

SNB  
BNS+

---

**Geld, Währung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 1  
März / mars 1991**

**9. Jahrgang / 9e année**

---



## Inhalt / Table des matières

---

Übersicht	5
Sommaire	6
Sommario	7
Abstracts	8
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	9
Situation économique et monétaire	37
<hr/>	
Markus Lusser: Die Schweiz und Europa – Gedanken zur Integration aus monetärer Sicht	65
<hr/>	
Werner Hermann: Ziele eines Börsengesetzes: ein Diskussionsbeitrag aus ökonomischer Sicht	75
<hr/>	
Catherine Marrel: Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1989	89
Les investissements directs suisses à l'étranger en 1989	93
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	97
Chronique monétaire	97

---



## Übersicht

---

### **Wirtschafts- und Währungs Lage (S. 9–35)**

Im vierten Quartal 1990 schwächte sich das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern ab. In den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien verschärfen sich die Rezessionstendenzen, und in vielen Ländern stagnierte die Wirtschaft. Eine Ausnahme bildeten die westdeutsche und die japanische Wirtschaft, die weiter expandierten. Als Folge des schwächeren Wirtschaftswachstums nahm die durchschnittliche Arbeitslosenquote im OECD-Raum zu. Die massive Verteuerung des Erdöls löste zu Beginn des Quartals in den meisten Industrieländern einen neuen Teuerungsschub aus. Gegen Jahresende ging die OECD-Teuerung indessen wieder leicht zurück. Angesichts der konjunkturellen Abschwächung lockerten die amerikanischen Währungsbehörden ihren geldpolitischen Kurs im vierten Quartal deutlich. Die meisten übrigen Länder, insbesondere die deutsche und die japanische Zentralbank, setzten dagegen ihre restriktive Geldpolitik fort.

Auch in der Schweiz verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal deutlich. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorjahresperiode um 1,4% zu (3. Quartal: 3%). Trotz des geringeren Wirtschaftswachstums stieg die Beschäftigung beinahe so stark wie im Vorquartal, da dem langsameren Beschäftigungszuwachs in der Industrie eine unverändert kräftige Ausweitung im Dienstleistungssektor gegenüberstand. Die Teuerung stieg weiter. Der Landesindex der Konsumentenpreise erhöhte sich im vierten Quartal um 5,9%. Im Januar und Februar betrug die Jahresteuerung 5,5% bzw. 6,2%. Die Nationalbank nützt seit August 1990 den geldpolitischen Spielraum vorsichtig aus, der sich aus der festeren Haltung des Schweizer Frankens auf den Devisenmärkten ergab. Als Folge dieser Politik gingen die kurzfristigen Zinssätze zwischen August 1990 und Februar 1991 leicht zurück. Für das erste Quartal 1991 erwartet die Nationalbank, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge durchschnittlich 28,95 Mrd. Franken betragen wird. Im Januar und Februar lag sie über dem prognostizierten Wert und übertraf damit den Stand des vierten Quartals deutlich.

### **Die Schweiz und Europa – Gedanken zur Integration aus monetärer Sicht (S. 65–73)**

Die wirtschaftliche Union Europas fusst auf den Prinzipien freier Märkte, des Wettbewerbs und stabiler makroökonomischer Rahmenbedingungen. Ein EWR-Vertrag würde der Schweiz im Bereich des Kapitalverkehrs und der Finanzdienstleistungen kaum Schwierigkeiten bieten, obwohl noch einige Hemmnisse bestehen. Darüber hinaus ist die Schweiz aber auch mit dem Europäischen Währungssystem und der von der EG geplanten Währungsunion konfrontiert. Damit stellt sich zwangsläufig die Frage nach dem zweckmässigen Wechselkurssystem.

### **Ziele eines Börsengesetzes: ein Diskussionsbeitrag aus ökonomischer Sicht (S. 75–88)**

Der Artikel betrachtet das Thema eines Börsengesetzes aus volkswirtschaftlicher Sicht. Die Bedeutung der Börse für die Volkswirtschaft wird dargestellt und ein Ziel eines Börsengesetzes abgeleitet. Als Kriterium der Zielkonformität wird ein möglichst hoher Wert der gehandelten Papiere vorgeschlagen. Nach der Behandlung des Problems des Marktversagens werden konkrete Massnahmen diskutiert. Es wird aufgezeigt, dass Massnahmen, die im ersten Augenblick bestechen, zum Teil langfristig sogar schädlich sein können. Massnahmen, die auf Freiwilligkeit beruhen, sind dagegen erfolgversprechend.

### **Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland 1989 (S. 89–92)**

Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland erreichten mit 12,8 Mrd. Franken das Vorjahresniveau, obwohl im Gegensatz zum Vorjahr keine Grossbeteiligungen oder -übernahmen im Ausland getätigt wurden. Der Trend zu vermehrten Investitionen im Dienstleistungsbereich setzte sich fort. Ende Jahr betrug der Kapitalbestand der schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland 81,4 Mrd. Franken. Die Zahl der Beschäftigten in den Betriebsstätten im Ausland nahm mit 5,5% stärker zu als die Zahl der Beschäftigten in der Schweiz (1,1%), sie betrug Ende Jahr rund 941000 Personen.

## Sommaire

---

### **Situation économique et monétaire (p. 37–64)**

Au quatrième trimestre de 1990, la croissance économique a faibli dans les pays industrialisés. La tendance à la récession s'est renforcée aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, et l'économie a stagné dans de nombreux autres pays. Seuls l'Allemagne de l'Ouest et le Japon ont encore enregistré une expansion. Du fait du ralentissement de la croissance économique, le taux moyen de chômage a augmenté dans la zone de l'OCDE. La hausse massive des prix du pétrole a engendré, au début du quatrième trimestre, une nouvelle poussée de renchérissement dans la plupart des pays industrialisés. En fin d'année, celui-ci a toutefois fléchi légèrement. Pour contrer l'affaiblissement de la conjoncture, les autorités monétaires américaines ont assoupli nettement leur politique au quatrième trimestre. La plupart des banques centrales des autres pays, notamment la Banque fédérale d'Allemagne et la Banque du Japon, ont par contre poursuivi leur politique restrictive.

En Suisse également, la croissance de l'économie s'est ralentie sensiblement au quatrième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,4%, contre 3% au troisième trimestre. Malgré ce ralentissement, l'emploi a progressé presque au même rythme qu'au trimestre précédent; car, si sa croissance a faibli dans l'industrie, elle est restée soutenue dans les services. Le renchérissement s'est encore accéléré, puisque la croissance de l'indice des prix à la consommation a passé à 5,9% au quatrième trimestre. En janvier et février, le taux annuel d'inflation atteignait 5,5% et 6,2%. A partir du mois d'août 1990, la Banque nationale a mis prudemment à profit, dans la conduite de sa politique monétaire, la marge de manoeuvre que lui a donnée l'évolution plus ferme du franc suisse sur les marchés des changes. Par conséquent, les taux à court terme ont fléchi légèrement d'août 1990 à février 1991. Pour le premier trimestre de 1991, la Banque nationale table sur un volume de monnaie centrale dessaisonnalisée de 28,95 milliards de francs en moyenne.

### **La Suisse et l'Europe – Un point de vue monétaire sur l'intégration (p. 65–73)**

L'union économique de l'Europe se fonde sur les principes de marchés libres et de libre concurrence ainsi que sur des conditions-cadres stables au niveau macro-économique. Un traité sur l'EEE n'occasionnerait guère de problèmes à la Suisse en matière de mouvements de capitaux et de services financiers, même si certains obstacles devraient encore être surmontés. Notre pays se trouve en outre confronté au Système monétaire européen et à l'union monétaire que prévoit la CE. La question du système de change le plus adéquat se pose alors inévitablement.

### **Les objectifs d'une loi sur les bourses – Un point de vue économique (p. 75–88)**

Cet article aborde le thème d'une loi sur les bourses sous l'angle économique. Il traite de l'importance des bourses pour l'économie et, partant, d'un objectif parmi ceux que doit viser une loi les concernant. Tendre à une valeur aussi élevée que possible des papiers négociés est le critère proposé pour cet objectif. Outre le problème des dysfonctionnements des marchés, des mesures concrètes sont également présentées. Il est par ailleurs montré dans cet article que des mesures de prime abord séduisantes peuvent même parfois s'avérer dommageables à plus long terme. En revanche, des mesures fondées sur une adhésion volontaire ont plus de chance d'être couronnées de succès.

### **Les investissements directs suisses à l'étranger en 1989 (p. 93–96)**

Les investissements directs suisses à l'étranger ont atteint 12,8 milliards de francs en 1989, soit le même niveau qu'en 1988. Aucune grosse opération – prise de participation ou acquisition de société – n'a été effectuée à l'étranger en 1989, au contraire de l'année précédente. La part des investissements dans le secteur des services a continué de s'accroître. A la fin de 1989, le montant des capitaux d'investissement direct à l'étranger atteignait 81,4 milliards de francs, et, dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger, l'effectif du personnel s'élevait à 941 000.

## Sommario

---

### **Situazione economica e monetaria (p. 9-64)**

Durante il quarto trimestre del 1990, la crescita economica dei paesi industrializzati si fece più debole. Negli Stati Uniti e nella Gran Bretagna si accentuarono le tendenze alla recessione e in parecchi paesi si ebbe un ristagno della congiuntura. Costituirono un'eccezione l'economia della Germania occidentale e quella del Giappone, che continuarono ad espandersi. In seguito al rallentamento della crescita economica, aumentò il tasso medio di disoccupazione nei paesi dell'OCSE. All'inizio del trimestre, il massiccio rincaro del petrolio provocò spinte inflazionistiche nella maggior parte dei paesi industrializzati. Verso la fine dell'anno, tuttavia, il rincaro nella zona dell'OCSE calò lievemente. Dato l'indebolimento della congiuntura statunitense, nel quarto trimestre la Riserva federale allentò sensibilmente la politica monetaria. Le banche centrali della maggior parte degli altri paesi, segnatamente quella tedesca e quella giapponese, mantennero invece una politica restrittiva.

Anche nella Svizzera la crescita economica subì un netto rallentamento durante il quarto trimestre dell'anno. Il prodotto interno lordo crebbe dell'1,4% (3° trimestre: 3%) per rapporto allo stesso periodo dell'anno precedente. Nonostante la modesta crescita economica, il grado d'occupazione aumentò quasi quanto nel trimestre precedente, poichè al minore incremento dell'occupazione nell'industria si opponeva ancora una forte crescita nel settore dei servizi. Il rincaro continuò a aumentare: nel corso del quarto trimestre, l'indice nazionale dei prezzi al consumo salì del 5,9%. Nei mesi di gennaio e febbraio, il rincaro su dodici mesi fu del 5,5% e del 6,2%. Dall'agosto del 1990, la Banca nazionale sfrutta con cautela il margine di manovra concesso dal rafforzamento del franco svizzero. Per conseguenza, tra l'agosto del 1990 ed il febbraio del 1991, i tassi d'interesse a breve termine diminuirono leggermente. Per il primo trimestre, la Banca nazionale prevede un volume medio della base monetaria destagionalizzata di 28,95 miliardi di franchi. In gennaio e febbraio la base monetaria fu maggiore del previsto, superando nettamente il livello e del quarto trimestre 1990.

### **La Svizzera e l'Europa – l'integrazione nell'ottica monetaria (p. 65-73)**

L'unione economica dell'Europa si fonda sui principi del libero mercato, della concorrenza e della stabilità delle condizioni macroeconomiche. Per quanto attiene alla circolazione di capitali e di servizi nel settore finanziario, un accordo sullo Spazio economico europeo non porrebbe alla Svizzera grandi difficoltà, benchè sussistano ancora alcuni ostacoli. La Svizzera si vede inoltre confrontata al Sistema monetario europeo e alla progettata unione monetaria delle CE. E' perciò necessario sollevare il problema di quale sia il sistema dei cambi più adeguato.

### **Obiettivi di una legge sulla borsa: contributo alla discussione dal punto di vista economico (p. 75-88)**

In quest'articolo si considera l'argomento della legge sulle borse secondo criteri economici. Vi si illustra il significato della borsa per l'economia nazionale e se ne deduce lo scopo di una legge in merito. Il valore dei titoli negoziati viene proposto quale criterio per l'adeguatezza della legge al suo scopo. Trattata la questione del mancato funzionamento del mercato, si discutono provvedimenti concreti e si mostra come misure a prima vista valide possano, a lungo termine, rivelarsi addirittura pregiudizievoli. Quelle fondate sulla libera scelta promettono invece esiti positivi.

### **Investimenti diretti svizzeri all'estero nel 1989 (p. 89-96)**

Con una somma di 12,8 miliardi di franchi, gli investimenti diretti svizzeri all'estero mantennero il livello del 1988, benchè, contrariamente a tale periodo, non includessero importanti partecipazioni o rilevamenti all'estero. Proseguì la tendenza a maggiori investimenti nel settore dei servizi. Alla fine dell'anno, gli investimenti diretti svizzeri all'estero ammontavano a 81,4 miliardi di franchi. L'occupazione aumentò maggiormente negli stabilimenti esteri (5,5%) che in Svizzera (1,1%). Alla fine del 1990, gli occupati negli stabilimenti esteri erano 941000.

## Abstracts

---

### **Economic and monetary developments (pp. 9–64)**

In the fourth quarter of 1990, economic growth in the industrialised countries slowed down. In the United States and in Britain recessionary trends became more pronounced, and numerous countries suffered from stagnating economies. Exceptions to the rule were West Germany and Japan, which continued to see economic expansion. In the OECD countries, a weakening of economic growth led to a rise in the average unemployment rate. The massive increase in the price of oil gave a new boost to inflation in most industrialised countries at the beginning of the quarter. Nevertheless, near the end of the year inflation in the OECD countries again declined somewhat. The economic downturn induced the US monetary authorities to considerably relax the monetary reins in the fourth quarter. By contrast, most other countries, notably the German and Japanese central banks, adhered to their restrictive monetary course.

In Switzerland, too, economic growth slowed down perceptibly in the fourth quarter. Real gross domestic product expanded by 1.4% compared to the year-earlier level (3rd quarter: 3%). Despite weaker economic growth, employment levels moved up almost as vigorously as in the previous quarter since a slower rise in the number of employed persons in industry was offset by an uninterrupted marked expansion in the services sector. Inflation continued to mount. The national consumer price index soared by 5.9% in the fourth quarter. In January and February, the annual inflation rate stood at 5.5% and 6.2% respectively. Since August 1990 the Swiss National Bank has been cautiously exploiting the monetary leeway gained as a result of the increased firmness of the Swiss franc in the foreign exchange markets. Short-term interest rates consequently receded slightly between August 1990 and February 1991. The Swiss National Bank expects the seasonally-adjusted monetary base to average Sfr 28.95 billion in the first quarter of 1991. In January and February it exceeded the forecast figure, thus clearly surpassing the fourth-quarter level.

### **Switzerland and Europe – Considering integration from a monetary point of view (pp. 65–73)**

The economic union of Europe bases on the principles of free markets, competition and a stable macro-economic framework. An EES agreement would hardly cause Switzerland any difficulties in the field of capital movements and financial services even though a few obstacles still exist. Switzerland is, however, also confronted with the European Monetary System and the monetary union planned by the EC. This automatically raises the question of a viable exchange rate system.

### **Goals of a stock exchange law: an economic point of view (pp. 75–88)**

This article deals with an envisaged stock exchange law from an economic point of view. It describes the significance of the stock exchange for the economy and discusses possible goals of a stock exchange law which protects the interests of the investor. The criterion suggested for achieving this aim is as high a value as possible of the traded securities. After dealing with the problem of market failure, specific measures are discussed. It is shown how measures which seem convincing at first sight may even turn out to be damaging in the long run. Voluntary measures, on the other hand, promise to be more successful.

### **Switzerland's direct investments abroad in 1989 (pp. 89–96)**

In 1989, at Sfr 12.8 billion, Switzerland's direct investments abroad reached the previous year's level even though – other than in 1988 – there were no major acquisitions or takeovers in foreign countries. The trend towards increased investments in the services sector continued. At the end of the year, total capital constituting Switzerland's direct investments abroad amounted to Sfr 81.4 billion. The number of employed persons in business establishments abroad rose by 5.5%, bringing the total to 941000 at the end of the year; this exceeds the rate of increase in the level of employed persons in Switzerland (1.1%).

# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 8. März 1991\*

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

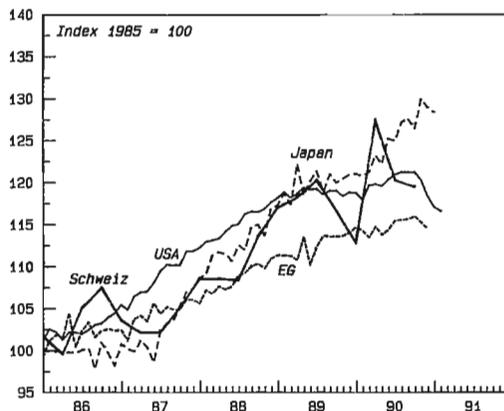
### 1. Ausland

#### Konjunktorentwicklung

Im vierten Quartal 1990 schwächte sich das Wirtschaftswachstum im OECD-Raum deutlich ab, und in den meisten Ländern verschlechterten sich die konjunkturellen Aussichten. Konjunkturdämpfend wirkte auch die Krise am Persischen Golf und die damit verbundene Unsicherheit über die Entwicklung der Erdölpreise. Bei einem insgesamt merklich langsameren Wachstum entwickelte sich die Konjunktur in den einzelnen Ländern jedoch unterschiedlich. Während die westdeutsche und die japanische Wirtschaft weiter expandierten, verschärfen sich die rezessiven Tendenzen im angelsächsischen Raum. In den Vereinigten Staaten nahm das reale Bruttosozialprodukt deutlich ab, und auch in Grossbritannien ist zum zweiten Mal hintereinander mit einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu rechnen. Die französische und die italienische Wirtschaft wiesen Stagnationstendenzen auf, wobei sowohl die Binnen- als auch die Auslandsnachfrage spürbar an Schwung verloren. Zwar profitierten beide Länder von der lebhaften Exportnachfrage aus Deutschland, doch vermochte dies die geringeren Bestellungen aus den Vereinigten Staaten, Grossbritannien und Südeuropa nicht auszugleichen.

Die unterschiedliche konjunkturelle Entwicklung verringerte die Aussenhandelsungleichgewichte der Industrieländer. In Japan und Deutschland nahmen die Importe infolge der kräftigen Binnen- nachfrage stärker zu als die Exporte, so dass der Leistungsbilanzüberschuss der beiden Länder

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

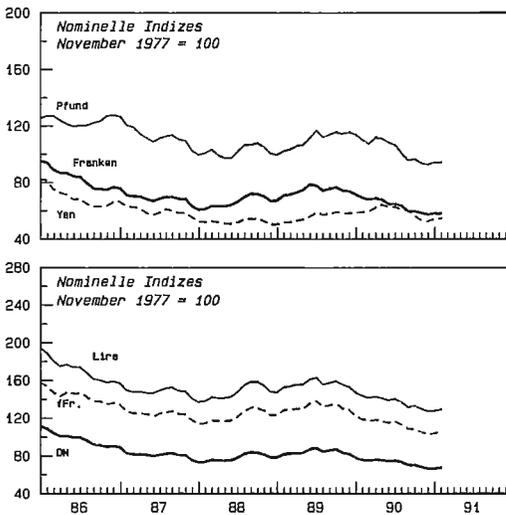
zurückging. Infolge der konjunkturbedingt schwächeren Importnachfrage sowie der höheren Ausfuhren nahmen auch die Defizite der amerikanischen und britischen Leistungsbilanz ab. Insgesamt wiesen Japan und Deutschland im Jahre 1990 einen deutlich geringeren Leistungsbilanzüberschuss auf, während das amerikanische und das britische Defizit leicht zurückgingen.

Als Folge des schwächeren Wirtschaftswachstums stagnierte die Beschäftigung in vielen Ländern, so dass die durchschnittliche Arbeitslosenquote im OECD-Raum zwischen September und Dezember von 6,1% auf 6,3% stieg. Besonders starkerhöhte sich die Zahl der Arbeitslosen in den Vereinigten Staaten und in Grossbritannien; aber auch in den meisten übrigen europäischen Ländern nahm sie leicht zu. In Westdeutschland ging die Arbeitslosenquote dagegen dank der anhaltend steigenden Beschäftigung zurück, während sich die Arbeitsmarktlage im östlichen Teil Deutschlands markant verschlechterte.

Die massive Erhöhung des Erdölpreises löste zu Beginn des vierten Quartals in den meisten Indu-

\* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im November und Dezember 1990 und Januar 1991 bekannt wurden.

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



strieländern einen neuen Teuerungsschub aus, und die durchschnittliche Inflationsrate im OECD-Raum stieg von 7,0% im September auf 7,4% im November. Gegen Jahresende sank in dessen die Teuerung in vielen Ländern wieder leicht, da das Erdöl wieder billiger wurde. Im Dezember betrug die Teuerung im OECD-Raum 7,2%. Da die Erdölnotierungen unmittelbar nach dem Ausbruch des Golfkrieges Mitte Januar 1991 stark sanken, kann im ersten Quartal 1991 mit einem weiteren Rückgang der OECD-Teuerung gerechnet werden.

### **Wirtschaftspolitik**

Die meisten Industrieländer setzten im vierten Quartal ihre restriktive Geldpolitik fort. Eine Ausnahme bildeten die amerikanischen Währungsbehörden, die ihren geldpolitischen Kurs im Herbst angesichts der konjunkturellen Abschwächung deutlich lockerten. Von Oktober bis Anfang Februar ging die Federal Funds Rate sehr deutlich zurück, wobei Mitte Dezember und Anfang Februar auch der offizielle Diskontsatz um je einen halben Prozentpunkt herabgesetzt wurde. Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank blieb dagegen vor dem Hintergrund der kräftigen Konjunktur restriktiv, so dass die kurzfristigen Zins-

sätze weiter stiegen. Ende Januar hob die Bundesbank ihren Diskont- und Lombardsatz um einen halben Prozentpunkt an, nachdem sie den offiziellen Lombardsatz bereits im November 1990 im selben Ausmass erhöht hatte. In Grossbritannien blieben die Zinssätze hoch, da die Schwäche des Pfundes innerhalb des Europäischen Währungssystems nach der Zinsreduktion Anfang Oktober keinen weiteren Spielraum für Zinssenkungen liess. Auch in Frankreich zogen die kurzfristigen Zinssätze gegen Jahresende leicht an, ohne dass die Banque de France indessen ihre Interventionssätze anpasste. Die Bank von Japan hielt an ihrer restriktiven Geldpolitik fest, so dass sich der steigende Zinstrend fortsetzte.

Gemäss Schätzungen der OECD nahm das gesamte Staatsdefizit der OECD-Länder (in Prozenten des Bruttosozialprodukts ausgedrückt) im Jahre 1990 erstmals seit 1983 wieder zu; es betrug 1,6%, gegenüber 1,1% im Jahre 1989. Ins Gewicht fielen vor allem die höheren Defizite Deutschlands und der Vereinigten Staaten. Im Jahre 1991 dürften die Staatsdefizite in vielen Ländern nochmals zunehmen, da die Steuereinnahmen angesichts der konjunkturellen Abschwächung tendenziell zurückgehen werden. Ausserdem bringt der Golfkrieg für die meisten grossen Industrieländer beträchtliche Mehrausgaben mit sich, die vermutlich nur teilweise durch Steuererhöhungen finanziert werden. In Deutschland erfordert zudem die Sanierung der ostdeutschen Wirtschaft hohe Ausgaben, die im ordentlichen Budget allerdings nicht zum Ausdruck kommen, sondern zum grössten Teil über Spezialfonds finanziert werden.

### **Devisenmarkt**

Der amerikanische Dollar beendete seine Talfahrt, die Anfang April 1990 begonnen hatte, und gewann gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer in den Monaten November 1990 bis Februar 1991 wieder etwas an Boden. Der Ausbruch des Golfkrieges am 16. Januar beeinflusste die Devisenmärkte kaum, während die Aktienkurse an der New Yorker Börse in der ersten Kriegswoche sprunghaft stiegen. Gegen Ende Januar brachte jedoch der massive Rückgang der

amerikanischen Zinssätze den Dollar vorübergehend unter Druck. Um den Kurs des Dollars zu stützen, intervenierten die Zentralbanken der grossen Industrieländer an den Devisenmärkten. Über die ganze Zeitspanne November bis Februar wertete sich der amerikanische Dollar gegenüber dem japanischen Yen und den Währungen des EWS leicht auf. Den grössten Kursgewinn erzielte er gegenüber dem Schweizer Franken (4,8%) und den geringsten gegenüber der italienischen Lira (1,7%). Obschon die täglichen Kursschwankungen des Dollars gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer unmittelbar vor Ausbruch des Golfkrieges etwas zunahmen, waren sie im Durchschnitt ungefähr gleich gross wie in den vier vorangegangenen Monaten; auf Jahresbasis schwankte der Dollar gegenüber den wichtigsten Währungen zwischen 10–13%.

Verglichen mit den Vorjahreswerten wurde der amerikanische Dollar in den Monaten von November 1990 bis Februar 1991 deutlich tiefer bewertet. Der Kursverlust betrug gegenüber den Währungen des EWS 12,8% bis 19,7%, gegenüber dem Schweizer Franken 18,1% und gegenüber dem japanischen Yen 8,9%.

Auf handelsgewichteter Basis verlor der Dollar im vierten Quartal nominal um 7,9% und real um 6,8% an Wert im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode. Demgegenüber lagen der Yen (nominal um 3,9%, real um 1,8%), die D-Mark (nominal um 3,6%, real um 0,9%) und der Schweizer Franken (nominal um 4,0%, real um 7,0%) über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Im Europäischen Währungssystem (EWS) mussten die italienische und die französische Zentralbank in den Monaten November 1990 bis Februar 1991 mehrmals intervenieren, um ihre Währungen innerhalb der Bandbreite des EWS zu halten. Das britische Pfund bewegte sich nach dem Beitritt Grossbritanniens zum Interventionsmechanismus des EWS am unteren Rand der Bandbreite.

### **Internationale Wirtschafts- und Währungsfragen**

Die gesamte Aussenschuld der Entwicklungsländer stieg im Jahre 1990 gemäss Schätzungen der Weltbank um 6% auf 1221 Mrd. Dollar. Der Zu-

wachs ist einerseits auf die vermehrte Kreditgewährung der öffentlichen Gläubiger und andererseits auf die Tieferebewertung des Dollars zurückzuführen, der den auf andere Währungen als den Dollar lautenden Teil der Aussenschuld ansteigen liess. Diese beiden Faktoren kompensierten die im Rahmen des Brady-Planes getroffenen Massnahmen zur Schuldenentlastung. Da einige Länder ihre Ausfuhren kräftig steigern konnten, nahm die gesamte Aussenschuld der Entwicklungsländer im Verhältnis zu ihren Exporten von 187% im Jahre 1989 auf 183% ab. Trotz dieser leichten Verbesserung blieb die Lage der meisten Schuldnerländer im vergangenen Jahr weiterhin prekär.

Die vom Internationalen Währungsfonds, der Weltbank, der OECD und der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung Ende 1990 veröffentlichte Studie zur Wirtschaftslage der Sowjetunion zeichnet ein düsteres Bild. Im Jahre 1990 vergrösserte sich das sowjetische Ertragsbilanzdefizit von 4 Mrd. Dollar auf schätzungsweise 14 Mrd. Dollar. Während die Währungsreserven zurückgingen, stiegen die Zahlungsrückstände gegenüber den westlichen Gläubigerländern auf mehr als 5 Mrd. Dollar. Die planwirtschaftliche Organisation brach zusammen, ohne dass an ihre Stelle ein marktwirtschaftliches Preissystem getreten wäre. Tauschhandel und Schwarzmärkte nahmen überhand. Gemäss dem Expertenbericht ist die Gewährung westlicher Finanzhilfe erst sinnvoll, wenn die unerlässlichen wirtschaftlichen Reformen eingeleitet sind. Bis dahin soll die westliche Hilfe auf volks- und betriebswirtschaftliche Beratung, die Finanzierung einiger spezieller Projekte sowie auf Nahrungsmittelhilfe beschränkt werden.

Ende Januar 1991 versuchte die sowjetische Regierung, den Geldüberhang in der Wirtschaft durch einen Währungsschnitt abzubauen, um dadurch insbesondere die sogenannte Schattenwirtschaft zu bekämpfen. Die beiden grössten Notenabschnitte von 50 und 100 Rubel wurden ausser Kraft gesetzt, wobei während einiger weniger Tage die alten Scheine bis zum Höchstbetrag von 1000 Rubel in neue Scheine umgetauscht werden konnten. Barabhebungen sind neu auf 500 Rubel pro Monat beschränkt, während bargeldlose Transaktionen in unbeschränkter Höhe durchgeführt werden können.

Mitte Dezember 1990 wurde in Rom die Regierungskonferenz der EG über die geplante Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) eröffnet; die Verhandlungen sollen bis mindestens Mitte 1991 dauern. Zur Diskussion stehen insbesondere der von den Zentralbankgouverneuren der EG-Länder ausgearbeitete Statutenentwurf für ein europäisches Zentralbankensystem und eine europäische Zentralbank, einschliesslich des von der EG-Kommission erarbeiteten Anhangs zum Römer-Vertrag. Ferner liegt ein britischer Vorschlag (sog. Major-Lamont-Plan) vor, der die Errichtung eines Europäischen Währungsfonds (EWF) vorsieht. Der EWF soll parallel zu den nationalen Währungen eine neue Europäische Währung ausgeben. Dieser sogenannte harte ECU darf gegenüber den nationalen Währungen nicht abgewertet werden. Als Folge des Währungswettbewerbs zwischen den Landeswährungen und dem harten ECU würden gemäss dem britischen Vorschlag die schwächeren Landeswährungen allmählich verdrängt werden. Neben Grossbritannien legten auch andere Länder, insbesondere Frankreich und Spanien, ihre Vorstellungen zur künftigen Wirtschafts- und Währungsunion dar.

## 2. Schweiz

Das Wirtschaftswachstum verlangsamte sich in der Schweiz im vierten Quartal 1990. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber der Vorjahresperiode mit 1,4% deutlich schwächer als im dritten Quartal (3,0%). Die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen, die vor einem Jahr noch die Wachstumsstütze gebildet hatten, gingen zurück. Auch die Güter- und Dienstleistungsausfuhren sanken. Der private Konsum expandierte schwächer als im Vorquartal.

Spuren eines schwächeren Wirtschaftswachstums zeigten sich auf dem Arbeitsmarkt. Das Beschäftigungswachstum ging leicht zurück (1,2%). Während die Zahl der Ganzarbeitslosen zunahm, sank diejenige der offenen Stellen. Ausserdem erhöhte sich die Kurzarbeit stark.

Wichtige Konjunkturindikatoren deuten ebenfalls auf ein langsames Wachstum hin: Der Geschäftsgang in der Industrie verschlechterte sich

weiter. Der Bestellungseingang und der Auftragsbestand nahmen vor allem bei den exportorientierten Unternehmen ab. Da die Investitionsbereitschaft gesunken ist, erwartet insbesondere die Maschinenindustrie einen weiteren Rückgang der Nachfrage. Auch die gewährten Baukredite wuchsen kaum mehr; vor allem im Einfamilienhausbau gingen sie wie bereits im Vorquartal kräftig zurück. Die Konsumentenstimmung ist, wie schon in den vergangenen Umfragen, pessimistisch.

Angesichts der Entwicklung am Golf überprüften die Prognoseinstitute ihre Wirtschaftsvoraussagen für das Jahr 1991 und schätzten nun die Wirtschaftslage weniger gut ein als noch im Herbst. Sie erwarten, dass das Bruttoinlandprodukt deutlich langsamer wachsen wird, als ursprünglich prognostiziert worden war.

Die Teuerung stieg in der Schweiz im vierten Quartal nochmals leicht an. Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise betrug die durchschnittliche Inflationsrate 5,9% (3. Quartal 1990: 5,8%). Im Januar und Februar erhöhte sich der Konsumentenpreisindex um 5,5% bzw. 6,2% gegenüber dem Vorjahresmonat. Die Teuerung auf der Grosshandelsstufe schwächte sich weiter ab. Mit 0,7% wies der Grosshandelspreisindex im vierten Quartal die tiefste Jahresteuerung seit Ende 1987 aus.

Der reale exportgewichtete Frankenkurs bildete sich zwischen Oktober und Dezember gegenüber der Vorperiode leicht zurück. Im Quartalsdurchschnitt lag er aber immer noch um 7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Überdurchschnittlich stark stieg der reale Wert des Frankens gegenüber dem Dollar und dem Yen.

Seit August 1990 nützt die Nationalbank den geldpolitischen Spielraum, der sich aus der festeren Haltung des Schweizer Frankens auf den Devisenmärkten ergab, vorsichtig aus. Die kurzfristigen Zinssätze, die im August bei knapp 9% gelegen hatten, sanken bis Februar 1991 auf etwa 8%. Die langfristigen Zinssätze – gemessen an der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen – folgten diesem leicht sinkenden Trend und verminderten sich im gleichen Zeitraum von 6,6% auf 6,3%.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge blieb im vierten Quartal ungefähr gleich hoch wie in der Vorperiode. Sie lag damit um 2,6% unter dem Stand vor Jahresfrist. Damit wurde das Geldmengenziel, das für das Jahr 1990 auf 2% festgelegt worden war, um 4,6 Prozentpunkte unterschritten.

Für das Jahr 1991 verzichtete die Nationalbank darauf, ein Jahresziel für die Notenbankgeldmenge festzulegen. Sie kündigte jedoch an, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge mittelfristig um 1% pro Jahr ausgeweitet werden soll. Die Geschwindigkeit, mit der sie sich auf diesen Pfad zubewegen wird, dürfte vor allem von der Wechselkursentwicklung abhängen. Für das erste Quartal 1991 erwartete sie, dass die Notenbankgeldmenge durchschnittlich 28,95 Mrd. Franken betragen würde. Im Januar und Februar lag die Notenbankgeldmenge mit durchschnittlich 29,3 Mrd. Franken über dem prognostizierten Wert und übertraf damit den Stand des vierten Quartals deutlich.

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

### ***Vereinigte Staaten***

Die amerikanische Wirtschaft geriet in der zweiten Jahreshälfte 1990 in eine Rezession. Das reale Bruttosozialprodukt fiel im vierten Quartal gemäss den vorläufigen Schätzungen aufs Jahr hochgerechnet um 2,0% gegenüber dem Vorquartal. Der Rückgang des Bruttosozialproduktes ist zu einem wesentlichen Teil auf die markante Drosselung der Produktion in der Autoindustrie zurückzuführen, mit der die Autohersteller auf den markanten Nachfragerückgang nach dem Ausbruch der Golfkrise im August reagierten.

Die Konsumausgaben für dauerhafte Güter sanken im vierten Quartal um real 10,7% (gesamter Konsum: -2,9%), während die Unternehmensinvestitionen um 1,3% zurückgingen. Ebenfalls stark rückläufig waren die Ausgaben für den Wohnungsbau (-18,5%), der sich bereits seit über einem Jahr in einer tiefen Krise befindet. Infolge

der nachlassenden Binnennachfrage gingen auch die Importe zurück (-9,7%). Konjunkturstützend wirkten dagegen die Exporte, die um real 7,1% zunahmen.

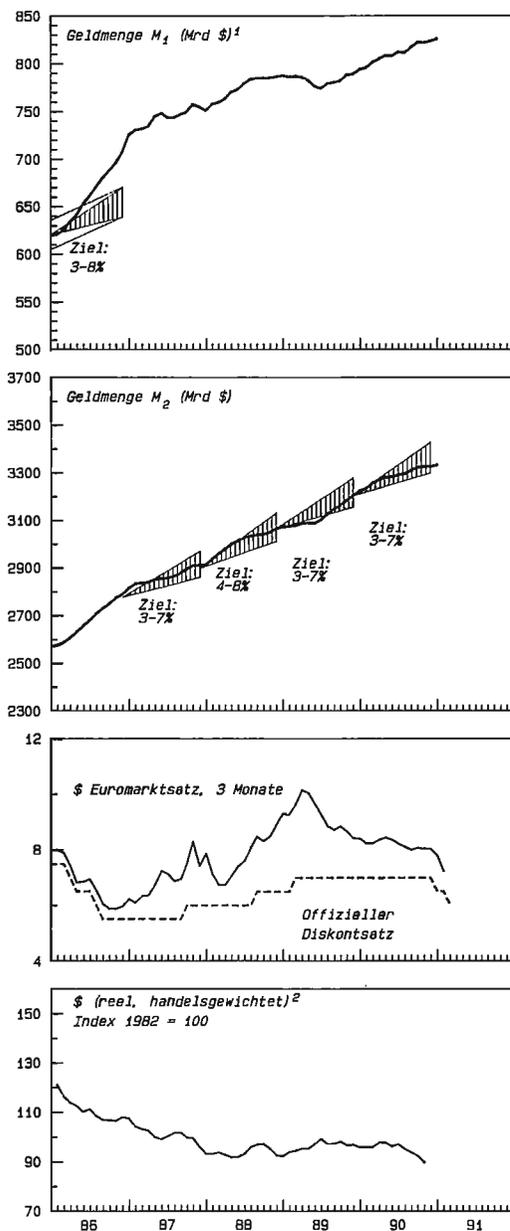
Die Industrieproduktion lag im vierten Quartal auf Jahresbasis hochgerechnet um 8,2% unter dem Niveau des Vorquartals (3. Quartal + 3,8%) und stagnierte damit auf dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Kapazitätsauslastung sank insgesamt von 83,4% im dritten auf 81,3% im vierten Quartal. Die Beschäftigungslage verschlechterte sich deutlich. Die Zahl der Beschäftigten ging um durchschnittlich 171 000 Personen pro Monat zurück (3. Quartal -75 000) und lag damit am Jahresende gleich hoch wie vor Jahresfrist. Die Arbeitslosenquote stieg dadurch von 5,6% auf 5,9% im vierten Quartal.

Die Konsumentenpreise lagen um 6,2% über dem entsprechenden Vorjahresniveau; dies entspricht der höchsten Inflationsrate seit 1982. Der Teuerungsanstieg gegenüber dem Vorquartal (+ 5,5%) ist vor allem den höheren Erdölpreisen zuzuschreiben.

Die hohen Preise für das importierte Erdöl bewirkten, dass die Handelsbilanz wie im Vorquartal ein hohes Defizit aufwies und der seit 1988 anhaltende Trend zum Abbau der Defizite damit unterbrochen wurde. Die monatlichen Fehlbeträge betrugen im Durchschnitt des vierten Quartals 10,2 Mrd. Dollar, gegenüber 9,4 Mrd. im dritten und 6,7 Mrd. Dollar im zweiten Quartal. Insgesamt war der Fehlbetrag der Handelsbilanz im Jahre 1990 mit 101 Mrd. Dollar etwas geringer als im Vorjahr (109 Mrd.).

Aufgrund der verfügbaren Indikatoren wie dem Index der voraussagenden Indikatoren, dem Index der Einkaufsmanager oder der Konsumentenstimmung ist in den nächsten Monaten mit einem Fortdauern der Rezession zu rechnen. Viele dieser Indikatoren haben sich vor allem nach dem Ausbruch der Golfkrise im August 1990 schlagartig verschlechtert. Der weitere Konjunkturverlauf dürfte damit in hohem Masse von der Entwicklung des Golfkrieges abhängen. Gegen einen kumulativen Rückgang sprechen jedoch die bereits sehr tiefen Lagerbestände sowie die deutliche Lockerung der Geldpolitik im vierten Quartal.

Grafik 3: Vereinigte Staaten



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Das Office of Management and Budget rechnet in seiner neuesten Budgetprognose von Mitte Januar mit einem Defizit von 300 Mrd. Dollar im Fiskaljahr 1991, gegenüber dem ursprünglich budgetierten Fehlbetrag von 264 Mrd. Dollar. Das höhere Defizit ist vor allem auf die Mehrausgaben im Zusammenhang mit dem Golfkrieg zurückzuführen. Die neue Budgetprognose basiert auf der Annahme, dass der Krieg nur wenige Monate dauert, die Alliierten einen erheblichen Teil der amerikanischen Kosten tragen und die Rezession kurz und milde ist.

Das Federal Reserve Board lockerte die Geldpolitik von Oktober bis Januar spürbar, indem es den Tagesgeldsatz (Federal Funds Rate), das wichtigste geldpolitische Instrument, in mehreren Schritten von 8% im Oktober auf 6,25% Anfang Februar zurücknahm. Am 19. Dezember und am 1. Februar senkte das Fed den Diskontsatz, der seit Februar 1989 bei 7% gelegen hatte, um je einen halben Prozentpunkt auf 6%. Schliesslich lockerte es in zwei Schritten die Mindestreservvorschriften, um die Kreditfähigkeit der Banken, die sich den letzten Quartalen stark abgeschwächt hatte, anzukurbeln. Das Wachstum der Geldmenge  $M_2$  verlangsamte sich trotz dieser Massnahmen im vierten Quartal von 4,0% auf 3,5% im Dezember. Im Quartalsdurchschnitt expandierte  $M_2$  um 3,7% (Vorquartal 4,1%) und lag damit am unteren Rand des Zielkorridors von 3-7%.

### Japan

In der zweiten Jahreshälfte 1990 schwächte sich das Wirtschaftswachstum in Japan leicht ab, blieb aber nach wie vor kräftig. Gemäss provisorischen Angaben nahm das auf Jahresbasis hochgerechnete Bruttosozialprodukt im dritten Quartal gegenüber dem zweiten Quartal um 4,1% (2. Quartal: + 5,5%) zu. Nach einer langen Phase, in der das Wachstum deutlich über dem Zuwachs des Produktionspotentials von rund 4% lag, kann damit lediglich von einer Normalisierung gesprochen werden.

Die leichte Konjunkturverlangsamung im dritten Quartal war auf eine gemächlichere Entwicklung der Binnennachfrage zurückzuführen. Die realen

Unternehmensinvestitionen wuchsen noch mit 7,4%, gegenüber einem Zuwachs um 16% im zweiten Quartal. Auch der private Konsum nahm nur noch um 1,6% zu (2. Quartal: + 6%); zudem wurden die Lagerbestände abgebaut. Als einzige Komponente der Inlandnachfrage wuchsen die Wohnbauinvestitionen stärker als in der Vorperiode. Im Aussenhandel nahmen sowohl die Ausfuhren wie die Einfuhren real ab, wobei der Rückgang bei den Exporten schwächer ausfiel.

Im vierten Quartal weisen die Indikatoren auf eine weitere leichte Konjunkturabkühlung hin. Die Industrieproduktion ging in den Monaten November und Dezember gegenüber den zwei vorangegangenen Monaten zurück. Ausserdem deuten die neusten Konjunkturumfragen auf eine gewisse Verschlechterung des Geschäftsklimas hin. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen dürfte weiter nachlassen. Als Gründe dafür werden die höheren Finanzierungskosten, die erhöhten Lohnkosten und nicht zuletzt auch die im Hinblick auf den Ausgang des Golfkrieges und auf die Konjunkturlage in den Vereinigten Staaten herrschende Ungewissheit angeführt.

Auf dem Arbeitsmarkt verringerte sich das Verhältnis der offenen Stellen zu den Arbeitssuchenden. Die Arbeitslosenquote blieb jedoch im vierten Quartal mit 2,1% gleich tief wie im Vorquartal.

Der Handelsbilanzüberschuss betrug im vierten Quartal 16,5 Mrd. Dollar und war damit gleich hoch wie in der Vorperiode. Der Leistungsbilanzüberschuss ging jedoch weiter zurück; er betrug saisonbereinigt 5,2 Mrd. Dollar gegenüber einem Saldo von 7,0 Mrd. Dollar im dritten Quartal. Insgesamt wurde im Jahr 1990 ein Leistungsbilanzüberschuss von 35,8 Mrd. Dollar erzielt, womit sich der Überschuss gegenüber dem Vorjahr deutlich verringerte (57,2 Mrd. Dollar). Zu diesem Rückgang trug insbesondere das tiefere Handelsbilanzdefizit bei. Ausserdem nahm aber auch das Defizit der Dienstleistungsbilanz infolge der verschlechterten Fremdenverkehrsbilanz zu.

Die erhöhten Erdölpreise, die in Japan mit ungefähr zwei Monaten Verzögerung in die Detailverkaufspreise eingehen, führten im vierten Quartal zu einem deutlichen Anstieg der Konsumentenpreise. Die Jahreststeuerung, die im dritten Quartal

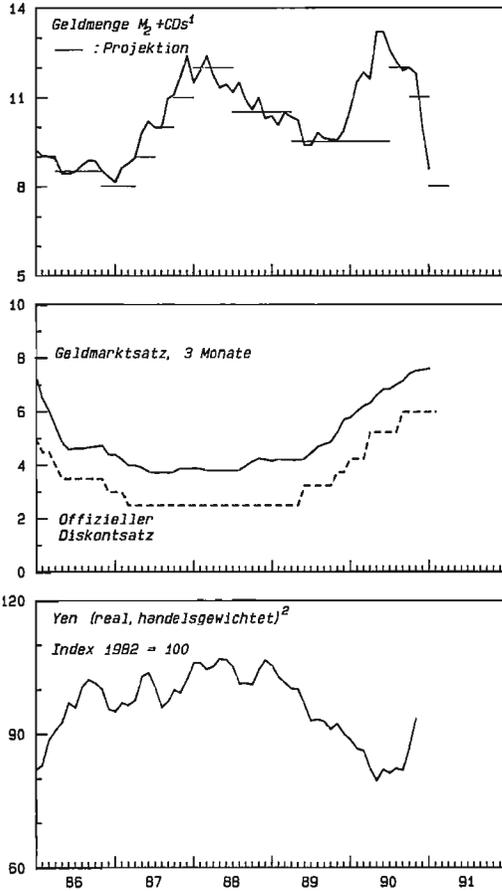
noch 2,7% betragen hatte, stieg auf 3,8%. Im Jahresmittel betrug die Teuerungsrate 3,1%, was dem höchsten Wert seit 1981 entspricht.

