitrage.

rendement du panier. Ces écarts ont pris un intérêt particulier depuis les années quatre-vingt-dix parce qu'ils ont coïncidé avec de grands bouleversements au niveau de la coopération monétaire européenne.

Nous avons donc recherché les différences qu'il pouvait y avoir entre l'Ecu et le panier afin de mettre en évidence des facteurs susceptibles d'expliquer leurs divergences de rendement. Nous avons ensuite essayé de déterminer empiriquement l'influence de ces facteurs dans le cadre d'un modèle à correction d'erreurs appliqué aux marchés bancaire et obligataire en Ecus.

La première distinction entre l'Ecu et le panier a trait au risque de reconstitution. L'investisseur qui achète le panier est certain que les quantités de monnaies nationales qui le composent ne changeront pas. L'Ecu ne garantissait pas cette stabilité puisque sa composition en monnaies nationales pouvait être modifiée tous les cinq ans par la Communauté. La reconstitution s'étant toujours soldée par une augmentation du poids des monnaies à rendement élevé, son anticipation peut avoir amené les investisseurs à relever durablement leurs exigences de rendement au-dessus du rendement du panier basé sur une composition constante. Les fluctuations du rendement de l'Ecu autour de celui du panier ont ainsi souvent été expliquées par les variations du risque de reconstitution, même lorsque cette dernière ne se profilait qu'à un horizon lointain. Pourtant, l'existence d'une influence à long terme de la reconstitution semble théoriquement et empiriquement peu probable. Par contre, le risque de reconstitution exerce un impact évident sur le rendement de l'Ecu dans les douze mois précédant la reconstitution.

Appendice 1

Pour montrer l'impact de la reconstitution, on peut utiliser un Ecu simplifié, composé d'une quantité w d'une monnaie ne servant pas d'intérêt et d'une quantité $1-w$ d'une monnaie servant un intérêt r . Sans reconstitution, le rendement d'une obligation à coupon zéro d'échéance T correspond à:²⁷

$$r_T^p = \left(w + \frac{1-w}{(1+r)^T} \right)^{(-1/T)} - 1 \quad (7)$$

Supposons que la reconstitution intervient immédiatement et entraîne une diminution de b du poids de la monnaie sans rendement et une augmentation de b de la monnaie à rendement r . Dans ce cas, la prime

²⁷ Voir l'analogie avec l'équation (3) de la partie 1.

En second lieu, l'Ecu et les monnaies composantes diffèrent dans la mesure où ils subissent des conditions et des comportements spécifiques au marché dans lequel ils sont ancrés. Empiriquement, nous avons pu mettre en évidence que l'évolution à long terme de la structure des marchés des instruments en Ecus et les déséquilibres à court terme qui peuvent s'y produire expliquent les divergences entre le rendement de l'Ecu et celui du panier.

Enfin, la position de l'Ecu face aux monnaies composantes semble également avoir été modifiée par les bouleversements qu'a connus la coopération monétaire européenne. Si l'Union monétaire se réalise, l'Ecu bénéficiera du statut de monnaie unique alors que les monnaies nationales disparaîtront. Les «ponts» que la Communauté a lancés entre la future monnaie de l'Europe et l'Ecu privé actuel et l'aspect symbolique de l'Ecu pourraient donc avoir amené les investisseurs à opérer une discrimination entre l'Ecu et le panier des monnaies nationales depuis le début des années quatre-vingt-dix. Empiriquement, nous avons pu constater que la probabilité de réalisation de l'Union monétaire européenne, que nous avons mesurée par la dispersion des taux d'intérêt à l'intérieur du SME, exerce une influence significative sur les divergences entre le rendement de l'Ecu et celui du panier.

Notre modèle ne permet qu'une explication partielle des divergences entre le rendement de l'Ecu et celui des monnaies composantes. Il montre cependant que le marché opère une discrimination entre ces deux possibilités d'investissement sur la base de critères bien concrets. L'Ecu doit donc être envisagé dans une optique plus large que celle de simple panier de monnaies.

liée à la recombinaison sera égale à la différence entre le rendement basé sur les nouveaux poids et le rendement basé sur les anciens poids:

$$prime = (w - b + \frac{1-w+b}{(1+r)^T})^{-(1/T)} - (w + \frac{1-w}{(1+r)^T})^{-(1/T)} \quad (8)$$

