

**Geld, Wahrung und  
Konjunktur**

**Monnaie  
et conjoncture**

**No. 2  
Juni / juin 1992**



## Inhalt / Table des matières

---

Übersicht	103
Sommaire	104
Sommario	105
Abstracts	106
<hr/>	
Bericht zur Wirtschafts- und Währungslage	107
Situation économique et monétaire	133
<hr/>	
Peter Gerber: Eröffnungsansprache an der Generalversammlung vom 24. April 1992	159
Peter Gerber: Allocution d'ouverture à l'Assemblée générale du 24 avril 1992	161
<hr/>	
Markus Lusser: Generalversammlungs- referat vom 24. April 1992	163
Markus Lusser: Exposé à l'Assemblée générale du 24 avril 1992	168
<hr/>	
Hans Meyer: Gedanken zu den inter- nationalen Währungsbeziehungen	174
<hr/>	
Hans Neukomm: Soll eine zahlungs- unfähige Bank liquidiert werden?	180
<hr/>	
Geld- und währungspolitische Chronik	
Chronique monétaire	195

---



# Übersicht

---

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 107–131)**

Im ersten Quartal 1992 verbesserte sich die Wirtschaftslage in den Vereinigten Staaten. Die konjunkturellen Impulse gingen dabei vor allem vom Wohnungsbau und vom privaten Konsum aus. Während sich die Konjunktur in Japan infolge der nachlassenden Binnennachfrage weiter abschwächte, blieb sie in den meisten europäischen Ländern gedämpft; in einigen Ländern – insbesondere Deutschland und Frankreich – zog indessen die Auslandnachfrage leicht an. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote der OECD-Länder nahm etwas zu, während die Inflationsrate erneut zurückging. Gegen Quartalsende und zu Beginn des zweiten Quartals lockerten die japanischen und die amerikanischen Währungsbehörden ihre Geldpolitik weiter; in Deutschland und in den meisten übrigen europäischen Ländern blieb sie dagegen restriktiv.

Die Schweiz befand sich im ersten Quartal weiterhin in einer konjunkturellen Talsohle. Während die Binnennachfrage schwach blieb, nahmen die Exporte kräftig zu. Trotz der lebhaften Auslandnachfrage lag das reale Bruttoinlandprodukt leicht unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Zahl der Arbeitslosen nahm erneut zu. Dagegen ging die Jahresteuernachzahlung weiter zurück. Da der Franken im März zur Schwäche neigte, hielt die Nationalbank an ihrer restriktiven Geldpolitik fest, und die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag erneut unter dem prognostizierten Wert.

## **Generalversammlung der Aktionäre (S. 163–167)**

An der diesjährigen Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank standen die Teuerungsbekämpfung, die internationale Stellung der Schweiz sowie die Änderung der Gewinnausschüttungspraxis der Nationalbank im Mittelpunkt. In seiner Eröffnungsansprache stellte der Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank, Peter Gerber, fest, dass der Schweiz die Integration in den europäischen Wirtschaftsraum Mühe bereitet. Darin kommt teilweise zum Ausdruck, dass die Schweiz, die seit dem Zweiten Weltkrieg im internationalen Ver-

gleich bemerkenswert prosperierte, an Selbstvertrauen verlor: In vielen Bereichen – insbesondere auf wirtschaftspolitischem Gebiet – ist die Schweiz kein Sonderfall mehr. Wir sollten nun unsere Wirtschaft vor überflüssigen Eingriffen befreien und Bereitschaft zur internationalen Zusammenarbeit bekunden. Der Präsident der Schweizerischen Nationalbank, Markus Lusser, hob in seinem Referat die Bedeutung einer konsequenten Teuerungsbekämpfung hervor. Im Unterschied zur Stabilisierungsphase der frühen achtziger Jahre schränken heute die hohen deutschen Zinsen den Spielraum für Zinssenkungen ein. Aus diesem Grund verharren die inländischen Zinssätze länger als damals auf einem hohem Niveau. Dennoch sollte die Schweiz am gegenwärtigen Wechselkursregime festhalten und die Preisstabilität erneut aus eigener Kraft verteidigen. Was die zusätzliche Gewinnausschüttung an den Bund und die Kantone anbelangt, so kamen Nationalbank und Bund überein, diese auf 600 Mio. Franken pro Jahr zu begrenzen.

## **Gedanken zu den internationalen Währungsbeziehungen (S. 174–179)**

Die Bestrebungen um die Schaffung einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion sind grundsätzlich zu begrüßen. Die Schweiz hat sich in den vergangenen Jahren den Zielen des Europäischen Währungssystems entsprechend verhalten, ohne zu diesem in eine feste Beziehung zu treten. Die zwischenstaatliche Koordination ist zwar wichtig; die Priorität liegt jedoch beim Stabilitätsbewusstsein jedes einzelnen Landes.

## **Soll eine zahlungsunfähige Bank liquidiert werden? (S. 180–194)**

Die Finanzmarkttheorie geht davon aus, dass eine Unternehmung nicht dann liquidiert werden sollte, wenn sie sich in Zahlungsschwierigkeiten oder in Insolvenz befindet, sondern wenn der Liquidationserlös grösser ist als der erwartete Ertrag aus der Weiterführung der Unternehmung. Dieser Artikel diskutiert die Annahmen dieser These sowie ihre Gültigkeit in bezug auf die Bank als Sonderfall der Unternehmung.

# Sommaire

---

## **Situation économique et monétaire**

**(p. 133–158)**

Au premier trimestre de 1992, la conjoncture s'est améliorée aux Etats-Unis, grâce principalement aux impulsions qui sont venues de la construction de logements et de la consommation privée. Au Japon, l'activité économique a marqué un nouveau ralentissement à cause de la demande intérieure moins vigoureuse. Dans la plupart des pays européens, elle est restée plutôt faible; quelques pays – Allemagne et France notamment – ont cependant bénéficié d'une légère hausse de la demande étrangère. En moyenne de la zone de l'OCDE, le taux de chômage a augmenté, mais le taux de renchérissement a fléchi. Vers la fin du premier trimestre et en avril, les autorités monétaires du Japon et des Etats-Unis ont assoupli leur politique.

L'économie suisse n'est pas sortie du creux de la vague. La demande intérieure est restée faible, mais les exportations ont augmenté fortement. En dépit de la demande étrangère vigoureuse, le produit intérieur brut réel n'a pas atteint son niveau des trois premiers mois de 1991. Le nombre des chômeurs s'est encore accru, et le taux annuel de renchérissement a enregistré un nouveau repli. Comme le franc avait tendance à fléchir sur les marchés des changes en mars, la Banque nationale a maintenu inchangée sa politique monétaire, et la monnaie centrale dessaisonnalisée s'est inscrite une fois encore à un niveau inférieur au chiffre prévu par l'institut d'émission.

## **Assemblée générale des actionnaires**

**(p. 168–173)**

La lutte contre l'inflation, les relations de la Suisse avec l'étranger et la modification apportée à la distribution des bénéfices de l'institut d'émission ont constitué les principaux thèmes des exposés présentés cette année à l'Assemblée générale des actionnaires de la Banque nationale. Dans son allocution d'ouverture, M. Peter Gerber, président du Conseil de banque, a souligné que l'intégration de la Suisse dans l'Espace économique européen ne va pas sans quelques difficultés. Celles-ci traduisent en partie le fait que la Suisse, qui a bénéficié d'une remarquable pros-

périté depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale, a perdu confiance. Sur le plan économique comme dans bien d'autres domaines, elle n'est plus un modèle. Nous devrions débarrasser notre économie d'interventions inutiles et nous montrer plus ouverts à la collaboration internationale. M. Markus Lusser, président de la Direction générale, a souligné dans son exposé l'importance de la ténacité dans la lutte contre l'inflation. Les taux d'intérêt allemands, qui sont élevés, restreignent notre marge de manœuvre, ce qui n'avait pas été le cas au début des années quatre-vingt. Cela explique pourquoi les taux d'intérêt en Suisse restent si longtemps à un niveau élevé. La Suisse devrait néanmoins maintenir son régime actuel de change et lutter par ses propres moyens contre le renchérissement. Pour ce qui a trait à la distribution supplémentaire de bénéfices à la Confédération et aux cantons, la Banque nationale et la Confédération sont convenues de limiter le montant à 600 millions de francs par an.

## **Quelques réflexions sur les relations monétaires internationales (p. 174–179)**

Fondamentalement, il faut saluer les efforts entrepris en Europe pour créer une Union économique et monétaire. Ces dernières années, la Suisse a suivi une stratégie conforme aux objectifs du Système monétaire européen, sans toutefois établir un lien avec celui-ci. La coordination entre les Etats est importante, mais il est encore plus important que chaque pays soit conscient de la nécessité d'axer sa politique économique sur la stabilité.

## **Une banque insolvable doit-elle être liquidée? (p. 180–194)**

Selon la théorie financière, une entreprise qui se heurte à des difficultés de paiement ou qui est insolvable ne devrait pas nécessairement être liquidée. Elle doit cependant l'être si le produit de sa liquidation dépasse les recettes qu'on peut attendre de la poursuite de son activité. L'article examine les hypothèses sur lesquelles cette théorie est fondée et cherche à déterminer si celle-ci s'applique aussi à un établissement bancaire.

## Sommario

---

### **Situazione economica e monetaria (p. 107-158)**

Nel primo trimestre del 1992, la situazione economica degli Stati Uniti si è migliorata, con impulsi congiunturali derivanti in primo luogo dalla costruzione di abitazioni e dal consumo privato. Mentre la congiuntura giapponese ha ancora perso quota in seguito al rallentamento della domanda interna, quella della maggior parte dei Paesi europei è rimasta debole. Alcuni di essi – in particolare la Germania e la Francia – hanno tuttavia assistito a una leggera ripresa della domanda estera. Il tasso medio di disoccupazione nei Paesi dell'OCSE è lievemente aumentato, il tasso d'inflazione si è nuovamente ridotto. Verso la fine del primo e all'inizio del secondo trimestre, le autorità monetarie giapponesi e statunitensi hanno ulteriormente allentato la loro politica monetaria. Quella della Germania e della maggior parte dei Paesi europei è invece rimasta restrittiva.