Ende Dezember veröffentlichte die japanische Regierung den Haushaltsentwurf für das Fiskaljahr 1991/92, das am 1. April 1991 beginnt. Im Vergleich zum Vorjahr wird eine Ausgabensteigerung von 6,2% veranschlagt. Wegen der steigenden Zinsen wird sich der Schuldendienst um 10,8% erhöhen, was die höchste Zuwachsrate aller Ausgabenkategorien darstellt. Der Schuldendienst beläuft sich damit auf 22% der budgetierten Gesamtausgaben. Die Einnahmen sollen mit 6,5% etwas stärker als die Ausgaben wachsen, so dass sich das Defizit gegenüber dem für das laufende Fiskaljahr budgetierten Fehlbetrag leicht verringern wird. Es beträgt damit noch 1,1% des Brutto-sozialproduktes (Fiskaljahr 1990/91: 1,4%). Wie üblich wurde zudem ein Zusatzhaushalt zur Finanzierung verschiedener Investitionsvorhaben genehmigt, der im Vergleich zum Budget 1990 um 9,6% höhere Ausgaben vorsieht.

Die Bank of Japan hielt im vierten Quartal an ihrer restriktiven Geldpolitik fest. Sie hob die Sätze für Schatzwechsel, über die sie die Geldmarktsätze beeinflusst, nochmals leicht an. Der Satz für dreimonatige Geldmarktpapiere (Gensaki) stieg dadurch gegenüber dem Vorquartal von 7,29% auf 7,55%. Der deutlich verschärfte geldpolitische Kurs der vergangenen Quartale führte im letzten Vierteljahr 1990 zu einer markanten Reduktion der Wachstumsrate der monetären Aggregate. Dämpfend wirkte vor allem die verlangsamte Kreditvergabe der Banken, die wegen der tieferen Aktienkurse und Immobilienpreise Schwierigkeiten haben, die neuen Eigenmittelempfehlungen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht bei der BIZ zu erfüllen. Die Geldmenge  $M_2 + CD$  nahm gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um 10,1% zu, nach einem Zuwachs von 13,0 bzw. 12,0% in den beiden Vorquartalen. Im Laufe des vierten Quartals verringerte sich das Wachstum von 11,8% im Oktober auf 8,6% im Dezember. Für das erste Quartal 1991 wurde die Projektion auf 8% (4. Quartal 1990: 9%), den tiefsten Wert seit Ende 1986, festgelegt.

Nach dem massiven Kurssturz in den ersten drei Quartalen konsolidierten sich die Finanzmärkte

**Grafik 4: Japan**



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

im vierten Quartal. Bei den Obligationen kam es wie in den Vereinigten Staaten sogar zu erheblichen Kursgewinnen. Die Rendite 10jähriger Regierungsobligationen sank von 8,22% im September 1990 auf noch 6,56% im Januar 1991.

**Deutschland**

Die Wirtschaftslage in Deutschland war im Jahre 1990 durch ein kräftiges Wachstum im Westen und

einen starken Produktionsrückgang im Osten des Landes geprägt. Gemäss ersten Schätzungen wuchs die westdeutsche Wirtschaft um real 4,6%; dies entspricht der stärksten Zuwachsrate seit 1976. Dagegen sank die gesamtwirtschaftliche Produktion der ehemaligen DDR um schätzungsweise 20%.

Besonders kräftig expandierte die westdeutsche Wirtschaft im dritten Quartal 1990. Das reale Bruttozozialprodukt stieg gegenüber dem Vorquartal um 1,7% und lag damit um 5,5% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Gestützt wurde dieses Wachstum hauptsächlich durch die Ausrüstungsinvestitionen (+9,5%) und die Exporte (+12,3%). Der Hauptgrund für die Zunahme der beiden Nachfragekomponenten war der Nachfrageschub aus Ostdeutschland nach der Einführung der D-Mark am 1. Juli 1990. Ferner führte die kräftige westdeutsche Expansion zu einem markanten Anstieg der Industrieproduktion (+5,9%). Im Westen Deutschlands hielt die wirtschaftliche Dynamik auch im letzten Vierteljahr 1990 an. Die realen Detailhandelsumsätze nahmen stark zu und lagen um durchschnittlich 8,2% höher als vor Jahresfrist. Bei stark ausgelasteten Kapazitäten verharnte die Industrieproduktion auf hohem Niveau. Konjunkturendämpfend wirkte indessen die nachlassende Exportnachfrage. In der verarbeitenden Industrie ging der Bestellungseingang aus dem Ausland spürbar zurück. Dank der kräftigen Binnennachfrage blieb der Auftragsbestand jedoch unverändert hoch.

Im Osten Deutschlands stabilisierte sich die wirtschaftliche Lage gegen Jahresende. Die Industrieproduktion nahm insgesamt weiter ab, doch in einigen Industriezweigen, insbesondere in der Nahrungsmittelindustrie und der Elektroindustrie, gingen wieder deutlich mehr Aufträge ein als in den Monaten zuvor. In der Maschinenindustrie und der Automobilindustrie setzte sich dagegen der wirtschaftliche Niedergang unvermindert fort. Einen Lichtblick stellen die zahlreichen Neugründungen im Dienstleistungs- und Gewerbesektor dar.

Infolge des starken Zustroms ostdeutscher Bürger sowie von Aussiedlern entschärfte sich der Mangel an qualifizierten Arbeitskräften in Westdeutschland etwas. Die Beschäftigung

nahm stark zu, so dass die Arbeitslosenquote von 7,2% im dritten auf 6,7% im vierten Quartal sank. In den neuen Bundesländern stieg die Arbeitslosigkeit weiter; im November betrug die Arbeitslosenquote 6,7%, im Dezember 7,3%.

Das kräftige Wachstum der Importe sowie das schwächere Exportwachstum führten zu einem erneuten Rückgang des deutschen Handelsbilanzüberschusses. Im letzten Vierteljahr betrug er saisonbereinigt 16,6 Mrd. D-Mark, gegenüber 25,8 Mrd. D-Mark im dritten Quartal. Der Leistungsbilanzüberschuss erreichte 6,2 Mrd. D-Mark, gegenüber einem Überschuss von 19,2 Mrd. im Vorquartal. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die deutsche Aussenhandelsstatistik seit dem dritten Quartal 1990 auch die Transaktionen der ehemaligen DDR mit dem Ausland umfasst. Im Jahre 1990 war sowohl der Handelsbilanz- als auch der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands mit 105,3 Mrd. D-Mark bzw. 71,9 Mrd. D-Mark deutlich kleiner als im Vorjahr (1989: 134,6 Mrd. D-Mark bzw. 104,1 Mrd. D-Mark).

Die Teuerung liess nach dem Rückgang der Erdölpreise im vierten Quartal wieder etwas nach. Der für die ehemalige Bundesrepublik geltende Konsumentenpreisindex sank im November gegenüber dem Vormonat um 0,1% und blieb im Dezember unverändert, so dass sich die Jahresteuierung von 3,3% im Oktober auf 2,8% im Dezember zurückbildete. Die durchschnittliche Inflationsrate war im Jahre 1990 mit 2,7% geringfügig tiefer als im Vorjahr (2,8%).

Gemäss dem Haushaltsentwurf für das Jahr 1991, der vom Parlament noch behandelt werden muss, beträgt das Budgetdefizit des Bundes 70 Mrd. D-Mark, gegenüber einem Fehlbetrag von rund 50 Mrd. D-Mark im Jahre 1990. In Prozenten des Bruttosozialproduktes wird das Defizit damit von 0,9% im Jahre 1989 und rund 2% im Jahre 1990 auf schätzungsweise 2,5% im Jahre 1991 zunehmen. Um das Defizit einzudämmen, werden insbesondere die Sozialversicherungsbeiträge angehoben, was dem Staat Mehreinnahmen von rund 18 Mrd. D-Mark einbringen soll. Ausserdem sind Kürzungen vorgesehen, unter anderem bei den ordentlichen Verteidigungsausgaben. Die durch den Golfkrieg anfallenden Mehrausgaben sollen durch Steuererhöhungen finanziert werden.

Das gesamte Defizit von Bund, Ländern und Gemeinden, einschliesslich des Fonds «Deutsche Einheit», betrug im Jahre 1990 schätzungsweise 110 Mrd. D-Mark, gegenüber 19 Mrd. im Jahre 1989. Für 1991 soll der entsprechende Fehlbetrag auf 140 Mrd. D-Mark, d.h. rund 5% des deutschen Bruttosozialproduktes, begrenzt werden. Davon entfallen 25 Mrd. D-Mark auf die ostdeutschen Länder und Gemeinden und 31 Mrd. D-Mark auf den Fonds «Deutsche Einheit». In der Gesamtverschuldung nicht eingeschlossen ist die Kreditaufnahme der Treuhandanstalt, die auf 20 Mrd. D-Mark geschätzt wird.

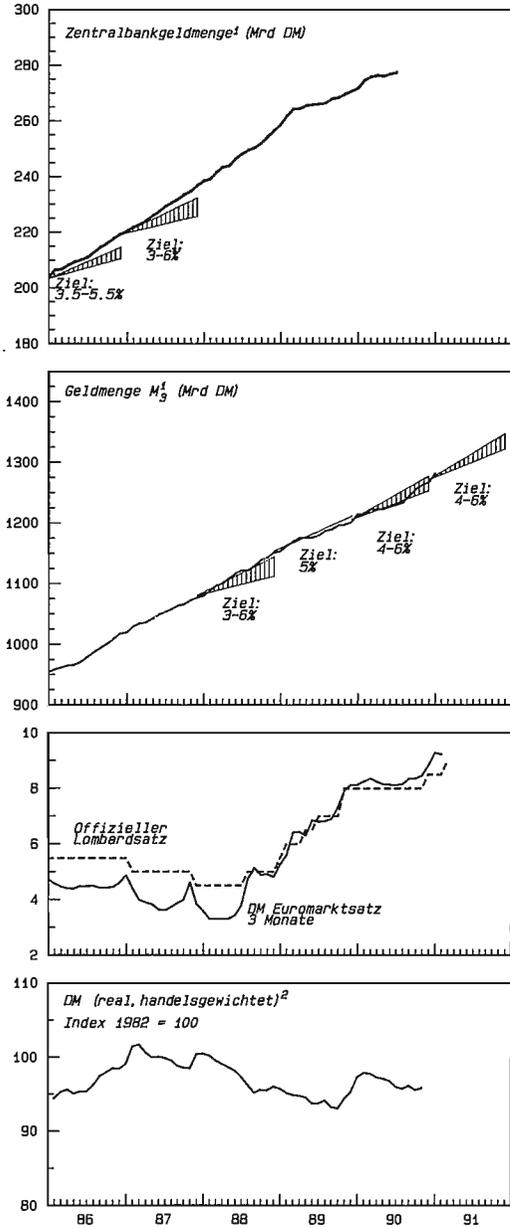
Die Deutsche Bundesbank verschärfte ihre Geldpolitik im vierten Quartal erneut. Sie versorgte die Banken angesichts der anhaltend kräftigen Konjunktur nur zurückhaltend mit zusätzlicher Liquidität. Die Anspannung am Geldmarkt nahm entsprechend weiter zu, und der im zweiten Quartal in Gang gekommene Zinsanstieg setzte sich fort. Dreimonatsgeld verteuerte sich am Interbankenmarkt bis im Dezember auf durchschnittlich 9,2%, verglichen mit knapp 8,5% im September. Die Bundesbank hob die im Offenmarktgeschäft (Pensionierung von Wertpapieren) angewandten Sätze merklich an.

Am 2. November erhöhte die Deutsche Bundesbank den seit Oktober 1989 unveränderten Lombardsatz um einen halben Prozentpunkt auf 8½%. Ende Januar 1991 spannte sich die Lage am Geldmarkt so stark an, dass der Zentralbankrat den Lombardkredit auf den 1. Februar nochmals um einen halben Prozentpunkt auf 9% verteuerte. Gleichzeitig hob er den Diskontsatz, der seit Oktober 1989 bei 6% gelegen hatte, auf 6½% an.

Anders als auf dem Geldmarkt kam der Zinsauftrieb am Kapitalmarkt zum Stillstand. Nach dem im Oktober erreichten Höchstwert von 9,2% bildete sich die Rendite festverzinslicher Wertpapiere bis Dezember auf 9,0% zurück. Sie lag damit wieder auf dem Niveau, auf dem sie sich vor der Währungsunion eingependelt hatte.

Die monetäre Zielgrösse, die Geldmenge  $M_3$ , nahm wie im Vorquartal deutlich zu. Im westlichen Teil des Bundesgebiets – für den Osten liegen noch keine vollständigen bankstatistischen Infor-

**Grafik 5: Deutschland**



1 Saisonbereinigt; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Deutsche Bundesbank)  
 2 Quelle: OECD

mationen vor – übertraf sie im Dezember den Wert der Basisperiode (4. Quartal 1989) um 5,5%, verglichen mit 5% im September. Im Durchschnitt des letzten Quartals von 1990 lag  $M_3$  um 5,6% über dem Vorjahreswert. Damit wuchs die Geldmenge im Rahmen des für das Jahr 1990 angekündigten Zielkorridors von 4 bis 6%. Obschon die geldpolitische Zielvorgabe somit eingehalten wurde, war die Geldmengenausweitung im Jahre 1990 beträchtlich. Deutlich stärker als das traditionelle Aggregat  $M_3$  wuchs nämlich die erweiterte Geldmenge  $M_3$ , welche die D-Mark-Einlagen deutscher Nichtbanken am Euromarkt einschliesst. Im Dezember übertraf sie ihren Vorjahreswert um rund 8%.

In Ostdeutschland nahm die Geldmenge gemäss den provisorischen Angaben im vierten Quartal weiter ab. Der Rückgang ist insbesondere auf die noch nicht abgeschlossenen Umlagerungen von Spareinlagen in andere, nicht in  $M_3$  enthaltene Anlagen zurückzuführen. Die Geldmengentwicklung im Osten sowie im gesamten Bundesgebiet erlaubt wegen dieser Umschichtungen noch keine zuverlässigen geldpolitischen Rückschlüsse.

Um die vorhandenen Gefahren für die Preisstabilität zu begrenzen, plant die Bundesbank, die Geldmenge  $M_3$  im gesamten D-Mark-Währungsgebiet vom vierten Quartal 1990 bis zum vierten Quartal 1991 um 4% bis 6% auszuweiten. Damit ist das Geldmengenziel – nun allerdings künftig bezogen auf die gesamtdeutsche Geldmenge  $M_3$  – gleich hoch wie jenes für 1990.

**Grossbritannien**

Im zweiten Halbjahr 1990 geriet die britische Wirtschaft in eine Rezession. Das reale Bruttoinlandprodukt sank im dritten Quartal gegenüber dem zweiten Vierteljahr um 1,3% (Zunahme im 2. Quartal: 0,6%) und stagnierte damit auf dem Vorjahresniveau. Die Konsumausgaben schwächten sich nur geringfügig ab, während die Investitionen um 3,8% zurückgingen (2. Quartal: -1,3%). Die Exporte und die Importe nahmen im dritten Quartal ebenfalls stark ab, nachdem im zweiten Vierteljahr noch eine leichte Zunahme zu verzeichnen gewesen war.

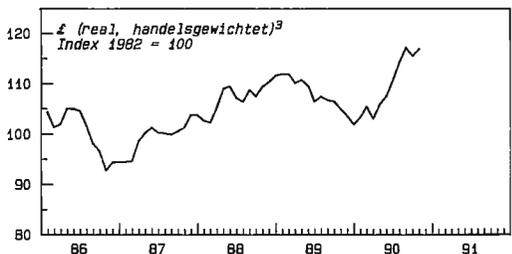
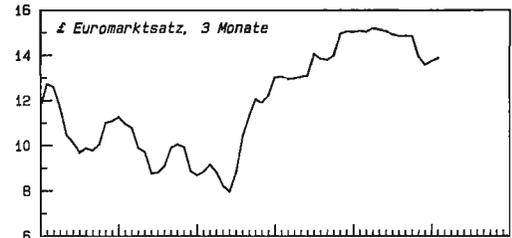
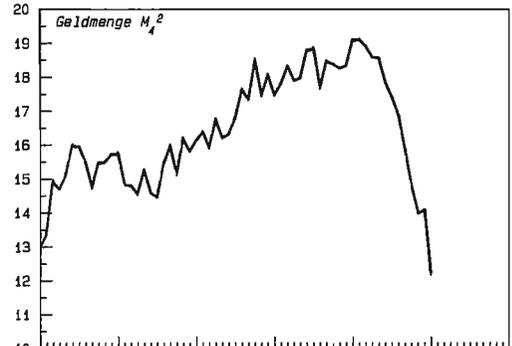
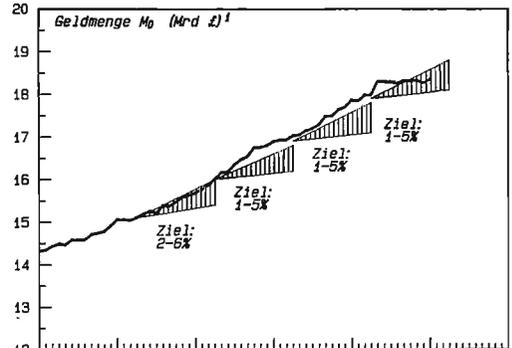
Alle Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die Konjunkturlage im vierten Quartal weiter verschlechterte. Die industrielle Produktion nahm stark ab, und die Stimmung in der britischen Industrie verdüsterte sich. Gemäss einer Umfrage des britischen Industrieverbandes waren rund 60% der Unternehmen nicht zufriedenstellend ausgelastet. Die Zahl der Konkurse stieg im letzten Vierteljahr auf einen Rekordstand. Besonders stark wurde die britische Autoindustrie vom konjunkturellen Einbruch erfasst. Nach Angaben des Verbandes der Autohersteller und -händler wurden 1990 12,7% weniger Neuwagen verkauft als im Jahr zuvor. Im Dienstleistungssektor erlitten Reiseunternehmen und Luftfahrtgesellschaften markante Umsatzrückgänge. Auch das Detailhandelsvolumen ging zurück und war tiefer als im vierten Quartal 1989. Die Investitionen nahmen um 15% ab.

Die Arbeitslosenquote, die im dritten Quartal 5,7% betragen hatte, stieg im Laufe des letzten Vierteljahres auf 6,2%. Über das Jahresende nahm die Zahl der Arbeitslosen stark zu, im Dezember lag die Quote bei 6,5%, im Januar bei 6,6%. Besonders hohe Entlassungen fanden im Dienstleistungssektor statt.

Der Anstieg der Konsumentenpreise, der im dritten Quartal 10,4% betragen hatte, ging im letzten Vierteljahr auf 10,0% zurück. Die Basisinflation, welche um Hypothekarzinsen und Gemeindesteuern bereinigt ist, nahm nochmals leicht zu auf 8,0% (3. Quartal: 7,7%). Der monatliche Verlauf der Inflationsraten deutet indessen darauf hin, dass die Teuerung ihren Höhepunkt im Oktober erreicht hatte und nun langsam abklingt.

Das britische Handelsbilanzdefizit ging nach provisorischen Berechnungen im vierten Quartal auf 2,9 Mrd. Pfund zurück (3. Quartal: 3,5 Mrd. Pfund). Die Leistungsbilanz wies einen Passivsaldo in gleicher Höhe aus. Im Jahre 1990 betrug das Leistungsbilanzdefizit 16,1 Mrd. Pfund; es nahm gegenüber dem Vorjahr um 3,5 Mrd. Pfund ab. Dieser Rückgang ist vor allem der konjunkturell bedingten Stagnation der Einfuhren zuzuschreiben. So lagen beispielsweise die nominalen Automobilimporte im vierten Quartal um 16% tiefer als im entsprechenden Vorjahresquartal. Die nominalen Exporte nahmen dagegen aufgrund der gestiegenen Erdölpreise leicht zu.

**Grafik 6: Grossbritannien**



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

<sup>2</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Bank of England)

<sup>3</sup> Quelle: OECD

Der im November vorgelegte erste Teil der Haushaltsvorlage (Autumn Statement), der die Ausgaben für das Finanzjahr 1991/92 enthält, deutet auf eine sparsame Ausgabenpolitik hin. Die geplanten Ausgaben steigen um nominell 11% auf 200 Mrd. Pfund. Die Regierung rechnet dabei mit einem Rückgang der Teuerung auf 5,5% bis zum vierten Quartal 1991. Im laufenden Finanzjahr 1990/91 werden die Ausgaben der Zentralregierung auf rund 181 Mrd. Pfund geschätzt und entsprechen damit den budgetierten Werten. Wegen geringerer Einnahmen dürfte der Haushaltsüberschuss jedoch nur drei statt der vorgesehenen sieben Mrd. Pfund betragen.

Die Bank of England wich im vierten Quartal nicht von ihrer restriktiven Geldpolitik ab, obwohl die Teuerung leicht abflachte und sich die Wirtschaft in einer Rezession befindet. Der Basiszinssatz verharrte unverändert bei 14%, nachdem er zu Beginn des Quartals um einen Prozentpunkt gesenkt worden war. Ein Hauptgrund für den unverändert restriktiven Kurs war die Entwicklung des Pfundes, das seit dem Beitritt Grossbritanniens zum EWS am 8. Oktober 1990 meistens die schwächste Valuta im Europäischen Währungssystem war. Um die Rezession zu dämpfen, wurde der Basiszinssatz am 13. Februar 1991 auf 13½% herabgesetzt.

Die Geldmengenaggregate  $M_0$  und  $M_4$  übertrafen im vierten Quartal ihr entsprechendes Vorjahresniveau um 3,3% und 13,5%. Damit lag  $M_0$  innerhalb des Zielkorridors von 1–5%. Im dritten Vierteljahr hatten die Aggregate um 4,9%, beziehungsweise 15,5% zugenommen.

### **Frankreich**

Im dritten Quartal 1990 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt in Frankreich gegenüber dem zweiten Vierteljahr um 1,3% und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 2,8%, nachdem es im Vorquartal annähernd stagniert hatte. Die wichtigsten Wachstumstützen bildeten die Ausrüstungsinvestitionen (+ 6,6%) und die Exporte (+ 5,4%). Zum Wachstum trug aber auch die Wiederaufstockung der Lager bei. Dagegen verlor der private Konsum merklich an Dynamik.

Die für das letzte Vierteljahr verfügbaren Indikatoren weisen auf eine deutliche Abschwächung des Wachstums hin. Die realen Einzelhandelsumsätze nahmen gegenüber dem dritten Quartal saisonbereinigt um beinahe 2% ab. Wegen des Konjunkturerinbruchs in den angelsächsischen Ländern und der Tieferbewertung des Dollars liess auch die Exportnachfrage spürbar nach. In den meisten Branchen gingen deshalb die Auftragsbestände zurück. Eine wichtige Ausnahme bildete die Ausrüstungsgüterindustrie, die von der kräftigen Importnachfrage aus Deutschland profitierte. Ferner erlitt der Wohnungsbau einen marktanten Einbruch. Im Durchschnitt der Monate September bis November lag die Zahl der neubegonnenen Wohnbauten um beinahe 20% unter dem Stand vor Jahresfrist. Insgesamt ging die Industrieproduktion, welche den Bausektor und den Energiesektor einschliesst, im vierten Quartal zurück.

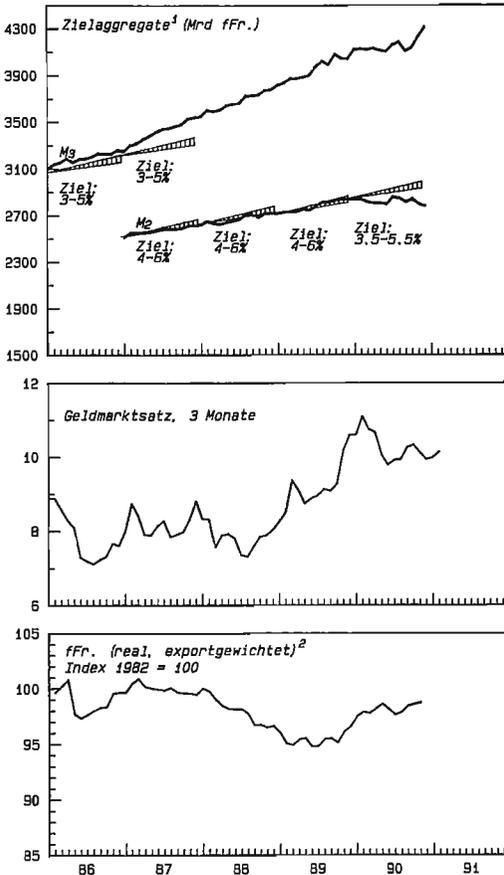
Während die Beschäftigung im Dienstleistungssektor weiter stieg, nahm sie in der Industrie und im Bausektor ab. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich leicht, und die Arbeitslosenquote stieg von durchschnittlich 8,9% im dritten Quartal auf 9,0% im letzten Vierteljahr.

Bei stagnierenden Importen und etwas höheren Exporten bildete sich das Defizit der Handelsbilanz im vierten Quartal auf 17,4 Mrd. FF zurück (3. Quartal: 20,5 Mrd. FF). Für das ganze Jahr 1990 belief sich das Handelsbilanzdefizit auf 50 Mrd. FF, gegenüber 44 Mrd. FF im Vorjahr. Der Fehlbetrag der Leistungsbilanz nahm im letzten Vierteljahr ebenfalls ab. Im Jahre 1990 war er jedoch mit insgesamt 42 Mrd. FF um 15 Mrd. FF höher als 1989. Die markante Veränderung war vor allem auf die höheren Fehlbeträge der Kapitalertragsbilanz und des Saldos der einseitigen Übertragungen zurückzuführen.

Die Jahresteuern stieg im vierten Quartal auf 3,6%, gegenüber 3,4% im dritten Vierteljahr. Im Jahresdurchschnitt 1990 ging die Inflationsrate leicht von 3,6% auf 3,4% zurück.

Nach der Entspannung zu Beginn des vierten Quartals zogen die kurzfristigen Zinssätze gegen Jahresende wieder etwas an. Der dreimonatige Interbankensatz (Taux interbancaire offert à

Grafik 7: Frankreich



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziele: Durchschnitt der Monate November, Dezember und Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode; ab 1986: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Banque de France)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Paris, TIOP) betrug im Dezember durchschnittlich 10,3%, gegenüber 10,0% in den beiden Vormonaten. Die Banque de France liess ihre Leitzinsen jedoch unverändert, nachdem sie diese Ende Oktober um je einen Viertelprozentpunkt gesenkt hatte.

Die Geldmenge  $M_2$  lag im vierten Quartal um 0,7% unter dem Stand vor Jahresfrist. Damit wurde das für 1990 festgelegte Ziel von 3,5%–5,5% massiv unterschritten. Der Rückgang von  $M_2$  ist vor allem darauf zurückzuführen, dass die darin enthalte-

nen Spareinlagen zugunsten höher verzinsten Termineinlagen in  $M_3$  umgeschichtet wurden. Das Aggregat  $M_3$  lag um 6,4% über dem Stand vor Jahresfrist.

Die Banque de France legte für das Jahr 1991 das Geldmengenziel nicht mehr für  $M_2$ , sondern für das weiter gefasste Geldaggregat  $M_3$  fest. Es beträgt 5%–7%, wobei die Basisperiode unverändert das vierte Quartal des Vorjahres ist. Gleichzeitig mit dem Wechsel des Ziels wurde  $M_3$  revidiert und enthält jetzt neben den Termineinlagen auch die von inländischen Privatpersonen gehaltenen Anteile an Anlagefonds.

### Italien

In Italien nahm das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal gegenüber dem zweiten Vierteljahr um 0,7% zu, nachdem es im Vorquartal leicht gesunken war. Gehalten wurde das schwache Wachstum von der Binnennachfrage und von den Ausrüstungsinvestitionen. Die Exporte von Gütern und Dienstleistungen erlitten dagegen einen starken Einbruch (–3,2%), nachdem sie im zweiten Quartal noch um 5% gestiegen waren. Die Importe gingen aufgrund des sich abflachenden Konsums ebenfalls zurück (–1,1%).

Im vierten Quartal dürfte sich das Wirtschaftswachstum wieder abgeschwächt haben. Die Industrieproduktion ging um 1,8% zurück, während die Lagerbestände grösser wurden. Gleichzeitig meldeten die Unternehmen sinkende Auftragsbestände. Besonders betroffen von der konjunkturellen Abkühlung im In- und Ausland ist die Automobilbranche. Im Jahre 1990 mussten die italienischen Motorfahrzeughersteller erstmals seit sechs Jahren einen Umsatzrückgang hinnehmen. Ausserdem gewannen ausländische Anbieter inländische Marktanteile.

Die Arbeitslosenquote betrug im Oktober aufgrund der alle drei Monate durchgeführten Erhebung 10,9% und blieb gegenüber dem Vorquartal stabil. Im Vergleich zum Oktober 1989 lag die Arbeitslosigkeit etwas tiefer. Insgesamt entstanden im Jahre 1990 über 300 000 neue Arbeitsplätze, ein hoher Anteil davon wurde allerdings vom Staat geschaffen. Die Konsumentenpreise lagen

im vierten Quartal um 6,4% über dem Vorjahresniveau (3. Quartal: + 6,1%).

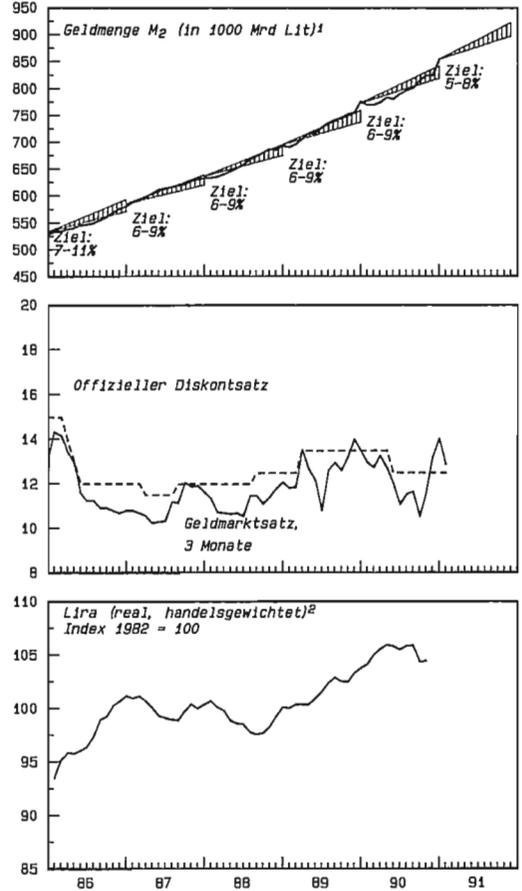
Die Handelsbilanz schloss im vierten Quartal mit einem Passivsaldo von 3117 Mrd. Lire ab. Im letzten Vierteljahr 1989 hatte das Defizit 1927 Mrd. Lire betragen. Das massiv schlechtere Ergebnis ist auf den sprunghaften Anstieg der Importe infolge der höheren Erdölpreise zurückzuführen. Im ganzen Jahr 1990 fiel der Passivsaldo der Handelsbilanz mit 14 104 Mrd. Lire deutlich kleiner als im Vorjahr (-17 075 Mrd. Lire) aus. Dagegen vergrößerte sich das Defizit der Leistungsbilanz auf 35 016 Mrd. Lire (1989: 24 513 Mrd.), dies entspricht 2,9% (2,06%) des Bruttoinlandproduktes. Die deutliche Passivierung der Leistungsbilanz ist vor allem auf den stark rückläufigen Fremdenverkehr und den höheren Schuldendienst zurückzuführen. Der Aktivsaldo der Zahlungsbilanz veränderte sich dank der hohen Kapitalzuflüsse nicht wesentlich, er betrug 15 137 Mrd. Lire.

Das Haushaltsdefizit des italienischen Staates belief sich im Jahre 1990 auf 141 000 Mrd. Lire, das sind 8000 Mrd. Lire mehr als budgetiert. Gemessen am Bruttoinlandprodukt ging das Defizit leicht von 11,1% im Jahre 1989 auf 10,8% zurück. Für das Jahr 1991 sieht die Regierung eine Reduktion des Defizits auf 132 000 Mrd. Lire vor. Geplant sind Steuer- und Gebührenerhöhungen sowie Ausgabenkürzungen im Gesundheits- und Rentensystem. Da jedoch über ein Fünftel des Haushaltsaufwandes auf den Schuldendienst entfällt, hängt das Resultat der Staatsrechnung in hohem Masse von der Zinsentwicklung ab.

Die Banca d'Italia verschärfte die Geldpolitik im vierten Quartal leicht. Dies führte zu einem Anstieg der Zinssätze. Die Rendite zwölfmonatiger Schatzwechsel (BoT) stieg von 10,6% Ende September auf 11,2% Ende Dezember. Die Geldmenge M<sub>2</sub> erhöhte sich durchschnittlich um 9,6% und lag leicht über dem Zielkorridor von 6-9% (Wachstum 3. Quartal: 8,5%). Für das Jahr 1991 ist wegen des voraussichtlich geringeren Wirtschaftswachstums eine Ausdehnung zwischen 5-8% geplant.

Im Dezember verabschiedete das Parlament ein neues Börsengesetz, das den italienischen Wertpapierhandel umfassend reorganisiert, das Auf-

Grafik 8: Italien



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; Ziel: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr (Quelle: Banca d'Italia)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

sichtssystem verschärft und die Grundlagen für eine Computerbörse schafft. Ausserdem hat die Regierung die Absicht, Gewinne aus Wertpapiertransaktionen natürlicher Personen zu besteuern. Ferner ist es den italienischen Versicherungsgesellschaften ab diesem Jahr erlaubt, Anteile und Mehrheitsbeteiligungen von Banken zu erwerben.

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunktorentwicklung

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

	1987	1988	1989	1990a)	1989		1990a)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	3,4	4,5	2,5	0,9	2,4	1,8	1,3	1,0	1,1	0,4
Japan	4,3	6,3	4,7	–	4,7	4,8	5,4	6,9	5,4	–
Westdeutschland	1,7	3,6	3,9	4,6	3,3	3,6	4,4	3,4	5,5	5,0
Grossbritannien b)	4,6	4,6	2,2	–	1,9	1,6	1,8	2,6	0,6	–
Frankreich b)	2,2	3,6	3,7	2,8	2,8	3,7	2,4	2,1	2,8	1,7
Italien b)	3,0	4,2	3,2	3,0	3,0	2,8	3,0	1,9	2,0	–
Schweiz b)	2,3	3,0	3,1	2,6	3,3	3,0	3,2	3,0	3,0	1,4

a) provisorisch b) BIP

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

	1987	1988	1989	1990	1990		1990			1991
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	3,7	4,1	4,6	5,5	5,5	6,3	6,3	6,3	6,2	5,7
Japan	0,1	0,7	2,3	3,1	2,7	3,8	3,5	4,2	3,8	–
Westdeutschland	0,2	1,3	2,8	2,7	2,7	3,0	3,3	3,0	2,8	2,8
Grossbritannien	4,2	4,9	7,8	9,5	10,4	10,0	10,9	9,7	9,3	9,0
Frankreich	3,1	2,7	3,6	3,4	3,4	3,6	3,9	3,6	3,4	3,5
Italien	4,6	5,0	6,6	6,1	6,1	6,4	6,2	6,5	6,4	6,5
Schweiz	1,4	1,9	3,2	5,4	5,8	5,9	6,4	6,1	5,3	5,5

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

	1987	1988	1989	1990a)	1990a)		1990a)			1991a)
					3. Q.	4. Q.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	6,2	5,5	5,2	5,5	5,5	5,8	5,6	5,8	6,1	6,3
Japan	2,8	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	–
Westdeutschland	8,9	8,7	7,9	7,2	7,2	6,7	6,9	6,7	6,6	6,4
Grossbritannien c)	10,1	8,1	6,3	5,8	5,7	6,2	6,0	6,2	6,5	6,6
Frankreich	10,5	10,0	9,4	8,9	8,9	9,0	8,9	9,0	9,0	9,1
Italien c)	12,0	12,0	12,1	10,8	10,8d)	10,9d)	10,9	–	–	–
Schweiz	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	–

a) provisorisch b) in Prozent der abhängigen Erwerbspersonen c) ausgenommen Schulabgänger d) erster Monat des Quartals

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

	1987	1988	1989	1990a)	1989a)		1990a)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
USA	–154,0	–135,3	–105,9	–	–22,7	–26,7	–21,7	–21,8	–23,1	–
Japan	87,0	79,6	57,2	35,8	14,2	9,2	15,3	8,3	7,1	5,2
Westdeutschland c)	46,1	50,3	55,4	44,3	13,9	9,9	16,4	11,3	12,1	4,2
Grossbritannien	–7,1	–26,7	–31,2	–28,4	–9,6	–6,7	–7,9	–8,1	–6,7	–5,7
Frankreich	–4,4	–3,5	–3,8	–7,1	–1,2	–3,2	0,3	–2,0	–2,9	–2,3
Italien	–1,5	–5,9	–10,5	–	–2,5	–2,1	–3,8	–4,8	–1,6	–
Schweiz b)	7,6	9,0	7,5	9,7	1,5	1,7	2,9	1,8	2,1	2,9

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt c) ab 3. Quartal 1990 einschl. Transaktionen der ehemaligen DDR mit dem Ausland

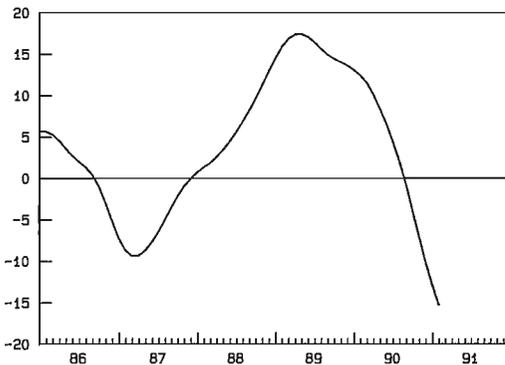
## C. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

### 1. Der realwirtschaftliche Bereich

#### Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Das Wirtschaftswachstum schwächte sich im vierten Quartal 1990 deutlich ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gegenüber der Vorjahresperiode nur noch um 1,4% (3. Quartal 1990: 3,0%). Während der private Konsum noch wuchs, nahmen die Bauinvestitionen und vor allem die Ausrüstungsinvestitionen um 0,8%, bzw. 6,3% ab. Die Ausfuhren von Gütern und Dienstleistungen waren rückläufig. Im Jahre 1990 lag das Bruttoinlandprodukt um 2,6% über dem Vorjahreswert; das Wirtschaftswachstum war somit geringer als im Vorjahr (3,5%).

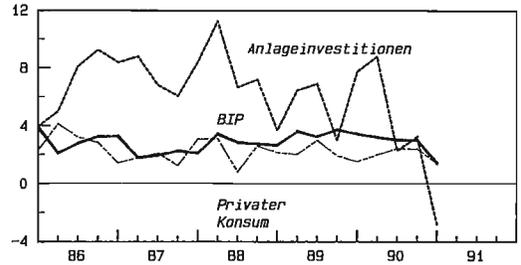
#### Grafik 9: Geschäftsgang in der Industrie<sup>1</sup>



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

Schon seit einiger Zeit deutet der von der KOF-ETH bei den Industrieunternehmen erhobene Indikator Geschäftsgang auf eine konjunkturelle Entspannung hin. Seit Sommer 1989, als ein Höhepunkt erreicht wurde, nimmt er stetig ab; auch im vierten Quartal sank der Geschäftsgang weiter. Angesichts des schwächeren Weltwirt-

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



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

Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

schaftswachstums und der Golfkrise verlangsamte sich der Geschäftsverlauf insbesondere bei den Exportfirmen merklich. Die Unternehmer beurteilten die Ertragslage als verschlechtert. Der Bestellungseingang und der Auftragsbestand sanken nicht nur bei den exportorientierten, sondern auch bei den für den Binnenmarkt produzierenden Firmen. Die Produktion wurde verglichen mit dem Vorquartal nur noch leicht ausgedehnt. Gegenüber der Vorjahresperiode nahm der Index der industriellen Produktion um 1% zu. Gemäss der Umfrage der KOF-ETH wurde die Kapazitätsauslastung reduziert. In den binnenwirtschaftlich orientierten Industriezweigen und in der Exportindustrie sank sie (saisonbereinigt) auf 87,4%, bzw. auf 90,5%. Die Zahl der Beschäftigten wurde aber weiter – wenn auch in geringerem Ausmass als bisher – erhöht. Der Anteil an Überstunden in der Industrie ging leicht zurück. Die befragten Unternehmer erwarten, dass die Nachfrage im nächsten Quartal weiter abnehmen wird. Die Zahl der Unternehmen, die Kurzarbeit anmelden, nimmt seit September zu.

#### Privater Konsum

Der private Konsum nahm im vierten Quartal im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode real um 1,4% zu (3. Quartal: 2,4%). Die Konsumausgaben wurden, wie schon im Vorquartal, vor allem vom Dienstleistungskonsum getragen. Im Jahre 1990 wuchs der private Konsum insgesamt um 2,0%. Damit wurde die Wachstumsrate des Jahres 1989 (2,1%) nicht mehr erreicht.

Im vierten Quartal erhöhten sich die Detailhandelsumsätze gegenüber dem Vorjahreswert um 0,5%, nachdem sie im Vorquartal noch um 0,9% geschrumpft waren. Die Umsätze bei den dauerhaften Konsumgütern, insbesondere bei den Personwagen, waren allerdings weiter rückläufig. Getragen wurde das leicht positive Ergebnis vor allem von den wiedererstarkten Umsätzen bei den Nahrungs- und Genussmitteln, während die Ausgaben für Bekleidungsartikel und Textilwaren zurückgingen. Im Dienstleistungssektor entwickelte sich die Zahl der Hotelübernachtungen von Inländern weiterhin erfreulich und trug so zu einem neuen Jahresrekord bei, der das bisher beste Ergebnis aus dem Jahre 1981 um rund ein halbes Prozent übertraf.

Der vom Bundesamt von Konjunkturfragen (BfK) im Januar 1991 erhobene Konsumentenstimmungsindex war mit -27 Punkten wie schon im Vorquartal sehr tief (Oktober 1990: -28). Die Konsumenten rechnen für die kommenden Monate mit einer schwachen Wirtschaftsentwicklung. Sie schätzten ihre finanzielle Lage weiterhin als schlecht ein. Für grössere Anschaffungen wurde der Zeitpunkt nach wie vor als ungünstig beurteilt.

### Investitionen

Die Anlageinvestitionen gingen im vierten Quartal 1990 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode real um 2,8% zurück, nachdem sie im drit-

ten Quartal noch um 3,3% zugenommen hatten. Die Wachstumsrate des Jahres 1990 fiel mit real 2,6% deutlich geringer aus als im Vorjahr (1989: 6,0%).

Die Bauinvestitionen sanken im vierten Quartal 1990 gegenüber dem Vorjahresquartal real um 0,8% (3. Quartal 1990: 1,8%). Das hohe Zinsniveau und die pessimistische Einschätzung der Konjunkturlage wirkten sich nach wie vor hemmend auf die Investitionsbereitschaft aus. Diese Entwicklung widerspiegelte sich auch in der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) von Anfang Januar. Im privaten Bau ging der Arbeitsvorrat gegenüber dem Vorjahresniveau wertmässig um 8% zurück. Wie schon im Vorquartal war der Wohnungsbau von diesem Rückgang stark betroffen. Erstmals meldete allerdings auch der gewerblich-industrielle Bau kräftige Einbussen (-13%). Im öffentlichen Bau stieg hingegen der Auftragsbestand um 16%. Der Gesamtarbeitsvorrat in der Bauindustrie nahm dank dem kräftigen Wachstum im öffentlichen Bau wieder zu und lag Ende des vierten Quartals nominell um 1,9% über dem Vorjahresniveau (3. Quartal 1990: -2,4%).

Die Ausrüstungsinvestitionen sanken im vierten Quartal 1990 verglichen mit dem Vorjahresquartal markant um 6,3% (3. Quartal 1990: +6,3%). Die Zeichen eines schlechteren Investitionsklimas mehrten sich. Gemäss der Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM)

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

	1987	1988	1989	1990	1989		1990			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Import von Investitionsgütern, real <sup>1</sup>	10,0	-	5,7	3,0	-1,0	8,7	12,0	2,4	7,4	-7,3
Baubewilligte Wohnungen <sup>2</sup>	-13,2	7,5	-0,1	-	-4,4	5,3	6,6	-31,0	-18,0	-
Neuerstellte Wohnungen <sup>2</sup>	-16,3	2,1	-11,9	-	-8,7	-17,9	-6,9	-7,8	-4,6	-
Geplante indust. Bauten <sup>2</sup>										
Raumvolumen	-0,1	-15,9	47,9	-	37,1	37,3	-	-	-	-
Anzahl Projekte	0,1	-5,0	3,6	-	4,9	-24,7	-	-	-	-

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

<sup>2</sup> Neu- und Erweiterungsbauten

<sup>3</sup> in 96 Städten

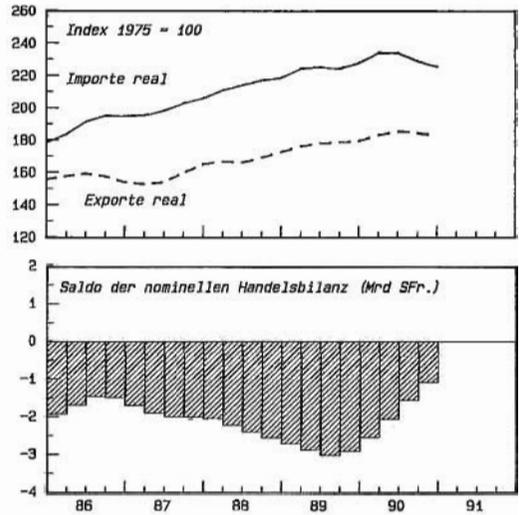
Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA, BfS, Eidgenössische Oberzolldirektion

sanken die Bestellungseingänge im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,5%. Die Bestellungen aus dem Ausland stagnierten, während die Aufträge aus dem Inland, wie schon im Vorquartal, zurückgingen. Der Arbeitsvorrat der befragten Unternehmungen schrumpfte auf 6,1 Monate (3. Quartal: 6,6 Monate). Die Ausrüstungsinvestitionen erhöhten sich im Jahr 1990 real um 4,3% (1989: 4,8%).