On peut montrer que b influence positivement la prime en vérifiant que la dérivée de la prime par rapport à b est toujours positive à condition que toutes les variables soient plus grandes que zéro et que b soit plus petit que w :

$$\frac{dprime}{db} = -((1+r)^{-1-T}(1-w)(\frac{1-w}{(1+r)^T} + w)^{-1-1/T}) + (1+r)^{-1-T}(1+b-w)(-b + \frac{1+b-w}{(1+r)^T} + w)^{-1-1/T} > 0 \quad \text{si } w > b > 0 \text{ et } r, T > 0$$

On peut également montrer que r influence positivement la prime liée à la recombinaison en vérifiant que la dérivée par rapport à r est positive à condition que toutes les variables soient plus grandes que zéro et que b soit plus petit que w :

$$\frac{dprime}{dr} = -(\frac{(-1 + (1+r)^{-T})(-b + \frac{1+b-w}{(1+r)^T} + w)^{-1-1/T}}{T}) > 0 \quad \text{si } w > b > 0 \text{ et } r, T > 0$$

L'échéance T du titre exerce sur la prime un effet positif lorsque b est grand et T petit, mais négatif dans le cas contraire. Les contraintes mentionnées ci-dessus ne nous permettent en effet pas de signer la dérivée par rapport à T :

$$\begin{aligned} \frac{dprime}{dT} = & -(\frac{(1-w)(\frac{1-w}{(1+r)^T} + w)^{-1-1/T} \text{Log}[1+r]}{(1+r)^T T}) + \frac{(1+b-w)(-b + \frac{1+b-w}{(1+r)^T} + w)^{-1-1/T} \text{Log}[1+r]}{(1+r)^T T} \\ & - \frac{\text{Log}[\frac{1-w}{(1+r)^T} + w]}{T^2(\frac{1-w}{(1+r)^T} + w)^{1/T}} + \frac{\text{Log}[-b + \frac{1+b-w}{(1+r)^T} + w]}{T^2(-b + \frac{1+b-w}{(1+r)^T} + w)^{1/T}} \end{aligned}$$

Supposons maintenant que la recombinaison n'intervient pas immédiatement, mais dans k périodes. La prime devient:²⁸

$$prime = ((w + \frac{1-w}{(1+r)^k})(w - b + \frac{1-w+b}{(1+r)^{T-k}}))^{-(1/T)} - (w + \frac{1-w}{(1+r)^T})^{-(1/T)} \quad (9)$$

On peut observer que l'éloignement k de la recombinaison exerce généralement un effet négatif sur la prime. L'effet peut cependant devenir positif lorsque T est grand et que k est proche de 0. Les contraintes mentionnées ci-dessus ne nous permettent en effet pas de signer la dérivée par rapport à k .

$$\begin{aligned} \frac{dprime}{dk} = & -(((\frac{1-w}{(1+r)^k} + w)(-b + (1+r)^{k-T}(1+b-w) + w))^{-1-1/T}((1+r)^{k-T}(1+b-w) \cdot \\ & (\frac{1-w}{(1+r)^k} + w) \cdot \text{Log}[1+r] - \frac{(1-w)(-b + (1+r)^{k-T}(1+b-w) + w) \text{Log}[1+r]}{(1+r)^k})) / T) \end{aligned}$$

²⁸ Voir l'analogie avec l'équation (6) de la partie 2.

Appendice 2

Tableau 4: Tests de racine unitaire et description des séries

Symbole	Description	Tests de racine unitaire	
		D.W.	ADF
r_t^{Eban}	rendement de l'Ecu à un an observé sur l'euromarché bancaire (%, données mensuelles, Banque des règlements internationaux)	A	A (2)
Δr_t^{Eban}		RR	R (9)
r_t^{Pban}	rendement du panier à un an observé sur l'euromarché bancaire (%, d.m., estimation par l'auteur, données BRI)	A	A (2)
Δr_t^{Pban}		RR	R (7)
r_t^{Eobl}	rendement de l'Ecu pour les obligations à 10 ans (%, d.m., Paribas)	A	A (7)
Δr_t^{Eobl}		RR	R (6)
r_t^{Pobl}	rendement du panier d'obligations à 10 ans (%, d.m., Paribas)	A	A (12)
Δr_t^{Pobl}		RR	R (6)
com_t	part des avoirs en Ecus des banques financée en monnaies composantes (%, d.m., BRI)	A	A (0)
Δcom_t		RR	RR (2)
$tail_2_t$	taille moyenne des émissions d'obligations en Ecus calculée sur douze mois (millions d'Ecus, d.m., BRI)	A	A (14)
$\Delta tail_2_t$		RR	R (15)
SME_t	écart-type des taux d'intérêt à un an des monnaies du SME pondéré par leur poids dans l'Ecu (%, d.m., estimation par l'auteur, données BRI)	A	A (1)
ΔSME_t		RR	RR (0)
rec_t^{ban}	prime liée à la recomposition pour le marché bancaire (%, d.m., estimation par l'auteur, données BRI)	A	A (3)
Δrec_t^{ban}		RR	RR (4)
$crec_t^{obl}$	prime liée à la recomposition calculée sur le court terme pour le marché obligataire (%, d.m., estimation par l'auteur, données BRI)	A	A (7)
$\Delta crec_t^{obl}$		RR	RR (0)
$Irec_t^{obl}$	prime liée à la recomposition calculée sur le long terme pour le marché obligataire (%, d.m., estimation par l'auteur, données BRI)	A	A (7)
$\Delta Irec_t^{obl}$		RR	RR (10)
ab_t	avoirs en Ecus des banques centrales (équivalent milliards de dollars, d.m. interpolées par une fonction spline à partir des données trimestrielles de la BRI)	A	A (8)
Δab_t		RR	RR (14)
r_t^{DM}	rendement des obligations à 10 ans en DM (%, d.m., BRI)	A	A (11)
Δr_t^{DM}		RR	RR (7)