In Svizzera, anche il primo trimestre del 1992 è stato caratterizzato da una bassa congiuntura. Mentre la domanda interna è rimasta debole, le esportazioni hanno continuato a crescere. Nonostante la vivace domanda estera, il prodotto interno lordo era leggermente inferiore al valore corrispondente dell'anno precedente. Il numero dei disoccupati è ancora aumentato. Il rincaro si è invece ridotto. Poiché nel mese di marzo il franco svizzero presentava sintomi di debolezza, la Banca nazionale ha leggermente aumentato il grado di restrittività della politica monetaria. In seguito a questa decisione e all'inattesa lentezza di crescita della circolazione di banconote, la base monetaria stagionalizzata era di nuovo inferiore al valore previsto.

### **Assemblea generale degli azionisti (p. 163-173)**

La lotta contro il rincaro, la posizione internazionale della Svizzera e la modifica della prassi di distribuzione dell'utile sono stati i punti centrali dell'assemblea degli azionisti della Banca nazionale svizzera di quest'anno. Nel suo discorso introduttivo, il presidente del Consiglio di Banca, Peter Gerber, ha osservato che la Svizzera trova difficoltà a integrarsi allo Spazio economico eu-

ropeo. Questo disagio rispecchia in parte anche il fatto che il nostro Paese – che, dalla seconda guerra mondiale in poi, aveva conosciuto una prosperità notevole nel confronto internazionale – ha perso fiducia in se stesso. In parecchi settori, segnatamente in campo economico e politico, la Svizzera non è più un caso speciale. Occorre liberare la nostra economia dagli interventi superflui e affermare la nostra disponibilità alla cooperazione internazionale. Il presidente della Banca, Markus Lusser, ha sottolineato nel suo discorso l'importanza di una lotta coerente contro il rincaro. Diversamente da quanto constatato nella fase di stabilizzazione all'inizio degli anni ottanta, gli alti tassi d'interesse in Germania limitano attualmente le possibilità per una loro riduzione in Svizzera. Per questo motivo, i tassi d'interesse interni rimangono a livelli elevati più a lungo di allora. Ciò nonostante, la Svizzera dovrebbe mantenere l'attuale regime dei cambi e difendere la stabilità dei prezzi con le proprie forze. La Banca nazionale e la Confederazione hanno infine convenuto un limite massimo di 600 milioni di franchi per la ripartizione dell'utile supplementare versato alla Confederazione e ai Cantoni.

### **Riflessioni sui rapporti monetari internazionali (p. 174-179)**

L'intento di creare un'Unione economica e valutaria europea è, in linea di massima, da accogliere favorevolmente. Negli ultimi anni, la Svizzera ha assunto un'atteggiamento conforme agli obiettivi del Sistema monetario europeo, senza tuttavia stabilire con esso rapporti fissi. Benché sia importante che gli Stati coordinino le loro politiche, il bisogno di stabilità di ogni singolo Paese resta prioritario.

### **Liquidare una banca solvibile? (p. 180-194)**

Secondo la teoria dei mercati finanziari, il momento di liquidare un'impresa non è giunto quando quest'ultima cade in dissesto o in stato d'insolvenza, ma quando il provento della liquidazione è maggiore del reddito previsto dalla continuazione dell'impresa. In questo articolo si discutono i presupposti di questa tesi e la sua validità per il caso speciale dell'impresa bancaria.

# Abstracts

---

## **Economic and monetary developments (pp. 107–158)**

In the first quarter of 1992, the economic situation in the United States showed an improvement. Stimuli to economic activity emanated chiefly from residential construction and private consumption. In Japan business activity continued to weaken due to declining domestic demand, while also remaining at a low ebb in most European countries. Nevertheless, some countries – notably Germany and France – recorded a slight increase in foreign demand. The average unemployment rate in the OECD countries rose somewhat, accompanied by a renewed decline in inflation. Near the end of the first quarter and at the beginning of the second quarter, the Japanese and US monetary authorities again softened their monetary policies; in Germany and in most other European countries, however, they remained restrictive.

Switzerland's economy did not emerge from its trough throughout the first quarter. Domestic demand remained sluggish; exports, on the other hand, picked up markedly. Notwithstanding vigorous foreign demand, real gross domestic product fell somewhat short of the corresponding year-earlier level. Unemployment figures rose once more, while the annual inflation rate continued to ease. With the Swiss franc exhibiting a weaker trend in March, the Swiss National Bank adhered to its restrictive monetary policy, and the seasonally-adjusted monetary base again undershot the forecast figure.

## **General Meeting of Shareholders (pp. 163–173)**

At this year's General Meeting of Shareholders of the Swiss National Bank interest focused on the battle against inflation, Switzerland's international status and the changes effected in the distribution of profits by the Swiss National Bank. In his opening speech the President of the Bank Council of the Swiss National Bank, Peter Gerber, set out that integration in the European economic area was posing a problem for Switzerland. To some extent, this is an indication that Switzerland – which had prospered remarkably in an international comparison since the Second World War –

has lost some of its self-confidence: in many respects – notably in the field of economic policy – Switzerland is no longer a special case. The aim should now be to free our economy from superfluous restrictions and to show our willingness for international cooperation. The Chairman of the Governing Board of the Swiss National Bank, Markus Lusser, emphasised, in his address, how important it was to wage a consistent battle against inflation. In contrast to the period of stabilisation which characterised the early eighties, the present high level of German interest rates was limiting the room for manoeuvre for interest rate reductions. For this reason, domestic interest rates are remaining high for longer than in the previous period. Nevertheless, Switzerland should maintain the present exchange rate regime and again defend price stability by its own efforts. As regards the additional distribution of profits to the Confederation and the cantons, the Swiss National Bank and the Federal Government have agreed to limit such payments to Sfr 600 million per year.

## **Reflections on international monetary relations (pp. 174–179)**

In principle, the endeavours to create a European economic and monetary union are to be welcomed. In the past years, Switzerland has acted in keeping with the aims of the European Monetary System without, however, entering into a permanent relationship with the System. While international coordination is important, priority is accorded to the stability consciousness of each individual country.

## **Should an insolvent bank be liquidated? (pp. 180–194)**

Financial market theory rests on the premise that an enterprise should not be liquidated when it finds itself in payment difficulties or has become insolvent. The right time for liquidation is when the liquidation proceeds exceed the anticipated returns in case the business is carried on. The present article deals with the foundations of this theory and with its validity when applied to the bank as a special form of enterprise.



# Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung des Bankrates vom 5. Juni 1992\*

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

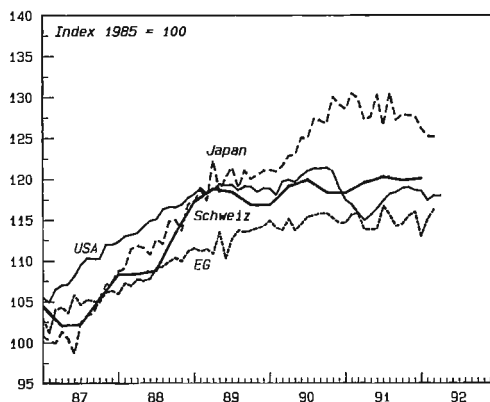
### 1. Ausland

#### Konjunkturentwicklung

Im ersten Quartal 1992 hellte sich die Wirtschaftslage im OECD-Raum dank der Konjunkturerholung in den Vereinigten Staaten auf. Nachdem das amerikanische Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal 1991 real stagniert hatte, wuchs es im ersten Quartal 1992 wieder. Die wichtigsten Nachfrageimpulse gingen vom Wohnungsbau und vom privaten Konsum aus, die auf den starken Rückgang des Zinsniveaus reagierten. In den meisten europäischen Ländern blieb die wirtschaftliche Entwicklung dagegen gedämpft. Die westdeutsche Konjunktur, die im zweiten Halbjahr 1991 merklich an Schwung verloren hatte, zog zwar zu Beginn des Jahres wieder etwas an, doch ist im laufenden Jahr nur mit einem schwachen Wirtschaftswachstum zu rechnen. Während sich auch die wirtschaftliche Aktivität in Frankreich leicht belebte, schwächte sie sich in Italien weiter ab. Die britische Produktion stagnierte auf tiefem Niveau, und in Japan flachte die Konjunktur ab.

Gemäss dem vorlaufenden Indikator der OECD dürfte sich die Konjunktur in den Vereinigten Staaten in den kommenden Monaten weiter erholen. In Europa und Japan wird das Wachstum voraussichtlich weiterhin bescheiden bleiben. Für das Jahr 1992 prognostiziert die OECD einen Anstieg des realen Bruttoinlandproduktes ihrer Mitgliedländer von real 1,8%, nachdem sie im Dezember vergangenen Jahres noch von einer Zunahme von etwas mehr als 2% ausgegangen war.

Grafik 1: Industrielle Produktion



Quelle: OECD, Main Economic Indicators; Bundesamt für Statistik

In den meisten OECD-Ländern nahm die Zahl der Arbeitslosen von Dezember bis März weiter zu, und die durchschnittliche Arbeitslosenquote stieg leicht von 7,1% auf 7,2%. Ein Jahr zuvor hatte sie noch bei 6,5% gelegen. Die Vereinigten Staaten, Grossbritannien und Frankreich wiesen gegenüber Dezember 1991 eine höhere Arbeitslosigkeit auf, während sie in Westdeutschland und Japan unverändert blieb.