### Aussenhandel und Ertragsbilanz

Der schweizerische Aussenhandel entwickelte sich preisbereinigt und wertmässig im vierten Quartal deutlich schwächer. Das Ausmass der Verlangsamung wurde vor allem durch den schlechten Verlauf im Dezember – als Folge der für eine Betriebsschliessung günstigen Feiertagskonstellation – verursacht. Die Güterausfuhren (ohne Edelmetalle) wuchsen real um 0,8% und nominell um 0,5% (3. Quartal 1990: 5,7%, bzw. 3,3%). Der Absatz von Investitions- und Konsumgütern nahm verglichen mit der Vorjahresperiode nur noch geringfügig zu. Die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten gingen zurück. Die Exporte der Metallindustrie wuchsen langsamer, während diejenigen der Maschinenindustrie sanken. Die Lieferungen von Nahrungs- und Genussmitteln nahmen ebenfalls deutlich ab. Dagegen

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



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

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

konnten die Uhren- und die Bekleidungsindustrie ihren Absatz kräftig steigern.

Im Jahre 1990 nahmen die Warenausfuhren real mit 4,5% leicht schwächer zu als 1989 (5,4%). Wertmässig wuchsen die Güterexporte jedoch

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

	1987a)	1988a)b)	1989a)	1990a)	1989a)		1990a)			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
<b>Reale Ausfuhr</b>	1,5	7,0	5,2	4,5	4,6	3,2	10,2	2,6	5,7	0,8
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	1,6	-	4,3	1,9	3,6	1,3	6,5	-2,5	4,6	-0,5
Investitionsgüter	1,6	-	5,5	5,1	3,3	5,0	10,4	4,2	7,2	1,1
Konsumgüter	1,7	-	5,9	6,3	4,9	2,7	14,1	6,3	4,8	1,3
Ausfuhrpreise	-1,1	-	6,4	1,0	5,8	7,5	2,7	1,3	0,0	-0,2
<b>Reale Einfuhr</b>	6,4	5,2	5,3	2,7	1,6	4,8	7,0	2,2	5,7	-3,1
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	3,2	-	6,7	1,8	5,3	3,7	5,4	1,7	1,9	-0,5
Investitionsgüter	10,0	-	5,7	3,0	-1,0	8,7	12,0	2,4	7,4	-7,3
Konsumgüter	8,1	-	4,6	2,7	0,8	2,8	4,9	1,2	6,4	-1,3
Einfuhrpreise	-4,2	-	8,5	-0,7	8,0	7,1	4,6	-2,3	-3,8	-1,7

a) provisorische Werte

b) Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturforschung (BfK). Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 vorläufig keine vergleichbaren Werte für den Aussenhandel nach Verwendungszweck verfügbar.

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

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BfK

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

	1988	1989a)	1990b)	1989a)		1990b)			
				3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
<b>Total Einnahmen</b>	<b>132,5</b>	<b>153,2</b>	<b>160,8</b>	<b>38,7</b>	<b>39,1</b>	<b>40,6</b>	<b>40,6</b>	<b>40,3</b>	<b>39,3</b>
Warenexporte	76,5	87,0	91,1	20,6	23,6	23,3	23,1	21,3	23,4
Spezialhandel (Index I)	74,1	84,3	88,3	20,0	22,8	22,6	22,4	20,6	22,7
Übrige Warenexporte <sup>2</sup>	2,4	2,7	2,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Dienstleistungsexporte	21,5	23,7	24,3	7,3	4,7	6,1	6,0	7,6	4,7
Faktoreinkommen aus dem Ausland <sup>3</sup>	31,5	39,3	42,2	10,0	10,0	10,4	10,8	10,6	10,4
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,0	3,1	3,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Total Ausgaben</b>	<b>119,3</b>	<b>140,9</b>	<b>147,3</b>	<b>36,2</b>	<b>36,3</b>	<b>36,2</b>	<b>37,9</b>	<b>37,5</b>	<b>35,6</b>
Warenimporte	85,4	98,7	100,3	23,6	26,0	26,3	25,9	23,5	24,6
Spezialhandel (Index I)	82,4	95,2	96,6	22,8	25,1	25,4	24,9	22,6	23,6
Übrige Warenimporte <sup>2</sup>	3,0	3,4	3,7	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0
Dienstleistungsimporte	11,4	12,5	13,1	5,0	2,4	1,8	3,4	5,3	2,6
Faktoreinkommen an das Ausland <sup>3</sup>	17,0	23,9	27,5	6,1	6,4	6,6	6,9	7,0	6,9
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	5,5	5,9	6,5	1,6	1,4	1,5	1,7	1,7	1,6
<b>Saldo der Ertragsbilanz</b>	<b>13,2</b>	<b>12,2</b>	<b>13,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>

a) revidiert

b) vorläufige Schätzung

<sup>1</sup> in Mrd. Franken, Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen<sup>2</sup> inklusive elektrische Energie<sup>3</sup> Arbeits- und Kapitaleinkommen

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

um 5,5% (1989: 15,4%). Die Exportgüterpreise wurden vor allem angesichts des stärkeren Frankenkurses nur um 1% angehoben; 1989 hatte der Preisanstieg noch 5,5% betragen.

Die Entwicklung der Exporte in die EG-Länder setzte sich im bisherigen Muster fort: Die wertmässigen Ausfuhren in die Bundesrepublik Deutschland nahmen erneut zu, während jene nach Grossbritannien markant sanken. Die Lieferungen in die EFTA-Länder wuchsen nur geringfügig. Auch der Export in die aussereuropäischen OECD-Länder blieb verglichen mit der Vorjahresperiode praktisch unverändert. Die Ausfuhren nach Japan wuchsen unvermindert kräftig, während die Lieferungen in die Vereinigten Staaten und nach Kanada erneut deutlich zurückgingen. Die Exporte in die Entwicklungs- und in die ehemaligen Staatshandelsländer sanken.

Die Importe (ohne Edelmetalle) gingen im vierten Quartal zurück. Sie lagen nominell um 4,8% und real um 3,1% unter dem Vorjahresstand (3. Quartal 1990: 1,6% bzw. 5,7%). Im Jahresdurchschnitt 1990 wuchsen die Gütereinfuhren real (2,7%) stär-

ker als wertmässig (1,9%), weil die Importpreise gemessen am Mittelwertindex trotz des teureren Erdöls um 0,7% sanken.

Der Rückgang der Importe beruhte im vierten Quartal vor allem auf der deutlich schwächeren Einfuhr von Investitionsgütern wie Nutzfahrzeugen und Industriemaschinen. Aber auch die Lieferungen von Konsumgütern gingen zurück; vor allem Personenaufomobile wurden deutlich weniger eingeführt. Die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten lagen ebenfalls knapp unter dem Vorjahresergebnis.

Das Handelsbilanzdefizit (alle Warenkategorien) war im vierten Quartal mit 0,9 Mrd. Franken deutlich kleiner als im Vorjahr. Die stark gesunkenen Importe waren hauptsächlich für diesen Rückgang verantwortlich, während die Exporte auf ihrem Vorjahresniveau verharrten. Ein derart geringes Defizit war zum letzten Mal im vierten Quartal 1986 aufgetreten.

Infolge der geringen Börsenumsätze schwächten sich auch die Kommissionseinnahmen der Ban-

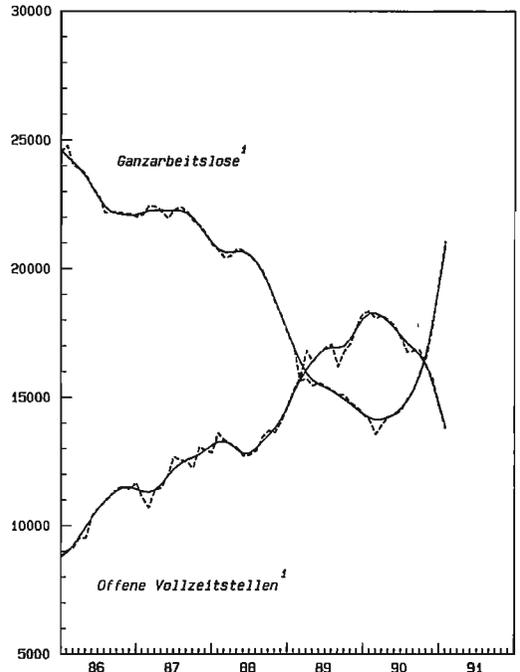
ken, die zur Dienstleistungsbilanz zählen, im vierten Quartal weiter deutlich ab. Der traditionelle Überschuss bei den Kapitalerträgen erhöhte sich im Vorjahresvergleich nur wenig. Die Erträge aus den Treuhandanlagen flossen erneut stärker als im Vorjahresquartal. Dagegen fielen die Einnahmen (netto) aus dem Zinsdifferenzgeschäft der Banken geringer aus.

Infolge des weiter gesunkenen Handelsbilanzdefizits nahm der Saldo der Ertragsbilanz erneut zu. Der Überschuss erreichte im vierten Quartal 3,3 Mrd. Franken (4. Quartal 1989: 2,8 Mrd.). Nach ersten Schätzungen dürfte der Ertragsbilanzüberschuss für das ganze Jahr 1990 13,5 Mrd. Franken betragen (Vorjahr: 12,2 Mrd.).

**Beschäftigung und Arbeitsmarkt**

Die Beschäftigung nahm im vierten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 1,2% zu (3. Quartal: 1,3%). Im Industrie- und im Dienstleistungssektor stieg die Zahl der Beschäftigten um 0,8%, bzw. 1,4%. Die Zahl der Arbeitskräfte im Baugewerbe erhöhte sich um 0,9%. Im Bauhauptgewerbe expandierte die Zahl der Beschäftigten um 1,8%, nachdem sie in den letzten zwei Quartalen noch gesunken war. Im Jahre 1990 wuchs die Beschäftigung mit 1,4% zwar gleich stark wie im Vorjahr, verlor aber im zweiten Halbjahr deutlich an Schwung.

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet  
Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Auf dem Arbeitsmarkt zeichnet sich eine leichte Entspannung ab. Die Zahl der Ganzarbeitslosen stieg in den Monaten Oktober bis Dezember stetig, während gleichzeitig die Anzahl der bei den

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

	1987	1988	1989	1990	1989		1990				1990			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Index der Beschäftigten					1,4	1,4	1,7	1,4	1,3	1,2	-	-	-	-
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7
Ganzarbeitslose	21 918	19 524	15 133	15 980	13 476	14 393	15 937	14 030	14 426	19 527	14 879	16 460	19 552	22 568
Kurzarbeiter	4 142	3 948	603	671	325	342	472	432	413	1 473	704	1 136	1 671	1 611
Offene Vollzeitstellen <sup>3</sup>	12 348	13 552	17 007	16 711	16 897	17 404	18 029	18 460	16 764	14 181	16 114	15 757	14 223	12 564

<sup>1</sup> Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode  
<sup>2</sup> Summe der Ganzarbeitslosen in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1980 (3 091 694 Erwerbspersonen)  
<sup>3</sup> Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnitte aus Monatswerten

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA

Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen zurückging (saisonbereinigt). Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote erhöhte sich im vierten Quartal auf 0,7%, und die durchschnittliche Zahl der von Kurzarbeit betroffenen Arbeitnehmer stieg im vierten Quartal 1990 gegenüber dem Vorquartal und dem Vorjahresquartal von 312 resp. 341 auf 1473. Von der Kurzarbeit betroffen wurden insbesondere das Baugewerbe und die Uhrenindustrie.

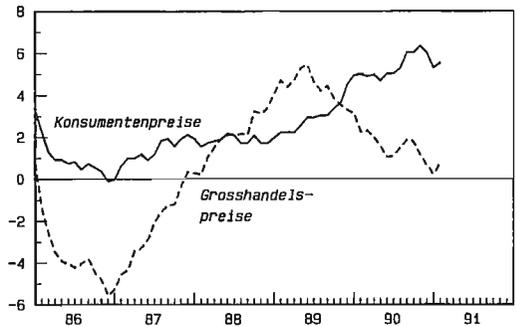
### Preise

Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im vierten Quartal 1990 um 5,9% über dem Wert der entsprechenden Vorjahresperiode (3. Quartal 1990: 5,8%). Obwohl der feste Schweizer Franken den Preisauftrieb hemmte, führten die Überwälzung der höheren Hypothekarzinsätze auf die Mieten und die in den Monaten Oktober und November sprunghaft angestiegenen Erdölpreise zu einem kräftigen Teuerungsschub. Der Preisindex für Heizung und Beleuchtung wuchs gegenüber dem Vorjahresquartal um 10,5%. Die Mieten – Hauptkomponente der Binnenteuerung – erhöhten sich infolge der gestiegenen Hypothekarzinsätze gegenüber dem Vorjahresquartal um 9,5%. Die durchschnittliche Jahresteuierung des Landesindexes der Konsumentenpreise betrug im Jahre 1990 5,4% (1989: 3,2%). Die Importwaren verteuerten sich um 4,4%, die Inlandgüter um 5,8%.

Im Januar und Februar 1991 erhöhte sich der Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahresmonat um 5,5% resp. 6,2%. Diese nach wie vor hohen Teuerungsraten wurden nicht zuletzt durch den Anstieg der administrierten Preise verursacht.

Der Grosshandelspreisindex wies im vierten Quartal 1990 eine Jahresteuierung von 0,7% aus. Dies ist der tiefste Quartalswert seit Ende 1987. Die niedrige Rate war vor allem auf die rückläufige Preisentwicklung bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten, welche gegenüber dem Vorjahresquartal 1,4% betrug, zurückzuführen. Die Preise für Energieträger und Hilfsstoffe erhöhten sich dagegen im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahreswert um 3,7%. Die Konsumgüterpreise stiegen

**Grafik 13: Preisentwicklung**



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

Quelle: Bundesamt für Statistik

um 3,4%. Nach Herkunft der Produkte gegliedert, verbilligten sich die Importwaren um 2,3%; die Preise für Inlandgüter wuchsen um 1,8%. Im Jahre 1990 betrug die Jahresteuierung bei den Grosshandelspreisen durchschnittlich 1,7%.

## 2. Der monetäre Bereich

### Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die Nationalbank ist seit August 1990 bestrebt, den Restriktionsgrad ihrer Geldpolitik leicht zu verringern und den Spielraum, den die festere Haltung des Schweizer Frankens an den Devisenmärkten bietet, zu nutzen. Infolgedessen stieg die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge, die sich seit längerer Zeit kontinuierlich zurückgebildet hatte, von 28,7 Mrd. Franken im September 1990 auf 29,3 Mrd. Franken im Februar 1991. Gleichzeitig bildeten sich die Geldmarktsätze tendenziell zurück, während der Franken gegenüber den europäischen Währungen relativ stabil blieb und gegenüber dem Dollar an Wert gewann.

Obschon die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge in den letzten Monaten des Jahres 1990 wieder zunahm, lag sie im vierten Quartal um 2,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

Diese Abnahme gegenüber dem Vorjahr war vor allem auf den Rückgang der Notenbankgeldmenge am Anfang des Jahres 1990 zurückzuführen. Die Giro Guthaben verharren zwar ab Februar 1990 bei ungefähr 3 Mrd. Franken, lagen aber im vierten Quartal um 6,5% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Der Notenumlauf, der fast 90% der Notenbankgeldmenge ausmacht, ging im gleichen Zeitraum um 1,2% zurück.

Die Nationalbank unterschritt damit das Wachstumsziel für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge, das sie im Jahre 1990 auf 2,0% festgelegt hatte, um 4,6 Prozentpunkte. Ursprünglich definierte sie das Geldmengenziel als Mittel der zwölf auf ein Jahr hochgerechneten monatlichen Wachstumsraten gegenüber dem Stand des vierten Quartals 1989. Diese Berechnungsweise bewährte sich jedoch nicht, da sie die Veränderungen des Zielaggregats zu Beginn des Jahres zu stark gewichtet und die Entwicklung der Geld-

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

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giro Guthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	NBGM <sup>1,3</sup>	Saisonfaktoren	SBNBGM <sup>1,4</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
1986	23 951	2,6	8 297	2,5	32 248	0,999	32 270	1,7
1987	24 785	4,0	8 647	4,5	33 432	1,001	33 403	4,9
1988	25 819	4,3	5 667	-54,0	31 486	0,999	31 521	-11,0
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 <sup>5</sup>
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1990 1. Q.	26 152	-2,1	3 066	-20,7	29 218	1,000	29 226	-3,4
2. Q.	25 629	-2,6	2 992	-16,8	28 621	0,992	28 862	-3,8
3. Q.	25 438	-2,6	3 045	-7,9	28 482	0,988	28 838	-3,3
4. Q.	26 302	-1,2	2 970	-6,5	29 272	1,016	28 809	-2,6
1990 Juli	25 649	-2,4	3 021	-9,3	28 670	0,993	28 872	-3,2
Aug.	25 344	-2,5	3 119	-3,6	28 463	0,983	28 955	-2,8
Sept.	25 320	-2,8	2 994	-10,7	28 314	0,987	28 687	-3,9
Okt.	25 466	-2,1	2 894	-9,8	28 360	0,988	28 704	-3,4
Nov.	25 672	-1,3	2 939	-3,9	28 611	0,992	28 842	-2,1
Dez.	25 768	-0,2	3 076	-5,7	30 844	1,068	28 880	-2,2
1991 Jan.	26 932	0,5	3 174	0,9	30 097	1,027p	29 306p	-0,7p
Feb.	26 186	1,3	2 996	-1,4	29 182	0,998p	29 240p	0,1p

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

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

<sup>3</sup> NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giro Guthaben

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

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

p provisorisch

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

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,5	7,8	9,8
1989	-5,9	20,2	6,2
1990			
1990 1. Q. <sup>2</sup>	-7,2	21,1	4,1
2. Q. <sup>2</sup>	-5,5	13,5	2,0
3. Q. <sup>2</sup>	-5,2	10,1	1,7
4. Q. <sup>2</sup>			
1990 Juni <sup>2</sup>	-3,7	10,1	1,4
Juli <sup>2</sup>	-4,7	9,4	1,2
Aug. <sup>2</sup>	-5,7	10,2	1,5
Sept. <sup>2</sup>	-5,1	10,8	2,4
Okt. <sup>2</sup>	-3,6	9,6	2,1
Nov. <sup>2</sup>	-4,1	8,6	2,2
Dez. <sup>2</sup>	1,0	9,4	3,1
1991 Jan. <sup>2</sup>	0,8	7,1	2,9

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

<sup>2</sup> provisorisch

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

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

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

mengen damit verzerrte. Die Nationalbank ging deshalb dazu über, auf die Wachstumsrate der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge im vierten Quartal 1990 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal abzustellen.

Für 1991 verzichtete die Nationalbank auf die Festlegung eines Jahresziels. Sie gab jedoch bekannt, sie werde die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge mittelfristig um durchschnittlich 1% pro Jahr ausdehnen. Für das erste Quartal 1991 sagte die Nationalbank ein durchschnittliches Niveau der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 28950 Mio. Franken voraus. Im Januar und Februar wurde der prognostizierte Wert leicht übertroffen. Diese Abweichung ist vor allem auf die höhere Liquiditätsnachfrage der Banken unmittelbar vor Ausbruch des Golfkrieges zurückzuführen. Die Giroguthaben, die sich seit Monaten bei rund 3 Mrd. Franken bewegt hatten, stiegen in der ersten Hälfte des Monats Januar vorübergehend auf 3,5 Mrd. Franken.

Die seit Anfang 1990 zu beobachtende tendenzielle Verringerung der Zinssätze bewirkte, dass sich der Rückgang der Geldmenge M<sub>1</sub> verlangsamte. Diese Entwicklung setzte sich im vierten Quartal fort. Die Jahresveränderungsrate des Bargeldumlaufs betrug im vierten Quartal noch -0,8%, gegenüber -2,3% im dritten Quartal. Auch die Sichteinlagen nahmen nur noch geringfügig ab: Im vierten Quartal lagen sie um 2,9% unter dem entsprechenden Vorjahreswert, nach einem Rückgang um 6,6% im Vorquartal. Insgesamt sank die Geldmenge M<sub>1</sub>, die sich aus dem Bargeldumlauf und den Sichteinlagen zusammensetzt, um 2,2%, nachdem sie im dritten Quartal um 5,2% abgenommen hatte.

Das Wachstum der Termineinlagen schwächte sich weiter ab. Im vierten Quartal stiegen sie gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal noch um 16,9%, gegenüber 20,6% im dritten Quartal. Diese Abschwächung war indessen auch auf einen Basiseffekt zurückzuführen, der sich aus der massiven Zunahme der Termingelder im vierten Quartal 1989 (61,7%) ergab. Das Jahreswachstum der Geldmenge M<sub>2</sub> sank von 10,1% im dritten Quartal auf 9,1% im vierten Quartal.

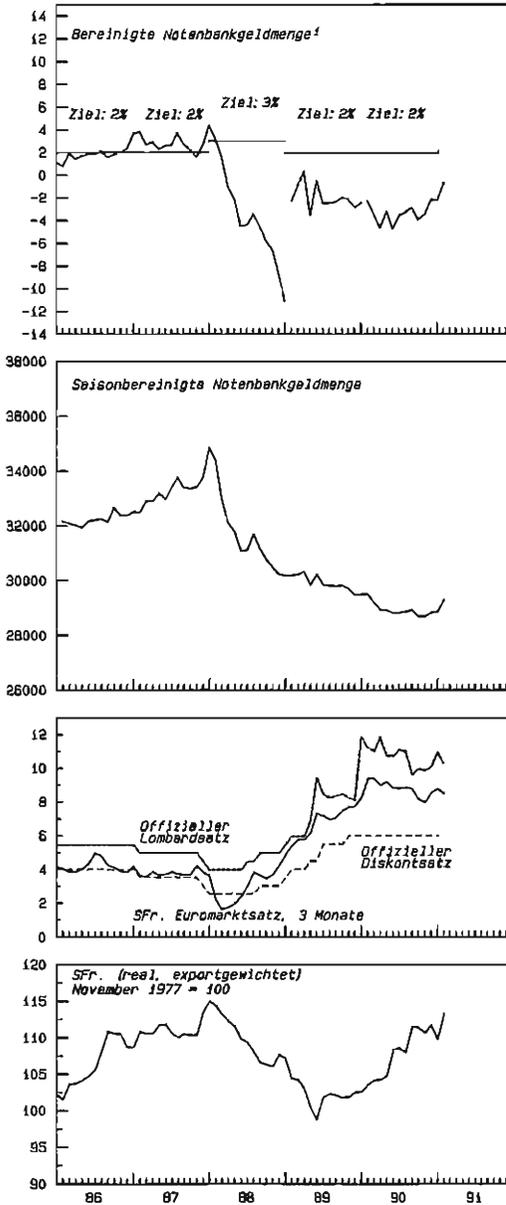
Der Rückgang der Spareinlagen, die im dritten Quartal noch mit einer Jahresrate von 7,5% abgenommen hatten, verlangsamte sich in den letzten drei Monaten des Jahres auf 5,2%. Als Folge davon nahm die Geldmenge M<sub>3</sub> im Vorjahresvergleich etwas stärker zu. Sie lag im vierten Quartal um 2,5% über dem Vorjahresniveau, gegenüber 1,7% im dritten Quartal 1990.

### Geldmarkt

Die Eurofrankensätze, die in den Monaten September und Oktober deutlich zurückgegangen waren, zogen im Laufe des vierten Quartals wieder an. Im Durchschnitt des vierten Quartals lagen sie indessen leicht unter dem Niveau des Vorquartals. Im Januar und Februar 1991 bildeten sich die Zinssätze erneut zurück.

Der Jahresultimo konnte ohne extreme Zinsaus-schläge abgewickelt werden. Die Nationalbank befriedigte die grössere Nachfrage für Notenbankgeld durch zusätzliche Devisen-Swaps. Die

Grafik 14: Schweiz



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

meisten Geldmarktgeschäfte wurden über das Jahresende zu Zinssätzen zwischen 11% und 16% abgeschlossen.

Schon seit dem September 1990 liegen die schweizerischen Geldmarktsätze tendenziell unter jenen in Deutschland, übertreffen jedoch immer noch die entsprechenden Vergütungen auf Dollaranlagen. Im Januar und Februar vergrößerte sich der Abstand zwischen den Zinssätzen für kurzfristige Anlagen in den drei Währungen weiter.

Die Vergütungen der Grossbanken für Festgelder und die Renditen der Geldmarktbuchforderungen des Bundes entwickelten sich wie üblich in enger Beziehung zum Eurofrankenmarkt. Die Festgeldzinssätze (3 Monate) betragen im Durchschnitt des vierten Quartals 8,1% und lagen damit um 0,4 Prozentpunkt unter dem Zinssatz am Euromarkt. Die entsprechenden Renditen der Geldmarktbuchforderungen (3 Monate) beliefen sich auf 7,8%, womit sie an den Auktionstagen um durchschnittlich 0,6 Prozentpunkt unter den entsprechenden Eurofrankensätzen lagen.

### Devisenmarkt

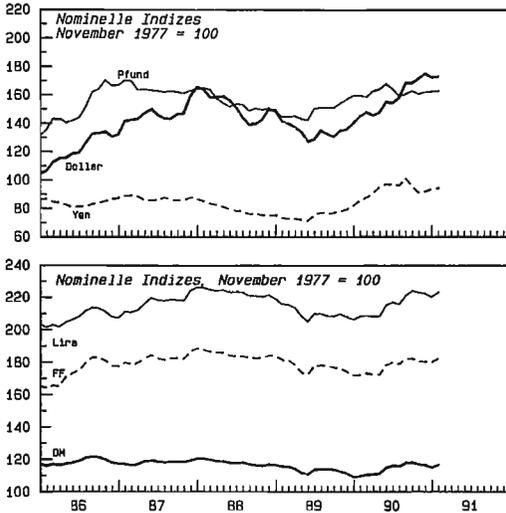
Zwischen Anfang November 1990 und Ende Februar 1991 verlor der Schweizer Franken gegenüber den Währungen der wichtigsten Industrieländer an Wert. Die Abwertung war am grössten gegenüber dem amerikanischen Dollar (4,8%); gegenüber den Währungen des EWS lag sie zwischen 1,0% und 3,2%. Der japanische Yen gewann 2,2% an Wert.

Im Durchschnitt der Monate November 1990 bis Februar 1991 lag der Frankenkurs des amerikanischen Dollars bei Fr. 1,27 (Vorjahresperiode: Fr. 1,55), der Kurs der japanischen Währung bei Fr. 0,96 je 100 Yen (Vorjahresperiode: Fr. 1,07/100 Yen) und jener der D-Mark bei 84,9 Rappen (Vor-

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

Ziele: bis 1989 durchschnittliche monatliche Zuwachsrate gegenüber Vorjahr  
 1990 Wachstumsrate des vierten Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode

**Grafik 15: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**

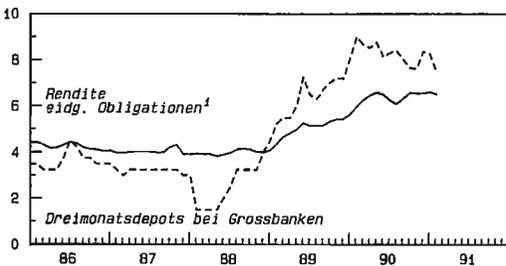


jahresperiode: 89,1 Rappen). Im Vorjahresvergleich gewann der Franken somit gegenüber dem Dollar um 18,2%, gegenüber dem Yen um 10,3% und gegenüber der D-Mark um 4,7% an Wert.

Die Nationalbank verzichtete im vierten Quartal auf Interventionen am Devisenmarkt. Mitte Februar beteiligte sie sich indessen an einer konzertierten Stützungsaktion zugunsten des Dollars.

Der Aufwertungstrend des realen Frankens setzte sich im vierten Quartal nicht mehr fort. Der

**Grafik 16: Zinssatzentwicklung**



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

um die Veränderung der Konsumentenpreise bereinigte exportgewichtete Aussenwert des Frankens verharrte auf dem Niveau des Vorquartals. Damit wurde der Franken real um 7,9% höher bewertet als vor Jahresfrist (3. Quartal: 8%). Am stärksten nahm der reale Frankenkurs im Vorjahresvergleich gegenüber dem Dollar (25,5%), dem Yen (16,6%) und der D-Mark (6,8%) zu. Gegenüber dem britischen Pfund verlor der Franken real um 1,6% an Wert.

### Kapitalmarkt

Das Renditeniveau inländischer Obligationen, das bereits nach dem Ausbruch der Golfkrise im August 1990 massiv gestiegen war, erhöhte sich im vierten Quartal weiter. Die Anleger unterschieden deutlich zwischen den verschiedenen Schuldnerkategorien. Die geringsten Kurseinbussen erlitten die Obligationen öffentlicher Schuldner, deren Durchschnittsrendite am Jahresende um rund  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt über ihrem Stand im Juli 1990 lag. Demgegenüber stiegen die Renditen der Bankobligation im gleichen Zeitraum um rund  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkt und jene der übrigen Obligationen um 1 Prozentpunkt. Im Januar und Februar bildeten sich die Obligationenrenditen deutlich zurück: Gemessen an der Durchschnittsrendite der Bundesobligationen betrug das Renditeniveau Ende Februar 6,2%, gegenüber 6,6% Anfang Januar.

Die Entwicklung der Obligationenrenditen blieb nicht ohne Auswirkungen auf die Verzinsung der Kassenobligationen. Im dritten Quartal hatten die Kantonalbanken ihre Kassencheine zu einem Zinssatz von durchschnittlich 6,9% ausgegeben. Dieser Zinssatz stieg auf 7,1% im vierten Quartal und betrug am Jahreswechsel 7,3%, bevor er im Laufe der ersten beiden Monate des Jahres 1991 wieder unter 7% fiel. Die günstigere Refinanzierung ermöglichte Ende Februar verschiedenen Banken eine Reduktion ihrer Zinssätze für neue Hypotheken um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt.

Der Rückgang der Aktienkurse kam im vierten Quartal zum Stillstand. Zu Beginn des neuen Jahres gaben die Kurse zunächst etwas nach, bevor sie wieder kontinuierlich in die Höhe kletterten. Ende Februar lagen sie gemessen am Swiss Per-

formance Index auf dem höchsten Niveau seit Anfang September 1990.

Die Neubeanspruchung des schweizerischen Kapitalmarkts (Obligationen und Aktien) betrug im vierten Quartal 1990 rund 12,6 Mrd. Franken (4. Quartal 1989: 12,7 Mrd.). Nach Abzug der Rückzahlungen von 3,1 Mrd. Franken (2,6 Mrd.) belief sich die Nettobeanspruchung auf 9,5 Mrd. Franken (10,1 Mrd.). Davon entfiel 33% (26%) auf inländische Emittenten.

### Kapitalexport

Im vierten Quartal 1990 betrugen die von der Nationalbank bewilligten Kapitalexportgeschäfte 10,6 Mrd. Franken. Dies entspricht einer Abnahme um 0,5% gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode. Während die Kredite um fast 40% zunahmen, gingen die Anleihen um rund 12% zurück. Dabei gingen die eigenkapitalbezogenen Anleihen erneut stark zurück (54%), während die gewöhnlichen Anleihen erneut stark stiegen (46%).

Im Jahre 1990 erreichte der bewilligungspflichtige Kapitalexport einen Betrag von insgesamt 43,6 Mrd. Franken, was einer Zunahme von 4% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Die Kredite nahmen um 7% und die Anleihen um 3% zu. Im Kreditbereich waren die Plazierungen in Form von zwei- bis dreijährigen Schuldscheindarlehen recht ge-

fragt. Das Gesamtvolumen dieser Operationen, die rechtlich betrachtet eine Unterbeteiligung an einem Kredit verkörpern, erreichte 1,8 Mrd. Franken, d.h. 4,1% aller erteilten Kapitalexportbewilligungen. Zwei Hauptgründe, nämlich die geringere steuerliche Belastung und die im Vergleich zu Anleiheobligationen tieferen Kommissionssätze für den Schuldner, scheinen die wachsende Hinwendung zu Schuldscheindarlehen zu erklären. Innerhalb der Kategorie der Anleihen gab es wie bereits im Vorjahr erhebliche Verschiebungen. Wegen des Kursrückgangs an der Börse in Tokio nahmen die meist von japanischen Schuldnern begebenen eigenkapitalbezogenen Anleihen um 49% auf 11,2 Mrd. Franken ab. Dieser Rückgang wurde durch die starke Zunahme der gewöhnlichen Anleihen allerdings mehr als kompensiert. Diese verzeichneten eine Zunahme um 126% auf 20,9 Mrd. Franken. Der Anteil der gewöhnlichen Anleihen am Gesamtbetrag der Emissionen erreichte mit 65% wieder etwa die gleiche Höhe wie in den Jahren bis 1988, nachdem er 1989 auf rund 30% gesunken war.

Wie in früheren Jahren floss auch 1990 der weitest- grösste Teil der Kapitalexporte in die Industrieländer (88%). Die geographische Gliederung der Industrieländer zeigt dagegen grössere Verschiebungen. Der Anteil Japans sank von 50 auf 30%, während die Anteile Westeuropas und Nordamerikas etwa im gleichen Umfang zunahmen. Der Anteil der internationalen Entwicklungsorganisationen stieg leicht von 5 auf knapp 6%.

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

	Anleihen <sup>1</sup>	Finanzkredite	Exportkredite	Total
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1989	31 281,0	10 154,1	517,8	41 952,9
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1990 3. Q.	5 956,8	3 582,1	117,7	9 656,6
4. Q.	8 316,0	2 139,6	174,1	10 629,7
1990 1. Q.	11 237,8	2 203,9	165,2	13 606,9
2. Q.	5 918,8	2 804,0	357,6	9 080,4
3. Q.	7 668,9	2 427,7	270,0	10 366,6
4. Q.	7 348,2	3 089,0	143,5	10 580,7

<sup>1</sup> inklusive Fremd- und Doppelwährungsanleihen und Notes; Neugliederung infolge Revision der Kapitalexportbestimmungen vom 29. 5. 1986

### **Bankbilanzen und Kredite**

Die Bilanzsumme der 68 Banken lag Ende Dezember 1990 7% über dem Vorjahresniveau. Die Zuwachsrate wird wie üblich stark durch Wechselkursbewegungen beeinflusst. Bei einer Bewertung der Dollarpositionen zum Vorjahreskurs ergäbe sich eine Zunahme um 10%, was ungefähr der längerfristigen Wachstumsrate entspricht.

Die 68 Banken gewährten netto erneut mehr Kredite als sie mit zufließenden Publikumsgeldern finanzieren konnten. Deshalb nahmen die Finanzanlagen der Banken weiter ab und lagen Ende Dezember 11% unter dem Vorjahreswert. Die Nettoverschuldung gegenüber den Banken im Ausland nahm massiv zu, während die liquiden Mittel nur um 3% sanken. Der Wertschriftenbestand erhöhte sich um 3%, und die Wechsel- und Geldmarktpapiere stiegen sogar um 34%.

Bei der Kreditentwicklung zeichnet sich eine Verlangsamung ab. Zwischen Ende Dezember 1989 und Ende Dezember 1990 stieg das Total der Kredite um 9% an. Vor Jahresfrist hatte die entsprechende Jahresveränderungsrate noch bei 16% gelegen. Der Bestand bewilligter Baukredite stieg

zwischen Dezember 1989 und Dezember 1990 nur noch um 1%, da kaum mehr neue Baukredite gesprochen wurden. Der Anteil der beanspruchten Kredite nahm in diesem Zeitraum um rund 16% zu. Die offenen Limiten wurden somit immer enger. Auf der Passivseite der Bankbilanzen nahmen die Publikumsgelder (Kreditoren auf Sicht und Zeit, Spar- und Depositenhefte sowie Kassenobligationen und Obligationen) um 6% zu. Die Kreditoren auf Zeit lagen noch 14% über dem Vorjahresniveau. Die praktisch zinslosen Kreditoren auf Sicht sanken per Ende Dezember um 4% unter den Vorjahreswert. Die Spargelder, deren Zinssätze hinter den Marktsätzen herhinken, lagen Ende Dezember noch 4% unter dem Wert vom Dezember 1989. Der Abfluss der Spargelder hat sich im zweiten Halbjahr 1990 jedoch wesentlich verlangsamt. Der Bestand ausgegebener Kassenobligationen und Obligationen nahm im Jahresvergleich um 10% zu.

Im Ausserbilanzgeschäft lagen die Treuhandanlagen etwa gleich hoch wie vor Jahresfrist. Die Treuhandpassiven stammten zu einem Drittel aus dem Inland und zu zwei Dritteln aus dem Ausland. Sie wurden beinahe vollständig im Ausland plaziert.



# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 8 mars 1991<sup>1</sup>

## A. Aperçu

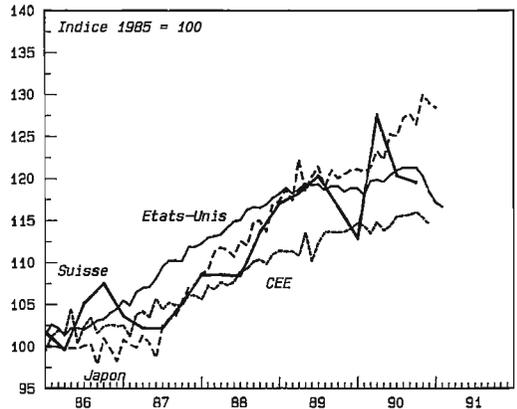
### 1. Etranger

#### Evolution de la conjoncture

Au quatrième trimestre de 1990, la croissance économique a faibli nettement dans la zone de l'OCDE, et les perspectives conjoncturelles se sont détériorées dans la plupart des pays. La crise du Golfe et l'incertitude qu'elle a fait peser sur l'évolution des prix pétroliers ont contribué à freiner la conjoncture. Si un ralentissement global a été observé, la croissance a varié sensiblement d'un pays à l'autre. L'expansion a continué en Allemagne de l'Ouest et au Japon, alors que la tendance à la récession s'est renforcée dans les pays anglo-saxons. Le produit national brut réel a diminué nettement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, où la production globale a probablement enregistré un recul pour le deuxième trimestre consécutif. Les économies française et italienne ont été marquées par une tendance à la stagnation, la demande, tant intérieure qu'étrangère, ayant perdu une grande partie de sa vigueur. Ces deux pays ont bénéficié de la forte demande de l'Allemagne, mais cela n'a pas suffi à compenser la baisse des commandes provenant des Etats-Unis, du Royaume-Uni et des pays de l'Europe méridionale.

Les écarts observés dans l'évolution économique ont entraîné une réduction des déséquilibres des balances commerciales des pays industrialisés. Au Japon et en Allemagne, les importations, stimulées par la vigueur de la demande intérieure, ont augmenté davantage que les exportations, de sorte que les excédents courants de ces deux pays ont diminué. D'un autre côté, les déficits courants des Etats-Unis et du Royaume-Uni ont

Graphique 1: Production industrielle



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

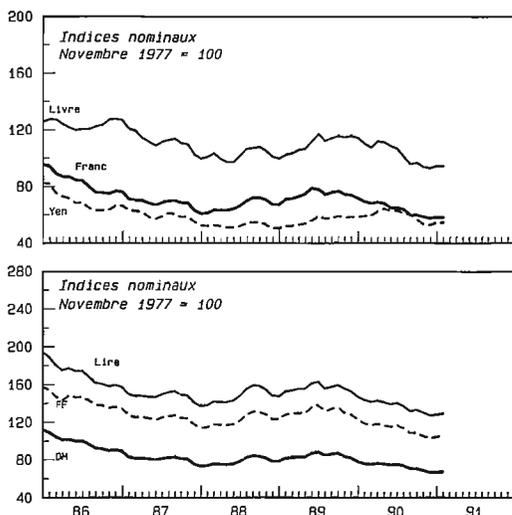
fléchi grâce à la demande plus faible de biens importés – une conséquence de la moins bonne conjoncture – et à la progression des exportations. Pour l'ensemble de l'année, les balances des transactions courantes du Japon et de l'Allemagne ont dégagé des excédents nettement moins élevés qu'en 1989, et celles des Etats-Unis et du Royaume-Uni se sont soldées par des déficits en léger repli.

L'emploi ayant stagné dans de nombreux pays à cause du ralentissement de l'expansion économique, le taux moyen de chômage dans la zone de l'OCDE a augmenté, passant de 6,1% en septembre à 6,3% en décembre. Le nombre des chômeurs s'est accru tout particulièrement aux Etats-Unis et au Royaume-Uni; une légère hausse a été observée également dans la plupart des autres pays européens. En Allemagne, le taux de chômage a fléchi dans la partie occidentale du pays, grâce à une nouvelle progression de l'emploi, mais la situation s'est détériorée fortement sur le marché du travail de la zone orientale.

La hausse massive des prix du pétrole a engendré, au début du quatrième trimestre, une nou-

<sup>1</sup> Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1990 et janvier 1991

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



velle poussée de renchérissement dans la plupart des pays industrialisés. Le taux annuel d'inflation a passé, en moyenne des pays de l'OCDE, de 7% en septembre à 7,4% en novembre. En fin d'année, le renchérissement a toutefois fléchi légèrement dans de nombreux pays, les prix pétroliers ayant de nouveau baissé. En décembre, le taux annuel de renchérissement s'inscrivait à 7,2% dans la zone de l'OCDE. Comme les cours du pétrole ont fortement chuté après le déclenchement de la guerre du Golfe à la mi-janvier 1991, le renchérissement devrait diminuer encore, au premier trimestre de 1991, dans l'ensemble de l'OCDE.

### **Politique économique**

Au quatrième trimestre, la plupart des pays industrialisés ont maintenu le cours restrictif de leur politique monétaire. Les autorités monétaires américaines ont toutefois assoupli nettement leur politique, en automne, pour contrer l'affaiblissement de la conjoncture. Le taux des fonds fédéraux a diminué sensiblement entre octobre et les premiers jours de février. En outre, le taux officiel de l'escompte a été réduit d'un demi-point à la mi-décembre et au début de février. Eu égard à la vigueur de l'essor économique, la Banque fédé-

rale d'Allemagne a poursuivi sa politique restrictive et les taux à court terme ont de nouveau augmenté. Elle a relevé d'un demi-point, à fin janvier, les taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement. En novembre, son taux lombard avait déjà été adapté d'un demi-point. Les taux d'intérêt sont restés élevés au Royaume-Uni, la faiblesse de la livre au sein du Système monétaire européen, après la baisse des taux du début d'octobre, ne laissant guère de marge pour un nouveau repli. En France également, les taux à court terme ont marqué une légère hausse vers la fin de l'année, mais la banque centrale n'a pas modifié ses taux directeurs. Quant à la Banque du Japon, elle a continué à mener une politique monétaire restrictive, de sorte que les taux d'intérêt sont restés orientés à la hausse.

Selon des estimations de l'OCDE, le déficit des comptes des Etats membres, exprimé en pourcentage du produit national brut, a augmenté de 1,1% en 1989 à 1,6% l'année suivante. Cette hausse – la première depuis 1983 – est due principalement aux déficits accrus de l'Allemagne et des Etats-Unis. En 1991, les déficits publics de nombreux pays devraient encore se creuser, puisque le ralentissement de la conjoncture influera sur les recettes fiscales. En outre, la guerre du Golfe entraînera des dépenses supplémentaires considérables dans la plupart des grands pays industrialisés, dépenses qui ne seront probablement financées qu'en partie par des relèvements d'impôts. En Allemagne, des sommes élevées seront affectées à l'assainissement de l'économie de la partie orientale du pays. Ces dépenses ne se refléteront toutefois pas dans le budget ordinaire. Elles seront financées en grande partie par des fonds spéciaux.

### **Marchés des changes**

Après avoir chuté à partir du mois d'avril 1990, le dollar des Etats-Unis a regagné un peu de terrain face aux monnaies des principaux autres pays industrialisés dans la période allant de novembre 1990 à février 1991. L'éclatement de la guerre du Golfe, le 16 janvier, n'a guère influé sur les marchés des changes, mais les cours des actions se sont envolés à la bourse de New York durant la première semaine des hostilités. Vers la fin du

mois, le net repli des taux d'intérêt américains a engendré dans un premier temps de nouvelles pressions à la baisse sur le dollar. Les banques centrales des grands pays industrialisés sont alors intervenues sur les marchés des changes pour soutenir la monnaie américaine. Pendant les mois de novembre à février, le dollar a progressé légèrement par rapport au yen japonais et aux monnaies du SME; sa hausse la plus forte, soit 4,8%, a été observée face au franc suisse et la plus faible, soit 1,7%, vis-à-vis de la lire italienne. Les fluctuations journalières du dollar par rapport aux monnaies des principaux pays industrialisés ont augmenté légèrement peu avant le début de la guerre du Golfe, mais elles sont restées, dans l'ensemble, environ du même ordre de grandeur que pendant les quatre mois précédents; en taux annualisé, elles se sont inscrites entre 10 et 13%.

En moyenne des mois de novembre 1990 à février 1991, le dollar était nettement inférieur aux niveaux observés un an auparavant. Il a cédé entre 12,8 et 19,7% face aux monnaies du SME, 18,1% par rapport au franc suisse et 8,9% vis-à-vis du yen japonais.

Du quatrième trimestre de 1989 à la période correspondante de 1990, le cours du dollar, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi de 7,9%, en termes nominaux, et de 6,8%, en termes réels. En revanche, le cours pondéré du yen a augmenté de 3,9% en termes nominaux (1,8% en termes réels), celui du mark allemand, de 3,6% (0,9%) et celui du franc suisse, de 4% (7%).

Au sein du Système monétaire européen (SME), les banques centrales française et italienne ont dû intervenir à plusieurs reprises, entre novembre 1990 et février 1991, pour maintenir leur monnaie à l'intérieur de la marge de fluctuation prévue. Depuis l'entrée du Royaume-Uni dans le mécanisme de change du SME, la livre sterling a évolué à la limite inférieure de sa marge.

### **Problèmes économiques et monétaires internationaux**

Selon des estimations de la Banque mondiale, la dette extérieure globale des pays en développement a augmenté de 6%, en 1990, pour atteindre 1221 milliards de dollars. Son accroissement s'ex-

plique par la progression des crédits octroyés par des sources publiques, mais aussi par la baisse du dollar, qui a gonflé la part de la dette libellée en d'autres monnaies. Ces deux facteurs ont largement compensé les effets des mesures prises dans le cadre du plan Brady pour alléger la dette. Plusieurs pays en développement étant parvenus à accroître sensiblement leurs ventes à l'étranger, le rapport entre la dette extérieure globale et les exportations a diminué de 187% en 1989 à 183% l'année suivante. En dépit de cette légère amélioration, la situation des débiteurs est restée précaire.