Le symbole A signifie que l'hypothèse de racine unitaire ou de non-stationnarité n'est pas rejetée. R et RR signifient que l'hypothèse est rejetée avec un seuil de confiance de 95%, respectivement 99%. Les valeurs entre parenthèses représentent le nombre de retards utilisés dans les tests ADF.

Bibliographie

Allen Polly Reynolds. (1990). The private Ecu Markets, What They Are, Why They Exist, and Where They May Go. *Journal of Banking and Finance*, 1990.

Chahuzac Antoine, Fitoussi Bertrand. (1991). ECU-Renditenberechnung. *Zeitschrift für das gesamte Bank- und Börsenwesen*, 12/1991, 39. Jahrgang, hrs. Österr. Bankwissenschaftliche Gesellschaft, S. 885–896.

Garber Peter M. (1992). The private Ecu: A currency floating on gossamer wings. *NBER Working Papers Series*, Working Paper No. 4017, March 1992.

Girard Jacques and Steinherr Alfred. (1989). The Ecu: A currency unlike any other, *European Investment Bank Papers*, no. 10.

Graham Bishop. (1991). European Business Analysis, Eculand – The Thirteenth Member of the EC? *Salomon Brothers*, April 11, 1991, 11 S.

Graham Bishop. (1991). Economic and Market Analysis, 1992 and Beyond, Visits to Eculand – Reflections Upon Financial System. *Salomon Brothers*, September 1991, 18 S.

IFR Books. (1991). *A guide to the Ecu financial markets*, 222 S.

Johnson Christopher. (1991). *Ecu, the currency of Europe*. Euromoney publications, 260 S.

Jurgensen Philippe. (1991). *Naissance d'une monnaie*, 344 S.

Klein Martin and Müller Sigrid M. (1992). Ecu interest rates and Ecu basket adjustments: An arbitrage pricing approach. *Journal of Banking and Finance*, 16, 1992, S. 137–153.

Le Cacheux Jacques, Mathieu Catherine et Sterdyniak Henri. (1992). Maastricht: les enjeux de la monnaie unique. *Problèmes économiques*, No 2.274, 7 mai 1992, S. 10–18.

Paolo Kind. (1991). Bond Market Research/International Relative Values, Redefining the Ecu – Arbitrage Opportunities in the Ecu Market. *Salomon Brothers*, July 29, 1991, 12 S.

San Paolo Bank Holding. (1992). Continuity and innovation in the transition from the “old” Ecu to the “new” Ecu: Legal and economic implications. *ECU Newsletter*, March 1992, S. 12–20.

San Paolo Bank Holding. (1991). Is the Ecu erratic or forward-looking? Ecu Synthetic and Actual Yields: An investigation across maturities. *ECU Newsletter*, August 1991, S. 9–14.

Schweizerischer Bankverein. (1985). *L'Ecu, Monnaie de Placement*, Juli 1985, 103 S.

Steinherr Alfred and Girard Jacques. (1992). Derivation of theoretical Ecu yields. *Journal of Banking and Finance*, 16, 1992, S.1005–1013.

Tsoukis Christopher. (1993). Basket recomposition and the market – theoretical ECU interest rate differential. *Applied Financial Economics*, September 1993, S. 205–216.

Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

Senkung des Diskontsatzes

Mit Wirkung ab 15. April 1994 senkte die Nationalbank den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 3,5%.

Réduction du taux de l'escompte

La Banque nationale a ramené son taux de l'escompte de 4% à 3,5% avec effet au 15 avril 1994.