Der Preisauftrieb war auch im ersten Quartal mässig, so dass die durchschnittliche Jahresteuersatzrate der OECD-Länder (ohne Türkei) von 3,7% im Dezember 1991 auf 3,5% im März sank. Im EG-Raum war sie mit durchschnittlich 4,8% deutlich höher als in den Vereinigten Staaten und Japan (3,2% bzw. 2,0%).

#### Wirtschaftspolitik

Nachdem die amerikanischen Währungsbehörden die Zinssätze im letzten Quartal 1991 stark gesenkt hatten, liessen sie ihren geldpolitischen Kurs im ersten Quartal 1992 unverändert. Anfang

\* Der Bericht wurde Mitte Mai abgeschlossen und stützt sich im Prinzip auf Fakten, die im Februar, März und April 1992 bekannt wurden.

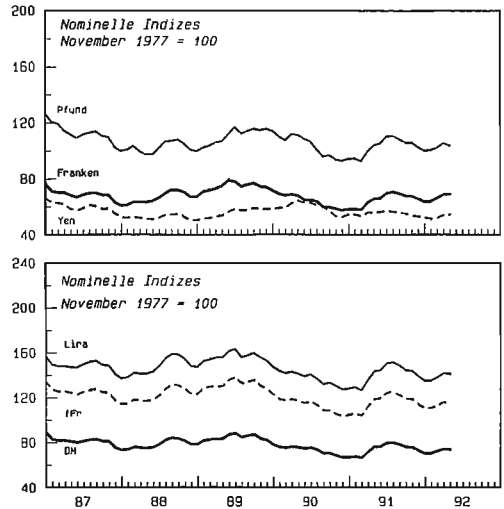
April verringerten sie den Satz für Federal Funds angesichts des langsamen Geldmengenwachstums um einen weiteren viertel Prozentpunkt auf 3,75%. Kurz zuvor hatte die Bank von Japan den offiziellen Diskontsatz um dreiviertel Prozentpunkte auf 3,75% herabgesetzt. Sie reagierte damit auf die ausgeprägte konjunkturelle Abschwächung und die stagnierende Geldmenge. Dagegen setzte die Deutsche Bundesbank angesichts des raschen Geldmengenwachstums sowie des stärker gewordenen Preisauflriebs ihre restriktive Geldpolitik fort. Auch die meisten Länder des Europäischen Währungssystems (EWS) – darunter vor allem Frankreich, Grossbritannien und Italien – behielten im ersten Quartal ihre restriktive Geldpolitik bei, um eine Abschwächung ihrer Währungen im EWS zu vermeiden. Nachdem das britische Pfund und der französische Franc Anfang Mai wieder stärker tendiert hatten, senkte die Bank of England ihren Interventionssatz am Geldmarkt, und die französischen Währungsbehörden setzten den Mindestreservesatz per Mitte Mai herab.

In einer Reihe von Ländern sind finanzpolitische Massnahmen zur Stützung der Konjunktur geplant. Während die japanische Regierung staatliche Investitionsausgaben vorziehen will, sieht die britische Regierung vor allem steuerliche Erleichterungen für die privaten Haushalte sowie für die Kleinunternehmen vor. Das britische Haushaltsdefizit, das bereits im vergangenen Fiskaljahr stärker als erwartet gestiegen war, wird nochmals markant höher ausfallen. In Frankreich wurde das für das laufende Jahr geplante Budgetdefizit gegenüber dem ursprünglichen Vorschlag um 50% erhöht. In Deutschland wird per Anfang 1993 die Mehrwertsteuer erhöht; gleichzeitig sind Erleichterungen bei der Einkommenssteuer vorgesehen.

**Devisenmarkt**

Im Februar und März wertete sich der amerikanische Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen weiter auf. Bis Anfang Mai stieg er gegenüber den EWS-Währungen um rund 3%, während er gegenüber dem japanischen Yen um 7% an Wert gewann. Auch gegenüber dem Schweizer Franken stieg der Kurs der amerikanischen Währung

**Grafik 2: Dollarkurse in wichtigen Fremdwährungen**



um gut 6% auf rund 1,53 Franken. Die relative Stärke des Dollars ist vor allem auf die vergleichsweise günstigen Konjunkturaussichten zurückzuführen. Der japanische Yen tendierte weiterhin schwächer. Insbesondere beeinträchtigten das nachlassende Wirtschaftswachstum und die massiven Kursverluste an der Börse den Wert des Yen.

Im EWS kam es im Februar und März zu Spannungen. Das britische Pfund neigte insbesondere gegenüber der spanischen Peseta zur Schwäche. Während die spanische Währung von den hohen Zinsen profitierte, litt das britische Pfund unter dem unsicheren Ausgang der Parlamentswahlen. Nach den Wahlen erholte es sich, und die Spannungen im EWS liessen nach. Bei den übrigen EWS-Währungen kam es zu keinen grossen Verschiebungen.

Am 6. April trat Portugal dem Wechselkursmechanismus des EWS bei. Der Leitkurs für einen ECU wurde auf 178,735 Escudos festgelegt. Da dieser Kurs der bisherigen Escudo-Parität im EWS entspricht, blieben alle übrigen Leitkurse unverändert. Wie die spanische Peseta und das britische Pfund beansprucht der Escudo vorerst die erweiterte Bandbreite von plus/minus 6% im EWS. Mit Ausnahme Griechenlands sind damit alle EG-

Länder am Wechselkursmechanismus des EWS beteiligt.

### **Internationale Verschuldung und Währungszusammenarbeit**

Ende April 1992 stimmten die Gouverneursräte des IWF und der Weltbank der Aufnahme von vierzehn Republiken der ehemaligen Sowjetunion in die Institutionen von Bretton Woods zu; Aserbeidschan ist bisher noch nicht beigetreten. Russland arbeitet bereits seit Anfang 1992 mit dem IWF an einem umfassenden wirtschaftlichen Reformprogramm. Es wird damit gerechnet, dass der IWF Russland als erster GUS-Republik Mitte Jahr Zahlungsbilanzhilfe gewähren wird. Die Gruppe der sieben wichtigsten Industrieländer kündigte Anfang April ein Hilfsprogramm für Russland an, das von den internationalen Finanzinstitutionen unterstützt wird. Es beinhaltet vor allem Zahlungsbilanzhilfe von 18 Mrd. Dollar und die Schaffung eines Rubel-Stabilisierungsfonds von 6 Mrd. Dollar. Zur Finanzierung des Stabilisierungsfonds sollen dem IWF über die Aktivierung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) zusätzliche Mittel zur Verfügung gestellt werden. Die Schweizerische Nationalbank ist an dieser Kreditzusage der elf wichtigsten Industrieländer (sog. Zehnergruppe) zugunsten des IWF mit einem Anteil von 6% beteiligt. Verschiedene Fragen, vor allem hinsichtlich der ökonomischen Voraussetzungen sowie des Geltungsbereichs und der technischen Ausgestaltung des Stabilisierungsfonds, sind derzeit noch offen.

Brasilien konnte nach dem Zustandekommen einer Bereitschaftskredit-Vereinbarung mit dem IWF im Januar 1992 nun auch ein Umschuldungsabkommen mit dem Pariser Klub abschliessen. Dieses umfasst Verbindlichkeiten in Höhe von 24 Mrd. Dollar. Argentinien erhielt Ende März im Rahmen der Erweiterten Fondsfazilität des IWF einen Kredit in Höhe von 2,15 Mrd. SZR. Wie beim Kredit an Brasilien kann ein Viertel zum Schuldenabbau verwendet werden. Beide Länder stehen nun in Verhandlungen mit den Geschäftsbanken. Nachdem mit Argentinien eine Regelung über die Behandlung der Zinsrückstände erreicht worden war, akzeptierte der Ausschuss der Gläubigerbanken einen Umschuldungsvorschlag über Ver-

bindlichkeiten von 23 Mrd. Dollar unter Einschluss eines Forderungsverzichts von 35%. Sollte auch mit Brasilien ein entsprechendes Abkommen erzielt werden, kämen – nach Mexiko und Venezuela – zwei weitere grosse lateinamerikanische Länder in den Genuss von Schuldenerleichterungen im Rahmen des Brady-Planes.

Die Schweiz stimmte dem Beitritt zu den Institutionen von Bretton Woods an der Volksabstimmung vom 17. Mai 1992 zu. Das IWF-Übereinkommen und das Weltbankabkommen wurden am 29. Mai in Washington unterzeichnet. Damit ist der Beitritt rechtskräftig.

## **2. Schweiz**

Im ersten Quartal 1992 befand sich die schweizerische Wirtschaft weiterhin in der konjunkturellen Talsohle. Das reale Bruttoinlandprodukt ging im Vorjahresvergleich um 0,6% zurück. Konjunkturstützend wirkten die Exporte von Gütern und Dienstleistungen sowie der private Konsum, während die Anlageinvestitionen weiter schrumpften.

Der Rückgang der Jahreststeuerung setzte sich fort. Diese sank im ersten Quartal auf 4,8%, verglichen mit 5,3% in der Vorperiode. Die Inlandsteuerung verringerte sich erneut, während die Auslandssteuerung unverändert tief blieb. Im April lag die Jahreststeuerung bei 4,8%; im Mai bildete sie sich auf 4,2% zurück.

Die Beschäftigung ging auch im ersten Quartal zurück. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich saisonbereinigt weiter, während die offenen Stellen abnahmen. Die Kurzarbeit stieg erneut.

Die Konjunkturforschungsinstitute prognostizieren für das zweite Halbjahr 1992 eine konjunkturelle Erholung der schweizerischen Wirtschaft. Sie erwarten, dass insbesondere vom Aussenhandel deutliche Wachstumsimpulse ausgehen. Die Umfrage der KOF-ETH vom März 1992 deutet darauf hin, dass die inländischen Unternehmungen für die kommenden Monate mit einem anziehenden Bestellungseingang und einer steigenden Produktion rechnen. Dank merklich erhöhten Ausfuhren im ersten Quartal blickt insbesondere die Exportindustrie verhalten optimistisch in die

nähere Zukunft. Noch keine Belebung kann im Bausektor festgestellt werden. Der Auftragseingang lag im ersten Quartal unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die offenen Limite für Baukredite nahmen erneut ab, dies widerspiegelte den weiteren Rückgang der bewilligten Baukredite, die Ende März um 7% unter dem Vorjahreswert lagen. Insgesamt übertrafen die inländischen Kredite das Vorjahresniveau nominal nur noch knapp um 6%.