A la fin de 1990, le Fonds monétaire international (FMI), la Banque mondiale, l'OCDE et la Banque européenne pour la reconstruction et le développement ont publié une étude sur la situation économique en Union soviétique. Cette étude brosse un sombre tableau de l'économie soviétique. Le déficit de la balance courante a atteint quelque 14 milliards de dollars en 1990, contre 4 milliards l'année précédente. Les réserves monétaires ont diminué, alors que les arriérés de paiement à l'égard des pays créanciers occidentaux ont augmenté à plus de 5 milliards de dollars. Le système de planification centralisée s'est effondré, mais sans qu'un système de prix reposant sur les principes d'une économie de marché prenne le relais. Le troc et le marché noir s'imposent de plus en plus. Les experts estiment qu'une aide financière occidentale ne sera judicieuse que le jour où le pays se sera engagé sur la voie des réformes économiques indispensables. Jusque-là, l'assistance occidentale devrait se cantonner à des recommandations sur le plan macro-économique et micro-économique, au financement de quelques projets spéciaux et à une aide alimentaire.

A fin janvier 1991, le gouvernement soviétique a tenté de réduire l'excès de liquidités pour lutter en particulier contre l'économie dite souterraine. Les billets de 50 et de 100 roubles – soit les deux plus grosses coupures – ont été démonétisés. Pendant un temps très court, les Soviétiques ont pu convertir ces coupures en d'autres billets, mais jusqu'à concurrence de 1000 roubles seulement. Les retraits en espèces sont maintenant limités à 500 roubles par mois; en revanche, les transactions par virements ne sont pas soumises à un plafond.

La conférence intergouvernementale sur le projet d'union économique et monétaire (UEM) de la CE s'est ouverte, à Rome à la mi-décembre; les négociations devraient durer au moins jusqu'au milieu de cette année. Au centre des discussions figurent le projet de statuts que les gouverneurs des banques centrales des pays de la CE ont rédigé pour un système européen de banques centrales et une banque centrale européenne ainsi qu'un texte de la Commission européenne sur les amendements à apporter au Traité de Rome. Une proposition britannique – le plan Major et Lamont – qui prévoit la création d'un Fonds monétaire européen (FME), est également à l'examen. Le FME se verrait confier la tâche d'émettre une nouvelle monnaie européenne, qui circulerait parallèlement aux monnaies nationales. Cette monnaie, appelée «Ecu lourd», ne pourrait être dévaluée par rapport aux monnaies nationales. Les monnaies nationales et l'Ecu lourd se feraient concurrence, et les monnaies les plus faibles seraient, selon la proposition britannique, peu à peu évincées de la circulation. D'autres pays, en particulier la France et l'Espagne, ont soumis également des propositions en vue de la future union économique et monétaire.

## 2. Suisse

La croissance de l'économie suisse s'est ralentie au quatrième trimestre. Par rapport à la période correspondante de l'année précédente, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,4% au quatrième trimestre, contre 3% le trimestre précédent. Les investissements, qui étaient un élément moteur de l'expansion un an auparavant, ont diminué. La croissance des exportations de biens et de services a elle aussi faibli. Quant à la consommation privée, elle a progressé à un rythme moins élevé qu'au trimestre précédent.

Le marché du travail a ressenti les effets du ralentissement de la croissance. L'augmentation de l'emploi a fléchi à 1,2%. Le nombre des chômeurs complets s'est accru, et celui des places vacantes a diminué. En outre, l'effectif des personnes touchées par des réductions du temps de travail s'est inscrit en nette hausse.

D'autres indicateurs conjoncturels confirment eux aussi le fléchissement de l'expansion. La marche des affaires dans l'industrie a subi un nouveau coup de frein. Les entrées de commandes et les carnets de commandes ont encore diminué, en particulier dans les entreprises à vocation exportatrice. Etant donné la propension moins bonne à investir, l'industrie des machines notamment s'attend à un nouveau recul de la demande. Les crédits de construction n'ont presque plus augmenté; dans le secteur de la construction de villas, ils ont marqué un fort repli, comme au troisième trimestre. Du côté des consommateurs, la tendance est restée empreinte de pessimisme.

Etant donné la situation dans le Golfe, les instituts de prévisions conjoncturelles ont révisé leurs pronostics pour 1991 et porté un jugement moins favorable qu'en automne sur la situation économique. Ils s'attendent à une croissance du produit intérieur brut nettement plus lente que ce qui avait été prévu auparavant.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement s'est encore accéléré légèrement au quatrième trimestre. En moyenne, le taux annuel d'inflation a passé en effet de 5,8% au troisième trimestre à 5,9% le trimestre suivant. L'indice des prix à la consommation dépassait, en janvier, de 5,5% son niveau du même mois de 1990. En février, sa hausse s'inscrivait à 6,2%. Au niveau des prix de gros, le renchérissement a continué à faiblir. Au quatrième trimestre, son taux annuel était de 0,7%; un rythme aussi bas n'avait plus été observé depuis la fin de 1987.

Au quatrième trimestre, le cours réel du franc suisse, pondéré par les exportations, était légèrement inférieur, en moyenne, à son niveau des trois mois précédents, mais dépassait de 7% celui de la période correspondante de 1989. Face au dollar et au yen, sa revalorisation a été supérieure à la moyenne.

A partir du mois d'août 1990, la Banque nationale a mis prudemment à profit, dans la conduite de sa politique monétaire, la marge de manœuvre que lui a donnée l'évolution plus ferme du franc suisse sur les marchés des changes. Les taux d'intérêt

à court terme, qui atteignaient près de 9% en août, ont fléchi à quelque 8% en février 1991. Quant aux taux à long terme, ils ont suivi la même tendance, le rendement moyen des obligations fédérales passant de 6,6% à 6,3% au cours de cette période.

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale dessaisonnalisée s'est maintenue approximativement à son niveau des trois mois précédents. Par rapport au quatrième trimestre de 1989, elle a diminué de 2,6%. Ainsi, l'objectif monétaire pour 1990 – une croissance de 2% de la monnaie centrale dessaisonnalisée – n'a pas été atteint. L'écart s'élève à 4,6 points.

Pour 1991, la Banque nationale a renoncé à fixer un objectif en termes de monnaie centrale. Elle a cependant annoncé qu'elle entend augmenter, à moyen terme, la monnaie centrale dessaisonnalisée à un rythme de 1% par année. Le temps qu'il faudra pour que l'agrégat se rapproche de son sentier de croissance à moyen terme dépendra principalement de l'évolution des cours de change. La Banque nationale a tablé, pour le premier trimestre de 1991, sur un volume de monnaie centrale de 28,95 milliards de francs en moyenne. En janvier et février, l'agrégat s'inscrivait en moyenne à 29,3 milliards de francs, soit à un montant plus élevé que ce qui était prévu, mais aussi nettement supérieur au niveau du quatrième trimestre de 1990.

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

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

L'économie américaine est entrée dans une phase de récession au second semestre de 1990. Selon des estimations provisoires, le produit national brut réel a diminué de 2%, en taux annualisé, au quatrième trimestre. Ce recul est dû, pour l'essentiel, au net coup de frein que les constructeurs ont donné à la production, dans l'industrie automobile, en réaction à la baisse de la demande qui a suivi l'éclatement, en août, de la crise du Golfe.

Au quatrième trimestre, la consommation de biens durables a régressé de 10,7% en termes réels (consommation globale: -2,9%), et les investissements des entreprises, de 1,3%. Les dépenses consacrées à la construction de logements ont elles aussi fortement diminué (-18,5%); ce secteur traverse une crise profonde depuis plus d'une année. Les importations, quant à elles, se sont contractées de 9,7% sous l'effet du repli de la demande intérieure. En revanche, les exportations ont soutenu la conjoncture puisqu'elles ont progressé de 7,1% en volume.

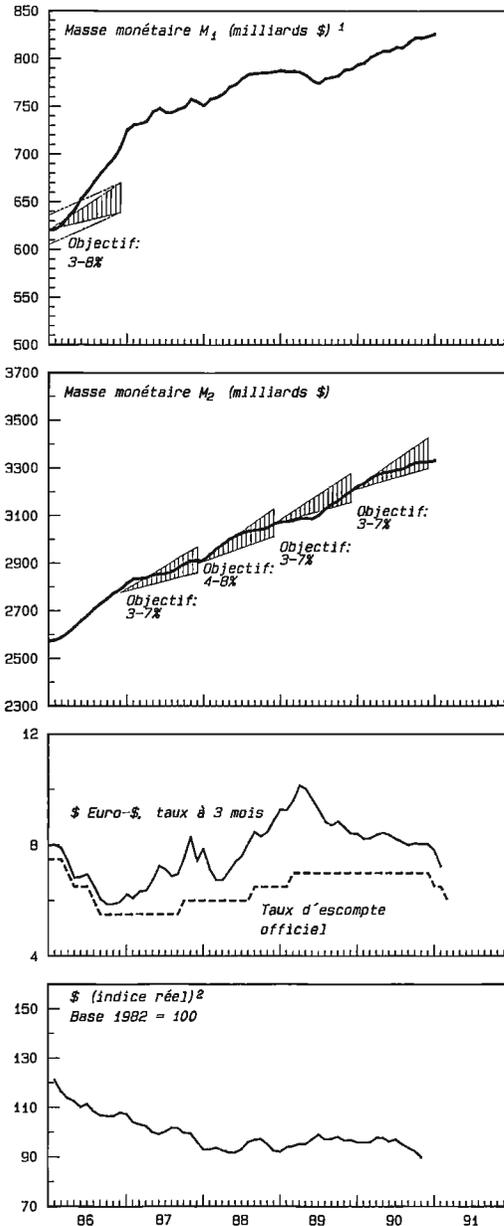
Du troisième au quatrième trimestre, la production industrielle a baissé de 8,2%, en taux annualisé (trois mois précédents + 3,8%), et s'est établie au niveau observé un an auparavant. Le taux d'utilisation des capacités a fléchi de 83,4% au troisième trimestre à 81,3% au quatrième. Sur le marché du travail, la situation s'est nettement détériorée. Chaque mois, 171 000 personnes en moyenne ont perdu leur emploi, contre 75 000 au troisième trimestre; à la fin de l'année, le niveau de l'emploi était le même que douze mois plus tôt. Le taux de chômage a augmenté de 5,6% à 5,9% au cours du dernier trimestre de 1990.

En l'espace d'une année, les prix à la consommation ont augmenté de 6,2%; il faut remonter à 1982 pour trouver un taux d'inflation aussi élevé. L'accélération du renchérissement – la hausse des prix était de 5,5% au troisième trimestre – s'explique surtout par la majoration des prix pétroliers.

Du fait de la cherté du pétrole importé, la balance commerciale a clôturé, comme au trimestre précédent, par un solde passif important. La tendance à la réduction du déficit commercial, observée depuis 1988, a donc pris fin. Le déficit mensuel s'est établi, en moyenne, à 10,2 milliards de dollars d'octobre à décembre, contre 9,4 milliards durant les trois mois précédents et 6,7 milliards au deuxième trimestre. Pour l'ensemble de 1990, le déficit de la balance commerciale s'est chiffré à 101 milliards de dollars, soit un peu moins qu'en 1989 (109 milliards).

Les indicateurs disponibles, tels que les indices des indicateurs avancés, des responsables des achats et du climat de consommation, annoncent tous la poursuite de la récession pour les pro-

Graphique 3: Etats-Unis



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

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

chans mois. Beaucoup de ces indicateurs se sont brusquement détériorés après l'éclatement de la crise du Golfe, en août 1990. La tournure que prendra la guerre du Golfe devrait donc jouer un rôle déterminant dans l'évolution de la conjoncture ces prochains mois. Toutefois, le niveau déjà très bas des stocks et le net assouplissement de la politique monétaire au quatrième trimestre apportent une note plus optimiste.

L'«Office of Management and Budget» estime, dans ses prévisions de la mi-janvier, que le déficit budgétaire pour l'exercice fiscal 1991 s'élèvera à 300 milliards de dollars, au lieu de 264 milliards prévus initialement. La hausse est due, en premier lieu, aux dépenses supplémentaires occasionnées par la guerre du Golfe. Pour établir ses nouvelles prévisions, cet organisme a considéré que la guerre ne durera que quelques mois, que les alliés supporteront une part importante de l'effort de guerre américain et que la récession sera brève et peu profonde.

Entre octobre et janvier, la Réserve Fédérale a assoupli sensiblement sa politique monétaire. Elle a réduit à plusieurs reprises le taux des fonds fédéraux, qui est son principal instrument de gestion de la masse monétaire, le faisant reculer de 8% en octobre à 6,25% au début de février. Les 19 décembre et 1<sup>er</sup> février, la Réserve Fédérale a abaissé, à chaque fois d'un demi-point, son taux de l'escompte. Elle l'a ainsi ramené à 6%, après l'avoir laissé à 7% depuis février 1989. Enfin, elle a assoupli, en deux étapes, les dispositions relatives aux réserves obligatoires, afin de stimuler les octrois de crédits bancaires, octrois qui avaient marqué un net ralentissement au cours des trimestres précédents. En dépit de ces mesures, la croissance de la masse monétaire  $M_2$  s'est ralentie durant le quatrième trimestre, passant de 4% à 3,5% en décembre. En moyenne, elle s'est inscrite à 3,7% durant les trois derniers mois de l'année, contre 4,1% au troisième trimestre;  $M_2$  a donc évolué à la limite inférieure de son objectif de 3 à 7%.

## Japon

Bien qu'elle ait faibli légèrement, la croissance de l'économie japonaise est restée vigoureuse au

second semestre de 1990. Selon des estimations provisoires, le produit national brut réel a augmenté, en taux annualisé, de 4,1% au troisième trimestre, contre 5,5% au deuxième. Ainsi, la situation semble s'être tout au plus normalisée, après une longue période où l'expansion économique avait dépassé nettement l'augmentation du potentiel de production, soit environ 4%.

Le léger fléchissement de la conjoncture au troisième trimestre est imputable à une demande intérieure un peu moins forte. Les investissements des entreprises ont augmenté de 7,4% en termes réels, contre 16% au deuxième trimestre. L'accroissement de la consommation privée, qui avait atteint 6% au deuxième trimestre, s'est inscrit à 1,6% au troisième; en outre, les stocks ont été réduits. Parmi les composantes de la demande intérieure, seuls les investissements consacrés à la construction de logements ont augmenté plus fortement qu'au trimestre précédent. En ce qui concerne les échanges extérieurs, tant le volume des exportations que celui des importations se sont contractés, mais le recul des exportations a été moins marqué.

D'après les indicateurs, la conjoncture s'est encore légèrement ralentie au quatrième trimestre. En novembre et en décembre, la production industrielle a régressé par rapport aux deux mois précédents. De plus, les dernières enquêtes conjoncturelles font ressortir une certaine dégradation du climat des affaires. La propension des entreprises à investir devrait encore faiblir, en raison de la hausse des coûts financiers et salariaux, ainsi que de l'incertitude quant à l'issue de la guerre du Golfe et à l'évolution économique aux Etats-Unis.

Sur le marché du travail, le rapport entre les places vacantes et les demandeurs d'emploi a diminué, mais le taux de chômage est resté inchangé à 2,1% au quatrième trimestre.

Au quatrième trimestre, le solde actif de la balance commerciale s'est établi à 16,5 milliards de dollars, comme au trimestre précédent. Par contre, l'excédent de la balance courante a continué à fléchir; en données corrigées des variations saisonnières, il s'est inscrit à 5,2 milliards de dollars, contre 7 milliards au troisième trimestre. En 1990,

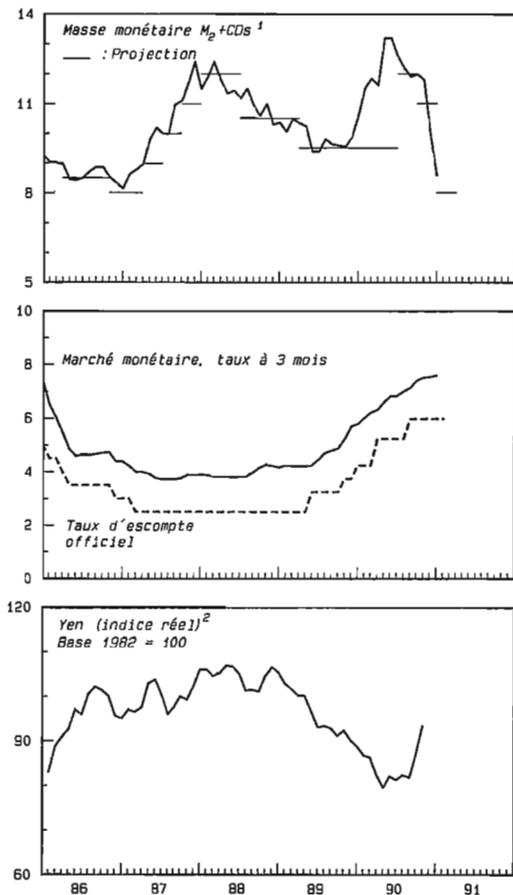
la balance courante a dégagé un solde actif de 35,8 milliards de dollars, soit un montant très inférieur aux 57,2 milliards enregistrés en 1989. La diminution de l'excédent du commerce extérieur a contribué à cette contraction. De plus, le déficit de la balance des services s'est creusé du fait de la détérioration de la balance touristique.

La hausse des prix pétroliers, qui se répercute sur les prix de détail au Japon avec deux mois de retard environ, a provoqué, au quatrième trimestre, un net relèvement des prix à la consommation. Le taux annuel de renchérissement, qui était de 2,7% au troisième trimestre, a augmenté à 3,8%. En moyenne annuelle, le taux d'inflation s'est inscrit à 3,1%, ce qui représente le rythme le plus élevé depuis 1981.

A fin décembre, le gouvernement japonais a publié le projet de budget pour l'exercice qui commence le 1er avril 1991. Il propose une augmentation des dépenses de 6,2% par rapport à l'exercice précédent. En raison de la hausse des taux d'intérêt, le service de la dette enregistrera, avec 10,8%, la plus forte augmentation de tous les postes de dépenses. Le service de la dette représente 22% du total des débours prévus. L'accroissement des recettes, soit 6,5%, est quelque peu supérieur à celui des dépenses; le déficit devrait donc être légèrement inférieur à celui du budget pour l'exercice en cours. L'excédent de dépenses représente encore 1,1% du produit national brut (exercice 1990/91: 1,4%). Comme chaque année, un budget complémentaire, couvrant différents projets d'investissement, a été également établi; il prévoit des dépenses en hausse de 9,6% par rapport à 1990.

Au quatrième trimestre, la Banque du Japon a poursuivi sa politique monétaire restrictive. Elle a encore légèrement relevé les taux des bons du Trésor, à travers lesquels elle influe sur les rémunérations servies sur le marché monétaire. Le taux des papiers monétaires à trois mois («gensaki») a augmenté de ce fait de 7,29% au troisième trimestre à 7,55% au quatrième. Le net resserrement des rênes monétaires au cours des trimestres précédents s'est traduit, durant les trois derniers mois de 1990, par un sensible fléchissement de l'expansion des agrégats monétaires. Un net ralentissement a été observée dans les crédits

Graphique 4: Japon



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

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

accordés par les banques. Celles-ci ont des difficultés, en raison de la baisse des cours des actions et des prix immobiliers, à respecter les recommandations que le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a émises en matière de fonds propres. La masse monétaire  $M_2 + CD$  dépassait de 10,1%, au quatrième trimestre, son niveau de la période correspondante de 1989. Sa progression atteignait 12% au troisième trimestre et 13% le tri-

mestre précédent. Au cours des trois derniers mois de l'année, elle a passé de 11,8% en octobre à 8,6% en décembre. Une projection de 8% a été prévue pour le premier trimestre de 1991 (quatrième trimestre 1990: 9%); jamais, depuis la fin de 1986, elle n'avait été fixée à un taux aussi bas.

Après la forte baisse que les cours des titres ont enregistré pendant les neuf premiers mois de 1990, les marchés financiers sont entrés dans une phase de consolidation au quatrième trimestre. Comme aux Etats-Unis, les cours des obligations ont augmenté vigoureusement. Ainsi, le rendement des emprunts gouvernementaux à 10 ans est tombé de 8,22% en septembre 1990 à 6,56% en janvier 1991.

### Allemagne

En 1990, l'économie allemande a été marquée par un vif essor à l'Ouest et par un net recul de la production à l'Est. Selon de premières estimations, l'économie ouest-allemande a crû de 4,6% en termes réels; il s'agit de sa plus forte expansion depuis 1976. Par contre, la production globale de l'ancienne RDA a chuté de quelque 20%.

La croissance de l'économie ouest-allemande a été particulièrement vive au troisième trimestre de 1990. Le produit national brut réel a augmenté de 1,7% par rapport aux trois mois précédents et de 5,5% d'une année à l'autre. Cet essor a été généré pour l'essentiel par les investissements en biens d'équipement (9,5%) et les exportations (12,3%). La progression de ces deux éléments s'explique principalement par le regain de demande est-allemande qui a suivi la mise en circulation, le 1er juillet, du mark occidental en RDA.

La vigoureuse expansion enregistrée en Allemagne de l'Ouest s'est traduite également par une augmentation sensible de la production industrielle (5,9%).

Au dernier trimestre de 1990, l'économie ouest-allemande a poursuivi sur sa lancée. Le chiffre d'affaires réel du commerce de détail dépassait en moyenne de 8,2% le niveau observé un an auparavant. La production industrielle et le taux d'utilisation des capacités sont restés élevés.

Toutefois, le ralentissement de la demande étrangère a commencé à modérer la conjoncture. Dans l'industrie manufacturière, les entrées de commandes de l'étranger se sont nettement ralenties, mais les carnets de commandes sont demeurés bien remplis grâce à la demande intérieure encore vigoureuse.

Dans la partie orientale du pays, la situation économique s'est stabilisée en fin d'année. Globalement, la production industrielle a continué de diminuer. Le rythme des entrées de commandes s'est accéléré, dans certaines branches, telles que l'alimentation et l'électrotechnique. Par contre, l'industrie automobile et celle des machines ont continué leur déclin. Les nombreuses créations d'entreprises dans le secteur des services et dans l'artisanat jettent néanmoins une lueur d'espoir.

A la suite de l'afflux considérable d'Allemands de l'Est et d'immigrés de souche allemande, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée est devenue un peu moins aiguë en Allemagne de l'Ouest. L'emploi a progressé fortement, et le chômage a diminué de 7,2% au troisième trimestre à 6,7% au quatrième. Dans les nouveaux «Länder», il a passé toutefois de 6,7% en novembre à 7,3% en décembre.

L'excédent commercial allemand s'est de nouveau contracté, les importations ayant augmenté davantage que les exportations. En données corrigées des variations saisonnières, il s'établissait à 16,6 milliards de marks au quatrième trimestre, contre 25,8 milliards le trimestre précédent. Le solde actif de la balance courante a quant à lui diminué de 19,2 milliards à 6,2 milliards de marks. Il convient de relever que, depuis le troisième trimestre de 1990, la statistique du commerce extérieur de l'Allemagne englobe également les transactions entre le territoire de l'ancienne RDA et l'étranger. En 1990, tant la balance commerciale que la balance courante ont dégagé des excédents nettement inférieurs à ceux de 1989. Le solde actif de la balance commerciale a passé de 134,6 milliards de marks à 105,3 milliards, et celui de la balance courante, de 104,1 milliards à 71,9 milliards.

Les prix pétroliers ayant baissé, le renchérissement a faibli quelque peu au quatrième trimestre.

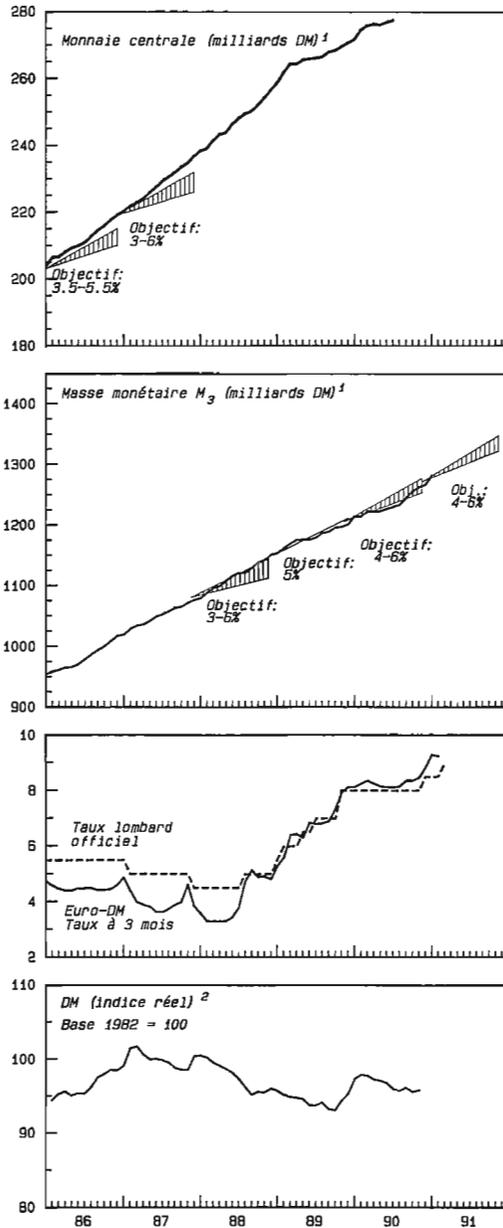
Après s'être replié de 0,1% d'un mois à l'autre, l'indice des prix à la consommation de la République fédérale d'avant l'unification est resté stable en décembre, si bien que le renchérissement annuel a diminué de 3,3% en octobre à 2,8% en décembre. En moyenne annuelle, le taux d'inflation s'est inscrit à 2,7%, contre 2,8% en 1989.

Selon le projet de budget pour 1991, dont le Parlement doit encore débattre, le déficit de l'Etat fédéral atteindra 70 milliards de marks, contre 50 milliards en 1990. Exprimé en pour-cent du produit national brut, il n'a cessé d'augmenter depuis 1989: de 0,9% cette année-là, il a passé à 2% en 1990 et sera probablement de 2,5% en 1991. Pour juguler ce déficit, l'Etat relèvera les cotisations de l'assurance sociale, ce qui lui permettra d'encassembler 18 milliards de marks supplémentaires. En outre, il est prévu de réduire des dépenses, notamment celles d'armement. Les dépenses supplémentaires consécutives à la guerre du Golfe devraient être financées par des hausses d'impôts.

Le déficit de l'Etat fédéral, des «Länder» et des communes, y compris le fonds «Deutsche Einheit», a atteint quelque 110 milliards de marks en 1990, contre 19 milliards en 1989. En 1991, il ne devrait pas dépasser 140 milliards de marks, soit 5% du produit national brut allemand. De ce montant, 25 milliards de marks reviennent aux «Länder» et communes de l'ancienne Allemagne de l'Est, et 31 milliards au fonds «Deutsche Einheit». Les crédits en faveur de la «Treuhandanstalt» – 20 milliards de marks – ne sont pas compris dans l'endettement global.

Au quatrième trimestre, la Banque fédérale d'Allemagne a encore resserré sa politique monétaire. Etant donné la vigueur persistante de la conjoncture, elle n'a approvisionné les banques en liquidités supplémentaires qu'avec la plus grande retenue. Un regain de tensions sur le marché monétaire en a été le corollaire, et le mouvement de hausse engagé par les taux au deuxième trimestre, s'est poursuivi. Sur le marché interbancaire, la rémunération des dépôts à trois mois a augmenté, passant en moyenne de près de 8,5% en septembre à 9,2% en décembre. La Banque fédérale d'Allemagne a relevé sensiblement les taux qu'elle applique à ses opérations d'«open market» (prise en pension de papiers-valeurs).

Graphique 5: Allemagne



<sup>1</sup> Données cvs; objectifs: du 4<sup>e</sup> trimestre au 4<sup>e</sup> trimestre suivant (source: Banque fédérale d'Allemagne)

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

Le 2 novembre, la banque centrale a porté de 8% à 8,5% le taux lombard, qui n'avait pas varié depuis octobre 1989. A fin janvier 1991, la situation s'est tellement tendue sur le marché monétaire que l'institut d'émission a relevé encore d'un demi-point son taux lombard à partir du 1<sup>er</sup> février. En même temps, il a augmenté de 6% à 6,5% le taux de l'escompte, resté inchangé depuis octobre 1989.

A l'inverse des taux à court terme, les rémunérations à long terme ont commencé à se replier. Après avoir atteint 9,2% en octobre, le rendement des titres à revenu fixe a diminué à 9% en décembre, retrouvant ainsi son niveau d'avant l'union monétaire.

La masse monétaire M<sub>3</sub>, agrégat auquel l'institut d'émission a recours pour fixer son objectif, a continué à augmenter fortement. En Allemagne de l'Ouest – les statistiques bancaires de l'ancienne RDA sont toujours trop lacunaires – M<sub>3</sub> dépassait, en décembre, de 5,5% (septembre: 5,0%) son niveau de la période de référence qui est le quatrième trimestre de 1989. En moyenne du dernier trimestre de 1990, cet agrégat était supérieur de 5,6% au niveau observé un an auparavant; il a aussi évolué à l'intérieur du corridor de croissance fixé pour 1990 (4 à 6%). L'objectif a certes été respecté, mais l'expansion monétaire n'en a pas moins été considérable. En effet, la progression de M<sub>3</sub> dans sa définition élargie, qui inclut les dépôts effectués par le secteur non bancaire sur le marché des euro-marks, a été nettement plus forte que celle de l'agrégat traditionnel M<sub>3</sub>. Elle a passé, par rapport aux mois correspondants de 1989, à 8% en décembre.

Selon des données provisoires, la masse monétaire de l'Allemagne de l'Est s'est encore contractée au quatrième trimestre. Ce recul s'explique en particulier par le fait que le processus de conversion des dépôts d'épargne en d'autres placements n'entrant pas dans la composition de M<sub>3</sub> n'est pas encore achevé. Ces remaniements en cours empêchent de porter un jugement fiable sur l'évolution de la masse monétaire à l'Est et dans l'Allemagne unifiée.

Pour conjurer les dangers qui menacent la stabilité des prix, la Banque fédérale d'Allemagne pro-

jette d'accroître  $M_3$  de 4 à 6%, entre le quatrième trimestre de 1990 et la période correspondante de 1991. Elle s'est donc fixé le même objectif qu'en 1990, mais cette fois pour l'ensemble de l'Allemagne unifiée.

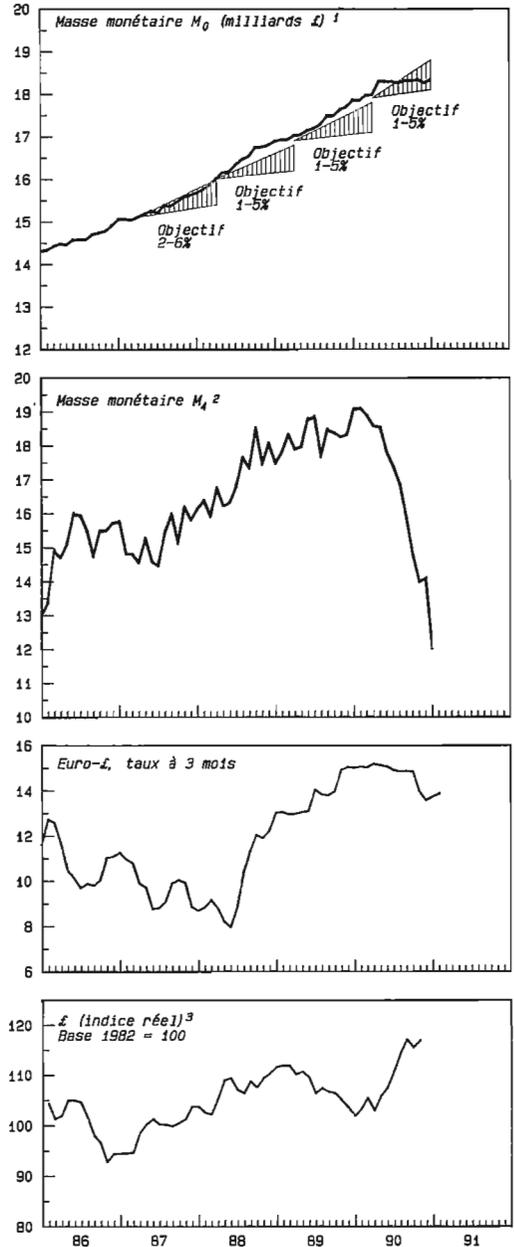
### Royaume-Uni

L'économie britannique est tombée en récession durant la seconde moitié de 1990. Au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel a chuté de 1,3% par rapport aux trois mois précédents – une progression de 0,6% avait été enregistrée du premier au deuxième trimestre – et s'est inscrit au niveau observé un an auparavant. Les dépenses de consommation n'ont guère faibli, mais les investissements ont diminué de 3,8% (deuxième trimestre: -1,3%). Après avoir encore légèrement augmenté au deuxième trimestre, les exportations et les importations se sont inscrites elles aussi en net repli au troisième.

Tous les indicateurs font ressortir une nouvelle dégradation de la situation conjoncturelle au quatrième trimestre. La production industrielle a faibli sensiblement, et l'horizon s'est assombri pour l'industrie d'outre-Manche. Selon une enquête de la «Confederation of British Industrie», les capacités de production étaient sous-utilisées dans 60% des entreprises. Le nombre des faillites a atteint au dernier trimestre un niveau record. L'industrie automobile britannique a été frappée de plein fouet par la récession. L'association qui groupe des constructeurs et des distributeurs de voitures a annoncé une chute de 12,7% des ventes de véhicules neufs en 1990. Dans le secteur des services, les chiffres d'affaires des agences de voyages et des compagnies d'aviation se sont repliés fortement. Le volume des ventes du commerce de détail a lui aussi régressé par rapport au quatrième trimestre de 1989. Les investissements ont, quant à eux, diminué de 15%.

Le taux de chômage s'est accru de 5,7% au troisième trimestre à 6,2% en moyenne des trois derniers mois de 1990. Le nombre des personnes sans emploi a fortement augmenté, au tournant de l'année, et le taux de chômage a passé à 6,5% en décembre et à 6,6% en janvier. Les licenciements ont été particulièrement massifs dans le tertiaire.

Graphique 6: Royaume-Uni



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

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

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

Après s'être établie à 10,4% au troisième trimestre, la hausse des prix à la consommation, a faibli à 10% le trimestre suivant. L'inflation de base, qui est corrigée des effets des taux hypothécaires et des impôts locaux, s'est encore légèrement accélérée (8%, contre 7,7% au troisième trimestre). Néanmoins, l'évolution mensuelle des taux d'inflation incite à penser que le renchérissement a atteint son point culminant en octobre.

Selon des données provisoires, le déficit de la balance commerciale a été ramené de 3,5 milliards de livres au troisième trimestre à 2,9 milliards au quatrième. Celui de la balance courante a été du même ordre. Pour l'ensemble de l'année, il s'est chiffré à 16,1 milliards de livres, soit à un montant inférieur de 3,5 milliards au solde de 1989; cette diminution est imputable essentiellement à la stagnation que les importations ont marquée à la suite de l'affaiblissement de la conjoncture. Ainsi, les importations de voitures ont diminué, en valeur, de 16% du quatrième trimestre de 1989 à la période correspondante de l'année suivante. En revanche, les exportations ont légèrement augmenté en valeur, grâce à la hausse des prix pétroliers.

Présenté en novembre, le premier volet du projet de budget («autumn statement»), qui porte sur les dépenses de l'exercice 1991/92, présage une politique empreinte d'austérité. Les dépenses devraient augmenter, en termes nominaux, de 11% et atteindre 200 milliards de livres. Le gouvernement part de l'hypothèse que le renchérissement tombera à 5,5% d'ici au quatrième trimestre de 1991. Pour l'exercice 1990/91 en cours, les dépenses du gouvernement central sont estimées à 181 milliards de livres, ce qui correspond au montant inscrit au budget. Les recettes ne suivent pas les prévisions, l'excédent de recettes sera probablement de 3 milliards de livres, au lieu des 7 milliards escomptés initialement.

Malgré la légère atténuation du renchérissement et la récession qui frappe l'économie, la Banque d'Angleterre a maintenu le cours restrictif de sa politique monétaire durant les trois derniers mois de l'année. Le taux de base, réduit d'un point au début du trimestre, est resté par la suite inchangé à 14%. Cette rigueur persistante est due principalement à l'évolution de la livre; en effet, depuis

l'entrée du Royaume-Uni dans le SME, le 8 octobre 1990, la livre a été généralement la monnaie la plus faible au sein du mécanisme de change. Pour modérer la récession, le taux de base a été réduit à 13½% le 13 février 1991.

Au quatrième trimestre, la masse monétaire  $M_0$  dépassait de 3,3% son niveau de la période correspondante de 1989. Quant à la croissance de  $M_4$ , elle s'établissait à 13,5%.  $M_0$  évoluait donc à l'intérieur de la fourchette de 1 à 5% qui lui avait été attribuée. Au troisième trimestre, ces deux agrégats monétaires progressaient respectivement de 4,9% et de 15,5%.

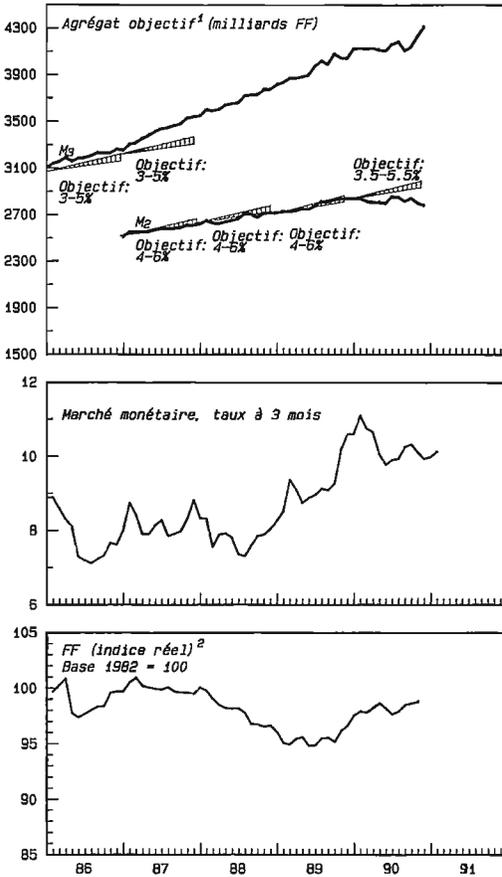
### *France*

Quasi stationnaire au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel de la France s'est accru, au troisième trimestre, de 1,3% par rapport aux trois mois précédents et de 2,8% d'une année à l'autre. Les investissements en biens d'équipement (6,6%) et les exportations (5,4%) ont été les principaux éléments moteurs de cette croissance, à laquelle la reconstitution des stocks a aussi contribué. En revanche, la consommation privée a perdu une bonne part de son élan.

Les indicateurs disponibles pour le quatrième trimestre font apparaître un net affaiblissement de l'expansion économique. En données corrigées des variations saisonnières, le chiffre d'affaires réel du commerce de détail a fléchi de près de 2% d'un trimestre à l'autre. La demande étrangère a elle aussi diminué fortement sous l'effet de la récession qui frappe les pays anglo-saxons et de la baisse du dollar.

Les carnets de commandes se sont amincis dans la plupart des branches. La demande soutenue en provenance d'Allemagne a permis à l'industrie des biens d'équipement de constituer une exception importante. La construction de logements a elle aussi régressé fortement: de septembre à novembre, le nombre moyen des mises en chantier s'est inscrit à près de 20% au-dessous du niveau observé un an auparavant. Considérée globalement, la production industrielle, qui inclut la construction et l'énergie, a reculé au quatrième trimestre.

Graphique 7: France



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

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

La situation de l'emploi s'est encore améliorée dans le secteur des services, mais elle s'est détériorée dans l'industrie et la construction. Le nombre des demandeurs d'emploi a légèrement augmenté, et le taux moyen de chômage a passé de 8,9% au troisième trimestre à 9% au trimestre suivant.

La stagnation des importations, conjuguée à des exportations en légère augmentation, a entraîné une diminution du déficit du commerce extérieur

de 20,5 milliards de francs français au troisième trimestre à 17,4 milliards au quatrième. Pour l'ensemble de 1990, le déficit commercial s'est établi à 50 milliards de francs français, contre 44 milliards en 1989. Le solde passif de la balance courante a diminué lui aussi au quatrième trimestre; sur l'ensemble de l'année, il s'est inscrit néanmoins en hausse de 15 milliards par rapport à 1989 et a totalisé 42 milliards de francs français. Cette forte variation est due principalement à l'accroissement du déficit des revenus de capitaux et du solde négatif des transferts unilatéraux.

Le renchérissement annuel a augmenté de 3,4% à 3,6% du troisième au quatrième trimestre. En 1990, le taux d'inflation moyen a légèrement fléchi, passant de 3,6% à 3,4%

Après avoir baissé au début du quatrième trimestre, les taux à court terme se sont de nouveau tendus quelque peu en fin d'année. Le taux Interbancaire à trois mois offert à Paris (TIOP) s'est établi, en moyenne, à 10,3% en décembre, contre 10% en octobre et en novembre. La Banque de France a abaissé ses taux directeurs d'un quart de point à fin octobre, mais ne les a plus modifiés par la suite.

Au quatrième trimestre, la masse monétaire M<sub>2</sub> était en repli de 0,7% d'une année à l'autre. Elle a donc évolué nettement au-dessous de la fourchette de 3,5% à 5,5% qui lui avait été assignée pour 1990. Le recul de M<sub>2</sub> est surtout dû à la conversion de dépôts d'épargne, une de ses composantes, en placements à terme mieux rémunérés, qui entrent, eux, dans la composition de M<sub>3</sub>. L'agrégat monétaire M<sub>3</sub> a, pour sa part, enregistré une expansion annuelle de 6,4%.

Pour 1991, la Banque de France a exprimé son objectif monétaire non plus en termes de M<sub>2</sub>, mais de l'agrégat M<sub>3</sub>, d'une définition plus large. Elle vise une croissance de 5 à 7%, la période de référence demeurant le dernier trimestre de l'année précédente. Ce changement d'objectif a été mis à profit pour revoir la composition de l'agrégat M<sub>3</sub>, qui comprend dorénavant, outre les dépôts à terme, les parts de fonds communs de placement détenues par les investisseurs privés français.

## Italie

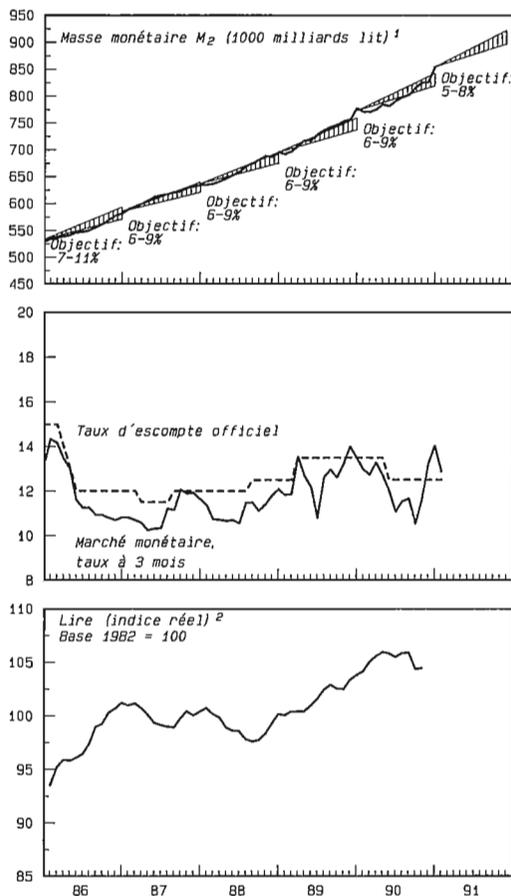
Après s'être contracté légèrement au deuxième trimestre, le produit intérieur brut réel de l'Italie a augmenté de 0,7% au cours des trois mois suivants. La demande intérieure et les investissements en biens d'équipement sont à l'origine de cette faible croissance. Les exportations de biens et de services, quant à elles, ont chuté de 3,2%, alors qu'elles avaient encore augmenté de 5% d'avril à juin. Les importations ont régressé elles aussi de 1,1% sous l'effet de la baisse de la consommation.

L'essor économique semble s'être affaibli de nouveau au quatrième trimestre. La production industrielle a diminué de 1,8%, tandis que les stocks ont augmenté. Les entreprises ont fait part d'un resserrement de leurs carnets de commandes. Le coup de frein subi par la conjoncture, tant en Italie qu'à l'étranger, a surtout affecté l'industrie automobile. En 1990, les constructeurs italiens ont enregistré des chiffres d'affaires en baisse pour la première fois depuis six ans, sans parler des parts de marché conquises en Italie par des marques étrangères.

Selon l'enquête menée chaque trimestre, le taux de chômage s'est établi à 10,9% en octobre; il était égal à celui du trimestre précédent, mais un peu plus faible qu'en octobre 1989. Plus de 300 000 emplois ont été créés en 1990, en grande partie par l'Etat. Les prix à la consommation se sont inscrits en hausse de 6,4%, d'une année à l'autre, au quatrième trimestre, contre 6,1% au troisième.

D'octobre à décembre, le déficit de la balance commerciale a totalisé 3117 milliards de lires, contre 1927 milliards un an auparavant. Cette dégradation massive s'explique par la forte augmentation de la valeur des importations consécutive à la hausse des prix du pétrole. Sur l'ensemble de 1990, le déficit de la balance commerciale, soit 14 104 milliards de lires, s'est inscrit nettement au-dessous des 17 075 milliards enregistrés en 1989. Par contre, le solde passif de la balance courante a passé de 24 513 milliards de lires en 1989 à 35 016 milliards en 1990, soit respectivement 2,06 % et 2,9% du produit intérieur brut. Ce net déséquilibre des transactions courantes est le corollaire, notamment, du recul sensible du

### Graphique 8: Italie



<sup>1</sup> Données cvs; objectif: variation en % du mois de décembre au même mois de l'année suivante (source: Banque d'Italie)

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

tourisme et de l'alourdissement du service de la dette. L'afflux de capitaux a fait que l'excédent de la balance des paiements n'a guère varié; il a totalisé 15 137 milliards de lires.

En 1990, le déficit des comptes de l'Etat italien s'est établi à 141 000 milliards de lires, montant supérieur de 8000 milliards à celui inscrit au budget. Le solde négatif a représenté 10,8% du produit intérieur brut, soit légèrement moins qu'en 1989 (11,1%). Le gouvernement prévoit de le ramener à

132 000 milliards de liras en 1991, en augmentant les impôts et les taxes et en réduisant les dépenses affectées à la santé et au système de rentes. Cependant, le service de la dette entrant pour plus d'un cinquième dans les dépenses publiques, le résultat des comptes de l'État sera largement déterminé par l'évolution des taux d'intérêt.