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge lag im ersten Quartal mit durchschnittlich 29 142 Mio. Franken geringfügig unter dem Niveau des Vorquartals und deutlich unter dem Wert von 29 500 Mio. Franken, den die Nationalbank prognostiziert hatte. Diese Abweichung widerspiegelte das unerwartet schwache Wachstum des Notenumlaufs. Zwischen März und Mai nahm die Nationalbank auch auf den Wechselkurs Rücksicht. Sie intervenierte Anfang März am Devisenmarkt, um die rasche Frankenabschwächung zu bremsen. Für das zweite Quartal rechnet die Nationalbank mit einem durchschnittlichen Niveau der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 29 100 Mio. Franken. Im April und Mai lag diese bei 29 231 Mio. bzw. 29 168 Mio. Franken.

Nach dem vorübergehenden Rückgang zu Beginn des Jahres stiegen die Geldmarktsätze im März und April wieder. Parallel dazu zogen auch die Renditen langfristiger Papiere an. Der handelsgewichtete reale Wechselkursindex des Frankens sank im ersten Quartal erneut und lag um 5,2% unter dem Vorjahreswert (4. Quartal 1991: -3,9%).

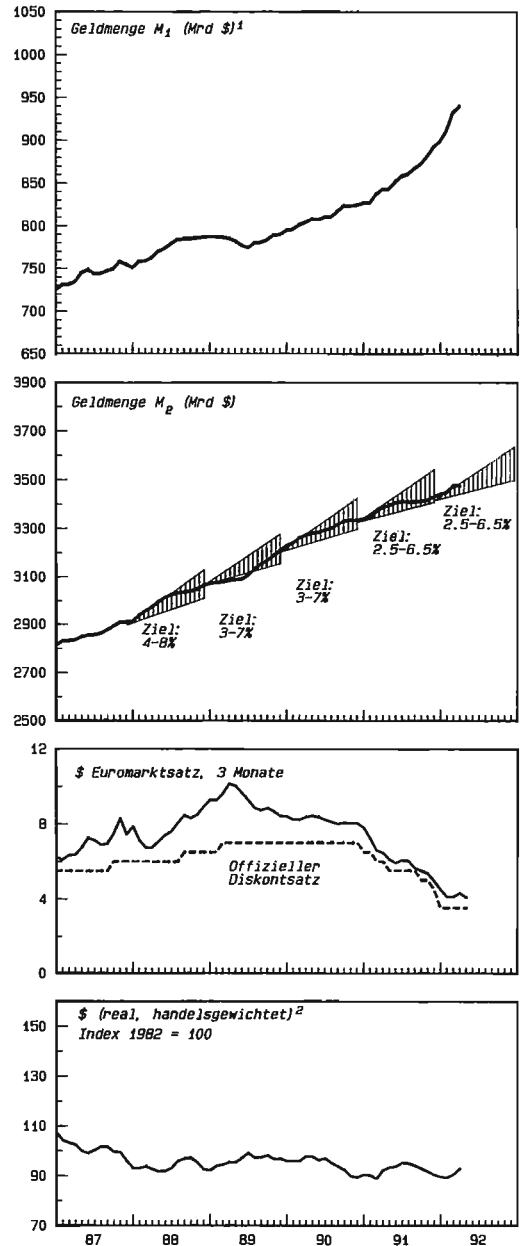
## B. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

### Vereinigte Staaten

In den Vereinigten Staaten mehrten sich die Anzeichen einer Konjunkturbelebung. Das Bruttoinlandprodukt nahm im ersten Quartal 1992 auf ein Jahr hochgerechnet um 2,4% gegenüber dem Vorquartal zu. Es lag damit um 1,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem es sich im Jahre 1991 um 0,7% zurückgebildet hatte.

Zur wirtschaftlichen Erholung trug hauptsächlich der private Konsum bei, der gegenüber dem Vor-

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

quartal, auf ein Jahr hochgerechnet, um 5,4% zunahm. Die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter legten dabei besonders deutlich (+18,4%) zu. Während insbesondere die mit der Wohnungseinrichtung verbundenen Ausgaben stark zunahmen, stagnierten die Autoverkäufe weiterhin. Der kräftige Zuwachs der Konsumausgaben darf allerdings nicht überbewertet werden. Er ist teilweise darauf zurückzuführen, dass die privaten Haushalte im ersten Quartal in den Genuss einmaliger Transferzahlungen und vorgezogener Steuerrückzahlungen kamen. Wie in den beiden Vorquartalen expandierte der Wohnungsbau kräftig (+8,4%). Die Investitionen der Unternehmen nahmen leicht ab. Importe und Exporte gingen geringfügig zurück. Die insgesamt deutliche Zunahme der Nachfrage führte jedoch nicht zu einer entsprechenden Ausweitung der Produktion, da die Unternehmungen ihre Lagerbestände drastisch reduzierten.

Die Industrieproduktion schrumpfte gegenüber dem Vorquartal um 0,8% und lag um 1,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Kapazitätsauslastung sank dadurch gegenüber dem Vorquartal von 79,2% auf 78,0%. Die Beschäftigung ging leicht zurück und übertraf damit das Vorjahresniveau lediglich um 0,2%. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich weiter von 7,0% auf 7,2%. Der Sammelindex der vorlaufenden Indikatoren und der Index des Konsumentenvertrauens verbesserten sich indessen in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres deutlich, so dass mit einer weiteren Konjunkturbelebung gerechnet werden kann.

Das amerikanische Handelsbilanzdefizit ging im ersten Quartal weiter auf 15,1 Mrd. Dollar zurück (Jan./Feb.: 9,6 Mrd.), nachdem es im Vorquartal noch 16,5 Mrd. betragen hatte. Trotz der Konjunkturabschwächung in Westeuropa und in Japan wuchsen die nominellen Exporte deutlich. Der tiefe reale Aussenwert des Dollars sowie insbesondere die wirtschaftliche Gesundung Mexikos und anderer lateinamerikanischer Länder stützten die Ausfuhrfähigkeit. Die nominellen Importe nahmen dagegen nur mässig zu.

Die Teuerung bildete sich im ersten Quartal weiter zurück. Die Konsumentenpreise lagen um 2,9% (4. Quartal 1991: 3,1%) über dem entsprechenden

Vorjahresstand. Die tiefe Jahreststeuerung widerspiegelt wie schon im Vorquartal teilweise einen Basiseffekt bei den Erdölpreisen, die ein Jahr zuvor infolge des Golfkrieges stark gestiegen waren. Die ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise berechnete sogenannte Kernrate sank jedoch ebenfalls und betrug im ersten Quartal mit 3,9% erstmals seit 1987 weniger als 4%.

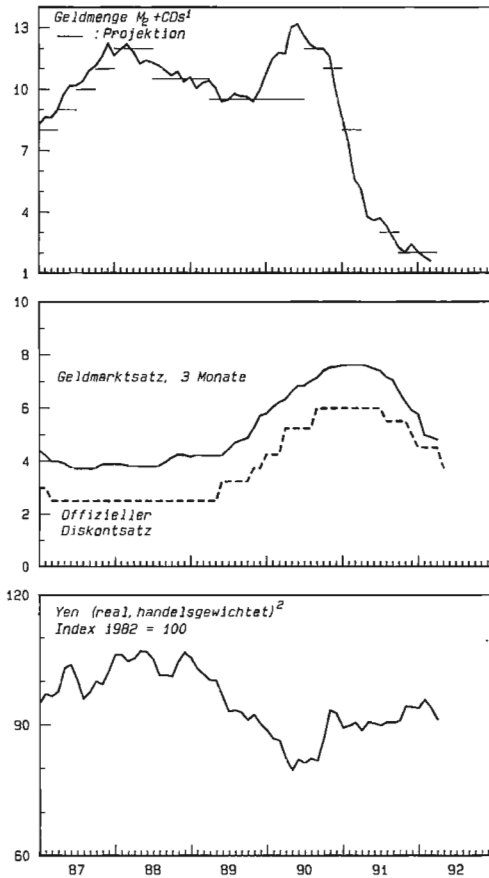
Die amerikanischen Währungsbehörden beliessen die Geldpolitik im ersten Quartal unverändert. Am 10. April senkten sie den Satz für Federal Funds um einen weiteren viertel Prozentpunkt auf 3,75%. Die zusätzliche Lockerung wurde mit dem schwachen Wachstum der Geldmenge  $M_2$ , die als Hauptindikator gilt, begründet. Diese wuchs zwar zu Beginn des Quartals kräftig, bewegte sich aber gegen Quartalsende bereits wieder am unteren Rand des Zieltrichters von 2,5–6,5%. Die langfristigen Sätze, die Anfang Januar unter 7,5% notiert hatten, zogen im Verlauf des ersten Quartals angesichts der verbesserten Konjunkturdaten deutlich an und überstiegen die Marke von 8%.

### **Japan**

In Japan mehrten sich die Zeichen eines ausgeprägten Konjunkturrückgangs, der von der restriktiven Geldpolitik der beiden Vorjahre ausgelöst wurde und durch die Baisse der Aktienkurse und Immobilienpreise verstärkt wird. Das reale Bruttosozialprodukt blieb ebenso wie der private Konsum im vierten Quartal 1991 unverändert. Der Wohnungsbau ging gegenüber dem Vorquartal um 5% zurück, während die Unternehmensinvestitionen leicht um 0,6% sanken. Konjunkturstützend wirkten die Staatsausgaben und Exporte.