Au quatrième trimestre, la Banque d'Italie a légèrement resserré les rênes monétaires et provoqué, ce faisant, une hausse des taux d'intérêt. Le rendement des bons du Trésor (BoT) à douze mois a passé de 10,6% à fin septembre à 11,2% à fin décembre. La masse monétaire  $M_2$ , qui s'est accrue en moyenne de 9,6%, a évolué légèrement au-dessus de son objectif de 6 à 9%; au troisième

trimestre, sa croissance avait été de 8,5%. Étant donné le ralentissement probable de la croissance économique, il est prévu d'accroître cet agrégat de 5 à 8% en 1991.

En décembre, le Parlement a approuvé une nouvelle législation boursière; celle-ci restructure en profondeur le négoce des papiers-valeurs en Italie, renforce le système de contrôle des opérations et jette les bases d'une bourse électronique. Le gouvernement a également l'intention d'imposer les gains réalisés par des personnes physiques lors de transactions sur titres. Par ailleurs, les compagnies d'assurances italiennes ont le droit, à partir de cette année, de prendre des participations tant minoritaires que majoritaires dans des banques.

## Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1987	1988	1989	1990a)	1989		1990a)			
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	3,4	4,5	2,5	0,9	2,4	1,8	1,3	1,0	1,1	0,4
Japon	4,3	6,3	4,7	–	4,7	4,8	5,4	6,9	5,4	–
Allemagne occid.	1,7	3,6	3,9	4,6	3,3	3,6	4,4	3,4	5,5	5,0
Royaume-Uni b)	4,6	4,6	2,2	–	1,9	1,6	1,8	2,6	0,6	–
France b)	2,2	3,6	3,7	2,8	2,8	3,7	2,4	2,1	2,8	1,7
Italie b)	3,0	4,2	3,2	3,0	3,0	2,8	3,0	1,9	2,0	–
Suisse b)	2,3	3,0	3,1	2,6	3,3	3,0	3,2	3,0	3,0	1,4

a) Chiffres provisoires    b) PIB

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

	1987	1988	1989	1990	1990		1990			1991
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	3,7	4,1	4,6	5,5	5,5	6,3	6,3	6,3	6,2	5,7
Japon	0,1	0,7	2,3	3,1	2,7	3,8	3,5	4,2	3,8	–
Allemagne occid.	0,2	1,3	2,8	2,7	2,7	3,0	3,3	3,0	2,8	2,8
Royaume-Uni	4,2	4,9	7,8	9,5	10,4	10,0	10,9	9,7	9,3	9,0
France	3,1	2,7	3,6	3,4	3,4	3,6	3,9	3,6	3,4	3,5
Italie	4,6	5,0	6,6	6,1	6,1	6,4	6,2	6,5	6,4	6,5
Suisse	1,4	1,9	3,2	5,4	5,8	5,9	6,4	6,1	5,3	5,5

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

	1987	1988	1989	1990a)	1990a)		1990a)			1991a)
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	oct.	nov.	déc.	
Etats-Unis	6,2	5,5	5,2	5,5	5,5	5,8	5,6	5,8	6,1	6,3
Japon	2,8	2,5	2,3	2,1	2,1	2,1	2,2	2,1	2,1	–
Allemagne occid. b)	8,9	8,7	7,9	7,2	7,2	6,7	6,9	6,7	6,6	6,4
Royaume-Uni c)	10,1	8,1	6,3	5,8	5,7	6,2	6,0	6,2	6,5	6,6
France	10,5	10,0	9,4	8,9	8,9	9,0	8,9	9,0	9,0	9,1
Italie c)	12,0	12,0	12,1	10,8	10,8d)	10,9d)	10,9	–	–	–
Suisse	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	–

a) Chiffres provisoires    b) En % des salariés    c) Sans les jeunes sortant de l'école    d) Premier mois du trimestre

### 1.4 Balance des transactions courantes

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

	1987	1988	1989	1990a)	1989a)		1990a)			
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
Etats-Unis	-154,0	-135,3	-105,9	–	-22,7	-26,7	-21,7	-21,8	-23,1	–
Japon	87,0	79,6	57,2	35,8	14,2	9,2	15,3	8,3	7,1	5,2
Allemagne occid. c)	46,1	50,3	55,4	44,3	13,9	9,9	16,4	11,3	12,1	4,2
Royaume-Uni	-7,1	-26,7	-31,2	-28,4	-9,6	-6,7	-7,9	-8,1	-6,7	-5,7
France	-4,4	-3,5	-3,8	-7,1	-1,2	-3,2	0,3	-2,0	-2,9	-2,3
Italie	-1,5	-5,9	-10,5	–	-2,5	-2,1	-3,8	-4,8	-1,6	–
Suisse b)	7,6	9,0	7,5	9,7	1,5	1,7	2,9	1,8	2,1	2,9

a) Chiffres provisoires    b) Variations saisonnières non déduites  
 c) Depuis le 3<sup>e</sup> trim. de 1990, y compris les transactions entre le territoire de l'ancienne RDA et l'étranger

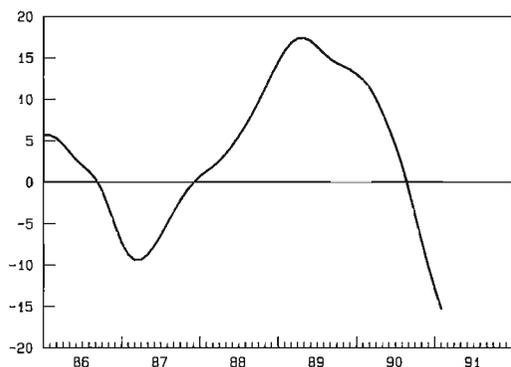
## C. Situation économique et monétaire de la Suisse

### 1. Evolution de l'économie

#### Produit intérieur brut et production industrielle

La croissance économique a reculé nettement au quatrième trimestre de 1990. Le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,4%, contre 3% au troisième trimestre. Si la consommation privée a encore progressé, les investissements en construction ont fléchi de 0,8% et ceux en biens d'équipement, même de 6,3%. De leur côté, les exportations de biens et de services ont été orientées à la baisse. En 1990, le produit intérieur brut réel s'est accru de 2,6%; la croissance économique a ainsi faibli par rapport à 1989 (3,5%).

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

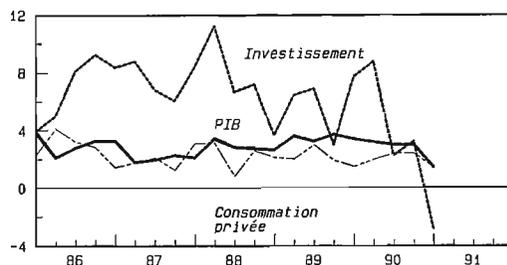


<sup>1</sup> Série lissée; l'indice est un indicateur composite (entrées de commandes et production, par rapport à l'année précédente, ainsi que jugements portés sur les commandes en portefeuille et les stocks de produits finis)

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

L'indicateur sur la marche des affaires dans les entreprises industrielles, qui est établi par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, fait apparaître depuis un certain temps déjà un tassement conjoncturel. Il n'a cessé de reculer depuis l'été 1989, où il avait atteint son niveau le plus élevé, jusqu'au quatrième trimestre de 1990. Etant donné le ralentissement de la croissance

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



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

économique mondiale et la crise du Golfe, l'activité a nettement marqué le pas, notamment dans l'industrie d'exportation. Les entrepreneurs estiment que la situation s'est détériorée en matière de bénéfices. Les carnets et les entrées de commandes ont fléchi dans l'industrie d'exportation, mais aussi dans celles qui sont axées sur le marché intérieur. La production n'a augmenté que légèrement du troisième au quatrième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1990, l'indice de la production industrielle s'est accru de 1%. Le taux d'utilisation des capacités de production a baissé selon l'enquête menée par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ. Dans l'industrie d'exportation et dans celle qui est axée sur le marché intérieur, elle a fléchi à 87,4% et à 90,5% en données corrigées des variations saisonnières. En revanche, le nombre des personnes occupées a continué de progresser; la hausse a toutefois été moins soutenue que précédemment. La part des heures supplémentaires a faibli un peu dans l'industrie. Pour les trois premiers mois de 1991, les entrepreneurs participant à l'enquête s'attendent à un nouvel affaiblissement de la demande. Le nombre des entreprises qui ont procédé à des réductions de l'horaire de travail a augmenté depuis le mois de septembre.

#### Consommation privée

Au quatrième trimestre, la consommation privée a augmenté de 1,4%, en termes réels, par rapport à son niveau de la période correspondante de 1989 (troisième trimestre: 2,4%). Sa croissance a surtout reposé, comme au trimestre précédent, sur

les dépenses afférentes aux services. En 1990, elle s'est inscrite à 2%, n'atteignant ainsi plus le niveau de 1989 (2,1%).

Le chiffre d'affaires réel du commerce de détail a progressé, au quatrième trimestre, de 0,5% par rapport à la période précédente de 1989, alors qu'il avait reculé de 0,9% au troisième trimestre. Les ventes de biens de consommation durables, notamment de voitures, ont toutefois continué leur mouvement de repli. La légère amélioration du commerce de détail s'explique avant tout par le redressement du chiffre d'affaires de la branche de l'alimentation, des boissons et du tabac. De leur côté, les dépenses consacrées à l'habillement et aux articles textiles ont diminué. Dans les services, le nombre des nuitées de la clientèle suisse a enregistré de nouveau une évolution réjouissante, de sorte qu'un nouveau record annuel a été atteint; ce dernier a même dépassé d'un demi-pour-cent le précédent niveau le plus élevé, qui avait été observé en 1981.

L'indice du climat de consommation, établi par l'Office des questions conjoncturelles d'après l'enquête de janvier 1991, s'est inscrit à -27 points, soit à un très bas niveau, comme au trimestre précédent (-28 points en octobre 1990). Pour les prochains mois, les consommateurs s'attendent à une faible croissance. Ils considèrent en outre que leur situation financière est toujours aussi mauvaise et que le moment est encore peu propice à des achats importants.

## Investissements

Au quatrième trimestre, les investissements ont diminué de 2,8%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1989; au troisième trimestre, ils avaient progressé de 3,3%. En 1990, les investissements dépassaient de 2,6%, en volume, le niveau de l'année précédente, contre 6% en 1989.

Les investissements en constructions ont reculé, au quatrième trimestre, de 0,8%, en volume, par rapport à la période correspondante de 1989 (troisième trimestre 1990: 1,8%). Le niveau élevé des taux d'intérêt et l'appréciation pessimiste de la conjoncture ont continué à décourager la propension à investir. Cette situation s'est également reflétée dans l'enquête menée au début de janvier par la Société suisse des entrepreneurs. Dans la construction privée, la réserve nominale de travail a fléchi de 8% en l'espace d'une année. Ce recul a surtout touché la construction de logements, comme au trimestre précédent. Pour la première fois, la construction industrielle et artisanale a aussi enregistré une forte baisse (-13%). En revanche, les carnets de commandes ont progressé de 16% dans la construction publique. Grâce à cette évolution, la réserve totale de travail a de nouveau augmenté dans l'industrie de la construction. A la fin de 1990, elle dépassait de 1,9%, en termes nominaux, le niveau enregistré une année auparavant (troisième trimestre 1990: -2,4%).

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

	1987	1988	1989	1990	1989					
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
Importations de biens d'équipement (volume) <sup>1</sup>	10,0	-	5,7	3,0	-1,0	8,7	12,0	2,4	7,4	-7,3
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	-13,2	7,5	-0,1	-	-4,4	5,3	6,6	-31,0	-18,0	-
Logements construits dans 96 villes	-16,3	2,1	-11,9	-	-8,7	-17,9	-6,9	-7,8	-4,6	-
Projets de constructions industrielles <sup>2</sup>										
- volume des projets	-0,1	-15,9	47,9	-	37,1	37,3	-	-	-	-
- nombre de projets	0,1	-5,0	3,6	-	4,9	-24,7	-	-	-	-

<sup>1</sup> Du fait de la révision de la statistique douanière, les données pour 1988 par catégories d'utilisation ne sont pas comparables à celles des années précédentes.

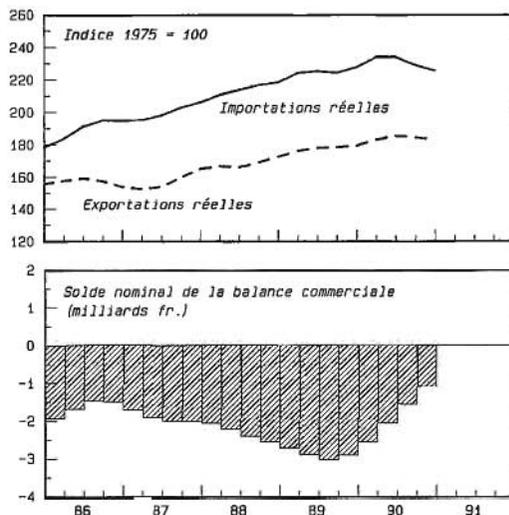
<sup>2</sup> Constructions nouvelles et agrandissements

Au quatrième trimestre, les investissements en biens d'équipement ont fléchi de 6,3% par rapport à la période correspondante de 1989 (troisième trimestre 1990: 6,3%). Les signes d'une détérioration de la propension à investir se sont amoncés. Selon l'enquête de la Société suisse des constructeurs de machines, les entrées de commandes ont diminué de 0,5% du troisième au quatrième trimestre. Les commandes de la clientèle étrangère ont stagné, tandis que celles de la clientèle suisse ont reculé, comme au trimestre précédent. La réserve de travail des entreprises participant à l'enquête a passé de 6,6 mois à 6,1 mois. En 1990, les investissements en biens d'équipement ont augmenté de 4,3%, en termes réels, contre 4,8% en 1989.

### Commerce extérieur et balance courante

Au quatrième trimestre, le commerce extérieur a enregistré un net tassement tant en termes nominaux que réels. L'ampleur du ralentissement a découlé surtout du déroulement peu judicieux des affaires à la fin de l'année, la constellation des jours fériés favorisant les fermetures prolongées. Les exportations de marchandises (sans les métaux précieux) ont augmenté de 0,8% en volume et de 0,5% en valeur, contre 5,7% et 3,3% au troi-

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



<sup>1</sup> Données cvs et lissées

Sources: Direction générale des douanes fédérales et Office fédéral des questions conjoncturelles (évolution en volume à partir du 1<sup>er</sup> trim. de 1988)

sième trimestre. Les ventes à l'étranger de biens d'investissement et de consommation n'ont progressé que très faiblement par rapport au quatrième trimestre de 1989. En outre, les livraisons à

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

	1987a)	1988a)b)	1989a)	1990a)	1989a)		1990a)			
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
<b>Exportations, volume</b>	1,5	7,0	5,2	4,5	4,6	3,2	10,2	2,6	5,7	0,8
dont: mat. prem. et prod.										
semi ouvr.	1,6	-	4,3	1,9	3,6	1,3	6,5	-2,5	4,6	-0,5
biens d'équipement	1,6	-	5,5	5,1	3,3	5,0	10,4	4,2	7,2	1,1
biens de consommation	1,7	-	5,9	6,3	4,9	2,7	14,1	6,3	4,8	1,3
Valeurs moyennes à l'exportation	-1,1	-	6,4	1,0	5,8	7,5	2,7	1,3	0,0	-0,2
<b>Importations, volume</b>	6,4	5,2	5,3	2,7	1,6	4,8	7,0	2,2	5,7	-3,1
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	3,2	-	6,7	1,8	5,3	3,7	5,4	1,7	1,9	-0,5
biens d'équipement	10,0	-	5,7	3,0	-1,0	8,7	12,0	2,4	7,4	-7,3
biens de consommation	8,1	-	4,6	2,7	0,8	2,8	4,9	1,2	6,4	-1,3
Valeurs moyennes à l'importation	-4,2	-	8,5	-0,7	8,0	7,1	4,6	-2,3	-3,8	-1,7

a) Chiffres provisoires

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

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

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

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

	1988	1989a)	1990b)	1989a)		1990b)			
				3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.
<b>Recettes, total</b>	<b>132,5</b>	<b>153,2</b>	<b>160,8</b>	<b>38,7</b>	<b>39,1</b>	<b>40,6</b>	<b>40,6</b>	<b>40,3</b>	<b>39,3</b>
Exportations de marchandises	76,5	87,0	91,1	20,6	23,6	23,3	23,1	21,3	23,4
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	74,1	84,3	88,3	20,0	22,8	22,6	22,4	20,6	22,7
<i>Autres exportations de marchandises<sup>2</sup></i>	2,4	2,7	2,8	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Exportations de services	21,5	23,7	24,3	7,3	4,7	6,1	6,0	7,6	4,7
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	31,5	39,3	42,2	10,0	10,0	10,4	10,8	10,6	10,4
Transferts sans contrepartie	3,0	3,1	3,2	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Dépenses, total</b>	<b>119,3</b>	<b>140,9</b>	<b>147,3</b>	<b>36,2</b>	<b>36,3</b>	<b>36,2</b>	<b>37,9</b>	<b>37,5</b>	<b>35,6</b>
Importations de marchandises	85,4	98,7	100,3	23,6	26,0	26,3	25,9	23,5	24,6
<i>Commerce spécial (indice I)</i>	82,4	95,2	96,6	22,8	25,1	25,4	24,9	22,6	23,6
<i>Autres Importations de marchandises<sup>2</sup></i>	3,0	3,4	3,7	0,8	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0
Importations de services	11,4	12,5	13,1	5,0	2,4	1,8	3,4	5,3	2,6
Revenus de facteurs <sup>3</sup>	17,0	23,9	27,5	6,1	6,4	6,6	6,9	7,0	6,9
Transferts sans contrepartie	5,5	5,9	6,5	1,6	1,4	1,5	1,7	1,7	1,6
<b>Solde de la balance des transactions courantes</b>	<b>13,2</b>	<b>12,2</b>	<b>13,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,7</b>

a) Chiffres révisés

b) Selon de premières estimations

<sup>1</sup> En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis<sup>2</sup> Y compris l'énergie électrique<sup>3</sup> Revenus du travail et des capitaux

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

l'étranger de matières premières et de produits semi-finis ont reculé. Les exportations de l'industrie métallurgique ont enregistré un affaiblissement de leur croissance, alors que celles de l'industrie des machines fléchissaient fortement. Dans le secteur de l'alimentation, des boissons et du tabac, les ventes à l'étranger ont également été nettement orientées à la baisse. En revanche, les exportations de l'industrie horlogère et de celle de l'habillement ont augmenté vigoureusement.

En 1990, les exportations de marchandises se sont élevées de 4,5% en volume, contre 5,4% en 1989. En valeur, leur croissance s'est toutefois inscrite à 5,5% (1989: 15,4%). Les prix de ces marchandises n'ont été relevés que de 1%, en raison surtout du raffermissement du franc suisse; en 1989, leur hausse avait été de 5,5%.

Les exportations vers les pays de la CE ont évolué comme précédemment. Les livraisons à la République fédérale d'Allemagne ont de nouveau progressé en valeur, alors que celles au Royaume-Uni fléchissaient nettement. En outre,

les achats effectués par les pays de l'AELE ne se sont accrus que dans une faible mesure. Pour ce qui est des exportations vers les pays non européens de l'OCDE, elles n'ont quasiment pas varié. Si les fournitures au Japon ont continué de s'accroître sensiblement, celles aux Etats-Unis et au Canada ont encore diminué notablement. Quant aux ventes aux pays en développement et aux ex-pays à économie planifiée, elles ont également fléchi.

Les importations (sans les métaux précieux) ont accusé une baisse au quatrième trimestre. Elles se sont inscrites 4,8% en valeur et 3,1% en volume au-dessous des niveaux de la période correspondante de 1989 (troisième trimestre 1990: 1,6% et 5,7%). En moyenne de 1990, les importations de marchandises ont progressé de 2,7% en volume et de 1,9% en valeur; cela est dû au fait que, mesuré à l'indice des valeurs moyennes, les prix à l'importation ont diminué de 0,7%, malgré le renchérissement du pétrole.

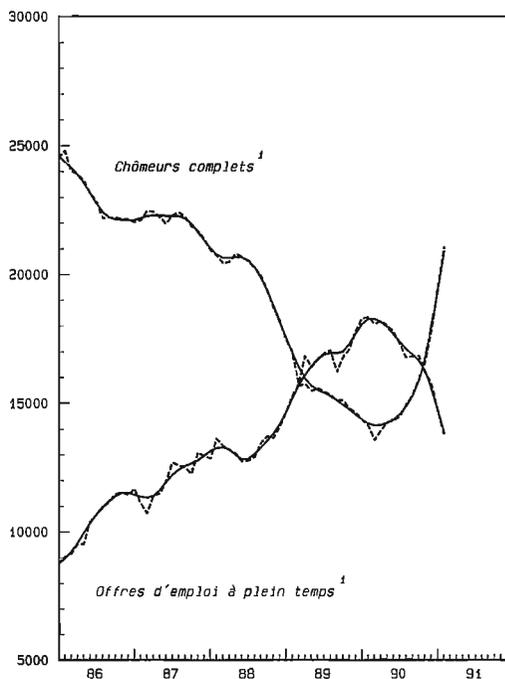
Le recul des importations au quatrième trimestre s'explique principalement par le net fléchisse-

ment des achats à l'étranger de biens d'investissement, notamment de véhicules utilitaires et de machines industrielles. Les importations de biens de consommation ont également reculé; les voitures ont été particulièrement touchées par ce mouvement. En ce qui concerne les importations de matières premières et de produits semi-finis, elles se sont aussi inscrites juste au-dessous du niveau du quatrième trimestre de 1989.

Le déficit de la balance commerciale – comprenant toutes les catégories de marchandises – s'est établi à 0,9 milliard de francs au quatrième trimestre; il est ainsi nettement moins élevé qu'une année auparavant. Cette évolution s'explique par la forte baisse des importations, les exportations s'étant maintenue au niveau enregistré une année auparavant. Il faut remonter au quatrième trimestre de 1986 pour trouver un déficit aussi faible.

En raison du faible volume d'affaires enregistré aux bourses, les commissions bancaires – que la balance des services prend en compte – ont encore diminué nettement au quatrième trimestre. L'excédent traditionnel des revenus des capitaux n'a progressé que légèrement par rapport à la période correspondante de 1989. De son côté, le produit des opérations fiduciaires s'est de nouveau accru plus fortement qu'au trimestre correspondant de 1989. Par contre, les recettes nettes tirées des opérations sur différence d'intérêts ont reculé.

**Graphique 12: Marché du travail**



<sup>1</sup> Données cvs et lissées

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

Le déficit de la balance commerciale ayant encore diminué, l'excédent de la balance des transactions courantes a augmenté à 3,3 milliards de francs au quatrième trimestre (période corres-

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

	1987	1988	1989	1990	1989				1990						
					3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	sept.	oct.	nov.	déc.	
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	1,2	1,3	1,2	1,2	1,4	1,4	1,4	1,7	1,4	1,3	1,2	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7
Chômeurs	21 918	19 524	15 133	15 980	13 476	14 393	15 937	14 030	14 426	19 527	14 879	16 460	19 552	22 568	
Personnes touchées par des réductions de l'horale du travail <sup>3</sup>	4 142	3 948	603	671	325	342	472	432	413	1 473	704	1 136	1 671	1 611	
Offres d'emploi à plein temps <sup>3</sup>	12 348	13 552	17 007	16 711	16 897	17 404	18 029	18 460	16 764	14 181	16 114	15 757	14 223	12 564	

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

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

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

Source: La Vie économique, OFIAMT

pondante de 1989: 2,8 milliards). Selon de premières estimations, la balance des transactions courantes a dégagé un excédent de 13,5 milliards de francs en 1990, contre 12,2 milliards l'année précédente.

### Emploi et marché du travail

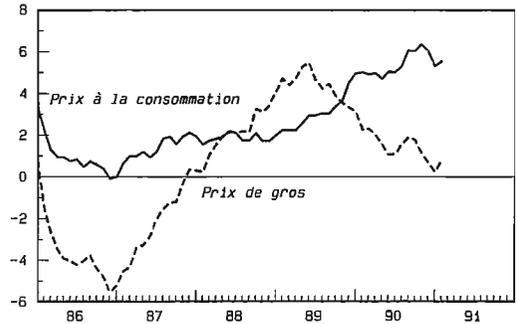
Au quatrième trimestre, l'emploi a progressé de 1,2% par rapport à la période correspondante de 1989 (troisième trimestre: 1,3%). Le nombre des personnes occupées a augmenté de 0,8% dans l'industrie et de 1,4% dans les services. Dans la construction, il s'est accru de 0,9%. Après avoir reculé durant les deux derniers trimestres, l'emploi s'est élevé de 1,8% dans le secteur principal de la construction. En 1990, il a progressé au même rythme qu'en 1989, soit de 1,4%, tout en ayant nettement perdu de son élan au second semestre.

Une légère détente est apparue sur le marché du travail. Le nombre des chômeurs complets a augmenté continuellement d'octobre à décembre, alors que, dans le même temps, celui des places vacantes annoncées aux offices du travail reculait en données corrigées des variations saisonnières. Le taux de chômage s'est accru au quatrième trimestre pour atteindre 0,7% en données corrigées des variations saisonnières. Quant au nombre moyen de personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail, il a passé de 312 au troisième trimestre à 1473 au quatrième, contre 341 au dernier trimestre de 1989. Ces réductions de l'horaire de travail ont surtout affecté la construction et l'industrie horlogère.

### Prix

L'indice des prix à la consommation dépassait, au quatrième trimestre, de 5,9% le niveau observé un an auparavant (troisième trimestre: 5,8%). Bien que le raffermissement du franc ait joué un rôle modérateur sur l'évolution des prix, la répercussion des hausses des taux hypothécaires sur les loyers et le bond des prix du pétrole en octobre et en novembre ont entraîné une forte accélération de l'inflation. L'indice des prix de la catégorie «chauffage et éclairage» a augmenté de 10,5% par

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



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

rapport au quatrième trimestre de 1989. Du fait du relèvement des taux hypothécaires, les loyers – qui sont le principal facteur du renchérissement intérieur – se sont accrues de 9,5% en l'espace d'une année. En 1990, la croissance moyenne de l'indice des prix à la consommation a atteint 5,4%, contre 3,2% en 1989. Les prix des biens importés se sont élevés de 4,4%, et ceux des biens indigènes, de 5,8%.

L'indice des prix à la consommation a été de 5,5%, en janvier 1991, et de 6,2%, en février, supérieur à ses niveaux enregistrés une année auparavant. Ces taux encore élevés s'expliquent notamment par le relèvement des prix des services publics.

Au quatrième trimestre, l'indice des prix de gros dépassait de 0,7% le niveau enregistré une année auparavant. Depuis fin 1987, un taux aussi faible n'avait jamais été enregistré pour un trimestre. La baisse de 1,4% des prix des matières premières et des produits semi-finis est notamment à l'origine de cette évolution. Par contre, les prix énergétiques et connexes ont augmenté de 3,7%, et ceux des biens de consommation, de 3,4%. Une répartition des produits selon la provenance indique que les prix des biens importés ont reculé de 2,3%, alors que ceux des biens indigènes progressaient de 1,8%. En 1990, le renchérissement des prix de gros a été de 1,7% en moyenne.

## 2. Evolution monétaire

### Politique monétaire et agrégats monétaires

Depuis le mois d'août 1990, la Banque nationale s'est efforcée d'assouplir légèrement le degré de rigueur de sa politique monétaire et de mettre à profit la marge de manœuvre qui a découlé du raffermissement du franc sur les marchés des changes. La monnaie centrale dessaisonnalisée, qui avait reculé continuellement depuis une assez longue période, a passé en effet de 28,7 milliards de francs en septembre 1990 à 29,3 milliards de francs en février 1991. Simultanément, les rémunérations à court terme ont eu tendance à baisser, alors que le franc est resté relativement stable face aux monnaies européennes et s'est revalorisé vis-à-vis du dollar américain.

Bien que la monnaie centrale dessaisonnalisée ait de nouveau progressé au cours des derniers mois de 1990, elle s'est inscrite, au quatrième tri-

mestre, 2,6% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Cette évolution a surtout découlé du recul de la monnaie centrale au début de 1990. Les avoirs en comptes de virements se sont certes maintenus à environ 3 milliards de francs à partir de février 1990, ils ont toutefois accusé une baisse, au quatrième trimestre de 1990, de 6,5% par rapport à la période correspondante de 1989. Dans le même temps, les billets en circulation, qui représentent presque 90% de la monnaie centrale, ont reculé de 1,2%.

La Banque nationale n'a ainsi pas atteint son objectif qui prévoyait pour 1990 une progression de 2% de la monnaie centrale dessaisonnalisée; l'écart a été de 4,6 points. Initialement, elle avait défini l'objectif monétaire comme la moyenne des taux de variation, calculés chaque mois par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente et annualisés. Cette définition s'est avérée toutefois peu judicieuse, car elle accentuait les variations de l'agrégat pendant les premiers mois

**Tableau 6: Monnaie centrale**

	Billets en circulation <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	Avoirs en comptes de virements <sup>1</sup>	Variation en % <sup>2</sup>	MC <sup>1.3</sup>	Coefficients saisonniers	MCD <sup>1.4</sup>	Variation en % <sup>2</sup>
1986	23 951	2,6	8 297	2,5	32 248	0,999	32 270	1,7
1987	24 785	4,0	8 647	4,5	33 432	1,001	33 403	4,9
1988	25 819	4,3	5 667	-54,0	31 486	0,999	31 521	-11,0
1989	26 438	0,1	3 487	-23,9	29 925	1,001	29 910	-2,4 <sup>5</sup>
1990	25 880	-1,2	3 018	-6,5	28 898	0,999	28 934	-2,6
1990 1 <sup>er</sup> trim.	26 152	-2,1	3 066	-20,7	29 218	1,000	29 226	-3,4
2 <sup>e</sup> trim.	25 629	-2,6	2 992	-16,8	28 621	0,992	28 862	-3,8
3 <sup>e</sup> trim.	25 438	-2,6	3 045	-7,9	28 482	0,988	28 838	-3,3
4 <sup>e</sup> trim.	26 302	-1,2	2 970	-6,5	29 272	1,016	28 809	-2,6
1990 juillet	25 649	-2,4	3 021	-9,3	28 670	0,993	28 872	-3,2
août	25 344	-2,5	3 119	-3,6	28 463	0,983	28 955	-2,8
sept.	25 320	-2,8	2 994	-10,7	28 314	0,987	28 687	-3,9
oct.	25 466	-2,1	2 894	-9,8	28 360	0,988	28 704	-3,4
nov.	25 672	-1,3	2 939	-3,9	28 611	0,992	28 842	-2,1
déc.	25 768	-0,2	3 076	-5,7	30 844	1,068	28 880	-2,2
1991 janv.	26 932	0,5	3 174	0,9	30 097	1,027p	29 306p	-0,7p
févr.	26 186	1,3	2 996	-1,4	29 182	0,998p	29 240p	0,1p

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

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

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

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

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

p = chiffre provisoire

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

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1986	5,0	5,9	6,7
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,5	7,8	9,8
1989	-5,9	20,2	6,2
1990			
1990 1 <sup>er</sup> trim. <sup>2</sup>	-7,2	21,1	4,1
2 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	-5,5	13,5	2,0
3 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>	-5,2	10,1	1,7
4 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>			
1990 juin <sup>2</sup>	-3,7	10,1	1,4
juillet <sup>2</sup>	-4,7	9,4	1,2
août <sup>2</sup>	-5,7	10,2	1,5
sept. <sup>2</sup>	-5,1	10,8	2,4
oct. <sup>2</sup>	-3,6	9,6	2,1
nov. <sup>2</sup>	-4,1	8,6	2,2
déc. <sup>2</sup>	1,0	9,4	3,1
1991 janv. <sup>2</sup>	0,8	7,1	2,9

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

<sup>2</sup> Chiffres provisoires

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

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

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

de l'année et donnait de ce fait un reflet inexact de l'évolution de celui-ci. Aussi la Banque nationale a-t-elle choisi de se référer, pour son objectif, à la variation de la monnaie centrale dessaisonnalisée du quatrième trimestre de 1990 à la période correspondante de 1989.

Pour 1991, la Banque nationale a renoncé à fixer un objectif monétaire. Elle a toutefois annoncé qu'elle envisage d'augmenter à moyen terme la monnaie centrale dessaisonnalisée de 1% en moyenne par an. Pour le premier trimestre de 1991, l'institut d'émission a tablé sur un volume de monnaie centrale dessaisonnalisée de 28 950 milliards de francs en moyenne. Cette prévision a été légèrement dépassée en janvier et en février, du fait surtout de la demande accrue de liquidités, qui a émané des banques juste avant le déclenchement des hostilités dans le Golfe. Les avoirs en comptes de virements, qui s'étaient situés à 3 milliards de francs, en chiffre rond, depuis des mois, ont augmenté durant la première quinzaine

de janvier pour atteindre temporairement 3,5 milliards de francs.

L'orientation à la baisse des taux d'intérêt, qui est observée depuis le début de 1990, a eu pour effet d'atténuer le recul de la masse monétaire M<sub>1</sub>. Cette évolution s'est poursuivie au quatrième trimestre. Par rapport à la période correspondante de 1989, la diminution du numéraire s'est établie à 0,8% au quatrième trimestre, contre 2,3% au troisième. En outre, celle des dépôts à vue a passé de 6,6% au troisième trimestre à 2,9% au quatrième. Par conséquent, la masse monétaire M<sub>1</sub>, qui comprend le numéraire en circulation et les dépôts à vue, a fléchi de 2,2%, après avoir reculé de 5,2% au troisième trimestre.

L'expansion annuelle des dépôts à terme a encore faibli, puisqu'elle a passé de 20,6% au troisième trimestre à 16,9% au quatrième. Ce ralentissement est toutefois aussi dû à un effet de base, provenant de la hausse massive des dépôts à terme (61,7%) au dernier trimestre de 1989. Du troisième au quatrième trimestre, la croissance annuelle de la masse monétaire M<sub>2</sub> a fléchi de 10,1% à 9,1%.

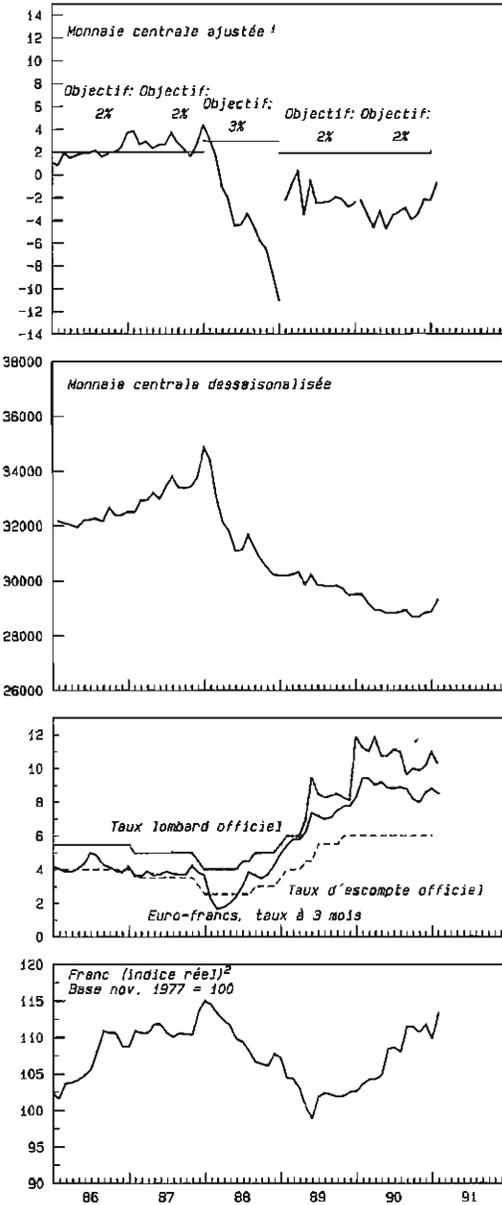
Les dépôts d'épargne ont diminué de 5,2% en l'espace d'une année; au troisième trimestre, le recul avait été de 7,5%. La croissance annuelle de M<sub>3</sub> s'est donc accélérée un peu; elle a passé de 1,7% au troisième trimestre à 2,5% au quatrième.

### Marché monétaire

Après avoir reculé nettement en septembre et en octobre, les rémunérations des dépôts se sont redressées au quatrième trimestre sur le marché des euro-francs. En moyenne du quatrième trimestre, elles se sont toutefois situées un peu au-dessous du niveau du trimestre précédent. En janvier et en février 1991, celles-ci ont de nouveau été orientées à la baisse.

L'échéance annuelle s'est déroulée sans fluctuations excessives des taux d'intérêt. La Banque nationale a satisfait la demande supplémentaire de monnaie centrale en concluant de nouveaux swaps devises contre francs. En vue de la fin de l'année, la plupart des opérations à court terme ont été passées à des taux allant de 11% à 16%.

Graphique 14: Suisse



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

Depuis le mois de septembre déjà, les taux suisses ont eu tendance à s'inscrire au-dessous des rémunérations allemandes, mais elles sont restées supérieures aux taux correspondants servis sur le dollar. En janvier et en février 1991, les écarts entre ces taux se sont encore creusés.

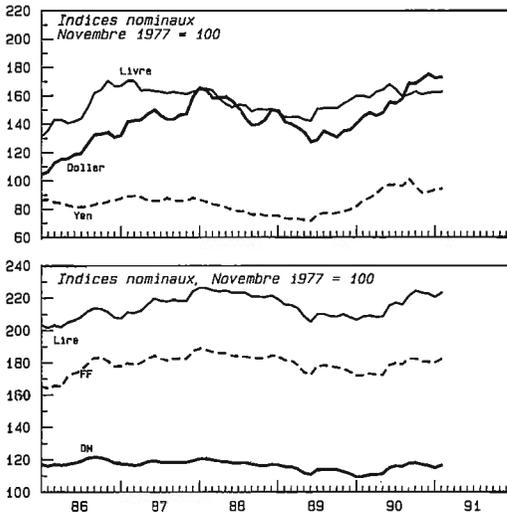
Les rémunérations servies par les grandes banques sur les dépôts à terme fixe et les rendements des créances comptables à court terme sur la Confédération ont comme de coutume suivi étroitement l'évolution des conditions du marché des euro-francs. Au quatrième trimestre, le taux des dépôts à trois mois s'est élevé à 8,1% en moyenne, se situant ainsi 0,4 point au-dessous du taux correspondant sur le marché des euro-francs. Quant au rendement des créances comptables à trois mois, il s'est établi à 7,8%; au jour d'émission, il était en moyenne de 0,6 point inférieur au taux correspondant sur le marché des euro-francs.

### Marché des changes

De début novembre 1990 à fin février 1991, le franc suisse a perdu du terrain face aux monnaies des principaux pays industrialisés. Le recul a atteint 4,8% par rapport au dollar américain et s'est situé entre 1% et 3,2% vis-à-vis des monnaies du SME. De son côté, le yen japonais s'est revalorisé de 2,2%.

En moyenne des mois de novembre 1990 à février 1991, le dollar américain valait fr. 1,27 (novembre 1989 à février 1990: fr. 1,55), 100 yens japonais, fr. 0,96 (fr. 1,07) et le mark allemand, 84,9 centimes (89,1 centimes). En l'espace d'une année, le franc suisse s'est revalorisé de 18,2% par rapport au dollar, de 10,3% vis-à-vis du yen japonais et de 4,7% face au mark allemand.

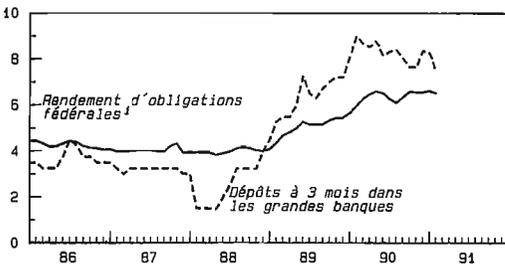
au niveau moyen du quatrième trimestre de l'année précédente, moyenne qui est centrée sur novembre  
 Objectifs: Jusqu'en 1989, moyenne des taux de variation calculés chaque mois  
 Pour 1990, variation du quatrième trimestre au quatrième trimestre de l'année précédente

**Graphique 15: Variations du franc<sup>1</sup>**

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

Au quatrième trimestre, la Banque nationale a renoncé à intervenir sur les marchés des changes. A la mi-février, elle a participé cependant à une opération concertée pour soutenir le dollar.

La hausse du cours réel du franc a pris fin au quatrième trimestre. En données pondérées par les exportations et corrigées des variations de prix à la consommation, le franc s'est maintenu au niveau du trimestre précédent. Par rapport au quatrième trimestre de 1989, il a donc progressé de 7,9% (troisième trimestre: 8%) en termes réels.

**Graphique 16: Evolution des taux d'intérêt**

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

Il a enregistré les plus fortes revalorisations face au dollar (25,5%), au yen japonais (16,6%) au mark allemand (6,8%). Vis-à-vis de la livre sterling, il a reculé de 1,6%.

### Marché des capitaux

Les rendements des obligations suisses ont encore progressé au quatrième trimestre, après avoir déjà enregistré une hausse massive à la suite du déclenchement de la crise du Golfe en août 1990. Les investisseurs ont fait une nette distinction entre les catégories de débiteurs. Les cours des obligations émises par des collectivités de droit public ont reculé dans la mesure la plus faible; le rendement moyen de ces obligations dépassait, à la fin de l'année, d'un demi-point environ le niveau de juillet 1990. En revanche, les rendements des emprunts émis par des banques et ceux des autres obligations ont progressé de trois quarts de point et de un point. En janvier et en février 1991, les rendements des obligations ont fléchi nettement. Le niveau de ceux-ci, mesuré au rendement moyen des obligations fédérales, a passé de 6,6% au début de janvier à 6,2% à fin février.

L'évolution des rendements des emprunts n'est pas restée sans effets sur la rémunération des obligations de caisse. Au troisième trimestre, les banques cantonales servaient un taux moyen de 6,9% sur leurs bons de caisse. Celui-ci a passé à 7,1% au quatrième trimestre et s'inscrivait à 7,3% à la fin de l'année. Au cours des deux premiers mois de 1991, il a de nouveau été ramené au-dessous de 7%. Les possibilités de financement plus avantageuses ont permis aux banques de réduire, à fin février, de un demi-point le taux des nouveaux prêts hypothécaires.

Les cours des actions n'ont plus reculé au quatrième trimestre. Après un léger accès de faiblesse au début de 1991, ils ont enregistré une hausse continue pour atteindre, à fin février, leur niveau le plus élevé depuis septembre 1990, selon le Swiss Performance Index.

Sur le marché suisse des capitaux, les émissions d'obligations et d'actions ont totalisé 12,6 milliards de francs au quatrième trimestre (trimestre

correspondant de 1989: 12,7 milliards). Après déduction de 3,1 milliards de francs (2,6 milliards), le montant net prélevé a porté sur 9,5 milliards de francs (10,1 milliards). Les débiteurs suisses y ont contribué pour 33% (26%).

### Exportations de capitaux

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées au quatrième trimestre en vue d'exporter des capitaux se sont chiffrées à 10,6 milliards de francs. Elles ont donc diminué de 0,5% par rapport à la période correspondante de 1989. Alors que les crédits ont augmenté de près 40%, les emprunts ont fléchi de 12%, en chiffre rond. Parmi les seconds, les emprunts assortis de droits d'option ou de conversion ont de nouveau enregistré un net recul (-54%), et les emprunts classiques, une forte hausse (46%).

En 1990, la Banque nationale a autorisé des exportations de capitaux pour une somme de 43,6 milliards de francs, soit 4% de plus qu'en 1989. Les crédits ont progressé de 7%, et les emprunts, de 3%. Dans le domaine des crédits, les placements sous forme de prêts à deux ou trois ans d'un nouveau type («Schuldscheindarlehen») ont été assez recherchés. Le volume total de ces opérations, qui, du point de vue juridique, sont assimilables à des sous-participations à des crédits, a atteint 1,8 milliard de francs, soit 4,1% de l'ensemble des autorisations. Deux raisons principales sont à l'origine d'un engouement croissant pour ce genre de prêt. Premièrement, la charge fiscale qui les grève est allégée et, secondement, la com-

mission, due par le débiteur, n'est pas aussi élevée que celle qui s'applique aux emprunts obligataires. Comme en 1989, d'importants changements ont été enregistrés parmi les emprunts. Du fait de la baisse des cours à la bourse de Tokyo, les placements d'emprunts assortis de droits de conversion ou d'option – ces emprunts sont lancés surtout pour le compte de débiteurs japonais – ont chuté de 49% pour s'établir à 11,2 milliards de francs. Ce recul a toutefois été plus que compensé par la notable hausse des emprunts classiques. Ces derniers ont en effet progressé de 126% pour atteindre 20,9 milliards de francs. Leur part au total des émissions, qui était tombée à 30% en 1989, a retrouvé le niveau qu'elle avait atteint jusque'en 1988, à savoir 65%.

Du total des exportations de capitaux soumises à autorisation, les pays industrialisés ont absorbé, comme les années précédentes, une part de loin la plus importante, soit 88%. La répartition par pays industrialisés fait néanmoins apparaître de profondes modifications. La part du Japon a diminué de 50% en 1989 à 30% l'année suivante, tandis que celles de l'Europe occidentale et de l'Amérique du Nord ont progressé à peu près symétriquement. Quant aux organisations internationales de développement, elles ont augmenté leur part de 5% à près de 6%.

### Bilans bancaires et crédits

La somme des bilans des 68 banques dépassait, à fin décembre 1990, de 7% le niveau observé un an auparavant. Les fluctuations des cours de

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

	Emprunts <sup>1</sup>	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
1987	36 034,6	10 260,6	1 007,6	47 302,8
1988	40 029,2	9 917,2	941,4	50 887,8
1989	31 281,0	10 154,1	517,8	41 952,9
1990	32 173,7	10 524,6	936,3	43 634,6
1990 3 <sup>e</sup> trim.	5 956,8	3 582,1	117,7	9 656,6
4 <sup>e</sup> trim.	8 316,0	2 139,6	174,1	10 629,7
1990 1 <sup>er</sup> trim.	11 237,8	2 203,9	165,2	13 606,9
2 <sup>e</sup> trim.	5 918,8	2 804,0	357,6	9 080,4
3 <sup>e</sup> trim.	7 668,9	2 427,7	270,0	10 366,6
4 <sup>e</sup> trim.	7 348,2	3 089,0	143,5	10 580,7

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

change ont comme de coutume influé fortement sur ce rythme de croissance. Si les positions en dollars avaient été comptabilisées au même cours que l'année précédente, l'expansion des bilans se serait élevée à 10%, ce qui correspond environ au taux de croissance à long terme.

Dans les 68 banques, la croissance des crédits a été une nouvelle fois plus forte que l'afflux de fonds du public. C'est pourquoi les banques ont encore réduit leurs placements financiers; ceux-ci s'inscrivaient, à fin décembre, 11% au-dessous du niveau enregistré un an auparavant. Si l'endettement net envers les banques à l'étranger a augmenté massivement, les liquidités n'ont reculé que de 3%. En outre, les titres ont progressé de 3%, et les effets de change et les papiers monétaires, même de 34%.

Un tassement a marqué l'évolution des crédits à la clientèle. En 1990, ceux-ci se sont accrus de 9%, contre 16% l'année précédente. Les crédits de construction n'ayant plus guère été octroyés de décembre 1989 au même mois de 1990, ils n'ont augmenté que de 1%. Durant ce même laps de

temps, les crédits de construction utilisés ont progressé de 16%, en chiffre rond; la part restante, soit les non-utilisés, s'est ainsi réduite.

Au passif des bilans bancaires, les fonds du public (créanciers à vue et à terme, dépôts d'épargne, livrets et carnets de dépôts, obligations de caisse, obligations) se sont accrus de 6%. Les créanciers à terme se sont élevés de 14%, alors que les créanciers à vue, qui ne sont quasiment pas rémunérés, ont féchi de 4%. Les fonds d'épargne, auxquels des rémunérations inférieures aux taux du marché sont appliquées, ont diminué de 4% de décembre 1989 au même mois de 1990. Le mouvement de repli des fonds d'épargne s'est cependant nettement ralenti durant la seconde moitié de 1990. Quant aux obligations de caisse et aux obligations, elles se sont accrues de 10%.

Dans les opérations hors bilan, les affaires fiduciaires n'ont guère varié en l'espace d'une année. Ces fonds provenaient pour deux tiers de l'étranger et ils étaient placés presque exclusivement à l'étranger.

# Die Schweiz und Europa – Gedanken zur Integration aus monetärer Sicht

## Freiheit des Kapitalverkehrs und der Finanzdienstleistungen, Währungs Kooperation und Europäisches Währungssystem

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

### 1. Die Schweiz – ein weisser Fleck auf der Karte Europas?

Die Freude der Schweizer – der weit überwiegen- den Mehrheit der Schweizer – über den Geburts- tag der Eidgenossenschaft ist nicht durch ju- belnden Triumph, sondern durch nachdenkliche Dankbarkeit geprägt. Sie stösst bei einzelnen Mitbürgern sogar auf Widerspruch.

Einige Schweizer sprechen im Rückblick auf un- sere Geschichte dem Bund von 1291 die Bedeu- tung der Staatsgründung ab. Sie vermögen die Festfreude kaum zu dämpfen. Der Begriff der Staatsgründung ist aus der Perspektive des 13. Jahrhunderts zwar ein Anachronismus. Die Frie- densordnung und die Selbstverwaltung, die die drei Urkantone im ältesten überlieferten Bundes- brief vereinbarten und in den ersten Tagen des Augustes 1291 beschworen, sind jedoch ein ent- scheidender Schritt auf dem Wege zu unserem heutigen Bundesstaat. Es ist gemessen daran be- deutungslos, ob wir die Anfänge der Eidgenos- senschaft etwas später oder aber gar in die voran- gehende Zeit des Interregnums ansetzen wollen.

Provokativer wirkt die von Schriftstellern und Künstlern – mit Blick auf die Zukunft – plakatierte Aussage: «700 Jahre sind genug!» Warum empfin- den viele Schweizer dieses Verdikt als die Provo- kation, als die sie gemeint ist? Es artikuliert eine in der Schweiz verbreitete Unsicherheit: Was wird unsere Zukunft in einem Europa, das zur wirt- schaftlichen und politischen Union zusammen- wächst, sein?

Der schweizerische Chefunterhändler in den Ver- handlungen über die Schaffung eines Europä- ischen Wirtschaftsraums (EWR), Staatssekretär Franz Blankart, kleidete diese Unsicherheit in eine ebenso irritierende wie anregende Frage: Wird die Schweiz in das Heilige Römische Reich, aus dem sie sich nach 1291 in mehreren Schritten löste, zurückkehren?

Die Eidgenossen kämpften in der Frühzeit ihrer Geschichte nicht für den Austritt aus dem Reich. Sie strebten nicht volle Souveränität an. Die histo- rische Kritik an der Feier des 700. Geburtstags ist insoweit berechtigt. Die Schweizer kämpften da- für, das Zusammenleben innerhalb ihrer Kantone wie in der Gemeinschaft der Kantone zwar selb- ständig, aber durchaus unter dem Schutze des Kaisers und der von ihm gewährten Reichsfrei- heit ordnen zu dürfen. Die Regeln, die sie sich ga- ben, sind keine urschweizerische Erfindung. Sie entsprachen europäischen Traditionen, die im damaligen Reich weit verbreitet waren. Wir finden sie ähnlich in den norditalienischen Reichsstäd- ten der Stauferzeit, in der aus den Kaufmann- schaften gewachsenen Städte-Hanse oder in den im 14. Jahrhundert gegründeten Städtebünden in Schwaben, am Rhein, im Elsass und in Nieder- sachsen. Welches sind diese von den Eidgenos- sen bis heute mit Erfolg bewahrten europäischen Traditionen? Ich zähle dazu:

- eine dezentrale politische Struktur, dank der sich viele Fragen des Zusammenlebens im kleinen, überblickbaren Raum eines Tales oder einer Stadt regeln lassen,
- den republikanischen Widerstand gegen feu- dalistische Herrschaftsansprüche,
- die demokratische Grundverfassung, die in der Schweiz schrittweise – und nicht ohne Rück- schläge – aus dem bäuerlichen Genossen- schaftswesen entwickelt wurde, und

\* Gehalten in Hannover am 12. Februar 1991 vor der Deutsch-Schweizerischen Gesellschaft Hannover

– die Bereitschaft zum Leben im Kleinstaat. Sie führte in der Schweiz vor allem nach der Niederlage von Marignano zu dem festen Willen – er ist mit dem Begriff der Neutralität nur ungenügend umschrieben –, auf externe Expansion zu verzichten und alle Energien in die innere Stärkung und Entwicklung der Gemeinschaft zu lenken.

Die Eidgenossen zogen sich aus dem Heiligen Römischen Reich zurück, als sie diese Prinzipien durch gegenläufige europäische Entwicklungen bedröht sahen. Die Bildung eines eigenen Staates, die *de iure* erst 1648 im Westfälischen Frieden ihre Anerkennung fand, schützte sie denn auch vor einem wachsenden, im Nationalstaat gipfelnden Zentralismus, vor absolutistischen, undemokratischen Machtansprüchen von Königen und Fürsten und vor dem expansionistischen Imperialismus des späteren Europa.

Was will ich mit diesem historischen Hinweis sagen? Ich glaube, er hilft uns Schweizern, die Antwort auf die Frage, ob wir uns in das grössere Europa integrieren sollen, zu finden. Dieses neue Europa hat noch nicht entschieden, welche politische Verfassung es sich geben will. Wird es sich vermehrt an den Traditionen, die sich in der Schweiz als Prinzipien des staatlichen Zusammenlebens bewährten, orientieren? Je mehr es diesen Weg geht, desto leichter wird uns die politische und wirtschaftliche Integration. Und sie würde uns umgekehrt um so schwieriger, je weniger sich die Grundsätze der Subsidiarität und der demokratischen Kontrolle durchzusetzen vermöchten.

Aber hätte die Schweiz überhaupt eine Chance, auf der Karte Europas als weisser Fleck zu bestehen? Sie ist schon heute mit der Europäischen Gemeinschaft (EG), ohne Mitglied der Gemeinschaft zu sein, durch enge Zusammenarbeit in den verschiedensten Bereichen verflochten. Dies reicht aber nicht aus. Wir müssen die Zusammenarbeit noch verstärken. Wir dürfen nicht tatenlos zuwarten, bis Europa sich in eine Richtung, die uns die Mitwirkung erleichtert, entwickelt. Die Schweiz hat vielmehr eine doppelte Verpflichtung:

– Wir müssen konstruktiv an der politischen Entfaltung Europas mitarbeiten. Unsere Chancen,

innerhalb der EG Alliierte zu finden, sind gut. Ich denke nicht nur an die kleineren EG-Länder. Wir fühlen uns auch mit vielen grossen Staaten im Willen zu demokratisch breit abgestützten Entscheidungsmechanismen verbunden und teilen mit Deutschland die Bejahung föderalistischer Strukturen.

– Wir müssen uns der EG wirtschaftlich mehr und mehr annähern. Nur so entgehen wir der Gefahr, dass uns wirtschaftliche Hemmnisse eines Tages an einem politisch möglichen EG-Beitritt hindern könnten.

Wo liegen angesichts der fortschreitenden Integration Europas die ökonomischen Optionen und Probleme der Schweiz? Ich möchte nun auf diese Frage eingehen und sie am Beispiel des monetären Bereichs näher beleuchten.

Die Prinzipien der wirtschaftlichen Union Europas sind freie Märkte, Wettbewerb und stabile makroökonomische Rahmenbedingungen:

– Der freie Zugang zum grossen EG-Binnenmarkt ist der bedeutendste wirtschaftliche Vorteil der Integration. Isolation trägt das Risiko der Diskriminierung in sich. Die Schweiz läuft als Nichtmitglied der EG Gefahr, ein Opfer protektionistischer Massnahmen zu werden. Die Furcht vor einer «Fortress Europe» – sie ist in den Vereinigten Staaten weit verbreitet – erscheint mir zwar als übertrieben. Europa kann sich nicht von der Weltwirtschaft vollständig abschotten. Ich bin aber nicht unfair, wenn ich der EG bezüglich der Förderung der Marktkräfte einstweilen nur einen gemischten Erfolg attestiere.

– Wettbewerb ist ein zweiter Vorteil der Integration. Wer sich dem freien Markt verpflichtet, muss alle Formen des Protektionismus, seien sie offen oder versteckt, beseitigen. Nur Wettbewerb erhält eine Wirtschaft auch wettbewerbsfähig. Wir sind uns aber oft nicht bewusst, wie viele Richtlinien – ich denke etwa an Normen und technische Standards – protektionistische Wirkungen zeitigen. Gerade eine kleine offene Wirtschaft wie die Schweiz bleibt nur lebensfähig, wenn sie im internationalen Wettbewerb besteht. Jede protektionistische

Massnahme erweist sich als Boomerang. Ihre Kosten sind hoch. Notwendige Anpassungen werden um so schmerzlicher, je länger sie hinausgeschoben werden. Die wirtschaftliche Integration Europas garantiert uns die Vorteile, die wir uns von dem damit verbundenen Wettbewerb erhoffen, vor allem dann, wenn sich die EG nicht nur nach innen, sondern auch in ihrem Verhältnis zu Drittländern am Markt orientiert. Dies ist aus schweizerischer Sicht besonders wichtig. Unser Land ist weltverflochten. Seine Integration in ein protektionistisches Europa könnte heissen, dass unsere Zugewinne auf dem EG-Binnenmarkt durch Verluste auf ausser-europäischen Märkten zunichte gemacht würden.

- Wohlstand setzt stabile makroökonomische Rahmenbedingungen voraus. Die Schweiz besitzt hier eine vergleichsweise günstige Ausgangslage. Sie ist europakonformer als manches EG-Mitglied. Wir erfreuen uns der Vollbeschäftigung. Das Preisniveau war bei längerfristiger Betrachtung – auch wenn wir heute im Kampf gegen eine für schweizerische Verhältnisse relativ hohe Teuerung stehen – insgesamt recht stabil. Die Zahlungsbilanz weist regelmässig Überschüsse aus. Die Rechnung des Bundeshaushaltes ist ausgeglichen.

Der wirtschaftliche Wohlstand der Schweiz liegt deutlich über dem europäischen Mittel. Dies kann uns auf der einen Seite die wirtschaftliche Integration erleichtern. Es schafft uns umgekehrt aber vor allem unter zwei Gesichtspunkten auch Probleme:

- Die Motivation zu harter Arbeit ist dort oft nicht sehr hoch, wo es lediglich darum geht, einen erreichten Wohlstand zu verteidigen. Ein Volk, das zu neuen Grenzen vorstossen will, ist motivierter. Die Schweiz muss sich aber vermehrt anstrengen, wenn sie sich ihre hohen wirtschaftlichen Standards sichern will. Andere Länder holen auf. Sie konkurrieren immer härter mit uns um Marktanteile. Es klingt paradox: Wir müssen, wollen wir unsere heutige Position nicht verlieren, bereit sein, uns laufend zu verändern.
- Viele Schweizer übersehen, dass Integration nicht nur politische Verzichte auf liebgewor-

dene staatliche Institutionen und Traditionen, sondern auch finanzielle Opfer fordert. Integration bedeutet Bereitschaft zur Solidarität. Die wirtschaftlich schwächeren Länder werden mit ihrem Appell an diese Solidarität versuchen, die EG zur Umverteilung zu nutzen. Eine Umverteilung erscheint mir als vertretbar, solange sie die Länder, die von ihr profitieren, wettbewerbskräftiger macht und innerhalb der EG Chancengleichheit schafft. Ich warne aber vor Illusionen. Die Beseitigung nationaler Grenzen führt nicht zwingend zu einer gleichmässigeren Verteilung des Wohlstands. Die Erfahrungen der Schweiz – ihre Entwicklung ist dem europäischen Integrationsprozess in manchem vergleichbar – sprechen dagegen. Sie lassen vermuten, dass die wirtschaftliche Aktivität sich auf bestimmte Regionen konzentrieren wird. Andere Gebiete werden sich entvölkern. Die Umverteilung ist ein makroökonomisches Ziel. Sie hängt stets vom Grad der Solidarität ab. Die Umverteilung darf aber nicht in Widerspruch zu einer marktmässigen Allokation der Ressourcen, die die Gemeinschaft insgesamt stärkt, geraten. Je mehr Bedeutung ein Staat – eine Staatengemeinschaft – auf Umverteilung legt, um so grösser wird die Versuchung, neue Elemente der Planwirtschaft einzuführen. Europa muss diese Gefahr vermeiden. Seine Integration darf sich nicht in den Fallstricken bürokratischer Planung verfangen.

Ich will aber nicht der EG Ratschläge geben, sondern über den weissen Fleck auf der Karte Europas sprechen. Soll uns dieses Bild schrecken? Es allein erscheint mir noch nicht als ausreichendes Argument der Integration. Die Schweiz muss ihre nächsten Integrationsschritte unter sorgfältiger Abwägung aller Argumente, die für und gegen die verschiedenen Formen einer engeren Zusammenarbeit mit der EG sprechen, beschliessen.

## **2. Marktliberalisierung – Einige Überlegungen aus monetärer Sicht**

Lassen Sie mich mit der unter dem Stichwort «Europa 1992» bekannt gewordenen Schaffung eines EG-Binnenmarktes beginnen! Dieses Programm bedeutet, dass die Märkte für Güter, Dienste, Kapital und Arbeit in der EG bis Ende des nächsten

Jahres voll liberalisiert werden. Die EG will aber auch nach diesem grossen Schritt nicht an Dynamik verlieren. Sie geht den Weg zur vollen Integration weiter. Eine umfassende Wirtschafts- und Währungsunion auf der einen, die politische Union auf der andern Seite sind ihre nächsten ambitionierten Ziele. Die Vorarbeiten zu den dafür nötigen Änderungen des Römer Vertrags wurden bereits aufgenommen.

Die EG-Kommission erklärte 1989, sie sei nicht länger bereit, mit Drittstaaten bilaterale Verträge über eine engere Zusammenarbeit abzuschliessen. Sie offerierte der Europäischen Freihandelsvereinigung (EFTA) stattdessen einen Vertrag über die Schaffung eines Europäischen Wirtschaftsraums (EWR). Was bedeutet der EWR? Er soll unter einem Dach, das EG- und EFTA-Länder überspannt, binnenmarktähnliche Verhältnisse schaffen. Dieser Markt würde die beiden westeuropäischen Wirtschaftszonen auf der Grundlage des relevanten EG-Rechts verbinden und die Freiheit des Güter-, Dienstleistungs-, Kapital- und Personen-Verkehrs gewährleisten.

Die EG-Kommission löste mit diesem Vorschlag eine markante Umorientierung der schweizerischen Integrationspolitik aus. Die Schweiz hatte bis zu diesem Zeitpunkt versucht, mit der EG Fragen gemeinsamen Interesses in bilateralen Abkommen zu regeln. Der Versicherungsvertrag war das letzte dieser zahlreichen bilateralen Abkommen.

Die Lage der Schweiz ist damit schwieriger geworden. Die Bereiche der wirtschaftlichen Zusammenarbeit lassen sich nicht mehr von Fall zu Fall abstecken. Die Interessen der Schweiz unterscheiden sich zudem in vielerlei Hinsicht von jenen der anderen EFTA-Staaten. Ein Problem beschäftigt allerdings alle EFTA-Länder gleichermaßen. Es ist die Frage nach der Teilhabe am Entscheidungsprozess. Eine befriedigende Lösung dieses institutionellen Problems ist nicht absehbar. Dies wird den Abschluss eines EWR-Vertrags zwar kaum zum Scheitern bringen. Es wird aber negative Rückwirkungen auch auf dessen Substanz zeitigen. Die EFTA-Staaten müssen sich zu Konzessionen bereit finden. Deren wichtigste betrifft die Ausnahmen. Die EG erachtet eine dauernde Ausnahme vom Grundsatz der

Marktliberalisierung als unannehmbar. Die EFTA-Länder verzichteten bereits auf entsprechende Begehren. Sie wollen sich mit Übergangsregeln und Schutzklauseln begnügen. Die EG-Kommission nahm im Laufe der Verhandlungen trotzdem eine zunehmend härtere Linie ein. Dies bildet aber nicht das einzige Handicap der Schweiz. Das klare Interesse einiger EFTA-Länder an einem Vollbeitritt zur EG wiegt noch schwerer. Der EWR droht damit – für die EG wie für die Beitrittskandidaten – zur Übergangslösung von begrenzter Bedeutung zu werden.

Ein EWR-Vertrag würde der Schweiz im Bereich des Kapitalverkehrs und der Finanzdienstleistungen, auf die ich mich im folgenden konzentriere, kaum Schwierigkeiten bieten. Die schweizerischen Regulierungen im Bereich des Kapitalexports und -imports werden sehr liberal gehandhabt. Der Kapitalverkehr ist schon heute – dies ist kaum eine Übertreibung – frei. Ich sehe lediglich noch drei Probleme:

- Die sogenannte «Lex Friedrich» ist das letzte noch verbleibende Hemmnis des freien Kapitalverkehrs. Dieses Gesetz beschränkt den Kauf schweizerischer Immobilien durch Ausländer. Sein wichtigstes Ziel ist heute weniger der Schutz vor Überfremdung als die Begrenzung der Überbauung landschaftlich schützenswerter Regionen. Ich stehe dem Landschaftsschutz mit Sympathie gegenüber. Eine Politik, die den Bau von Zweitwohnungen in touristisch attraktiven Gebieten einschränken will, braucht meines Erachtens jedoch nicht Ausländer zu diskriminieren, sondern muss die Schweizer gleichermaßen treffen. Ich bin zuversichtlich, dass die Schweiz mit einer Schutzklausel, sei sie quantitativer oder qualitativer Natur, eine akzeptable Lösung dieses Problems finden wird.
- Die sogenannte «Syndizierungspflicht» ist die letzte noch bestehende Restriktion im Bereich der Finanzdienstleistungen. Banken, die sich an der Emission von Schweizerfranken-Anleihen ausländischer Schuldner beteiligen wollen, müssen in der Schweiz ein Domizil unterhalten. Der Hintergrund dieser von der schweizerischen Nationalbank nach wie vor beachteten «Syndizierungs-Regel» ist allerdings nicht mo-

netärer Natur. Sie findet eine rein fiskalische Erklärung. Das schweizerische Steuersystem bietet den Schweizer Banken einen komparativen Nachteil. Es unterstellt die Ausgabe von und den Handel mit Wertpapieren einer besonderen Abgabe. Diese sogenannte Stempelsteuer wirkt sich im Emissions- und Börsengeschäft erschwerend aus, im kurzfristigen Bereich sogar prohibitiv. Der Verzicht auf die «Syndizierungspflicht» könnte eine Abwanderung des Emissionsgeschäfts ins Ausland auslösen. Die Wettbewerbsnachteile der Stempelsteuer lassen sich allerdings beheben, wenn Volk und Stände im kommenden Sommer einer vom Parlament kürzlich verabschiedeten neuen Finanzordnung zustimmen. Diese Finanzordnung gibt dem Bundesrat die Kompetenz, die Stempelsteuer auf der Ausgabe von Schweizerfranken-Anleihen ausländischer Schuldner aufzuheben, falls die Wettbewerbssituation dies erfordert. Ein Verzicht auf die «Syndizierungsregel» würde damit jederzeit möglich.

- Noch nicht gelöst ist die Regelung der Drittländer-Politik. Sie beinhaltet im wesentlichen die Frage der Reziprozität bei der Zulassung von Finanzinstituten. Die EG-Kommission hat jedoch entgegen ihrer anfänglichen Haltung eingesehen, dass hier Probleme entstehen können. Die Aussichten für eine befriedigende Lösung stehen gut.

Unser Finanzmarkt ist grundsätzlich frei. Die Schweizerische Nationalbank ist aber berechtigt, den Export und Import von Kapital soweit als ihr dies für die Erfüllung ihres geldpolitischen Auftrags nötig erscheint zu begrenzen. Wir machten noch in den siebziger Jahren von dieser Kompetenz Gebrauch. Die Erschwerung des Kapitalzuflusses war Teil des Dispositivs, mit dem wir die exzessive Aufwertung des Schweizerfrankens zu bekämpfen versuchten. Die Erfahrungen mit diesen administrativen Massnahmen waren unbefriedigend. Diese Enttäuschung und neue Erkenntnisse in der Wechselkursstheorie lassen uns heute Kontrollen des Kapitalverkehrs keine grosse Bedeutung mehr beimessen. Wir werden in absehbarer Zeit auch kaum auf entsprechende Kontrollen zurückgreifen. Begrenzungen unserer Kompetenz zur quantitativen Beeinflussung des Kapitalverkehrs sind für uns deshalb akzeptabel.

Die Schutzklauseln, die im EWR-Vertrag festgelegt werden sollen, genügen uns. Sie dürften den Schutzklauseln, die die EG mit der Liberalisierung ihrer Kapitalmärkte einführt, entsprechen. Sie erlauben es, kurzfristige Kapitalbewegungen, die die Geld- oder Wechselkurspolitik eines Landes erschweren, befristet zu beschränken.

Die Auswirkungen der Kapitalmarktliberalisierung auf die Schweiz sind im mikroökonomischen Bereich begrenzt. Wie steht es aber mit den makroökonomischen Konsequenzen?

Die Schweizerische Nationalbank hat den Auftrag, eine dem allgemeinen Interesse dienende Geldpolitik zu führen. Die Priorität liegt bei der Wahrung der Preisstabilität.

Der EWR-Vertrag wird aller Voraussicht nach keine Verpflichtung zur direkten Koordination der Wirtschafts- und Geldpolitik enthalten. Er dürfte sich mit einem informellen Informationsaustausch begnügen.

Der Bezug zwischen Finanzmarktliberalisierung und makroökonomischer Stabilität ist damit vor allem indirekter Natur. Die Transmission der Geldpolitik auf den realen Bereich, die wesentlich über die Finanzmärkte läuft, wird durch den EWR sicher beeinflusst. Ich sehe vor allem zwei mögliche Konsequenzen:

- Die Liberalisierung erleichtert und fördert – erstens – die Substitution von Anlageformen und Währungen. Die Verbindung zwischen in- und ausländischen Finanzmärkten wird verstärkt. Führt eine restriktivere Geldpolitik zu einem Anstieg der inländischen Zinssätze, so wird dadurch ausländisches Kapital angezogen. Dies wiederum führt zu einer Reduktion der inländischen Zinssätze und damit zu einer Aufweichung des Restriktionsgrades der Geldpolitik. Bei flexiblen Wechselkursen erfolgt die Anpassung jedoch nicht nur über den Zinssatz, sondern auch über Wechselkursbewegungen. Letztere neigen zu Übertreibungen, die den realen Bereich der Wirtschaft schädigen können und eine geldpolitische Rücksichtnahme erfordern. Je stärker die Märkte liberalisiert sind, desto empfindlicher wird auch der reale Sektor auf Wechselkursänderungen reagieren

und der geldpolitischen Unabhängigkeit Grenzen setzen.

- Die zweite Erschwernis, welche eine Liberalisierung der Märkte mit sich bringt, hängt mit den Innovationen zusammen. Der Wettbewerb auf den Finanzmärkten wird durch die Liberalisierung verschärft. Dies verstärkt den Innovationsdruck. Innovationen können – Neuerungen im Zahlungsverkehr haben es uns in der Schweiz kürzlich drastisch vor Augen geführt – die Stabilität der Geldnachfrage vermindern.

### **3. Die Schweiz und das Europäische Währungssystem – haben wir Grund, zu festen Wechselkursen zurückzukehren?**

Ich habe meine Überlegungen bisher auf den EWR beschränkt. Ein Blick darüber hinaus konfrontiert uns mit dem Europäischen Währungssystem (EWS) und der von der EG geplanten Währungsunion. Wir stehen – anders gesagt – vor der Frage nach dem zweckmässigen Wechselkurssystem.

Die jüngste Teuerungswelle überschritt in der Schweiz aller Voraussicht nach zwar ihren Höhepunkt. Die hohen Inflationsraten und die vorübergehenden Schwierigkeiten mit der Geldmengensteuerung, die dafür mitverantwortlich waren, lösten trotzdem eine Diskussion über Vor- und Nachteile der Rückkehr zu einem System fester Wechselkurse aus. Diese Diskussion drehte sich um zwei Alternativen: Vereinbarung mit dem EWS oder einseitige Anbindung des Schweizerfrankens an die D-Mark beziehungsweise an einen Korb europäischer Währungen. Norwegen ging im Oktober des vergangenen Jahres den zweiten Weg. Es beschloss, die Krone einseitig mit dem ECU zu verknüpfen. Die Absicht, den EG-Beitritt anzuviesieren, und eine schon bisher bestehende Bindung an einen aus den Währungen der bedeutendsten Handelspartner gebildeten Korb erleichterten Norwegen diesen Schritt.

Die Brüsseler Resolution, mit der 1978 das EWS geschaffen wurde, sah ursprünglich den Beitritt von Drittländern zum Wechselkurs- und Interventionsmechanismus vor. Die EG zog dieses Angebot in der Zwischenzeit aber zurück. Sie sieht

heute im EWS einen integralen Teil ihres Plans, über drei Stufen zu einer europäischen Währungsunion zu schreiten. Ist diese Haltung der EG gleichzeitig einem Desinteresse an einer Erweiterung der monetären Stabilitätszone gleichzusetzen? Ich glaube es nicht. Deshalb schliesse ich auch die Bereitschaft der EG, Drittländern, mit denen sie besonders enge wirtschaftliche und finanzielle Beziehungen unterhält, Hand zum Abschluss von Wechselkurs- und Interventionsvereinbarungen zu bieten, nicht zum vornherein aus. Die EG würde aus stabileren Wechselkursen gegenüber diesen Ländern ebenfalls Nutzen ziehen. Entsprechende Vereinbarungen wären deshalb grundsätzlich sogar als Bestandteil des EWR-Vertrags denkbar. Sie liegen auf der Prioritätenliste allerdings weit unten. Bilaterale Abmachungen, mit denen sich Drittländer an einen Korb von EG-Währungen – oder an den ECU – als Referenzwährung binden, erscheinen mir daher als wahrscheinlicher. Die EG dürfte von einer unmittelbaren Einbindung solcher Drittwährungen in den EWS-Wechselkurs- und Interventionsmechanismus absehen. Sie könnte sich aber für die Idee, Swap-Abkommen für Interventionen abzuschliessen, einsetzen.

Wäre eine solche Vereinbarung auch eine Option für die Schweiz? Unterstellen wir einmal, die Schweiz entschiede sich eines Tages, zu einem System fester Wechselkurse zurückzukehren! Was würde in diesem Falle eine Wechselkursvereinbarung mit der EG bedeuten? Ich sehe drei Konsequenzen:

- Unsere Geldpolitik würde in der D-Mark oder aber im ECU verankert. Der Wert dieses Ankers müsste sich daran messen, ob er der Schweiz mehr Preisstabilität garantiert oder nicht. Dies hängt letztlich davon ab, ob die Inflationsrate Deutschlands oder aber – falls der ECU als Anker gewählt würde – der EG insgesamt tiefer oder höher als jene der Schweiz wäre. Der Vergleich der Inflationsentwicklung darf nicht auf einer Momentaufnahme beruhen. Es wäre verfehlt, von der heutigen schweizerischen Inflationsrate von gut 5% auszugehen. Sie liegt deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von rund 3%.
- Eine Wechselkursvereinbarung mit der EG böte den Vorteil einer erhöhten Glaubwürdigkeit.

Dieses Argument verliert im Falle der Schweiz allerdings an Gewicht. Wir verfügen nämlich über sehr hohe Währungsreserven, die wir zur Verteidigung einer bestimmten Wechselkursparität einsetzen könnten.

- Wo sehe ich aber die entscheidende Konsequenz einer Wechselkursvereinbarung mit der EG? Sie liegt in der Frage nach unserer Bereitschaft, die Geldpolitik ausschliesslich in den Dienst der Verteidigung der Wechselkursstabilität zu stellen. Eine solche geldpolitische Beschränkung müsste für die Schweiz um so schwerer wiegen, als wir selbst bei Abschluss eines formellen Wechselkurs-Abkommens mit der EG weder auf die Festlegung der Wechselkursparitäten noch auf die Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft Einfluss zu nehmen vermöchten.

Wir haben solange, als wir uns in der Geldpolitik noch einen ausreichenden Grad an Autonomie zu erhalten vermögen, gute Gründe, uns die Option, externe Schocks durch Veränderung der Wechselkurse zu absorbieren, offenzuhalten. Ich weiss: Auch eine Wechselkurs-Vereinbarung mit der EG würde uns Anpassungen der Wechselkurse nicht grundsätzlich verbieten. Es ist aber schwierig, Realignments rechtzeitig und von den Märkten unbeachtet vorzubereiten. Dadurch werden oft destabilisierende Kapitalbewegungen ausgelöst. Realignments wurden im EWS deshalb immer seltener. Die Wechselkurs-Paritäten wurden seit Januar 1987 nicht mehr angepasst. Die D-Mark fand als Anker des Systems allgemeine Akzeptanz. Die vergleichsweise stabilen makroökonomischen Bedingungen Deutschlands übten damit auch auf die übrigen EWS-Länder eine stabilisierende Wirkung aus. Die Unterschiede in der Inflationsentwicklung glichen sich – von der Mitte der siebziger bis zum Ende der achtziger Jahre – innerhalb des EWS stark an.

Das EWS erwies sich damit als Erfolg. Es stiess – und stösst – in einigen Mitgliedsländern trotzdem auf wachsende Kritiken. Der Vorwurf der Asymmetrie steht im Zentrum der Kritik. Deutschland wird vorgeworfen, die Formulierung der Wirtschaftspolitik, vor allem die Formulierung der Geldpolitik, einseitig zu dominieren. Kein EG-Land übertrifft Deutschland im Willen zur Stabilität. Die Stellung der D-Mark als Anker des EWS

bewirkt damit tatsächlich, dass es überwiegend die übrigen EWS-Länder sind, die Anpassungen vorzunehmen haben. Diese asymmetrische Verteilung der Lasten wird immer weniger akzeptiert. Dies erklärt auch weitgehend den Wunsch nach einer Währungsunion und nach einer Europäischen Zentralbank.

Eine Währungsunion bedingt entweder endgültig fixierte Wechselkurse oder aber eine Einheitswährung. Die Geldpolitik würde damit unteilbar. Sie läge in der Verantwortung der Europäischen Zentralbank. Die EG-Notenbank-Gouverneure legten im November des letzten Jahres den Entwurf eines «Statutes für ein Europäisches Zentralbank-System und eine Europäische Zentralbank» vor. Er enthält auch aus der Sicht eines Notenbankvertreters viele ermutigende Elemente. Die Preisstabilität wird zum ersten Ziel der Geldpolitik erklärt. Das Zentralbank-System, die Europäische Zentralbank, soll von der Regierung unabhängig sein. Kredite an die öffentliche Hand sind jedenfalls im Grundsatz nicht zulässig. Es gibt aber auch einige weniger ermutigende Punkte. Die Zentralbank wird verpflichtet, die Wirtschaftspolitik der Regierung zu unterstützen. Die Wechselkurspolitik soll in die Hand der Regierung gelegt werden.

Wird dieses Zentralbank-System der EG künftig mehr oder weniger makroökonomische Stabilität verleihen? Eine Antwort auf diese Frage ist noch nicht möglich. Sie wird davon abhängen, wie die Geldpolitik in der Praxis geführt wird. Wir wissen heute nur eines: Der Wechsel vom EWS zur Europäischen Währungsunion wird eine wesentliche Verschiebung der Entscheidungsgewalt markieren. Heute entscheidet Deutschland, das Land mit der tiefsten Inflation, de facto über den geldpolitischen Kurs im EWS. Morgen wird es die Europäische Zentralbank sein. Jedes EG-Land wird in dieser europäischen Währungsbehörde über eine Stimme verfügen. Es gibt vor allem in Deutschland viele Stimmen, die befürchten, der Wechsel in der Entscheidungsgewalt bedeute ein Risiko für die makroökonomische Stabilität. Diese Befürchtungen lassen sich mit dem Vorwurf deutschen Hegemoniestrebens allein noch nicht ausräumen. Die makroökonomischen Prioritäten der EG-Länder sind in der Tat noch recht unterschiedlich.

#### 4. Stellenwert des Wechselkurses in der schweizerischen Geldpolitik

Eine kleine, offene Volkswirtschaft kann die Entwicklung des Wechselkurses nicht einfach ignorieren. Gibt es für eine solche Wirtschaft überhaupt eine Alternative zur multilateralen oder einseitigen Wechselkursbindung? Ich sehe diese Alternative in einer pragmatischen Gestaltung der Geldpolitik, die auf bedeutende Wechselkursentwicklungen Rücksicht nimmt.

Die Schweiz ging – und geht – diesen Weg. Wir führten unsere Geldmengenpolitik stets pragmatisch. Die Ankündigung unserer Geldmengenziele wurde schon in der Vergangenheit immer wieder mit dem Vorbehalt verbunden, im Falle unerwarteter Entwicklungen an den Finanzmärkten – vor allem aber am Devisenmarkt – vom Ziel vorübergehend abzuweichen. Wir hielten unsere Vorgaben für das Wachstum der Notenbankgeldmenge im Durchschnitt der Jahre zwar erstaunlich präzise ein. Im Rhythmus der einzelnen Jahre wichen wir aber oft von den Jahreszielen ab. Dies bestätigt unseren Pragmatismus. Die Abweichungen waren nämlich nicht technisch bedingt. Wir hätten sie, falls wir die damit verbundenen Auswirkungen auf die Wechselkursentwicklung als annehmbar erachtet hätten, leicht korrigieren können.

Wir erachten die Geldmengenpolitik auch heute noch als die für die Schweiz beste Strategie. Die Notenbankgeldmenge bleibt unser wichtigster geldpolitischer Indikator. Wir verzichteten mit Blick auf die Unsicherheiten in unserem internationalen Umfeld für 1991 zwar auf ein Jahresziel für das Wachstum der Notenbankgeldmenge. Statt dessen orientieren wir uns an einem mittelfristigen Wachstumspfad. Wir werden dabei – wie in der Vergangenheit – versuchen, exzessive Wechselkursausschläge gegenüber den EWS-Währungen zu verhindern. Unser Spielraum für die Ausweitung der Notenbankgeldmenge bleibt angesichts der von der Bundesbank verfolgten restriktiven Geldpolitik zur Zeit deshalb begrenzt.

Hätten wir aber mit einer Anbindung des Schweizerfrankens an das EWS den kürzlichen Anstieg der Inflation vermeiden können? Dies behaupten

einige unserer Kritiker. Sie meinen, wir wären dadurch 1989 zu einer noch restriktiveren Politik gezwungen worden. Die Entwicklung der Wechselkurse war aber nur einer der Gründe, die uns in den letzten Jahren die Geldpolitik erschwerten. Die Annahme, eine Anbindung unserer Währung an das EWS hätte alle unsere Probleme gelöst, erscheint mir deshalb als Illusion. Die Rückkehr zu festen Wechselkursen würde uns auch für die Zukunft binden. Der pragmatische Weg, der je nach den Umständen eine Rücksichtnahme auf die Wechselkursentwicklung zulässt, ist einstweilen noch die bessere Alternative.

Die europäische Integration wird allerdings auch im Währungsbereich Fortschritte machen. Der Grad an Unabhängigkeit, über den wir in unserer Geldpolitik verfügen, wird weiter abnehmen. Die Frage, ob auch wir uns in die Formulierung einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik einbinden lassen sollen, wird sich eines Tages unausweichlich stellen. Sie lässt sich nur im Rahmen eines weiter gefassten Entscheides über die gesamten Beziehungen der Schweiz zur EG beantworten. Es geht letztlich um den Entscheid über einen künftigen Beitritt oder Nichtbeitritt der Schweiz zur EG.

#### 5. Fazit

Ich sehe die europäische Integration weniger institutionell. Ich verstehe sie eher als Prozess. Die Schweiz nimmt an diesem Prozess schon heute voll teil. Dies gilt vor allem für die Wirtschaft. Wir sehen es im monetären Bereich besonders deutlich. Die Schweiz hat den Kapitalverkehr und die Finanzdienstleistungen voll liberalisiert. Ihr Finanzmarkt ist europakonform. Der EWR, der grosse, EG und EFTA umfassende europäische Binnenmarkt, wird der Schweizerischen Nationalbank – der schweizerischen Geldpolitik – keine grossen Probleme stellen. Sollte sich uns im Laufe der weiteren Entwicklung ein Übergang vom System flexibler zu einem fester Wechselkurse aufdrängen, so stünde auch einem solchen Schritt kein Hindernis, jedenfalls kein Hindernis technischer Natur, entgegen. Wir hätten uns lediglich für die Wechselkursparität zu entscheiden und um den Abschluss von Interventionsabkommen zu bemühen.

Wird die immer engere wirtschaftliche Zusammenarbeit mit Europa letztlich auch in eine politische Integration der Schweiz münden? Wir sind Europäer. Wir möchten gleichzeitig Schweizer bleiben. Wir hoffen deshalb, dass Europa aus seinem legitimen Wunsch, seine Integration noch zu beschleunigen, nicht der Versuchung verfällt, die Entscheidungsgewalt weiter zu zentralisieren und seinen Technokraten zu überlassen. Es würde uns damit die politische Option, Europäer und Schweizer in einem zu sein, nehmen. Ein demokratisch und föderalistisch organisiertes Europa wird uns diese Option dagegen eröffnen. Sollten wir uns nicht für ein solches Europa einsetzen?



# Ziele eines Börsengesetzes: ein Diskussionsbeitrag aus ökonomischer Sicht

Werner Hermann\*

*Wo dem Handel freier Weg,  
bleiben Kunst und Arbeit reg*

Inschrift an einem Kaufmanns-  
haus in Bruneck (Südtirol)

## 1. Einleitung

Seit einiger Zeit wird den Finanzmärkten weltweit sehr viel Aufmerksamkeit gewidmet. Der Börsenkrach vom Oktober 1987, zahlreiche Übernahmegefechte, der Zusammenbruch des Junk-Bond-Marktes und Fälle von Insiderverhalten werden von vielen Beobachtern als Zeichen dafür ausgelegt, dass der freie Markt versagt. In der Schweiz ist, nachdem schon vor genau hundert Jahren ein erster Versuch unternommen worden war, vor kurzem die Diskussion um die Einführung eines eidgenössischen Börsengesetzes erneut in Gang gekommen. Bereits hat eine Studiengruppe des Finanzdepartements einen Bericht zum Thema verfasst und der Bundesrat hat im Sommer 1990 eine Expertenkommission mit dem Auftrag eingesetzt, ein «Bundesgesetz über die Börsen und den gewerblichen Effektenhandel» auszuarbeiten. Als nächstes werden sich die Interessengruppen zum Gesetzesentwurf vernehmen lassen, dann wird er dem Parlament unterbreitet.

Ein Börsengesetz ist vorwiegend eine wirtschaftspolitische Angelegenheit. Es wird nicht nur einige Ringbanken betreffen, sondern weitreichende Folgen haben: Erstens ist der Finanzplatz Schweiz Arbeitsplatz von insgesamt über 180 000 Beschäftigten, die mehr als zehn Prozent des Bruttoinlandprodukts erbringen.<sup>1</sup> Zweitens wird sich das Börsengesetz auch auf die Anleger auswirken. So berühren die anstehenden Entschiede auch jeden Arbeitnehmer, dessen Pensionskasse ein Wertschriftenportefeuille hält. Drittens spielt der Finanzmarkt eine wichtige

Rolle für den ganzen Unternehmenssektor der Schweiz. Das Börsengesetz berührt daher alle Arbeitnehmer, deren Unternehmen auf dem Finanzmarkt Kapital aufnehmen. Aus diesen Gründen sollten bei der Formulierung des Gesetzes ökonomische Überlegungen den Weg leiten.

Der Artikel beleuchtet das Thema eines Börsengesetzes aus volkswirtschaftlicher Sicht. Im zweiten Kapitel wird die volkswirtschaftliche Rolle der Börse behandelt. Danach werden im dritten Kapitel verschiedene Zielsetzungen eines Börsengesetzes diskutiert. Im vierten Kapitel wird die Maximierung des Marktwerts als Kriterium zur Beurteilung von Massnahmen vorgeschlagen. Das fünfte Kapitel ist dem Problem des Marktversagens gewidmet und im sechsten Kapitel wird die Zweckmässigkeit einiger konkreter Massnahmen untersucht.

## 2. Die volkswirtschaftliche Rolle der Börse

Das chaotische Geschehen an den Börsen erinnert an Spielkasinos. Bei der Lektüre der Wirtschaftsseite von Zeitungen kommt kaum der Gedanke auf, Börsen hätten einen Zusammenhang mit realen wirtschaftlichen Vorgängen. Tatsächlich spielt die Börse aber eine wichtige volkswirtschaftliche Rolle. Dies soll gezeigt werden, indem zuerst die Bedeutung des Tausches im allgemeinen und dann die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Finanzmärkte im speziellen herausgearbeitet wird.

Ein Markt kann grundsätzlich immer dann zustande kommen, wenn verschiedene Personen ein Gut unterschiedlich bewerten. Im Umfang der Bewertungsdifferenz kann ein Tausch Nutzen stiften. Der Tausch ist freiwillig. Er erfolgt, weil sowohl Käufer als auch Verkäufer durch ihn besser-

\* Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen Nationalbank

<sup>1</sup> Zum Finanzplatz wurden die Banken, die Finanzgesellschaften und die Versicherungen gezählt.

gestellt werden. Der Käufer bezahlt weniger, als ihm das Gut wert ist, und der Verkäufer erhält gleichzeitig mehr, als ihm selbst das Gut bei Eigengebrauch nützen würde. Ein Teil der Bewertungsdifferenz muss für die bei der Tauschhandlung anfallenden Transaktionskosten aufgewendet werden, den Rest teilen sich die Tauschpartner. Es ist leicht einzusehen, dass beide Handelspartner aus dem freiwilligen Tausch von Konsumgütern einen Nutzen ziehen. Eine beidseitige Nutzenzunahme erfolgt jedoch nicht nur beim Handel mit Konsumgütern, sondern auch beim Wertschriftenhandel.

Börsen sind organisierte Märkte für Aktien und Obligationen, also der Ort, wo Eigenkapital und Fremdkapital von Unternehmen gehandelt werden. Ohne Börsen könnten Sparer ihren Überschuss nur schwer im Unternehmenssektor anlegen und die Unternehmen hätten Mühe, ihre Investitionsprojekte zu finanzieren. Die Börsen sind ein wichtiger Teil des Kapitalmarktes und erfüllen mehrere Aufgaben. Zum einen bringen sie Sparer und Schuldner miteinander ins Geschäft. Sie sorgen damit aus der Sicht des Schuldners für eine günstige Finanzierung der Unternehmen und aus der Sicht des Anlegers gleichzeitig für eine hohe Verzinsung der Ersparnisse. Zum andern wirken sie sich auch auf das Risiko der Volkswirtschaft aus: Ein Investor übernimmt beispielsweise durch den Erwerb einer Aktie auch unternehmerisches Risiko. Kapitalmärkte führen gesamthaft zu einer Verringerung des Investitionsrisikos und gestatten auch eine den individuellen Präferenzen der Anleger entsprechende Risikoverteilung.

Darüber hinaus erfüllt die Börse noch eine weitere Funktion, die in den Darstellungen der Finanzmarkttheorie allerdings oft ausgeklammert wird.<sup>2</sup> Die Börse unterscheidet sich von andern Märkten nämlich insofern, als ihre Ausgestaltung sich auch auf das gehandelte Gut selbst, das Unternehmen, auswirkt. Um dies zu verdeutlichen, ist es nötig, etwas auszuholen und zu untersuchen, was innerhalb eines Unternehmens vorgeht. Die ökonomische Theorie beschäftigte sich lange Zeit nicht mit diesem Thema. Sie blieb beim klassischen Einzelunternehmer stehen und nahm an, dass ein Unternehmen einzig den Gewinn zu maximieren sucht. Es zeigte sich, dass diese Abstraktion die Wirklichkeit nicht befriedigend

wiedergibt, und man begann, eine eigentliche Theorie der Firma zu entwickeln. Dazu war es nötig, herauszufinden, aus welchen wesentlichen Teilen die Firma besteht und welche Beziehungen unter ihnen spielen; das heisst, Thesen über ihr Verhalten zu formulieren. Jensen und Meckling (1976, 305 ff.) betrachten ein Unternehmen als künstliches Gebilde, das durch Verträge zwischen Aktionären, Management und, falls vorhanden, Fremdkapitalgebern zustande kommt. Die Beziehung zwischen dem Aktionär (Principal) und dem Management (Agent) ist dabei zentral. Der Aktionär strebt einen möglichst hohen Wert der Firma an; das Management maximiert den eigenen Nutzen. Die Ausgestaltung der Verträge, die das Auftragsverhältnis zwischen Aktionären und Management regeln, bestimmt die Verhaltensanreize der Vertragspartner und damit den Erfolg des Unternehmens.