Im ersten Quartal 1992 schwächte sich die Konjunktur deutlich ab. Die Industrieproduktion fiel gegenüber dem Vorquartal um 1,6% und lag damit um 4,3% unter dem Vorjahresstand. Mit der Drosselung der Produktionstätigkeit reagierten die Unternehmen auf die schleppenden Endverkäufe und steigenden Lagerbestände. Gemäss den Unternehmensbefragungen kürzten die Unternehmungen ihre Investitionspläne für 1992 stark, so dass die Unternehmensinvestitionen tiefer aus-

**Grafik 4: Japan**



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

<sup>2</sup> Quelle: OECD

fallen dürften als im vergangenen Jahr. Neben der Investitionstätigkeit neigte auch der private Konsum zur Schwäche, und die Konsumentenstimmung verschlechterte sich weiter. Insgesamt weisen alle vorlaufenden Konjunkturindikatoren auf eine nachlassende Konjunktur hin.

Am Arbeitsmarkt zeigten sich die Spuren der konjunkturellen Abschwächung in einem weiteren Rückgang der offenen Stellen. Das Verhältnis zwischen offenen Stellen und Arbeitslosen ging im ersten Quartal nochmals zurück. Die Beschäf-

tigung lag aber immer noch 1,8% über dem Vorjahresstand, und die Arbeitslosenquote verharrte bei 2,1%.

Infolge der schwächer gewordenen Binnennachfrage stiegen die nominellen Importe nur mehr geringfügig, während die Exporte kräftig wuchsen. Der Überschuss der Ertragsbilanz nahm weiter zu und betrug im ersten Quartal 26,8 Mrd. Dollar, gegenüber 22,8 Mrd. in der Vorperiode.

Der Anstieg der Konsumentenpreise verlangsamte sich im ersten Vierteljahr auf 1,9% gegenüber dem Vorjahr (4. Quartal: 2,8%). Die deutlich tieferen Abschlüsse der Frühjahrslohnrunde, die Lohnerhöhungen von 4–4,5% brachten (Vorjahr: 5,6%), deuten auch für die Zukunft auf keine wesentlichen Inflationsgefahren hin.

Am 30. März beschloss die Regierung ein Paket von finanzpolitischen Massnahmen zur Stimulierung der Wirtschaft. Im Rahmen dieses Planes sollen vor allem Infrastrukturausgaben in die erste Hälfte des neuen Fiskaljahres vorgezogen und die Investitionen der staatlich kontrollierten Telekommunikations- und Elektrizitätsunternehmen erhöht werden. Ausserdem gewähren staatlich gestützte Finanzinstitutionen, wie beispielsweise die Japan Development Bank, verbilligte Investitionskredite.

Die japanische Zentralbank lockerte ihre Geldpolitik angesichts der Konjunkturflaute und des schwachen Geldmengenwachstums weiter. Sie liess den Tagesgeldsatz in mehreren Schritten von 6,25% im Dezember 1991 auf 4,7% im April 1992 zurückgehen. Am 31. März senkte sie zusätzlich den Diskontsatz um  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkte auf 3,75%. Die Geldmenge  $M_2 + CD$  nahm im Vorjahresvergleich nur noch um 1,8% (4. Quartal 1991: +2,2%) zu. Dieser Zuwachs entspricht dem tiefsten jemals aufgetretenen Wert. Für das zweite Quartal setzte sie die Projektion auf 2% fest.

Der Aktienmarkt neigte im ganzen ersten Quartal zur Schwäche. Ende März durchbrach der Nikkei-Dow-Jones-Index die als wichtige Barriere angesehene Marke von 20 000 Punkten und fiel binnen weniger Tage unter 17 000 Punkte. Damit erreichte er den niedrigsten Stand seit 1986 und lag

um 55% unter dem Höchstwert von Ende Dezember 1989. Der Sturz der Aktienkurse hat für die japanische Wirtschaft zwei wichtige Folgen: Einerseits müssen die Unternehmen einen erheblichen Anstieg ihrer Kapitalkosten hinnehmen, nachdem sie sich in den achtziger Jahren über die Emission von Aktien oder Wandel- und Optionsanleihen Mittel zu äusserst günstigen Konditionen hatten beschaffen können. Andererseits verringert der Kursrückgang die stillen Reserven zahlreicher Banken. Diese werden Mühe bekunden, die Eigenmittelanforderungen, die im Rahmen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vereinbart wurden, zu erfüllen.

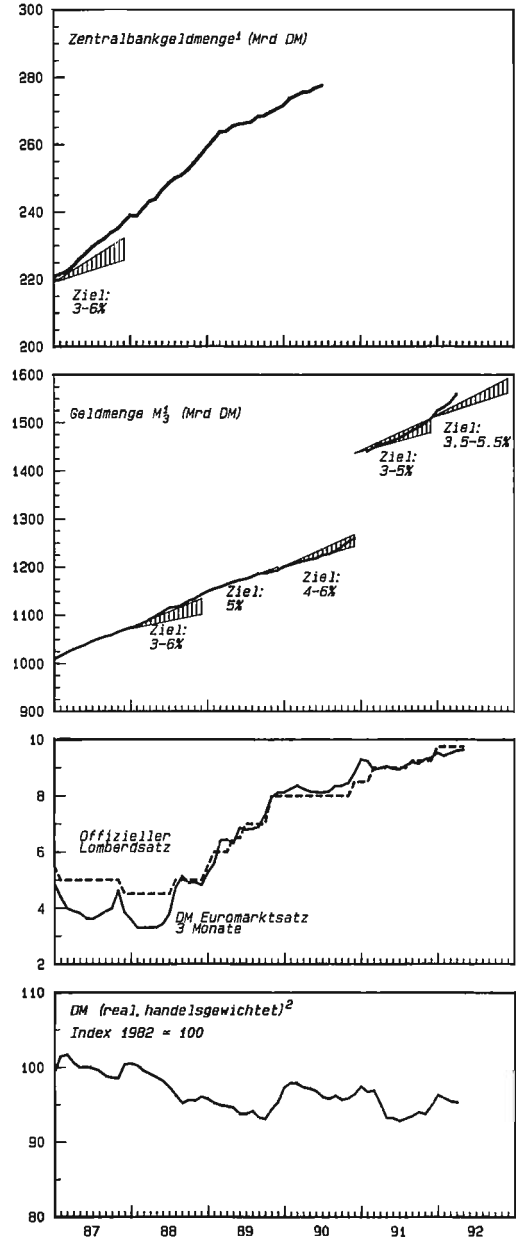
### Deutschland

Das westdeutsche Bruttosozialprodukt nahm im vierten Quartal 1991 gegenüber der Vorperiode real und saisonbereinigt um 0,5% ab, nachdem es schon im dritten Quartal um 0,4% gesunken war. Im Vorjahresvergleich wuchs es noch um 0,9% (3. Quartal: + 2,0%). Die Ausrüstungsinvestitionen schrumpften gegenüber der Vorperiode deutlich, die Bauinvestitionen gingen ebenfalls zurück. Der private und der staatliche Konsum wuchsen leicht. Die Exporte, die im Vorquartal beträchtlich zugenommen hatten, stagnierten, die Importe nahmen infolge der abgeschwächten Binnen- nachfrage nur wenig zu.

Im ersten Quartal 1992 verbesserten sich die konjunkturellen Aussichten wieder. Die Industrieproduktion war saisonbereinigt deutlich höher als in der Vorperiode. Auch die Auftragseingänge stiegen – besonders in der Investitionsgüterindustrie – volumenmässig erheblich. Die Nachfrageimpulse stammten dabei sowohl aus dem Inland als auch aus dem Ausland. Insgesamt lag der Bestellungseingang real leicht über dem hohen Niveau von Anfang 1991, wobei die lebhaftere Nachfrage aus Ostdeutschland stark ins Gewicht fiel. Die Umsätze im Detailhandel, die im vierten Quartal 1991 gesunken waren, nahmen saisonbereinigt im ersten Vierteljahr wieder zu. Besonders stark stieg der Absatz von Einrichtungsgegenständen und von Fahrzeugen.

Die Zahl der in Westdeutschland Beschäftigten nahm im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr

Grafik 5: Deutschland



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; ab 1991: einschliesslich der neuen Bundesländer; Ziele: 4. Quartal gegenüber 4. Quartal des Vorjahres (Quelle: Deutsche Bundesbank)  
<sup>2</sup> Quelle: OECD

um 1,4% zu. Die Arbeitslosenquote, die im Vorquartal 6,3% betragen hatte, belief sich auf 6,2%. Von Kurzarbeit waren rund doppelt so viele Personen betroffen wie im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

Die westdeutsche Jahresteuern, die im vierten Quartal durchschnittlich 3,9% betragen hatte, stieg auf 4,4%. Im April betrug sie 4,6%. Einerseits verteuerten sich aufgrund der Abschwächung der D-Mark die Einfuhrpreise, andererseits fiel bei den Mineralölpreisen der Basiseffekt des letzten Frühjahres weg.

In Ostdeutschland entwickelte sich die Wirtschaft weiterhin uneinheitlich. Im vierten Quartal 1991 stagnierte die Industrieproduktion; Auftragseingänge und Umsätze stiegen jedoch gegenüber dem Vorquartal leicht an. Im Baugewerbe gingen ebenfalls mehr Aufträge ein, wobei die Nachfrage vor allem von der öffentlichen Hand und von der Industrie ausging. Dagegen litten ehemals bedeutende Industriezweige weiterhin unter schwierigen Anpassungsproblemen. Bei Handel, Verkehr und Dienstleistungen verbesserte sich die Lage weiter.