Jedermann weiss aus eigener Erfahrung, dass Aufträge manchmal unbefriedigend ausgeführt werden, dass es daher oft das beste ist, eine Sache selbst an die Hand zu nehmen. Dennoch prägen Auftragsverhältnisse das Geschäftsleben. Im Gegensatz zur neoklassischen Theorie berücksichtigt die Theorie der Firma nun, dass Vertragsverhältnisse Kosten verursachen. Die durch die Trennung von Eigentum und Unternehmensleitung entstehenden Kosten werden Agenturkosten genannt. Sie zeigen sich z.B. in Form von Aufwand zur Überwachung des Managements durch die Aktionäre. Dabei geht es weniger um ungerechtfertigten Luxus und Betrug, sondern vielmehr um Kosten, die durch Fehlentscheide, vor allem verpasste Chancen und unrentable Investitionen, entstehen. Agenturkosten können die Erklärung dafür sein, dass anstelle einer attraktiven Dividende ein Kapitalverlust resultiert. Nicht alle Investoren eignen sich gleich gut als Aktionäre einer Firma, da sie sich in der Fähigkeit, die Agenturkosten niedrig zu halten, unterscheiden. Diese Fähigkeit und ebenfalls die Notwendigkeit der Überwachung des Managements schwankt auch im Zeitablauf. Die Börse soll ein Mechanismus sein, der die Aktien den Aktionären zuteilt, welche die Agenturkosten tief

<sup>2</sup> Copeland und Weston (1988, 20) schenken dieser Funktion des Finanzmarktes geringe Beachtung; Zimmermann, Bill und Dubacher (1990) verschweigen sie vollständig.

halten, indem sie z.B. tüchtigen Managern einen attraktiven Lohn bezahlen oder untaugliche entfernen. Deshalb erfüllt sie innerhalb der Gesamtwirtschaft bei der Reduktion der Agenturkosten eine wichtige Funktion. Je einfacher Aktien gehandelt werden können, desto tiefer können die Agenturkosten gehalten werden. Dieser Argumentation könnte man entgegenhalten, sie sei unrealistisch, weil der Durchschnittsaktionär mit der Aufgabe, das Management zu überwachen, überfordert ist. Selbst wenn dies zuträfe, reduziert die Börse die Agenturkosten dennoch. Die blosse Möglichkeit einer Unternehmensübernahme diszipliniert nämlich das Management. Somit trägt die Börse auch auf diese Weise zur Effizienz des Unternehmenssektors, zur Erhöhung der Rendite der Wertpapiere und zum Wohlstand des Landes bei.

Schliesslich spielt die Börse in der Schweiz als kleines Land mit einem international bedeutenden Finanzsektor noch eine weitere Rolle. Die Dienstleistungen der Schweizer Börsen werden zu einem guten Teil exportiert, da sich viele Ausländer in Schweizer Franken verschulden oder in Franken investieren wollen.

Die Aktie ist dasjenige Wertpapier, bei dem alle genannten Funktionen der Börse zum Tragen kommen. Daher wird im folgenden oft mit der Aktie als Beispiel argumentiert. Die Aussagen gelten aber für alle Wertpapierformen. Festverzinsliche sind nur insofern ein Spezialfall, als sie normalerweise kaum die Funktion erfüllen, die Agenturkosten zu verringern.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Börse mehr ist als ein Nullsummenspiel, bei dem der eine nur gewinnen kann, was ein anderer verliert. Die Ausgestaltung der Börse und des Börsengesetzes beeinflusst den Erfolg der Unternehmen und die Rendite der Wertpapiere.

### 3. Ziele eines Börsengesetzes

In der politischen Diskussion werden verschiedene Ziele eines Börsengesetzes genannt. Zwei Begriffe, die besonders hervorstechen, sind Anleger- und Funktionsschutz. Es wird auch oft bemängelt, die Schweizer Börsen seien zu wenig

liquide und transparent. Bankenvertreter heben dagegen hervor, dass Geschäfte, nachdem sie abgeschlossen sind, in der Schweiz sehr effizient abgewickelt werden. Ein Beobachter könnte den Eindruck gewinnen, ein Börsengesetz müsse auch für Liquidität, Transparenz und Effizienz sorgen. Bei dieser Vielzahl von Zielen tritt das Problem auf, dass nicht mehr klar ist, welches Ziel nun wirklich angestrebt werden soll. Sind Anleger- und Funktionsschutz Oberziele, die durch Liquidität, Transparenz und Effizienz erreicht werden sollen? Was steckt hinter den Schlagworten, und kommen sie als Ziele in Frage?

Anlegerschutz hat bereits Tradition in der Bankengesetzgebung. Mit der zunehmenden Bedeutung der Wertschriftenmärkte liegt es nahe, den Anlegerschutz auch auf diese Märkte auszudehnen. Es kommt vor, dass Händler oder Emittenten als Insider oder Marktmanipulatoren die Ahnungslosigkeit der Anleger zu ihrem Vorteil ausnützen. Das Börsengesetz könnte versuchen, ungerechten Machenschaften einen Riegel zu schieben und dafür zu sorgen, dass fair gespielt wird. Manchmal wird unter Anlegerschutz nicht nur Schutz desjenigen verstanden, der bereits eine Anlage erworben hat, sondern auch Schutz der Interessen des potentiellen Anlegers. Die Interessen der beiden Zielgruppen können einander zuwiderlaufen.

Im Oktober 1987 war die Infrastruktur der Märkte dem starken Ansturm der Marktteilnehmer mancherorts nicht gewachsen, und der Handel brach zusammen. Unter dem Stichwort Funktionsschutz sind Massnahmen denkbar, die eine ordentliche Handelsabwicklung erleichtern sollen. Man kann zum Beispiel Marktmaker einsetzen, die verpflichtet sind, verbindliche Kurse zu stellen. Wie gross die Infrastruktur eines Marktes ausgelegt werden soll, ist aber eher ein unternehmerischer als ein politischer Entscheid. Es ist in der Regel nicht zweckmässig, die Infrastruktur auf Spitzenbelastung auszulegen. Es wurde auch gefordert, ungerechtfertigte Preisschwankungen zu glätten, offenbar mit dem Ziel, vor allem starke Kursrückgänge zu verhindern.

Als eine Funktion des Kapitalmarkts wird manchmal die Schaffung von Liquidität angesehen (Campbell, 1988, 3). Mit Liquidität wird die Mög-

lichkeit gemeint, eine Anlage ohne Schwierigkeiten abtossen zu können. Solche Schwierigkeiten können sich in der Form von Preiseinbussen, Suchkosten oder Wartezeiten ergeben. Die Börse ist etwa im Vergleich zum Immobilienmarkt hochliquid; dennoch bemängeln ausländische Grossanleger manchmal die Liquidität der Schweizer Börse.

Effizienz ist ein mehrdeutiger Begriff. In der Literatur der rationalen Erwartungen wird mit Effizienz die Fähigkeit von Märkten bezeichnet, Informationen zu verarbeiten. Wenn im Zusammenhang mit den Anforderungen an Börsen von Effizienz die Rede ist, dann ist eher gemeint, dass die Börse wie ein Unternehmen ihre Leistung mit möglichst geringem Verbrauch von Mitteln erbringen soll, damit die Transaktionskosten tief gehalten werden. Massnahmen zur Senkung der Transaktionskosten, z.B. ein Ausbau der Infrastruktur, verursachen selbst Kosten. Eine Börse sollte solange ihre Infrastruktur ausbauen, als der daraus entstehende Mehrertrag den zusätzlich investierten Betrag übersteigt.

Die Forderungen nach Transparenz zielen darauf ab, den Informationsstand des Anlegers über drei verschiedene Bereiche zu verbessern: die Börsenaktivität, den Emittenten oder andere Investoren. Aus der Tatsache, dass ein fundierter Anlageentscheid nur in Kenntnis der relevanten Information gefällt werden kann, wird ein Rechtsprinzip abgeleitet, wonach die Öffentlichkeit ein Recht auf Information habe.<sup>3</sup>

Anleger- und Funktionsschutz, Liquidität, Transparenz und Effizienz sind durchaus berechtigte Anliegen. Können sie aber als Ziele eines Börsengesetzes eine genügende Leitlinie abgeben? Keines deckt alle andern Anliegen ab. Es ist nicht klar, wie weit die einzelnen Anliegen verwirklicht werden sollen. Erstens ist ein Schritt in Richtung eines Anliegens in der Regel mit Kosten verbunden, zweitens kann es auch direkt schaden. Es ist gut möglich, dass eine erhöhte Publizitätspflicht dem Aktionär schadet, weil Konkurrenten und zahlreiche Anspruchsgruppen in den Besitz von wertvoller Information kommen. Es ist unklar, wie lange sich eine Erhöhung der Transparenz lohnt. Zudem laufen die Anliegen einander zum Teil zuwider. Ein Ausbau des Funktionsschutzes etwa

geht auf Kosten der Effizienz. Eine Erhöhung der Transparenz kann die Liquidität verringern. Was eben fehlt, ist ein ökonomischer Filter, der die verschiedenen berechtigten Anliegen integriert und die belanglosen weglässt.

Die Frage nach dem Anlegerinteresse hilft bei der Suche eines Ziels weiter. Ein Investor hält Aktien wegen ihrer Rendite. Anleger tauschen Wertchriften, um ihren Wohlstand zu erhöhen. Aus dem gleichen Grunde will der Anleger Schutz, Liquidität etc. Allen Anliegen ist gemeinsam, dass der durch den Tausch erreichte Wohlstand gesichert und womöglich noch vergrössert werden soll. Das Börsengesetz soll also den Wohlstand erhöhen. Angenommen, mit einem Börsengesetz werde keine Umverteilungspolitik verfolgt, dann geht es darum, jeden einzelnen besser zu stellen, ohne andern dadurch etwas wegzunehmen. In der Sprache der Wohlfahrtstheorie soll ein Pareto-Optimum erreicht werden.

Das Ziel eines Börsengesetzes soll es sein, möglichst zweckmässige Rahmenbedingungen für den privaten Tausch zu schaffen. Der Wohlfahrtsgewinn, den der Markt ermöglicht, ist entscheidend durch die Ausgestaltung des Tauschobjekts, d.h. durch den Inhalt des Vertrages, bestimmt. Ein Pareto-optimaler Vertrag ist so ausgelegt, dass keine Vertragspartei mehr besser gestellt werden kann, ohne dass dadurch eine andere schlechter gestellt wird. Das Streben des Anlegers nach Eigennutz gewährleistet, dass die Vertragspartner freiwillig einen Pareto-optimalen Vertrag abschliessen, wenn sie in dessen Ausgestaltung nicht behindert werden. Beschränkungen der Vertragsfreiheit sind demnach unerwünscht, weil sie wohlfahrtsmindernd sind. Demgegenüber ist erwünscht, dass die Erfüllung der freiwillig eingegangenen Verträge durch eine klare Rechtssprechung gewährleistet wird.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass ein Börsengesetz nicht verschiedene Ziele, die unter Umständen miteinander im Konflikt stehen, anstreben soll. Das alleinige Ziel ist es, an der Börse Pareto-optimale Tauschbedingungen zu gewährleisten. Dies ist gleichzeitig der beste Anleger-schutz.

<sup>3</sup> Für eine Übersicht vgl. Baudenbacher, 1988.

#### 4. Der Marktwert als Kriterium der Zielkonformität

Woran erkennt man ein Pareto-Optimum? Um zu beurteilen, ob eine Massnahme erwünscht ist, braucht es ein Kriterium, das einen Vergleich verschiedener Zustände erlaubt. Der Marktwert eines Wertpapiers ist ein Kandidat für diese Rolle. Danach wäre eine Massnahme, die eine Steigerung des Marktwerts der Wertpapiere bewirkt, zu begrüssen. Dagegen wäre eine Massnahme, die eine Wertabnahme bewirkt, unerwünscht. Der Wert, genauer gesagt, das Prinzip der Wertmaximierung spielt in der ökonomischen Theorie bereits eine wichtige Rolle. Es steckt in zentralen Annahmen des geltenden Paradigma der deskriptiven Ökonomie: die Maximierung des Nutzens in der Haushaltstheorie beziehungsweise des Gewinns in der Theorie des Unternehmens. Darüber hinaus ist die Wertmaximierung auch ein grundlegendes Element der normativen Ökonomie. Dies zeigt sich z.B. in der Verhaltensregel für Manager, welche vorschreibt, dass sie jene Massnahmen ergreifen sollen, die den Wert des Unternehmens maximieren.

Dank dem Wertmaximierungsprinzip lassen sich vier Dimensionen auf eine einzige, den Wert, reduzieren. Die Dimensionen der Zeit, der Unsicherheit und der persönlichen Präferenzen fallen weg. Fisher (1930) überwand die zeitliche Dimension indem er darlegte, dass der Wert ein hervorragendes Kriterium zur Beurteilung von Investitionsprojekten ist. Beim Investitionsentscheid müssen Zahlungsströme, die zu verschiedenen Zeitpunkten anfallen, miteinander verglichen werden. Dies ist nicht ohne weiteres möglich, da zukünftige Beträge nicht einfach mit gegenwärtigen verrechnet werden können. Fisher schlug vor, die zukünftigen Zahlungsströme auf den Gegenwartswert abzuzinsen. Durch das Diskontieren verschwindet die zeitliche Dimension. Der Nettogegenwartswert gibt an, ob sich eine Investition lohnt. Dieses Kriterium hat gegenüber andern den Vorteil, dass kein bestimmter Planungshorizont unterstellt werden muss. Eine einmalige Zahlung lässt sich mit einer ewigen Rente vergleichen.

Mit dem Prinzip des Nettogegenwartswerts lassen sich ausser dem Problem der zeitlichen Ag-

gregation noch zwei weitere Probleme theoretisch bewältigen. Zunächst wäre ja zu vermuten, dass ein Investitionsentscheid von den subjektiven Präferenzen des Investoren abhängt. Dies würde bedeuten, dass das Management auf die unterschiedlichen Wünsche der Aktionäre Rücksicht nehmen und Kompromisse aushandeln müsste. Dies ist dank dem Wertmaximierungsprinzip nicht nötig, denn das sog. «Fisher-separation-theorem» besagt nämlich, dass bei der Existenz von Kapitalmärkten (genau genommen bei der Existenz von vollständigen und perfekten Kapitalmärkten) der Investitionsentscheid vom Konsumententscheid unabhängig ist. Die verschiedenen Geschmäcker der Investoren lassen sich auf den einfachen Nenner «Wert» bringen, weil dieser mit einem Verkauf realisiert werden kann und die individuellen Ziele mit dem Erlös verfolgt werden können. Der Investitionsentscheid ist auch unabhängig von der Zeitpräferenz des Investoren.

Das Problem der Unsicherheit schliesslich wird durch das Rechnen mit Erwartungswerten und der Bewertung des Risikos gelöst. Anfang der sechziger Jahre entwickelten Sharpe, Treynor und weitere Finanzmarkttheoretiker fast gleichzeitig ein Modell, das risikobehaftete Anlagen zu bewerten erlaubt.<sup>4</sup> Dieses Kapitalanlage-Preismodell (CAPM) ist zu einem Eckpfeiler der modernen Finanzmarkttheorie geworden.

Der durchschlagende Erfolg des Kriteriums «Wert» auf dem Gebiet der Unternehmensfinanzierung wirft die Frage auf, ob es sich auch auf ein Börsengesetz übertragen lässt. Angenommen das Börsengesetz werde so ausgestaltet, dass der Kurs der Wertpapiere möglichst hoch zu liegen kommt. Wie wirkte sich dies auf den einzelnen Anleger aus? Liegt die Maximierung des Werts auch in seinem egoistischen Interesse? Um diese Frage zu beantworten, muss man zwei Gruppen von Anlegern auseinandertreten: gegenwärtige Halter eines Wertpapiers und Kaufinteressenten. Der Halter wird durch die Wertmaximierung eindeutig bessergestellt. Der Käufer hingegen wäre doch an einem möglichst tiefen Preis interessiert. Wird er durch die Wertmaximierung schlechtergestellt? Dies trifft nicht

<sup>4</sup> Für eine Darstellung dieses sog. Capital Asset Pricing Models (CAPM) vgl. z.B. Copeland; Weston, 1988.

zu. Seine Alternativen sind nicht etwa, dasselbe Wertpapier billiger oder teurer, sondern entweder ein minderwertiges billig oder ein hochwertiges teuer zu erwerben. Er ist gegenüber den Alternativen indifferent: zwar muss er für das Wertpapier mehr bezahlen, aber es wirft auch tatsächlich mehr ab. Da der Halter durch die Werterhöhung bessergestellt und der Käufer nicht schlechtergestellt wird, führt die Wertmaximierung zu einer Pareto-Verbesserung. Wie in der klassischen Nutzentheorie, bringt auch hier die Wertmaximierung das Einzelinteresse und das Kollektivinteresse in Übereinstimmung.

Eine Einschränkung soll bereits an dieser Stelle gemacht werden. Der Marktwert kann natürlich durch staatliche Massnahmen wie Besteuerung oder Subventionierung beeinflusst werden. Eine solchermaßen erzielte Anhebung des Werts wäre eine Umverteilung, deren Auswirkung auf die Wohlfahrt ungewiss ist. Für unsere Analyse wollen wir von dieser Möglichkeit absehen.

Zwei mögliche Einwände sind näher zu diskutieren. Beide beruhen darauf, dass die Annahmen der benutzten Modelle in der Realität nur unvollständig erfüllt sind. Es könnte daher gewagt erscheinen, daraus normative Schlussfolgerungen abzuleiten. Erstens ist der Gegenwartswert zwar in dem Sinne richtiger und «gerechter» Preis, als er den zukünftigen Erträgen entspricht. Aber widerspiegelt der Marktwert tatsächlich den Gegenwartswert? Der Markt ist doch unvollkommen. Der Marktwert ist eine Schätzung und entspricht kaum je genau dem tatsächlichen diskontierten Cash-flow. Es liegt in der Natur der Sache, dass Wertpapiere einmal unter- und dann wieder überbewertet werden. Es kommt sogar vor, dass ein Raider ein Unternehmen zu Unrecht übernimmt, weil er irrtümlicherweise glaubt, die Unternehmensressourcen sinnvoller verwenden zu können. Nur bei vollständiger Voraussicht der zukünftigen Entwicklung würde die Diskrepanz zwischen Prognose und Realität verschwinden und jede unerwartete Preisschwankung ausbleiben. Die Unsicherheit ändert nichts am Prinzip, dass versucht werden soll, den Marktwert zu maximieren. – Zweitens mag man einwenden, die Märkte würden sich irrational verhalten, Gerüchten nachrennen, die Kurse wichen über längere Zeit deutlich vom Ertragswert ab, weil die Börse von Spe-

kulanten beherrscht sei, die nicht auf die sogenannten «fundamentals» achten, sondern nur den kurzfristigen Gewinn im Auge hätten. Das führe zu den verpönten spekulativen Blasen, denen die vorgeschlagene Zielsetzung noch Vorschub leiste. Dies ist nicht der Fall. Die Gefahr spekulativer Blasen ist ein Risiko, das den Marktwert verringert. Gelingt es, die Wahrscheinlichkeit spekulativer Blasen zu verkleinern, steigt der Marktwert.

## 5. Marktversagen und Regulierungsbedarf

Adam Smith erkannte, dass der Marktmechanismus eine wichtige Lenkungsfunction erfüllt. Er beschreibt ihn als die unsichtbare Hand, die dafür sorgt, dass dem Gesamtwohl am meisten gedient ist, wenn jeder auf seinen eigenen Vorteil bedacht ist. Die Theorie kennt vier Fälle, in denen der Markt versagt und seine Lenkungsfunction nicht richtig erfüllt: das «natürliche» Monopol (steigende Skalenerträge), externe Effekte, öffentliche Güter und unvollständige Information. Wichtige Wertpapiere werden an mehreren Börsen gehandelt, die zum Teil in scharfer Konkurrenz zueinander stehen. Dies deutet darauf hin, dass das Problem monopolistischer Verzerrungen auf den Finanzmärkten nicht besonders bedeutend ist. Die andern Probleme dürfen hingegen nicht vernachlässigt werden.

Externe Effekte sind Wirkungen wirtschaftlicher Vorgänge auf Personen, die nicht über den Markt abgegolten werden. Lehrbuchbeispiel ist die Umweltverschmutzung, deren Folgen meist nicht nur von dem getragen werden, der sie verursacht. Auch Börsen können externe Effekte verursachen. Pagano und Roell (1990, 55 ff.) finden, dass die Spanne zwischen Geld- und Briefkurs von französischen Titeln an der SEAQ in London während der Öffnungszeiten der Pariser Börse kleiner ist als ausserhalb. Diese Beobachtung ist mit der These zu vereinbaren, dass die Kursinformation aus Paris eine Beurteilungshilfe für die Marktmacher an der SEAQ darstellt. Dies würde bedeuten, dass die Pariser Börse (genauer gesagt die Kurspublikation) einen positiven externen Effekt auf die SEAQ ausübt. Die dynamische Portfolioversicherung weist dagegen negative (monetäre) externe Effekte auf. Im Zusammenhang mit der Aktiengesellschaft ist die Über-

wachung des Managements ein Beispiel eines externen Effektes. Man kann auch von einem öffentlichen Gut sprechen, da der einzelne von den positiven Folgen der Überwachung nicht ausgeschlossen wird. Überwachung ist aber kein öffentliches Gut innerhalb des ganzen Staates, sondern nur innerhalb des Aktionärskreises des betreffenden Unternehmens. Dies bedeutet, dass es einen gemeinsamen politischen Entscheid der Aktionäre braucht, der das Marktversagen korrigiert, nicht aber, dass ein staatlicher Eingriff nötig ist.

Der Marktmechanismus arbeitet gut, wenn alle Teilnehmer vollständig informiert sind. Normalerweise ist die Information aber unvollkommen. Vor allem, wenn eine Marktseite besser Bescheid weiss als die andere, können Probleme auftreten. Es biete zum Beispiel jemand, von dem man annimmt, dass er ein Unternehmen gut kennt, einem nicht informierten Interessenten eine Aktie dieses Unternehmens zum Kauf an. Der nicht Informierte wird sich zu Recht fragen, ob das Angebot bedeutet, dass die Kursaussichten schlecht sind. Niemand kauft gerne die Katze im Sack und möglicherweise wird er aufgrund dieser Überlegung vom Kauf absehen. Dies wäre schade, falls der gut Informierte die Aktie nicht wegen einer schlechten Kurserwartung, sondern aus einem andern Grund verkaufen wollte. Er versucht vielleicht, den Verkaufsgrund glaubhaft darzustellen. Falls ihm das nicht gelingt, kann der Markt sogar zusammenbrechen, weil kein schlecht Informierter bereit ist, auf einen Handel einzugehen.

Da offensichtlich die Informationsasymmetrie die Ursache des Problems ist, liegt die Vermutung nahe, durch deren Beseitigung könne das Problem gelöst werden. Es wäre naheliegend, den Informierten zur Herausgabe der Information zu zwingen. Weshalb soll er aus der Ahnungslosigkeit des andern Nutzen ziehen? Und weshalb soll der andere Ressourcen verschwenden, etwas herauszufinden, was ihm dieser geradeso gut mitteilen kann? Dies scheint gerecht und volkswirtschaftlich effizient. Abgesehen davon, dass eine entsprechende Regelung vielleicht gar nicht durchgesetzt werden kann, muss dieser Überlegung das Argument entgegengehalten werden, dass der Informierte sich möglicherweise im Hinblick auf einen Gewinn informiert hat

und dabei Kosten eingegangen ist. Er hat Information produziert und erwartet, dafür entschädigt zu werden. Ein Investor kann sich vor dem Kauf von Aktien die Frage stellen, welcher Preis im Verhältnis zum zukünftig erwarteten Cash-flow (oder der Dividende) angemessen ist. Dazu benötigt er eine Prognose dieses Cash-flows, die auf unternehmensrelevanten Informationen beruht. Er nimmt vielleicht Kosten der Informationsbeschaffung in Kauf, weil ihm dafür ein Spekulationsgewinn winkt. Kann der Investor die Aktie unter dem Preis kaufen, den er für angemessen hält, so tut er dies. Liegt der Marktpreis darüber, verkauft er. Er kann sich darüber hinaus Gedanken machen, ob das Management effizient arbeitet oder ob Verbesserungen möglich sind. Durch sein Stimmrecht kann er Einfluss auf die Tätigkeit des Unternehmens ausüben. Im Extremfall erfolgt dies durch die Übernahme einer schlecht geführten Unternehmung durch einen vorausschauenden Unternehmer. Die Produktion von Information ist also für die Börse zentral. Eine weitgehende Pflicht zur Preisgabe von Information würde Investoren von der Informationsproduktion abhalten. Dies wäre – und darauf kommt es an – aus volkswirtschaftlicher Sicht oft unerwünscht.

Bei einem Marktversagen versagt der Steuerungsmechanismus des Marktes. Aber versagt deswegen auch schon der Marktwert als Kriterium? Das ist zwar möglich, trifft aber nicht unbedingt zu. Zum Beispiel können externe Effekte durch Definition von Eigentumsrechten manchmal internalisiert werden. Falls dies gelingt, bleibt er ein taugliches Kriterium. Es stellt sich die Frage, ob ein anderes Kriterium existiert, das dem Marktwert überlegen ist. Selbst wenn es gelingen sollte, eines zu finden, zeigt eine Verringerung des Marktwerts aber immerhin an, dass mindestens jemand schlechtergestellt wird.

Weil der Markt nicht immer ideal funktioniert, muss ein regulierender Eingriff geprüft werden. In Kapitel 6 wird eine Reihe von Massnahmen behandelt, die in der öffentlichen Diskussion vorgeschlagen wurden, weil der Markt nicht zum gewünschten Ergebnis führt. Das Verfehlen eines gewünschten Ergebnisses ist jedoch noch keine hinreichende Begründung eines Markteingriffs. Ohne ein eigentliches Marktversagen kann ein

Eingriff nicht gerechtfertigt werden. Zudem muss in jedem Einzelfall gezeigt werden, dass der Eingriff gegenüber der Marktlösung zu einer Verbesserung führt. Die Frage ist nun, ob und wie reguliert werden soll. Manchmal ist eine suboptimale Marktlösung einer Regulierung vorzuziehen. In der Vergangenheit wurde oft davon ausgegangen, dass die Regulierung nichts kostet oder dass die regulierende Behörde allwissend ist. Natürlich trifft keine der beiden Annahmen zu. Die Wissenschaft ist zwar noch nicht zu einer allgemein akzeptierten Theorie der Regulierung vorgedrungen, immerhin besteht in der Literatur heute Einigkeit darüber, dass nicht einmal die Annahme, die regulierende Behörde handle im öffentlichen Interesse, ohne weiteres gerechtfertigt ist (Posner, 1974; Kane, 1986, 187 ff.). Oft scheint sich das Eigeninteresse des Beamten oder einer Interessengruppe einzuschleichen und die ursprünglich gute Absicht zu unterlaufen. Selbst Politiker geben sich gegenüber staatlichen Eingriffen bereits skeptisch; wird doch im Economic report of the President (1990) gewarnt: "While it may seem obvious that governments should not try to do what the private sector can do better, this important principle is often ignored in practice. Government regulation can rarely improve on well-functioning private markets; it usually makes things much worse." Vorsicht ist also geboten. Wird vom Marktwert als Kriterium abgerückt, dann ist sicher im Einzelfall eine Kosten-Nutzen-Analyse des Staatseingriffs nötig.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass ein Marktversagen wegen asymmetrischer Information und externer Effekte vorliegt. Einfache, all-gemeingültige Massnahmen dagegen können jedoch keine empfohlen werden.

## 6. Beurteilung verschiedener Massnahmen

Nachdem in Kapitel 4 ein Beurteilungskriterium gefunden wurde, können konkrete Massnahmen auf ihre Zweckmässigkeit hin überprüft werden. Dies kann mit theoretischen oder empirischen Untersuchungen erfolgen. Drei Gebiete wurden herausgegriffen: Zuerst wird die grundsätzliche Frage nach dem Prinzip der Regulierung diskutiert, dann Massnahmen, die eine Erhöhung der

Liquidität bezwecken, und schliesslich solche, die eine stärkere Transparenz anstreben.

### 6.1 Prinzip der Regulierung

Posner (1986, 343 ff.) diskutiert die Frage der optimalen Regulierung. Es gehe selten darum, zwischen den Extremen «freier Markt» und «staatliche Regulierung» zu wählen. Er unterscheidet zwei Regulierungsstrategien. Bei beiden stellt das Gesetz zur Behebung eines Marktversagens Regeln auf. Nach der ersten Strategie sorgt das Klagerecht eines Privaten für deren Einhaltung bzw. für die Entschädigung bei einer Regelverletzung. Gemäss der zweiten Strategie wird eine öffentliche Behörde geschaffen, die die Regeln durchsetzt. Haftungsregeln zum Beispiel gehören zur ersten Strategie; ihr Sinn ist ja nicht nur, einen eingetretenen Schaden möglichst wieder gut zu machen. Aus volkswirtschaftlicher Sicht steht dieser Verteilungsaspekt sogar eher im Hintergrund. Bedeutender ist der Effizienzaspekt; nämlich, dass ein potentieller Schädiger angehalten wird, ein Unglück zu vermeiden. Solange die Kosten, einen Schaden zu vermeiden geringer sind als der Schaden selbst, ist es volkswirtschaftlich sinnvoll, ihn zu vermeiden. Der Staat soll die Klagefazilitäten so ausgestalten, dass die Wohlfahrt maximiert wird. Deswegen ist das Verhältnis des Nutzens, den der Schädiger durch die Regelverletzung erzielt, zum Schaden des Opfers bzw. zum Schadenersatz entscheidend. Im allgemeinen ist es nicht zweckmässig, jede Regelverletzung zu verhindern. Ein Vorteil dieser ersten Strategie ist, dass der Staat nicht permanent überwachen muss, sondern erst eingreift, wenn er gebraucht wird. Nach Posner ist die zweite Strategie erst dann gerechtfertigt, wenn der Entschädigungsmechanismus der ersten nicht taugt oder eine Regelverletzung zum vornherein verhindert werden muss. Dies ist oft der Fall, wenn der dem einzelnen zugefügte Schaden entweder so klein ist, dass sich eine Klage nicht lohnt, oder so gross, dass das Opfer nicht entschädigt werden kann. Aber selbst wo dies zutrifft, kann die erste Strategie sehr oft dennoch angewandt werden. Bei vielen kleinen Geschädigten kann z.B. jemandem das Recht gegeben werden, stellvertretend für andere zu klagen, und bei zu grossem Schaden kann eine Versicherung vorgeschrieben

werden. Die zweite Regulierungsstrategie ist nach Posner nicht Ersatz, sondern Ergänzung der ersten, weil sie in der Regel teurer ist. Dies bedeutet, dass die Notwendigkeit einer Überwachungsbehörde, die von sich aus die Einhaltung des Gesetzes überprüft, noch nicht erwiesen ist.

Wertpapiere sind dadurch gekennzeichnet, dass die Partner ihre Verpflichtungen nicht gleichzeitig erfüllen. Kein vernünftiger Anleger wird in blindem Vertrauen auf die Rückzahlung schutzlos eine Anlage erwerben. Er braucht sicher Schutz. Staatlich verordneter Anlegerschutz ist aber nicht die einzige Möglichkeit und auch nicht unbedingt im besten Interesse des Anlegers. Bereits der Wettbewerb und der Wunsch, das Vertrauen des Anlegers aufrecht zu erhalten, bieten Schutz. Es ist ferner nicht klar, ob sich der Anleger nicht manchmal selbst besser schützen kann, wenn er wollte. Wenn staatlicher Anlegerschutz gewünscht wird, könnte er auf freiwilliger Basis gewährt werden. Der Staat könnte auf dem Gebiet des Wertschriftenhandels neue Rechtsgeschäfte definieren und schützen. Diese Idee wurde im Gesellschaftsrecht verwirklicht: Die Beteiligten können zwischen verschiedenen Gesellschaftsformen die für ihr Unternehmen geeignete auswählen. Dadurch werden die Kosten eines Gründungsvertrags verringert, Klarheit, Rechtssicherheit und Vertrauen geschaffen. Ferner werden die Schlichtungskosten im Falle eines Streites gesenkt.

Der Staat hilft insbesondere dann, freiwillig eingegangene Verpflichtungen durchzusetzen, wenn sich eine Partei nicht an die Abmachung halten will.<sup>5</sup> Daher sind vor allem in zwei Bereichen staatliche Massnahmen möglich, die die Schweizer Börsen attraktiver machen würden: Erstens sollte vor einem Kauf möglichst klar sein, welche Ansprüche aus dem Geschäft entstehen und welche nicht. Zweitens sollten diese Ansprüche leicht durchsetzbar sein. Es wäre denkbar, die Durchsetzung von Abmachungen im Prospekt und in den Statuten zu erleichtern, wenn die Wertpapiere an einer Börse gehandelt werden, die sich als Schweizer Börse im Sinne des Gesetzes bezeichnet. Dies käme einer freiwilligen Unterstellung gleich. Mit einem solchen Schritt würde der Gesetzgeber signalisieren, dass er sich in der Lage glaubt und willens ist, etwas zugunsten der

Teilnehmer am Finanzplatz Schweiz zu tun. Freiwilliger Anlegerschutz geht von der Mündigkeit des Anlegers aus und stellt sicher, dass Anlegerschutz dem Anlegerinteresse nicht zuwiderlaufen kann. Der Anleger bei einer Bank kann ja auch wählen, ob er in den Genuss einer wirksamen Aufsicht sowie des Konkursprivilegs für Sparguthaben kommen und dafür eine Zinsreduktion in Kauf nehmen will. Bei obligatorischem Anlegerschutz besteht die Gefahr, dass nichtmarktkonforme Wertvorstellungen festgeschrieben werden, z.B. in Form von Preisrestriktionen, was die Entwicklung langfristig beeinträchtigt. Ferner gestände der Gesetzgeber gleichzeitig ein, dass es nicht sinnvoll und nicht möglich ist, die Märkte in ein Korsett zu zwingen. Schliesslich sollte auch jeder, der den Schutz des Gesetzes für überflüssig hält, weiterhin in der Schweiz Wertschriften handeln können.

Schutzrechte bilden ein wichtiges Element des Gesetzes. Um die Ausbeutung einer Minderheit zu verhindern, könnte eine nachträgliche Einschränkung der Schutzrechte erschwert und als entschädigungspflichtig erklärt werden. Es wäre zu prüfen, ob die Beweislast, dass keine Einschränkung vorliegt, der Gesellschaft auferlegt werden soll. Dies würde die Stellung des Investors, z.B. bei Änderungen der Vinkulierungsbestimmungen und Übernahmen, stärken sowie eine Verwässerung des Einsichts- und Auskunftsrechts verhindern. Anstatt solcher spezifischer Regeln wäre auch denkbar, Standards für bestimmte Börsensegmente festzulegen. Etwa in dem Sinne, dass an der Hauptbörse nur Gesellschaften gehandelt werden, die eine aussagekräftige Jahresrechnung vorlegen oder die ausschliesslich Inhaberaktien begeben. Ferner sollte das Gesetz auch die Überprüfung von Kurschnitten besonders erleichtern.

Schliesslich dürfen – wie das ja bereits heute der Fall ist – auch dem Anleger Pflichten auferlegt werden. Man könnte ihn binden, indem man ganz allgemein verlangt, dass – soweit Statuten und Prospekt sich auf den Anleger beziehen – dieser

<sup>5</sup> Ob die Hilfe des Staates aber benötigt wird, um zu beurteilen, ob ein Partner seine Verpflichtung überhaupt erfüllen kann, oder ob dies nicht Aufgabe jedes einzelnen sein sollte, ist fraglich.

durch den Erwerb des Wertpapiers an deren Inhalt gebunden ist. Dadurch könnte das Problem der Spaltung von Vermögensrechten und Stimmrecht bei vinkulierten Namenaktien entschärft werden. Ferner hätte eine Gesellschaft die Möglichkeit, Investoren ins Vertrauen zu ziehen, indem sie eine Schweigepflicht einführt. Sofern sie es für sinnvoll hält, kann sie auch die Bekanntgabe bedeutender Beteiligungen festlegen oder Vorschriften zu öffentlichen Übernahmeangeboten erlassen.

## 6.2 Liquidität

Die Studiengruppe Börsenwesen behauptet in ihrem Bericht (1989, 18), die mangelnde Liquidität erhöhe die Möglichkeit zufallsbedingter Preise. Es wurde auch schon gesagt, das Umsatzvolumen der Schweizer Börsen sei so gering, dass grosse Aufträge nicht problemlos verkräftet würden. Verschiedene Massnahmen zur Erhöhung der Liquidität, darunter ein Börsenzwang, die Zentralisierung des Marktes auf eine einzige Börse, wurden vorgeschlagen.

Durch die Pflicht, alle Geschäfte über die Börse abzuwickeln, soll die Menge der Transaktionen erhöht werden. Dadurch würde die Preiswirkung von einzelnen Aufträgen verringert. Nach einer verbreiteten Meinung nimmt die Liquidität mit steigendem Umsatz zu. Aber Liquidität hat weniger mit Umsätzen von Wertpapieren, als mit den Bewertungen der Kaufinteressenten und Besitzern eines Wertpapiers zu tun. Börsenkrache sind durch hohe Umsätze und geringe Liquidität gekennzeichnet. Demgegenüber sind hochliquide Papiere denkbar, die gerade wegen ihrer Liquidität kaum gehandelt werden. Ein hypothetisches Beispiel genügt zur Illustration: Bewerten z.B. die Besitzer eines Wertpapiers dieses geringfügig höher als der Marktpreis und alle Interessenten geringfügig tiefer, dann ist der Markt hochliquid, aber der Umsatz ist null. Die Vorstellung, jemanden zu zwingen, auf einem bestimmten Markt zu handeln, mutet seltsam an; bildet sich doch ein Markt gerade dort, wo Angebot und Nachfrage freiwillig aufeinander treffen. Wird ein Geschäft bewusst ausserhalb eines Marktes abgeschlossen, so deutet dies darauf hin, dass die Transaktionskosten auf dem betreffenden Markt

zu hoch sind. Die Umgehungsmöglichkeit ist in diesem Falle erwünscht. Sie birgt die Möglichkeit zur Entwicklung eines effizienteren Marktes in sich. Ein Börsenzwang könnte leicht solche Entwicklungen behindern, würde aber die Liquidität und auch den Marktwert trotzdem eher verringern als erhöhen. Dasselbe gilt für einen beschränkten Börsenzwang, der sich nur auf kleine Aufträge bezieht. Dies wäre zudem noch eine schwer zu begründende Diskriminierung der Kleinanleger.

Die grosse Stückelung der Schweizer Aktien wurde ebenfalls schon als Liquiditätshemmnis bezeichnet. Von der Schwere der Titel kann eine gewisse psychologische Wirkung ausgehen; auf die Liquidität des Marktes sollte sie jedoch keinen Einfluss haben, bemängeln doch vor allem Grossanleger, für die die Schwere kein Hindernis ist, die geringe Liquidität.

Es stellt sich die Frage, ob nicht ganz andere Massnahmen die Liquidität anheben könnten. Diese Massnahmen müssten dem Interesse der Marktteilnehmer entsprechen. Als erstes ist eine Verringerung der Transaktionskosten zu nennen. In diesem Zusammenhang wurde schon vielfach eine Verringerung oder Aufhebung der Stempelsteuer gefordert. Dies würde den Umsatz stimulieren und die Liquidität innerhalb einer gewissen Bandbreite merklich erhöhen. Im Hinblick auf schwerere Liquiditätskrisen ist die Stempelsteuer allerdings bedeutungslos.

Ferner wäre auch eine Konzentration des Handels auf wenige Zeitpunkte ins Auge zu fassen; denn Anleger, die ihren Investitionsentscheid aufgrund einer Beurteilung der Ertragsaussichten von Unternehmungen fällen, sind kaum auf den permanenten Handel angewiesen. Es besteht ein Trade-off zwischen Liquidität und Häufigkeit der Kursermittlung. Würde der Kurs eines Grossteils der Aufträge zu einer bestimmten Tageszeit ermittelt, so wären wohl selbst die Bedürfnisse grosser institutioneller Anleger befriedigt. Nicht nur ein örtliches, sondern auch ein zeitliches Verzetteln der Aufträge schafft gleichzeitig die Möglichkeit und Notwendigkeit zur kurzfristigen Spekulation und Arbitrage durch die professionellen Händler, hingegen ist der volkswirtschaftliche Nutzen vermutlich gering. Im übrigen kann es die gewerbsmässigen Händler zu Kursschnitten ver-

leiten. Die Ausweitung des permanenten Handels, die von der Studiengruppe Börsenwesen empfohlen wird (1989, 29), wirkt für viele Anleger liquiditätshemmend. Ob die hier vorgeschlagene zeitliche Konzentration aber tatsächlich sinnvoll ist, müsste die Praxis beweisen, indem man den Marktteilnehmern die Wahl lässt, den Kurs ihrer Aufträge zu einer bestimmten Zeit, z.B. zu Beginn des Handelstages, zu ermitteln. Allerdings sollte, auch wenn die überwiegende Mehrzahl der Teilnehmer den permanenten Handel nicht braucht, dieser dennoch grundsätzlich möglich sein.

Eine Technik der Risikoreduktion, die in letzter Zeit eine weite Verbreitung gefunden hat, die sog. dynamische Portfolioversicherung, wird kritisiert, weil sie die Liquidität verringere. Die dynamische Portfolioversicherung beruht darauf, dass risikoreiche Wertpapiere nach einem Kursanstieg dazugekauft werden, während sie nach einem Kursrückgang verkauft werden. Dadurch werden die Angebots- und Nachfragekurven steiler, d.h. die Liquidität wird gesenkt. Dies gilt auch für Stop-Loss Orders. Solche Techniken wirken destabilisierend. Solange nur wenige davon Gebrauch machen, können sie dem einzelnen dienen, schaden aber der Allgemeinheit und sind daher unerwünscht. Viele Massnahmen zur Bekämpfung destabilisierender Spekulation wie Handelsunterbrüche und Umsatzsteuern behindern jedoch den Preisbildungsmechanismus und verringern den Marktwert. Will man die dynamische Portfolioversicherung verhindern, so stellt sich zudem das Problem, dass man jemanden bloss aufgrund seiner Börsenstrategie vom Handel ausschliessen muss. Dies ist nur in ganz einfachen Fällen möglich.

### 6.3 *Transparenz*

Unter dem Stichwort Transparenz wurden verschiedene Massnahmen gefordert. Sie zielen darauf ab, den Informationsstand des Anlegers über drei verschiedene Bereiche zu verbessern: die Börsenaktivität, das Unternehmen oder andere Investoren.

#### 6.3.1 *Transparenz der Börse*

Wer in fremdem Auftrag handelt, kann unter Umständen seinen Auftraggeber täuschen. Eine sol-

che Täuschung ist der Kursschnitt, eine eigenmächtige Aufbesserung der Kommission. Dabei gibt der Beauftragte vor, das Geschäft zu einem schlechteren Kurs als dem tatsächlichen abgeschlossen zu haben und steckt die Differenz in die eigene Tasche. Die Differenz zwischen dem Marktpreis und der vom Auftraggeber bezeichneten Limite bzw. zwischen den beiden Reservationspreisen begrenzt den Spielraum für Kursschnitte. Daher sind Anleger, die sogenannte Bestens-Aufträge erteilen, besonders gefährdet. Kursschnitte sind verboten, das Verbot ist jedoch beim heutigen Handelssystem an den Schweizer Börsen schwer durchzusetzen, weil Kursschnitte kaum nachgewiesen werden können. Zweifellos sind Kursschnitte im Prinzip unerwünscht, weil sie Agenturkosten verursachen und so das Vertrauen in das System untergraben. Man möchte dem Anleger ermöglichen, die Auftragstreue des Händlers zu überprüfen. Bei einem EDV-gestützten Handelssystem ist dies leicht möglich, ist doch der Mehraufwand für die Nachvollziehbarkeit der Auftragsabwicklung gering. Damit ist aber noch nicht gewährleistet, dass der Anleger wirklich fair behandelt wird. Es ist für professionelle Händler nicht schwierig, die Abwicklung eines Auftrags so zu steuern, dass das Geschäft zu einem ungünstigen Kurs tatsächlich abgeschlossen wird und der Gewinn einem Komplizen zufällt. Der Marktwert der gehandelten Papiere wird durch die Nachvollziehbarkeit der Auftragsabwicklung, Konkurrenz zwischen den Händlern und eine weitgehende Bestimmungsmöglichkeit des Auftraggebers erhöht. Transparenz im Sinne einer öffentlichen Einsicht ist dazu nicht nötig.

#### 6.3.2 *Transparenz des Unternehmens*

Die Informationspolitik vieler Schweizer Unternehmen wird allgemein als ungenügend betrachtet.<sup>6</sup> Verschiedentlich wurde eine gesetzliche Pflicht zur aussagekräftigen Berichterstattung gefordert. Je nach dem, ob sie für alle Aktiengesellschaften oder nur für die Publikumsgesellschaften gelten soll, könnte sie entweder im Aktienrecht oder im Börsengesetz verankert werden. Mit einer Regelung im Börsengesetz käme sie auch ausländischen Wertpapieren zugute, die in der Schweiz gehandelt werden. Bevor abgeklärt wird, welchen Anforderung die Informations-

<sup>6</sup> vgl. z.B. Schweizerische Bankiervereinigung, 1988, 28.

politik eines Unternehmens genügen soll, muss die Frage beantwortet werden, weshalb überhaupt ein Interesse an Information besteht. Der potentielle Anleger wünscht sich zunächst weitgehende Informationen, damit er mündig entscheiden kann, wo er investieren will. Da die Information Eigenschaften eines öffentlichen Gutes hat, besteht die Gefahr, dass der Markt versagt und zuwenig davon produziert wird. Es ist also grundsätzlich möglich, dass ein Regulierungsbedarf besteht. Nun gibt es aber auch ein gutes Argument, weshalb der Markt nicht zuwenig, sondern im Gegenteil zuviel Ressourcen für die Produktion von Information aufwenden könnte, und es ist unklar, in welche Richtung der Markt korrigiert werden soll. Die allgemein verfügbare Information nützt nämlich dem Anleger wenig, da alle Evidenz darauf hindeutet, dass sie bereits in den Wertpapierkursen enthalten ist.<sup>7</sup> Wer besonders rentable Anlagen sucht, der muss Information aufspüren, die noch nicht Allgemeinwissen ist. Soweit die Suche nur Kenntnisse bringt, die irgendwo bereits vorhanden sind oder unbedeutende Zeit später verfügbar werden, ist sie volkswirtschaftlich nicht sinnvoll. In diesem Fall versagt der Markt, weil die Eigentumsrechte nicht definiert sind.