Die ostdeutsche Arbeitslosenquote, die im Januar wegen des auslaufenden Kündigungsschutzes gegenüber dem Vormonat sprunghaft gestiegen war, betrug im ersten Quartal 15,7% (Vorquartal: 11,8%). Die Zahl der durch Arbeitsbeschaffungsmassnahmen Beschäftigten sowie der Frühpensionierten nahm ebenfalls weiter zu.

Höhere Dienstleistungspreise, Gebühren und Verkehrstarife liessen den ostdeutschen Konsumentenpreisindex deutlich steigen. Die Jahresinflationsrate betrug im ersten Quartal 15,6%.

Die gesamtdeutsche Handelsbilanz, die im vierten Quartal 1991 mit einem beträchtlichen Überschuss von saisonbereinigt 11,8 Mrd. D-Mark abgeschlossen hatte, wies im ersten Vierteljahr einen positiven Saldo von 5,5 Mrd. D-Mark auf. Die Einfuhren nahmen um 2,9% zu, die Ausfuhren um 1,0% ab. Das Leistungsbilanzdefizit stieg von 6,9 Mrd. D-Mark auf 12,1 Mrd. D-Mark.

Die fünf grossen Wirtschaftsforschungsinstitute rechnen in ihrem Mitte April veröffentlichten Früh-

jahresgutachten für 1992 mit einem Wachstum des realen Bruttosozialproduktes von 1% in Westdeutschland (1991: 3,1%) und von 10% in Ostdeutschland (1991: -30%). Die Inflation dürfte im Westen höher und im Osten leicht tiefer sein als im Vorjahr. Die Arbeitslosigkeit wird, vor allem im Osten, weiter steigen.

Nach heftigen Auseinandersetzungen verabschiedete das Parlament Mitte Februar verschiedene Steuergesetze. Unter anderem wird ab Januar 1993 der Mehrwertsteuersatz von 14% auf 15% erhöht. Der zusätzliche Ertrag soll für zwei Jahre in die neuen Bundesländer fliessen. Ferner sind Erleichterungen bei der Einkommenssteuer sowie erste Schritte zur Reform der Unternehmensbesteuerung vorgesehen.

Die Deutsche Bundesbank war zu Beginn des Jahres 1992 mit einer stagnierenden Realwirtschaft und mit einem kräftigen Geldmengenwachstum konfrontiert. Die Geldmenge  $M_3$ , für die ein Zielkorridor von 3,5-5,5% festgelegt worden war, expandierte im ersten Quartal überaus kräftig. Saisonbereinigt und auf Jahresbasis hochgerechnet stieg das Aggregat um 9,1%. Diese Entwicklung widerspiegelte die stark wachsenden Kredite der Banken an Unternehmen und Private, wovon ein grosser Teil staatlich subventioniert wird. Ausserdem fielen die ersten Tarifabschlüsse höher aus als erwartet. Aus diesen Gründen setzte die Deutsche Bundesbank ihre restriktive Geldpolitik fort und belies den Diskont- und Lombardsatz bei 8% bzw. 9,75%. Die deutschen Geldmarktsätze stiegen leicht: Bei den Wertpapierpensionsgeschäften erhöhten sich die Zinssätze von rund 9,25% im Dezember auf 9,7% Anfang Mai, und das Tagesgeld verteuerte sich von durchschnittlich 9,2% im Dezember auf 9,6% im März. Auf dem Kapitalmarkt gab demgegenüber die Rendite festverzinslicher Wertpapiere, die im vierten Quartal durchschnittlich 8,7% betragen hatte, leicht auf 8,2% nach.

### **Frankreich**

In Frankreich blieb das reale Bruttoinlandprodukt im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode unverändert (3. Quartal: +0,8%). Der private Kon-



sum belebte sich leicht, während der öffentliche Konsum erneut nur geringfügig stieg. Die Ausrüstungsinvestitionen gingen dagegen zurück, und auch die Bauinvestitionen nahmen leicht ab. Insgesamt schwächte sich die Inlandnachfrage gegenüber dem Vorquartal um 0,3% ab. Während die Importe deutlich sanken, stagnierten die Exporte, nachdem diese im dritten Quartal deutlich zugenommen hatten.

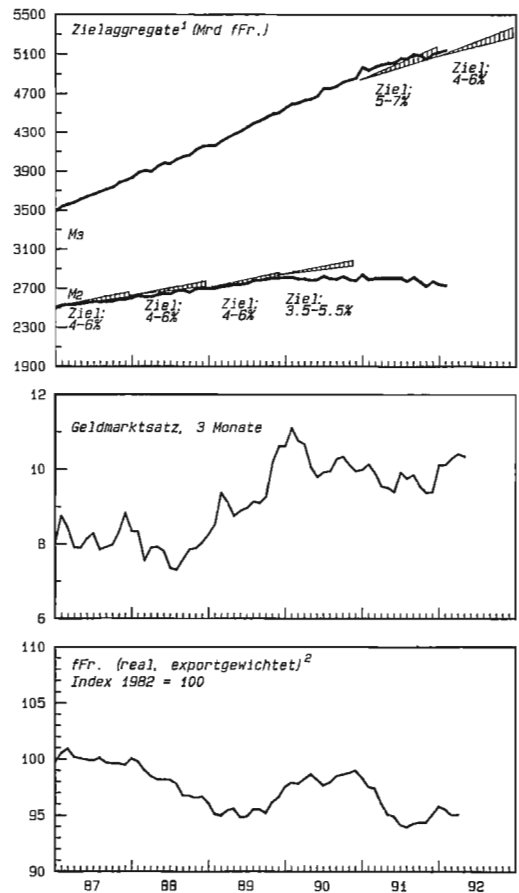
Nach dem Rückgang im vierten Quartal zog die Produktion der verarbeitenden Industrie in den ersten drei Monaten des Jahres 1992 an und lag im Durchschnitt um 1,8% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Sie nahm insbesondere in den konsumnahen Industriezweigen zu. Besonders kräftig wurde die Automobilproduktion sowie die Herstellung von Haushaltgeräten gesteigert. Die Nachfrageimpulse gingen dabei in erster Linie vom Ausland aus, während die Binnennachfrage vergleichsweise schwach blieb. Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren deuten auf eine belebte Konjunktur hin: Der Bestellungseingang und die Produktionsaussichten verbesserten sich, die Lagerbestände werden allerdings immer noch als zu hoch beurteilt. Der vorlaufende Konjunkturindikator der OECD zeigte im Januar und Februar jedoch erstmals seit fünf Monaten wieder nach oben.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich weiter. Nachdem die Zahl der Arbeitslosen bereits 1991 stark gestiegen war, nahm sie im ersten Quartal nochmals zu. Die durchschnittliche Arbeitslosenquote erhöhte sich von 9,8% im Dezember auf 9,9% im März. Da insbesondere die Langzeitarbeitslosigkeit massiv stieg, kündigte die Regierung auf den Herbst Massnahmen an, um die Situation in diesem Bereich zu mildern.

Die durchschnittliche Jahresteuern betrug im ersten Quartal 3,0%, gegenüber 2,9% im Vorquartal. Teuerungsdämpfend wirkte insbesondere der Rückgang der Preise importierter Energieträger.

Die französische Handelsbilanz wies im ersten Quartal einen Überschuss von 5,3 Mrd. Francs auf, gegenüber einem Aktivsaldo von 1,8 Mrd. im vierten Quartal 1991 und einem Defizit von 14,3 Mrd. im entsprechenden Vorjahresquartal. Zu diesem Ergebnis trugen einerseits die nur

**Grafik 6: Frankreich**



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

schwach wachsenden Importe und andererseits die – teilweise bedingt durch aussergewöhnlich hohe Flugzeuglieferungen – kräftige Steigerung der Exporte bei. Der saisonbereinigte Überschuss der Ertragsbilanz betrug in den Monaten Januar und Februar 1,3 Mrd. Francs, verglichen mit einem Defizit von 14,9 Mrd. Francs in der gleichen Vorjahresperiode.

Das Defizit des Staatshaushalts belief sich im Jahre 1991 auf 131,7 Mrd. Francs bzw. 1,9% des Bruttoinlandprodukts. Es lag damit über dem budgetierten Wert und übertraf auch den Fehlbetrag

des Vorjahres von 93,1 Mrd. Das höhere Defizit war vor allem auf konjunkturbedingte Einnahmehausfälle zurückzuführen. Angesichts der flauen Wirtschaftsentwicklung erhöhte die französische Regierung das für das laufende Jahr budgetierte Defizit von rund 92 Mrd. auf 135 Mrd. Francs; damit liegt es leicht über dem Vorjahreswert.

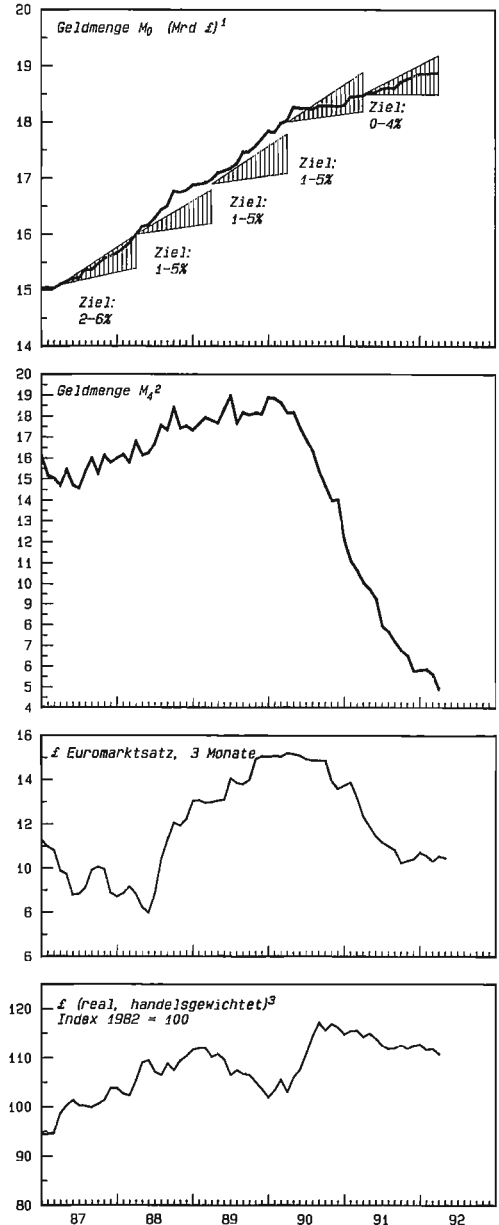
Nachdem die Banque de France die Zinssätze im November und Dezember 1991 zur Stützung des Franc angehoben hatte, belies sie den Interventionsatz am Geldmarkt (taux d'appel d'offres) und den Pensionsatz für Schatzwechsel (taux des prises en pension) während des ersten Quartals unverändert bei 9,6% bzw. 10,5%. Der Dreimonatssatz auf dem Interbankenmarkt, der infolge der restriktiveren Geldpolitik im vierten Quartal deutlich gestiegen war, stabilisierte sich bei 10,1%. Dagegen erhöhte sich die Rendite der langfristigen Staatsanleihen von 8,5% im Januar auf 8,7% im März. Nach der Erstarung des Franc im Mai lockerte die Banque de France ihre Geldpolitik, indem sie den Mindestreservesatz auf Sichteinlagen per 16. Mai von 4,1% auf 1% herabsetzte. Im Hinblick auf diese Massnahme senkten mehrere Geschäftsbanken ihren Basiszinssatz von 10,35% auf 9,85%.

Die Geldmenge  $M_3$  nahm im Jahre 1991 um 4,2% zu und blieb damit hinter dem Zielkorridor von 5–7% zurück. Für das Jahr 1992 legten die französischen Währungsbehörden das Geldmengenziel auf 4–6% fest. Das rasche Wachstum der Geldmenge  $M_3$  in den beiden ersten Monaten des Jahres 1992 kam im März zum Stillstand. Im März lag sie auf Jahresbasis hochgerechnet um 5,5% über dem Stand des vierten Quartals 1991.

### Grossbritannien

In Grossbritannien kam der Konjunkturrückgang im zweiten Halbjahr 1991 zum Stillstand. Das reale Bruttoinlandprodukt stagnierte im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode, nachdem es im dritten Quartal leicht zugenommen hatte. Die privaten und die staatlichen Konsumausgaben stiegen geringfügig. Auch die Ausrüstungsinvestitionen nahmen zu, doch schrumpften die Bauinvestitionen weiter. Die Exporte und die Importe zogen,

**Grafik 7: Grossbritannien**



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

wie schon in der Vorperiode, leicht an. Im Vorjahresvergleich sank das Bruttoinlandprodukt um 1,2% (3. Quartal: -2,0%).

Die Aussichten auf einen wirtschaftlichen Aufschwung verbesserten sich im ersten Quartal des laufenden Jahres nur geringfügig. Die Industrieproduktion, die im Jahre 1991 um 5,2% gesunken war, nahm nicht mehr weiter ab. Auch das Volumen der Detailhandelsverkäufe fiel gegenüber dem Vorjahr etwas höher aus. Die Nachfrage wurde dabei insbesondere durch Sonderverkäufe, mit denen der Detailhandel seine überhöhten Lagerbestände abzubauen versuchte, angekurbelt. Der Absatz von Neuwagen ging hingegen gegenüber dem Vorjahr weiter zurück. Neueste Umfragen deuten immer noch auf schwache Bestellungseingänge – allerdings mit steigendem Trend – hin.

Die Arbeitslosenquote stieg von 9,0% im Dezember 1991 auf 9,4% im März. Im April 1990 hatte die Arbeitslosenquote einen Tiefpunkt von 5,6% erreicht. Inzwischen gingen über eine Million Arbeitsplätze verloren.

Der Teuerungsabbau verlangsamte sich im ersten Quartal. Die Jahresteuersatzrate lag mit durchschnittlich 4,1% nur geringfügig tiefer als in der Vorperiode. Die um die Hypothekenzinsen bereinigte Basissteuerung sank leicht auf 5,6%.

Stagnierende Ausfuhren und deutlich höhere Einfuhren führten im ersten Quartal zu einem Anstieg des Handelsbilanzdefizites auf schätzungsweise 3 Mrd. Pfund, gegenüber 2,6 Mrd. Pfund im Vorquartal. Der Fehlbetrag der Ertragsbilanz erhöhte sich auf 2,1 Mrd. Pfund (4. Quartal 1991: 0,6 Mrd.). Er war damit etwas tiefer als vor Jahresfrist.

Anfang März legte der britische Schatzkanzler den zweiten Teil des Budgets, die geplanten Staatseinnahmen für das Haushaltsjahr 1992/93, vor. Es enthält eine Reihe konjunkturstimulierender Massnahmen. Im wesentlichen werden die Steuern für niedrige Einkommen sowie Kleinunternehmen gesenkt. Die markant steigenden Ausgaben und die stagnierenden Einnahmen vergrössern – trotz Privatisierungserlösen von schätzungsweise 8 Mrd. Pfund – das Budgetdefizit auf 28,1 Mrd. Pfund bzw. 4,5% des Brutto-

inlandproduktes. Im vergangenen Haushaltsjahr betrug das Defizit 13,8 Mrd. Pfund, womit der ursprünglich budgetierte Betrag stark übertroffen wurde.

Das britische Pfund, das in den ersten zwei Monaten des Jahres 1992 immer noch zur Schwäche geneigt hatte, erholte sich, nachdem die konservative Regierung in den Unterhauswahlen vom April erneut eine Mehrheit errungen hatte. Die Bank of England, die im ersten Quartal ihre straffe Geldpolitik beibehalten hatte, nutzte die Erstarbung des Pfundes und senkte Anfang Mai ihren Interventionssatz um einen halben Prozentpunkt. In der Folge setzten die Geschäftsbanken ihren Basiszinssatz, den sie erstklassigen Schuldnern verrechnen, auf 10% herab. Der Dreimonats-Euromarktsatz sank nur leicht von 10,7% im Dezember auf 10,6% im April.

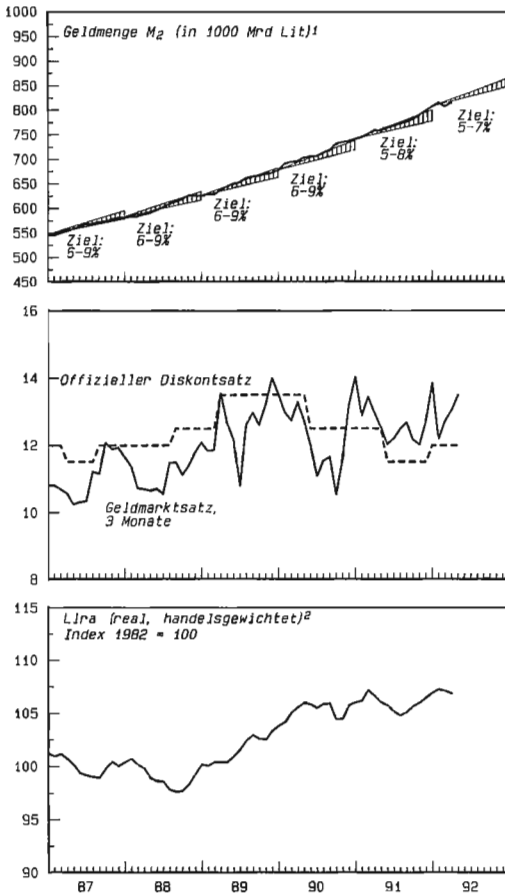
Die monetäre Basis  $M_0$  wuchs im ersten Quartal 1992 gegenüber dem Vorjahr um 2,2% (4. Quartal 1991: + 2,8%). Der Zielkorridor für die Periode April 1991 bis März 1992 war auf 0–4% festgelegt worden. Die Geldmenge  $M_4$  nahm mit 5,9% wiederum weniger stark zu als im Vorquartal (+ 6,0%).

### *Italien*

Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs im vierten Quartal 1991 gegenüber der Vorperiode um 0,3%. Während der private Konsum vergleichsweise robust blieb und die Ausrüstungsinvestitionen kräftig zunahmen, bildeten sich die Bauinvestitionen zurück. Dagegen zog die Exporttätigkeit wieder leicht an.

Die für das erste Quartal verfügbaren Indikatoren deuten auf eine weiterhin gedämpfte Konjunktur-entwicklung hin. Nachdem die Industrieproduktion im Jahre 1991 um 2,2% zurückgegangen war, erhöhte sie sich zwar gegenüber dem tiefen Niveau der Vorperiode um 0,5%. Sie lag damit aber immer noch unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Die Bestellungseingänge blieben gedrückt, und die Produktionsaussichten werden gemäss der offiziellen Konjunkturumfrage von Ende Februar immer noch pessimistisch eingeschätzt. Für 1992 planen die Unternehmen eine deutliche Kürzung ihrer Investitionsausgaben.

## Grafik 8: Italien



<sup>1</sup> Saisonbereinigt; neue Definition von M<sub>2</sub>; Ziele: %-Veränderung Dezember gegenüber Dezember im Vorjahr (Quelle: Banca d'Italia)

<sup>2</sup> Quelle: OECD

Der vorläufige Konjunkturindikator der OECD bildete sich im Januar – und noch verstärkt – im Februar zurück.

Das Defizit der italienischen Handelsbilanz, das im Jahre 1991 16 028 Mrd. Lire betragen hatte, lag im ersten Quartal mit 7801 Mrd. Lire etwas höher als vor Jahresfrist (6467 Mrd. Lire). Die Warenimporte wuchsen nominell um 7,3% und die Warenexporte um 5,5%. Das Ertragsbilanzdefizit lag mit 11 654 Mrd. Lire nur leicht über dem entsprechenden Vorjahresniveau.