Der Wunsch nach einem fundierten Anlageentscheid ist nur einer der Gründe für das Interesse an Informationen. Der Investor will nach dem Kauf weiterhin die Zukunftsaussichten des Unternehmens beurteilen. Das Management schätzt aber Diskretion und ist, wie die Praxis zeigt, wenig geneigt, seine Geschäftstätigkeit öffentlich auszubreiten. Sein Spielraum würde dadurch eingengt. Die Kontrolle des Managements ist sicher die Hauptstossrichtung gesetzlicher Publizitätsanforderungen. Es fragt sich jedoch, ob gesetzlicher Zwang notwendig ist und zum Ziel führt. Das Unternehmen selbst hat auch einen Anreiz, den Markt zu informieren, damit seine Aktien möglichst hoch bewertet werden. Dadurch verringern sich die Kapitalkosten und Raider werden abgeschreckt. Jensen und Meckling (1976, 305 ff.) zeigen nämlich, dass auch ein ökonomisch handelnder Unternehmer den Gesellschaftsvertrag freiwillig so gestaltet, dass das Management optimal überwacht wird, indem er alle lohnenden Kontrollmechanismen vorsieht. Der Wert der Unternehmung wird dadurch maximiert. Die Praxis hat

dafür insbesondere die Institutionen Revisorat und Verwaltungsrat entwickelt. Ein wichtiger Punkt dürften in diesem Zusammenhang die stillen Reserven werden. Sie sind nicht per se gut oder schlecht. Gesellschaften, bei denen die Kenntnis des wahren Erfolgs zur Überwachung des Managements sehr wichtig ist, würden die Bildung stiller Reserven verbieten, während andere sie – je nach den Bedürfnissen der Investoren – vielleicht weiterhin zulassen. Nun verhalten sich sicher nicht alle Schweizer Unternehmen so, wie es die Theorie voraussagt; trotzdem müssen gegenüber einem Ausbau der gesetzlichen Publizitätspflichten verschiedene Vorbehalte angebracht werden: Zum einen steht dem Informationsinteresse des Aktionärs das Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft gegenüber. Man kann ja die Verbreitung der für den Aktionär bestimmten Information in der Öffentlichkeit nicht verhindern. Konkurrenten und zahlreiche Anspruchsgruppen kommen in ihren Besitz. Es ist gut möglich, dass die erhöhte Publizitätspflicht dem Aktionär schadet. Zum andern ist der Informationsbedarf entsprechend den jeweiligen Agenturkosten von Unternehmen zu Unternehmen verschieden. Der Gesetzgeber hätte also nicht nur zu entscheiden, welche Information sinnvollerweise verbreitet werden soll, er müsste sich entweder auf ein Minimum beschränken oder einigen Unternehmen zuviel zumuten. Ferner ist die Buchhaltung vergangenheitsbezogen; es ist nur beschränkt möglich, aus ihr Schlüsse für die Zukunft abzuleiten. Dann wird es wohl auch unter dem strengsten Gesetz möglich sein, bei Bedarf stille Reserven zu bewirtschaften. Ein Gesetz, das nicht durchgesetzt werden kann, scheint wenig sinnvoll. Schliesslich verursacht die Verbreitung der Information auch noch direkte Kosten. Es dürfte schwer fallen, eine weitgehende Informationspflicht zuhanden der Öffentlichkeit zu begründen. Beaver (1977, 330) kommt nach einer Untersuchung der Frage der Publikationspflicht zum Schluss: "As a result, the desirability of a mandated disclosure system is still an open issue." Benston (1973, 153) äussert sich noch deutlicher über die Publizitätsvorschriften: "The conclusion of this study then must be that the disclosure requirements of the Securities Exchange Act of 1934 had no measurable positive

<sup>7</sup> vgl. z. B. Roll, 1984, 861 ff.

effect on the securities traded on the NYSE. There appears to have been little basis for the legislation and no evidence that it was needed or desirable. Certainly there is doubt that more required disclosure is warranted.”

### 6.3.3 *Transparenz des Investorenkreises*

Verfolgt man die Berichte über sogenannte «unfreundliche» Übernahmen, so gewinnt man den Eindruck, es sei nötig, den Aktionär der Zielgesellschaft vor Raubern zu schützen. Diese Sicht gibt auch das Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz unkritisch wieder: «Durch Interessenkäufe versucht ein einzelner Kapitalist oder eine Finanzgruppe, sich in den Besitz von soviel Aktien zu setzen, um einen Einfluss auf das betreffende Unternehmen ausüben zu können (...) Interessenkäufe lösen immer wirtschaftlich nicht gerechtfertigte Kurssteigerungen aus (...)» (Albisetti et al., 1987). Die einschlägige Fachliteratur dagegen betrachtet Interessenkäufe als wirtschaftlich gerechtfertigt und interpretiert Unternehmensübernahmen als Anzeichen, dass das Unternehmenskapital rentabler eingesetzt werden kann, als es das Management tut.<sup>8</sup> Es wurde eine eindruckliche empirische Evidenz erbracht, dass der Aktionär der Zielgesellschaft durch Übernahmeversuche nicht geschädigt wird, sondern davon profitiert (Jensen; Ruback, 1983, 5 ff.). Übernahmen mögen gegenüber dem Management einer Unternehmung unfreundlich sein; die Aktionäre, d.h. die Eigentümer, müssten ein Übernahmeangebot als freundlichen Akt empfinden.

Die Aktiengesellschaft als Rechtsform ist sehr beliebt. Ein wichtiger Grund dafür ist die Begrenzung der Haftung des Aktionärs auf das investierte Kapital. Ohne diese Haftungsbegrenzung wäre es für einen Aktionär wichtig, die Vermögensverhältnisse seines Mitaktionärs zu kennen. Die Anonymität des Aktionärs ist für die Aktiengesellschaft zentral. Der Preis dieser Anonymität ist eine schlechte Überwachung des Managements. Denn eine strikte Überwachung des Managements kommt allen Aktionären zugute. Auch jene, die sich die Mühe, das Management zu überwachen, nicht nehmen, können von den Anstrengungen der andern profitieren. Dies führt zu einem Defekt. Angenommen ein Unternehmen habe hundert Aktionäre, die alle eine Aktie halten, dann lohnt sich für einen Aktionär erst, einen

Franken zur Überwachung des Management aufzuwenden, wenn mehr als hundert Franken Mehrertrag daraus resultiert. Die wahrscheinliche Folge davon ist, dass bei breit gestreutem Aktienbesitz keiner einsieht, weshalb gerade er diese Aufgabe wahrnehmen soll und das Management weniger stark überwacht wird als das Kollektiv der Aktionäre eigentlich möchte. Ein Verhaltenskodex, der die Offenlegung bei Übersteigen gewisser Beteiligungsschwellen und Absichtserklärungen bei Übernahmeangeboten verlangt, würde den bestehenden Defekt verschlimmern. Selbst im hypothetischen Fall, wo jeder Aktionär eine Übernahme wünscht, weil sie die einzige Möglichkeit einer Wertsteigerung der Aktie darstellt, würde sie nämlich kaum zustande kommen, weil jeder in den Genuss dieser Wertsteigerung kommen möchte und sich daher keiner zum Verkauf seiner Aktie entschliessen kann. Der rationale Aktionär ist erst zu dem Preis zum Verkauf bereit, bei dem sich die Übernahme für den Raider nicht mehr lohnt. Eine Offenlegungspflicht bei Übernahmeangeboten würde sogenannte unfreundliche Übernahmen erschweren und die Aktionäre noch stärker als bisher dem Willen des Managements aussetzen. Es besteht eine klare empirische Evidenz<sup>9</sup>, dass Massnahmen, die Übernahmen erschweren, den Marktwert herabsetzen.

## 7. Schlussfolgerung

Eine Börse ist kein Nullsummenspiel, sondern erfüllt wichtige volkswirtschaftliche Aufgaben. Neben der Allokation von Kapital und Risiko hat die Börse die Funktion, die Agenturkosten der Unternehmen zu verringern. Daher hat ein Börsengesetz weitreichende gesamtwirtschaftliche Auswirkungen. Häufig genannte Ziele eines Börsengesetzes wie Anlegerschutz oder Funktionsschutz geben keine hinreichende Leitlinie zur Gestaltung eines Gesetzes ab. Dem Anlegerinteresse ist am besten gedient, wenn das Börsengesetz einen Pareto-optimalen Zustand herbeiführt. Als Kriterium einer Annäherung an ein

<sup>8</sup> vgl. z.B. Grossman; Hart, 1980, 42 ff.

<sup>9</sup> vgl. z.B. Copeland, Weston, 1988; Mitchell, Netter, 1989, 37 ff.; Karpoff, Rice, 1989, 69 ff.; Hermann, Santoni, 1989, 3 ff.

Pareto-Optimum bietet sich der Marktwert der gehandelten Wertpapiere an. Der Marktmechanismus sorgt unter gewissen Bedingungen automatisch dafür, dass der Marktwert maximiert und ein Pareto-Optimum erreicht wird. Selbst wenn der Markt seine Allokationsfunktion nicht zu erfüllen vermag, bleibt der Marktwert oft ein nützliches Kriterium. Die nähere Untersuchung von konkreten Massnahmen zeigt, dass auf den ersten Blick bestechende Massnahmen zu kurz greifen, oder sich sogar als langfristig schädlich erweisen. Massnahmen wie Börsenzwang, Offenlegungspflichten oder Übernahmeregulungen drohen dem Anleger zu schaden. Erfolgversprechend sind dagegen Massnahmen, die auf Freiwilligkeit beruhen.

## Literatur

- Albisetti, Emilio; et al.  
(1987) Handbuch des Geld-, Bank- und Börsenwesens der Schweiz, 4. Auflage, Thun, Ott Verlag, 1987 (ergänzter Nachdruck 1988).
- Baudenbacher, Doris  
(1988) Schutz vor neuen Anlegerrisiken, St. Gallen und Berlin, Wissenschaftlicher Verlag 1988.
- Beaver, William H.  
(1977) The Nature of Mandated Disclosure zitiert in: Economics of Corporation Law and Securities Regulation, Posner, Richard A.; Scott, Kenneth E., Boston and Toronto, Little Brown and Company, 1980.
- Benston, George J.  
(1973) Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934, The American Economic Review, bd. 63, no. 1, März 1973.
- Campbell, Tim S.  
(1988) Money and Capital Markets, Glenview, Illinois / Boston / London, Scott, Foresman and Company, 1988.
- Copeland Thomas E.; Weston J. Fred  
(1988) Financial Theory and Corporate Policy, 3. Auflage, Massachusetts, Addison-Wesley Publishing Company Inc., 1988.
- Fisher, Irving  
(1930) The Theory of Interest, Philadelphia, Porcupine Press Inc., 1977 (First edition 1930, New York: The Macmillan Company).
- Grossmann, Sanford J., Hart, Oliver D.  
(1980) Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation, The Bell Journal of Economics and Management Service, bd. 11, no. 1, 1980.
- Hermann, Werner; Santoni, Gary S.  
(1989) The Cost of Restricting Corporate Takeovers: A Lesson from Switzerland, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, vol. 71, no. 6, November/December 1989.
- Jensen, Michael C.; Meckling, William H.  
(1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, 3 (1976).
- Jensen, Michael C.; Ruback, Richard S.  
(1983) The market for corporate control, Journal of Financial Economics, 11 (1983).
- Kane, Edward J.  
(1986) Technology and the regulation of financial markets; in: Saunders, Anthony; White, Lawrence J., Technology and regulation of financial markets, 1986.
- Karpoff, Jonathan M.; Rice, Edward M.  
(1989) Organizational Form, Share Transferability, And Firm Performance, Journal of Financial Economics, 24 (1989).
- Mitchell, Mark L.; Netter, Jeffrey M.  
(1989) Triggering the 1987 Stock Market Crash, Journal of Financial Economics, 24 (1989).
- Pagano, Marco; Roell, Ailsa  
(1990) Trading systems in european stock exchanges, LSE Financial Markets Group Discussion Paper Series, February 1990.
- Posner, Richard A.  
(1974) Theories of economic regulation, The Bell Journal of Economics and Management Service, 1974.
- Posner, Richard A.  
(1986) Economic Analysis of Law, 3. Auflage, Boston and Toronto, Little Brown and company, 1986.
- Roll, Richard  
(1984) Orange Juice and Weather, American Economic Review, bd. 74, no. 5, 1984.
- Schweizerische Bankiervereinigung  
(1988) Wertpapierhandelsplatz Schweiz, Basel, 1988.
- Studiengruppe über das Börsenwesen  
(1989) Bericht der Studiengruppe über das Börsenwesen, Bern, Eidg. Drucksachen- und Materialzentrale, Dezember 1989.
- United States Government Printing Office  
(1990) Economic Report of the President, Washington, February 1990.
- Zimmermann, Heinz; Bill, Markus; Dubacher, René  
(1989) Finanzmarkt Schweiz: Strukturen im Wandel, Schweiz. Institut für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Regionalforschung, Hochschule St. Gallen, August 1989.

# Die schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland im Jahre 1989

Catherine Marrel\*

## Kapitalbestand und Kapitalexporte im Jahre 1989

Im Jahre 1989 nahmen die schweizerischen Investoren im Gegensatz zu 1988 keine Grossbeteiligungen oder -übernahmen im Ausland vor. Trotzdem erreichten die Kapitalexporte das Vorjahresniveau von netto 12,8 Mrd. Franken (vgl. Tabelle 3). Ein Betrag von 14,9 Mrd. Franken (1988: 9,8 Mrd.) floss in Beteiligungen, während gleichzeitig 2,1 Mrd. Franken in Form von Krediten an schweizerische Unternehmen zurückbezahlt wurden. Es handelte sich dabei vor allem um kurzfristige Kredite. Der grösste Teil der Investitionen im Ausland stammte von schweizerisch beherrschten Unternehmen, der Rest überwiegend von ausländisch beherrschten Holdinggesellschaften in der Schweiz.

Besonders markant stiegen die Kapitalexporte nach Nordamerika. Sie erreichten 5,9 Mrd. (1988: 1,2 Mrd.) Franken. Von den Kapitalzuflüssen in die EG, die 3,1 Mrd. Franken (Vorjahr 8,7 Mrd.) betragen, gingen je 1 Mrd. ins Vereinigte Königreich und in die Niederlande. Aus Italien flossen dagegen 1,5 Mrd. Franken in die Schweiz zurück. Der starke Rückgang der Investitionen in der EG ist einerseits auf einen Abbau der Konzernkredite und andererseits auf die Veräusserung von Konzerngesellschaften zurückzuführen. In die EFTA-Staaten wurden 1989 1,2 Mrd. (1988: 0,3 Mrd.) Kapital exportiert. Der grösste Teil ging nach Schweden. Wie im Vorjahr erhielt Lateinamerika für rund 2 Mrd. Franken Investitionskapital. Der grösste Teil davon (77%) wurde in der Karibik und in Panama investiert.

Der Trend zu vermehrten Investitionen in den Dienstleistungsbereich, der seit Beginn der Statistik im Jahre 1986 beobachtet werden kann, setzte sich 1989 mit einem Volumen von 5,3 Mrd.

(1988: 3,6 Mrd.) oder 41% (1988: 28,4%) der Kapitalexporte fort. An erster Stelle standen Direktinvestitionen von schweizerischen Versicherungs- und Bankunternehmen in den Vereinigten Staaten (3,1 Mrd. Franken). In den Industriesektor gingen 1989 7,5 Mrd. Franken gegenüber 9,1 Mrd. Franken im Jahre 1988. Die Abschwächung kann hauptsächlich auf geringere Investitionen im EG-Raum zurückgeführt werden. Im Vorjahr war mit 7,3 Mrd. Franken die Investitionstätigkeit ausserordentlich hoch. Nach Nordamerika flossen 1989 immerhin 2,9 Mrd. Franken.

Der Buchwert des Direktinvestitionskapitals im Ausland stieg 1989 um 10,5 Mrd. Franken auf 81,4 Mrd. Franken (vgl. Tabellen 1 und 2) und erreichte damit 11,4% (1988: 10,8%) des gesamten schweizerischen Auslandsvermögens. Der Bestandeszuwachs war damit etwas geringer als im Vorjahr, im Vergleich zu früheren Jahren jedoch immer noch sehr stark. 80% vom Bestand an Direktinvestitionen stammten von schweizerisch beherrschten Unternehmen. Die restlichen 20% entfielen überwiegend auf ausländisch beherrschte Holdinggesellschaften, die ihren Sitz in der Schweiz haben.

Die Kapitalbestände lagen in allen ausgewiesenen Wirtschaftsregionen höher als im Vorjahr. Überdurchschnittlich stiegen sie in Nordamerika und in der Gruppe der Entwicklungsländer. Hier standen vor allem die OPEC-Staaten und die Karibik im Vordergrund.

Das wichtigste Land für schweizerische Direktinvestitionen waren auch 1989 die Vereinigten Staaten, gefolgt von der Bundesrepublik. Die Kapitalbestände in der Bundesrepublik machen etwas weniger als die Hälfte jener in den USA aus. Hinter der BRD liegen Frankreich, die Niederlande, das Vereinigte Königreich, Italien, Spanien und Japan. Die letzten drei genannten Länder weisen praktisch den gleichen Direktinvestitionsbestand auf. Er betrug 1989 jeweils etwa einen Drittel des Bestandes in der BRD.

\* Ressort Statistik der Schweizerischen Nationalbank

Tabelle 1

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland  
Buchwert des Kapitalbestandes  
am Jahresende (in Mio. Franken)**

Industrieunternehmen	1986	1987	1988	1989
EFTA	1 618	1 709	4 178	4 377
EG	17 283	17 650	20 207	20 584
Übriges Westeuropa	98	115	185	259
Osteuropa	11	14	8	15
Nordamerika	10 562	11 063	10 836	11 516
Lateinamerika	4 840	4 491	5 613	6 251
Mittlerer Osten	281	152	123	262
Afrika	927	916	921	1 000
Australien, Neuseeland	657	605	877	753
Asien, Ozeanien	2 500	2 522	2 682	2 758
Total	38 776	39 236	45 629	47 775

Dienstleistungs- unternehmen	1986	1987	1988	1989
EFTA	214	247	353	432
EG	9 025	10 740	13 049	15 535
Übriges Westeuropa	38	44	43	101
Osteuropa	-5	-5	-4	-5
Nordamerika	5 591	4 090	6 815	10 425
Lateinamerika	1 402	2 774	3 803	4 842
Mittlerer Osten	-9	-0	97	202
Afrika	94	49	72	136
Australien, Neuseeland	180	229	426	486
Asien, Ozeanien	399	453	628	1 437
Total	16 928	18 621	25 281	33 591

Total	1986	1987	1988	1989
EFTA	1 832	1 956	4 531	4 809
EG	26 308	28 390	33 256	36 119
Übriges Westeuropa	136	159	227	360
Osteuropa	6	9	4	10
Nordamerika	16 152	15 153	17 651	21 941
Lateinamerika	6 242	7 265	9 416	11 093
Mittlerer Osten	272	151	220	463
Afrika	1 021	965	993	1 136
Australien, Neuseeland	836	834	1 302	1 239
Asien, Ozeanien	2 898	2 975	3 310	4 195
Total	55 704	57 858	70 910	81 366

**Der Personalbestand schweizerischer Direkt-  
investitionsunternehmen im Ausland**

Der Personalbestand der Betriebsstätten im Ausland, die durch Schweizer Unternehmen finanziert werden, stieg im Jahre 1989 von 891 390 auf 940 641 Personen (+ 5,5%; vgl. Tabelle 4). Im Vergleich dazu nahm die Zahl der Beschäftigten in der Schweiz nur um 1,1% zu. Der gesamte Personalbestand von 940 641 Personen verteilte sich zu

Tabelle 2

**Schweizerische Direktinvestitionen im Ausland  
Buchwert des Kapitalbestandes  
am Jahresende (in Mio. Franken)**

Kredite	1986	1987	1988	1989
EFTA	381	211	269	326
EG	4 934	5 268	6 820	5 553
Übriges Westeuropa	46	58	73	81
Osteuropa	6	9	4	10
Nordamerika	2 746	2 169	2 990	2 317
Lateinamerika	-68	739	1 709	825
Mittlerer Osten	-25	-65	8	179
Afrika	282	211	191	173
Australien, Neuseeland	250	191	208	142
Asien, Ozeanien	1 067	1 129	951	1 015
Total	9 620	9 919	13 223	10 620

Eigenkapital	1986	1987	1988	1989
EFTA	1 451	1 746	4 262	4 483
EG	21 374	23 122	26 436	30 566
Übriges Westeuropa	90	101	154	280
Osteuropa	0	0	0	0
Nordamerika	13 406	12 984	14 661	19 624
Lateinamerika	6 310	6 526	7 706	10 268
Mittlerer Osten	297	216	212	284
Afrika	739	754	803	964
Australien, Neuseeland	586	643	1 094	1 097
Asien, Ozeanien	1 832	1 847	2 358	3 180
Total	46 084	47 939	57 687	70 746

Total	1986	1987	1988	1989
EFTA	1 832	1 956	4 531	4 809
EG	26 308	28 390	33 256	36 119
Übriges Westeuropa	136	159	227	360
Osteuropa	6	9	4	10
Nordamerika	16 152	15 153	17 651	21 941
Lateinamerika	6 242	7 265	9 416	11 093
Mittlerer Osten	272	151	220	463
Afrika	1 021	965	993	1 136
Australien, Neuseeland	836	834	1 302	1 239
Asien, Ozeanien	2 898	2 975	3 310	4 195
Total	55 704	57 858	70 910	81 366

82% auf den Industriesektor (Schweiz 35%) und zu 18% auf den Dienstleistungssektor (Schweiz rund 60%). Die Zahl der Beschäftigten im Dienstleistungssektor erhöhte sich mit + 6,4% stärker als jene im Industriesektor (+ 5,3%).

Auf Wirtschaftsregionen verteilt arbeiteten 46% des gesamten Personalbestandes in der Europäischen Gemeinschaft, 18% in Nordamerika und 18% in den Entwicklungsländern. Überdurch-

Tabelle 3

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

Industrieunternehmen	1986	1987	1988	1989
EFTA	13	130	208	1 205
EG	555	855	7 263	2 120
Übriges Westeuropa	9	15	109	54
Osteuropa	-6	3	-1	7
Nordamerika	232	1 055	-135	2 861
Lateinamerika	596	-207	1 483	941
Mittlerer Osten	33	-88	-24	104
Afrika	47	23	70	29
Australien, Neuseeland	150	-28	167	27
Asien, Ozeanien	278	37	-24	165
Total	1 907	1 794	9 116	7 512

Dienstleistungs- unternehmen	1986	1987	1988	1989
EFTA	6	-9	79	36
EG	473	1 510	1 453	965
Übriges Westeuropa	-2	9	-22	52
Osteuropa	1	-1	1	-1
Nordamerika	8	-1 480	1 362	3 057
Lateinamerika	177	-34	463	861
Mittlerer Osten	-33	3	100	104
Afrika	-28	5	-2	11
Australien, Neuseeland	10	32	121	83
Asien, Ozeanien	109	69	52	161
Total	720	105	3 607	5 330

Total	1986	1987	1988	1989
EFTA	18	121	287	1 241
EG	1 028	2 365	8 716	3 084
Übriges Westeuropa	7	23	87	107
Osteuropa	-6	2	-0	6
Nordamerika	240	-425	1 227	5 918
Lateinamerika	773	-241	1 946	1 802
Mittlerer Osten	0	-85	76	208
Afrika	19	28	68	40
Australien, Neuseeland	160	4	288	109
Asien, Ozeanien	387	105	28	327
Total	2 627	1 898	12 723	12 842

+ = schweizerische Kapitalexperte,  
- = Rückflüsse aus dem Ausland

schnittlich erhöhte sich die Zahl der Beschäftigten in Nordamerika, in Australien und Neuseeland.

**Begriff**

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

Tabelle 4

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

Industrieunternehmen	1986	1987	1988	1989
EFTA	50 484	49 374	101 501	99 047
EG	287 004	289 255	332 757	344 038
Übriges Westeuropa	3 664	3 326	3 687	3 997
Osteuropa	0	0	46	39
Nordamerika	84 069	95 548	112 031	133 028
Lateinamerika	88 197	74 757	80 659	82 064
Mittlerer Osten	931	1 501	2 962	5 671
Afrika	22 618	21 345	23 272	25 853
Australien, Neuseeland	12 133	11 237	9 828	15 917
Asien, Ozeanien	29 831	33 222	65 792	61 975
Total	578 931	579 565	732 535	771 629

Dienstleistungs- unternehmen	1986	1987	1988	1989
EFTA	6 279	6 423	8 126	6 474
EG	84 188	82 371	85 101	89 189
Übriges Westeuropa	288	761	853	1 274
Osteuropa	56	55	57	70
Nordamerika	24 542	24 155	32 060	37 362
Lateinamerika	14 546	15 572	11 766	10 834
Mittlerer Osten	2 596	2 486	2 084	2 025
Afrika	2 441	2 316	2 860	3 335
Australien, Neuseeland	4 042	4 432	5 466	6 624
Asien, Ozeanien	7 594	8 430	10 482	11 825
Total	146 572	147 001	158 855	169 012

Total	1986	1987	1988	1989
EFTA	56 763	55 797	109 627	105 521
EG	371 192	371 626	417 858	433 227
Übriges Westeuropa	3 952	4 087	4 540	5 271
Osteuropa	56	55	103	109
Nordamerika	108 611	119 703	144 091	170 390
Lateinamerika	102 743	90 329	92 425	92 898
Mittlerer Osten	3 527	3 987	5 046	7 696
Afrika	25 059	23 661	26 132	29 188
Australien, Neuseeland	16 175	15 669	15 294	22 541
Asien, Ozeanien	37 425	41 652	76 274	73 800
Total	725 503	726 566	891 390	940 641

– sich ein schweizerischer Investor am stimmberechtigten Kapital einer Unternehmung im Ausland beteiligt oder

– ein Unternehmen in der Schweiz im Ausland eine Tochtergesellschaft oder eine Niederlassung gründet.

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

## Erhebung

Die jährliche von der SNB durchgeführte Erhebung richtet sich an alle in der Schweiz domizilierten international tätigen Industrie- und Dienstleistungsunternehmen, deren Guthaben und Verpflichtungen (inklusive Beteiligungskapital) aus Direktinvestitionen 5 Mio. Franken übersteigen. Erhebungszeitpunkt ist jeweils Ende Jahr.

Die Unternehmen geben Auskünfte über ihre kurz- und langfristigen Guthaben und Verpflichtungen sowie über den Anteil am Eigenkapital an Tochtergesellschaften bzw. über das Nettovermögen der Niederlassungen im Ausland. Hinzu kommen Angaben über wechselkursbedingte Wertveränderungen und buchhalterische Wertberichtigungen auf den langfristigen Guthaben und Verpflichtungen (Buchgewinne bzw. Buchverluste). Ferner werden die Finanzbewegungen auf der Position Eigenkapital (Beteiligungskapi-

tal) gemeldet. Die Angaben sind nach Ländern gegliedert.

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

Im übrigen geben die Firmen Auskunft über die reinvestierten Erträge aus Direktinvestitionen sowie die Zahl der in den ausländischen Tochtergesellschaften oder Filialen tätigen Personen.

Die Kapitalexporte im Laufe eines Jahres sind oft höher als die Zunahme der Bestandesgrössen. Die Differenz besteht bei Neuinvestitionen vielfach aus dem Wert für den «Goodwill» (Unterschied zwischen Kaufpreis und Buchwert des Unternehmens). Wechselkursveränderungen oder die lokale Finanzierung von Beteiligungen können zu Bestandesveränderungen führen, die sich nicht in den Kapitalexporten aus der Schweiz niederschlagen.

# Les investissements directs suisses à l'étranger en 1989

Catherine Marrel\*

## Evolution des capitaux d'investissement direct

Au contraire de l'année précédente, les investisseurs suisses n'ont effectué aucune grosse opération à l'étranger – prise de participation ou acquisition de société – en 1989. Leurs exportations de capitaux ont atteint néanmoins le chiffre net de 1988, soit 12,8 milliards de francs (voir tableau 3). En effet, 14,9 milliards de francs ont été consacrés à l'acquisition de sociétés ou de participations, alors que des crédits accordés par des entreprises suisses ont été remboursés pour 2,1 milliards. Ces crédits étaient principalement à court terme. Les investissements directs à l'étranger provenaient en majeure partie d'entreprises en mains suisses, et le solde, essentiellement de holdings qui sont en mains étrangères et établis en Suisse.

Les exportations de capitaux vers l'Amérique du Nord ont augmenté fortement, passant de 1,2 milliard en 1988 à 5,9 milliards l'année suivante. Le flux de capitaux vers la CE a porté sur 3,1 milliards de francs, contre 8,7 milliards l'année précédente. La part du Royaume-Uni s'est élevée à un milliard de francs, tout comme celle des Pays-Bas. Par contre, des capitaux ont reflué d'Italie pour un montant de 1,5 milliard de francs. Le net repli du flux à destination de la CE est dû à une diminution des crédits et à la vente de sociétés. 1,2 milliard de francs (1988 : 0,3 milliard) ont été investis dans les pays de l'AELE, principalement en Suède. Comme l'année précédente, l'Amérique latine a bénéficié d'un flux d'environ 2 milliards de francs; la zone des Caraïbes et le Panama en ont absorbé une part de 77%.

La part investie dans le secteur des services, qui marque une tendance à l'augmentation depuis que cette statistique est dressée, soit depuis

1986, a continué de s'accroître. Du flux total des investissements directs en 1989, 5,3 milliards de francs (1988 : 3,6 milliards) ou 41% (28,4%) ont été consacrés à ce secteur. Les investissements directs que des assurances et des banques ont effectués aux Etats-Unis ont atteint 3,1 milliards de francs. Dans l'industrie, les investissements directs ont diminué de 9,1 milliards en 1988 à 7,5 milliards l'année suivante. Ce ralentissement peut être attribué principalement à l'évolution du flux vers les pays de la CE. En 1988, les investissements dans l'industrie de la CE avaient porté sur un montant exceptionnellement élevé, soit sur 7,3 milliards de francs. L'Amérique du Nord a bénéficié, en 1989, d'un flux qui, dans l'industrie, n'a pas été négligeable puisqu'il s'est inscrit encore à 2,9 milliards de francs.

En 1989, la valeur comptable des capitaux d'investissement direct à l'étranger a augmenté de 10,5 milliards pour atteindre 81,4 milliards de francs (voir tableaux 1 et 2), soit 11,4% (1988 : 10,8%) de l'ensemble des avoirs suisses à l'étranger. La progression n'a pas été aussi forte qu'en 1988, mais elle est restée vigoureuse, comparée aux années antérieures. A fin 1989, 80% des investissements directs provenaient d'entreprises en mains suisses. Les sociétés holding qui sont en mains étrangères et ont leur siège en Suisse détenaient l'essentiel des 20% restants.

D'une année à l'autre, les capitaux d'investissement direct ont augmenté dans tous les groupes de pays. Leur croissance a été supérieure à la moyenne en Amérique du Nord et dans les pays en développement. Dans ce groupe, les pays de l'OPEP et la zone des Caraïbes jouent un rôle dominant.

A fin 1989, les Etats-Unis étaient toujours les principaux bénéficiaires des investissements directs suisses. La République fédérale d'Allemagne

\* Direction de la statistique de la Banque nationale suisse

Tableau 1

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

Industrie	1986	1987	1988	1989
AELE	1 618	1 709	4 178	4 377
CE	17 283	17 650	20 207	20 584
Autres pays de l'Europe occidentale	98	115	185	259
Europe de l'Est	11	14	8	15
Amérique du Nord	10 562	11 063	10 836	11 516
Amérique latine	4 840	4 491	5 613	6 251
Moyen-Orient	281	152	123	262
Afrique	927	916	921	1 000
Australie, Nouvelle-Zélande	657	605	877	753
Asie, Océanie	2 500	2 522	2 682	2 758
<b>Total</b>	<b>38 776</b>	<b>39 236</b>	<b>45 629</b>	<b>47 775</b>
<b>Services</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
AELE	214	247	353	432
CE	9 025	10 740	13 049	15 535
Autres pays de l'Europe occidentale	38	44	43	101
Europe de l'Est	-5	-5	-4	-5
Amérique du Nord	5 591	4 090	6 815	10 425
Amérique latine	1 402	2 774	3 803	4 842
Moyen-Orient	-9	-0	97	202
Afrique	94	49	72	136
Australie, Nouvelle-Zélande	180	229	426	486
Asie, Océanie	399	453	628	1 437
<b>Total</b>	<b>16 928</b>	<b>18 621</b>	<b>25 281</b>	<b>33 591</b>
<b>Total</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
AELE	1 832	1 956	4 531	4 809
CE	26 308	28 390	33 256	36 119
Autres pays de l'Europe occidentale	136	159	227	360
Europe de l'Est	6	9	4	10
Amérique du Nord	16 152	15 153	17 651	21 941
Amérique latine	6 242	7 265	9 416	11 093
Moyen-Orient	272	151	220	463
Afrique	1 021	965	993	1 136
Australie, Nouvelle-Zélande	836	834	1 302	1 239
Asie, Océanie	2 898	2 975	3 310	4 195
<b>Total</b>	<b>55 704</b>	<b>57 858</b>	<b>70 910</b>	<b>81 366</b>

Tableau 2

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

Crédits	1986	1987	1988	1989
AELE	381	211	269	326
CE	4 934	5 268	6 820	5 553
Autres pays de l'Europe occidentale	46	58	73	81
Europe de l'Est	6	9	4	10
Amérique du Nord	2 746	2 169	2 990	2 317
Amérique latine	-68	739	1 709	825
Moyen-Orient	-25	-65	8	179
Afrique	282	211	191	173
Australie, Nouvelle-Zélande	250	191	208	142
Asie, Océanie	1 067	1 129	951	1 015
<b>Total</b>	<b>9 620</b>	<b>9 919</b>	<b>13 223</b>	<b>10 620</b>
<b>Fonds propres</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
AELE	1 451	1 746	4 262	4 483
CE	21 374	23 122	26 436	30 566
Autres pays de l'Europe occidentale	90	101	154	280
Europe de l'Est	0	0	0	0
Amérique du Nord	13 406	12 984	14 661	19 624
Amérique latine	6 310	6 526	7 706	10 268
Moyen-Orient	297	216	212	284
Afrique	739	754	803	964
Australie, Nouvelle-Zélande	586	643	1 094	1 097
Asie, Océanie	1 832	1 847	2 358	3 180
<b>Total</b>	<b>46 084</b>	<b>47 939</b>	<b>57 687</b>	<b>70 746</b>
<b>Total</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>
AELE	1 832	1 956	4 531	4 809
CE	26 308	28 390	33 256	36 119
Autres pays de l'Europe occidentale	136	159	227	360
Europe de l'Est	6	9	4	10
Amérique du Nord	16 152	15 153	17 651	21 941
Amérique latine	6 242	7 265	9 416	11 093
Moyen-Orient	272	151	220	463
Afrique	1 021	965	993	1 136
Australie, Nouvelle-Zélande	836	834	1 302	1 239
Asie, Océanie	2 898	2 975	3 310	4 195
<b>Total</b>	<b>55 704</b>	<b>57 858</b>	<b>70 910</b>	<b>81 366</b>

occupait le deuxième rang, avec un peu moins de la moitié du volume investi aux Etats-Unis. Dans l'ordre décroissant suivaient la France, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, l'Italie, l'Espagne et le Japon. Dans ces trois derniers pays, les investis-

sements directs suisses atteignaient approximativement le même montant, soit un tiers environ du volume investi en RFA.

Tableau 3

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

Industrie	1986	1987	1988	1989
AELE	13	130	208	1 205
CE	555	855	7 263	2 120
Autres pays de l'Europe occidentale	9	15	109	54
Europe de l'Est	-6	3	-1	7
Amérique du Nord	232	1 055	-135	2 861
Amérique latine	596	-207	1 483	941
Moyen-Orient	33	-88	-24	104
Afrique	47	23	70	29
Australie, Nouvelle-Zélande	150	-28	167	27
Asie, Océanie	278	37	-24	165
Total	1 907	1 794	9 116	7 512

Services	1986	1987	1988	1989
AELE	6	-9	79	36
CE	473	1 510	1 453	965
Autres pays de l'Europe occidentale	-2	9	-22	52
Europe de l'Est	1	-1	1	-1
Amérique du Nord	8	-1 480	1 362	3 057
Amérique latine	177	-34	463	861
Moyen-Orient	-33	3	100	104
Afrique	-28	5	-2	11
Australie, Nouvelle-Zélande	10	32	121	83
Asie, Océanie	109	69	52	161
Total	720	105	3 607	5 330

Total	1986	1987	1988	1989
AELE	18	121	287	1 241
CE	1 028	2 365	8 716	3 084
Autres pays de l'Europe occidentale	7	23	87	107
Europe de l'Est	-6	2	-0	6
Amérique du Nord	240	-425	1 227	5 918
Amérique latine	773	-241	1 946	1 802
Moyen-Orient	0	-85	76	208
Afrique	19	28	68	40
Australie, Nouvelle-Zélande	160	4	288	109
Asie, Océanie	387	105	28	327
Total	2 627	1 898	12 723	12 842

+ = exportations suisses de capitaux

- = reflux de capitaux vers la Suisse

**Effectif du personnel dans les entreprises  
d'investissement direct à l'étranger**

Dans les entreprises d'investissement direct à l'étranger, l'effectif du personnel a passé, en

Tableau 4

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

Industrie	1986	1987	1988	1989
AELE	50 484	49 374	101 501	99 047
CE	287 004	289 255	332 757	344 038
Autres pays de l'Europe occidentale	3 664	3 326	3 687	3 997
Europe de l'Est	0	0	46	39
Amérique du Nord	84 069	95 548	112 031	133 028
Amérique latine	88 197	74 757	80 659	82 064
Moyen-Orient	931	1 501	2 962	5 671
Afrique	22 618	21 345	23 272	25 853
Australie, Nouvelle-Zélande	12 133	11 237	9 828	15 917
Asie, Océanie	29 831	33 222	65 792	61 975
Total	578 931	579 565	732 535	771 629

Services	1986	1987	1988	1989
AELE	6 279	6 423	8 126	6 474
CE	84 188	82 371	85 101	89 189
Autres pays de l'Europe occidentale	288	761	853	1 274
Europe de l'Est	56	55	57	70
Amérique du Nord	24 542	24 155	32 060	37 362
Amérique latine	14 546	15 572	11 766	10 834
Moyen-Orient	2 596	2 486	2 084	2 025
Afrique	2 441	2 316	2 860	3 335
Australie, Nouvelle-Zélande	4 042	4 432	5 466	6 624
Asie, Océanie	7 594	8 430	10 482	11 825
Total	146 572	147 001	158 855	169 012

Total	1986	1987	1988	1989
AELE	56 763	55 797	109 627	105 521
CE	371 192	371 626	417 858	433 227
Autres pays de l'Europe occidentale	3 952	4 087	4 540	5 271
Europe de l'Est	56	55	103	109
Amérique du Nord	108 611	119 703	144 091	170 390
Amérique latine	102 743	90 329	92 425	92 898
Moyen-Orient	3 527	3 987	5 046	7 696
Afrique	25 059	23 661	26 132	29 188
Australie, Nouvelle-Zélande	16 175	15 669	15 294	22 541
Asie, Océanie	37 425	41 652	76 274	73 800
Total	725 503	726 566	891 390	940 641

1989, de 891 390 à 940 641 (voir tableau 4). Il a donc augmenté de 5,5%. En comparaison, l'emploi n'a progressé que de 1,1% en Suisse. De l'effectif total de 940 641, 82% travaillaient dans l'industrie (Suisse: 35%) et 18% dans les services (60% envi-

ron). L'effectif s'est accru de 6,4% dans le secteur tertiaire, contre 5,3% dans l'industrie.

La répartition par groupes de pays montre que 46% de l'effectif total était occupé dans la CE, 18% en Amérique du Nord et 18% dans les pays en développement. L'effectif a progressé à des taux supérieurs à la moyenne en Amérique du Nord, en Australie et en Nouvelle-Zélande.

### Définition

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

- quand un investisseur suisse participe au capital (avec droit de vote) d'une entreprise sise à l'étranger, ou
- quand une entreprise domiciliée en Suisse fonde une filiale ou une succursale à l'étranger.

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

### Enquête

L'enquête annuelle de la Banque nationale s'adresse à toutes les entreprises qui sont domiciliées en Suisse, appartiennent à l'industrie ou aux services, exercent une activité internationale et ont, à la suite d'investissements directs, des avoirs et des engagements (y compris le capital de participation) pour un montant supérieur à

5 millions de francs. Elle porte sur la situation en fin d'année.

Les entreprises fournissent des données sur leurs créances et leurs engagements à court et long terme, sur leur part aux fonds propres de filiales et sur la fortune nette de leurs succursales à l'étranger. Elles indiquent également les modifications de valeur, dues aux cours de change, et les ajustements de valeur, purement comptables, sur les avoirs et engagements à long terme (bénéfices ou pertes comptables). En outre, elles signalent leurs opérations financières portant sur des fonds propres. Les données sont ventilées par pays.

Les montants en fin d'année reposent sur les valeurs comptables, et non sur les valeurs marchandes. En règle générale, celles-ci sont supérieures aux valeurs comptables.

Les entreprises fournissent également des données sur les bénéfices tirés d'investissements directs et réinvestis ainsi que sur l'effectif du personnel de leurs filiales et succursales étrangères.

Il est fréquent que les capitaux exportés au cours d'une année soient supérieurs à l'augmentation du volume des investissements directs. L'écart provient souvent, pour les nouveaux investissements, du «goodwill» ou survalueur, soit de la différence entre le prix d'achat et la valeur comptable de l'entreprise. Les fluctuations des cours de change et le recours à des sources de financement locales peuvent entraîner des variations du volume des investissements directs qui n'apparaissent pas dans les exportations suisses de capitaux.

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

### **Berechnung der Kassenliquidität**

In einem Rundschreiben an die Banken und die bankengesetzlichen Revisionsstellen vom Januar 1991 verdeutlichten die Eidgenössische Bankenkommission und die Schweizerischen Nationalbank einerseits die Meldepflicht und die Berechnung der Kassenliquidität. Andererseits riefen sie den Banken in Erinnerung, dass die geforderten Mindestansätze dauernd einzuhalten sind.

### **Geänderte Anforderungen für bankähnliche Finanzgesellschaften**

Am 1. Januar 1990 trat eine Änderung der Bankenverordnung in Kraft, wonach nun Finanzintermediäre sowie Emissionshäuser dem Bankengesetz vollständig unterstellt werden. Angesichts dieser Veränderung des rechtlichen Umfeldes und verschiedener Hinweise darauf, dass die Anlagen der bankähnlichen Finanzgesellschaften sich mit dem weltweiten Rückgang der Börsenkurse zurückgebildet haben, entschloss sich die Schweizerische Nationalbank im Einvernehmen mit der Eidgenössischen Bankenkommission, das Rundschreiben vom 5. Juni 1987 zu revidieren. Mit Wirkung ab 7. März 1991 wurden die Anforderungen an die bankähnlichen Finanzgesellschaften, die den Art. 7 und 8 des Bankengesetzes unterstellt sind, in dem Sinne geändert, dass diese Gesellschaften keinen betragslichen Mindestanlagevorschriften mehr unterliegen.

### **Überbrückungskredit an Rumänien**

Anfang März 1991 gewährten die Währungsbehörden der USA und – über die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – die Zentralbanken der übrigen Länder der Zehnergruppe sowie Österreichs, Spaniens und der Türkei einen Überbrückungskredit von 300 Mio. Dollar an Rumänien. Die Schweizerische Nationalbank leistete eine Substitutionszusage von 10 Mio. Dollar an die BIZ. Die Beteiligung der Nationalbank wird vom Bund garantiert.

### **Calcul de la liquidité de caisse**

Dans une circulaire de janvier 1991 adressée aux banques et aux organes de révision prescrits par la loi sur les banques, la Commission fédérale des banques et la Banque nationale ont apporté des précisions sur l'obligation de fournir des données et sur le calcul de la liquidité de caisse. D'autre part, elles ont rappelé aux banques que les normes minimales doivent être observées en permanence.

### **Modifications des conditions que doivent remplir les sociétés financières à caractère bancaire**

Une modification de l'ordonnance d'exécution de la loi sur les banques est entrée en vigueur le 1er janvier 1990. Ainsi, les intermédiaires financiers et les maisons d'émission seront soumis à l'ensemble des dispositions de la loi sur les banques. Etant donné cette modification de l'environnement légal et divers indices montrant que les placements des sociétés financières ont diminué à la suite de la baisse mondiale des cours boursiers, la Banque nationale a décidé, en accord avec la Commission fédérale des banques, de réviser sa circulaire du 5 juin 1987. Les conditions que doivent remplir les sociétés financières à caractère bancaire, soumises aux articles 7 et 8 de la loi sur les banques, ont été modifiées à compter du 7 mars 1991. Depuis, les dispositions relatives aux placements – montant minimal – ne s'appliquent plus à ces sociétés.

### **Crédit relais en faveur de la Roumanie**

Au début du mois de mars 1991, les Etats-Unis et, par l'intermédiaire de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), les autres pays du Groupe des Dix ainsi que l'Autriche, l'Espagne et la Turquie ont accordé un crédit relais de 300 millions de dollars à la Roumanie. La Banque nationale suisse a fourni une promesse de substitution de 10 millions de dollars à la BRI. Pour sa participation, elle a reçu une garantie de la Confédération.