Die Beschäftigung stagnierte im ersten Quartal. Im Dienstleistungssektor stieg sie zwar, doch stand dieser Zunahme eine schrumpfende Zahl von Arbeitsplätzen im Industriesektor gegenüber. Die Arbeitslosenquote, die im Jahre 1991 durchschnittlich 10,9% betragen hatte, lag bei 11,3% und war damit gleich hoch wie ein Jahr zuvor.

Die Jahreststeuerung betrug durchschnittlich 5,7%, gegenüber 6,1% im vierten Quartal 1991. Bedeutende Teuerungsimpulse gehen vom starken Anstieg der Lohnkosten aus, die im Jahre 1991 in der Industrie um 9,8% zunahmen; ein Jahr zuvor hatten sie sich allerdings noch stärker erhöht.

Das Defizit des Staatshaushaltes belief sich im ersten Vierteljahr auf 40 000 Mrd. Lire. Nachdem der Fehlbetrag um 32 000 Mrd. nach oben revidiert worden war, beträgt der für 1992 budgetierte Fehlbetrag 160 000 Mrd. Lire. Dies entspricht wie im Vorjahr 10,7% des Bruttoinlandproduktes.

Nachdem die Lira Ende 1991 gegenüber den anderen EWS-Währungen unter starken Druck geraten war, bekräftigte die Banca d'Italia wiederholt ihre Absicht, die Lira innerhalb des EWS stabil zu halten. Sie beließ jedoch den offiziellen Diskontsatz, den sie seit Februar 1992 unabhängig vom Schatzamt festlegen kann, im ersten Quartal unverändert bei 12%. Der offizielle Diskontsatz war letztmals im Dezember 1991 um einen halben Prozentpunkt angehoben worden, um die Lira zu stützen. Der Dreimonatssatz am Interbankenmarkt sank leicht von 12,47% im Dezember auf 12,25% im März; die Verzinsung der zwölfmonatigen Schatzwechsel ging leicht von 11,1% auf 10,9% zurück. Für 1992 senkte die Banca d'Italia die obere Grenze für das Wachstum der Geldmenge M<sub>2</sub> von 8 auf 7%; die Bandbreite beträgt<sup>1</sup> damit 5–7%.

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

### 1. Der realwirtschaftliche Bereich

#### Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

Das reale Bruttoinlandprodukt nahm im ersten Quartal 1992 gegenüber dem Vorjahresstand um

## Tabellen 1.1–1.4: Internationale Konjunkturentwicklung

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

	1988	1989	1990 <sup>a)</sup>	1991 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	3,9	2,5	1,0	-0,7	-0,1	-1,2	-1,2	-0,9	0,3	1,4
Japan <sup>b)</sup>	6,3	4,7	5,6	4,4	4,8	5,9	5,0	4,2	2,5	
Westdeutschland <sup>b)</sup>	3,6	3,9	4,7	3,1	5,3	5,4	4,5	2,0	0,9	1,8
Grossbritannien	4,6	2,2	1,0	-2,2	-1,1	-2,0	-3,4	-2,0	-1,2	-1,5
Frankreich	3,6	3,7	2,2	1,3	1,6	0,4	1,2	1,6	1,8	2,8
Italien	4,2	3,0	2,2	1,4	1,7	1,8	1,8	1,1	1,5	
Schweiz	2,9	3,9	2,2	-0,5	1,8	0,2	-0,6	-0,7	-1,0	-0,6

a) provisorisch

b) BSP

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

	1988	1989	1990	1991	1992					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
USA	4,1	4,6	5,5	4,3	3,0	2,9	2,6	2,8	3,2	3,2
Japan	0,7	2,3	3,1	3,3	2,8	1,9	1,8	2,0	2,0	2,4
Westdeutschland	1,3	2,8	2,7	3,5	3,9	4,4	4,0	4,3	4,8	4,6
Grossbritannien	4,9	7,8	9,5	5,9	4,2	4,1	4,1	4,1	4,0	4,3
Frankreich	2,7	3,6	3,4	3,1	2,9	3,1	2,9	3,0	3,2	3,1
Italien	5,0	6,6	6,1	6,5	6,1	5,7	6,1	5,4	5,6	5,6
Schweiz	1,9	3,2	5,4	5,9	5,3	4,8	4,9	4,6	4,9	4,8

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

	1988	1989	1990	1991 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>					
					4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
USA	5,5	5,2	5,5	6,8	7,0	7,2	7,1	7,3	7,3	7,2
Japan	2,5	2,3	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	2,0
Westdeutschland <sup>b)</sup>	8,7	7,9	7,2	6,3	6,3	6,2	6,2	6,2	6,3	6,4
Grossbritannien <sup>c)</sup>	8,1	6,3	5,8	8,1	8,8	9,3	9,2	9,4	9,4	9,5
Frankreich	10,0	9,4	9,0	9,4	9,8	9,9	9,8	9,9	9,9	10,0
Italien <sup>c)</sup> <sup>d)</sup>	12,0	12,1	11,0	10,9	11,0	11,3	11,3	-	-	
Schweiz <sup>e)</sup>	0,7	0,6	0,6	1,2	1,5	1,9	1,7	2,0	2,1	2,2

a) provisorisch

b) In Prozent der abhängigen Erwerbspersonen

c) ausgenommen Schulabgänger

d) nicht saisonbereinigt

e) Ganzarbeitslose

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

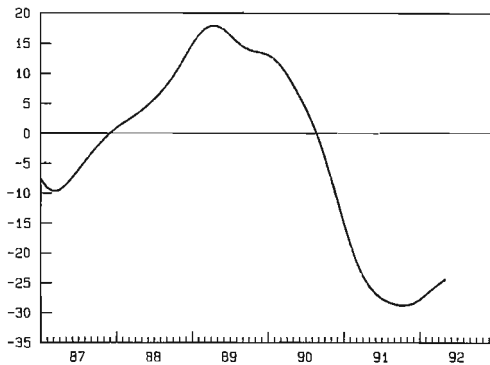
	1988	1989	1990	1991 <sup>a)</sup>	1992 <sup>a)</sup>					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
USA	-135,3	-105,9	-94,4	-8,7	-23,4	10,4	2,9	-11,6	-10,3	
Japan	79,6	57,2	33,7	72,6	6,4	10,3	18,7	19,3	22,1	
Westdeutschland <sup>b)</sup>	50,3	57,4	47,1	-19,8	4,5	-6,5	-5,9	-3,2	-4,2	-7,5
Grossbritannien	-26,7	-31,2	-25,7	-11,7	-3,7	-5,0	-1,3	-2,5	-2,9	
Frankreich	-3,5	-3,8	-9,4	-5,6	-2,0	-4,0	-1,6	-0,9	0,7	
Italien	-5,7	-10,8	-14,7	-21,1	-4,5	-2,0	-6,0	-6,8	-6,0	
Schweiz <sup>c)</sup>	9,0	7,0	8,6	8,9	2,6	3,5	1,5	1,4	2,7	4,4

a) provisorisch

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

c) nicht saisonbereinigt

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

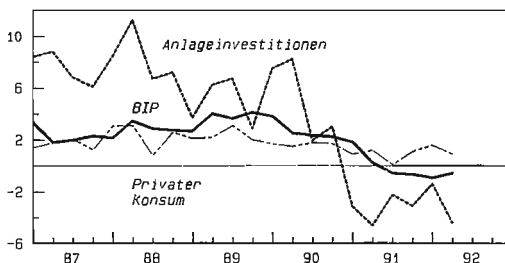


<sup>1</sup> Geglättet; beim «Geschäftsgang» in der Industrie handelt es sich um einen Sammelindikator, der sich aus vier Einzelgrößen – Bestellungseingang und Produktion im Vorjahresvergleich sowie Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelager – zusammensetzt  
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

0,6% ab (4. Quartal 1991: -1,0%). Der Aussen- und der Binnenwirtschaftssektor entwickelten sich dabei unterschiedlich. Die Ausfuhren konnten deutlich gesteigert werden. Demgegenüber war die Inlandnachfrage weiterhin rückläufig. Der private Konsum erhöhte sich zwar, doch schrumpften die Bauinvestitionen unvermindert. Die Ausüstungsinvestitionen gingen markant zurück.

Gemäss den Ergebnissen der Umfrage der KOF-ETH vom März 1992 verbesserte sich der Geschäftsgang der Industrie gegenüber den Vormonaten deutlich. Er wird aber noch immer als

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



<sup>1</sup> Veränderung in % gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode  
Quelle: Bundesamt für Konjunkturfragen

unbefriedigend eingestuft. Die Bestellungseingänge insgesamt nahmen im Vorjahresvergleich leicht zu. Vor allem die Exportbranchen konnten höhere Auftragseingänge verzeichnen. Die Zahl der befragten Betriebe, welche die Produktion als zu niedrig einstufen, sank merklich. Der Auftragsbestand stagnierte auf einem als deutlich zu tief bewerteten Niveau. Die Kapazitätsauslastung sank auf 81,7% (4. Quartal 1991: 82,8%). Zudem wurde die Zahl der Beschäftigten im Industriesektor erneut abgebaut. Der Anteil der Überstunden an der Normalarbeitszeit stagnierte bei 1,4%. Trotzdem werden die technischen und personellen Kapazitäten von den Umfrageteilnehmern noch immer als zu hoch eingeschätzt.

Für die kommenden Monate gehen die befragten Unternehmen von einem anziehenden Bestellungseingang aus. Geplant ist zudem eine Produktionsausweitung. Insbesondere beurteilt die Exportindustrie die Geschäftsaussichten angesichts der seit Jahresbeginn deutlich gestiegenen Ausfuhren und des tieferen Aussenwerts des Frankens verhalten optimistisch.

### **Privater Konsum**

Der private Konsum wuchs im ersten Vierteljahr gegenüber der Vorjahresperiode real um 0,9% (4. Quartal 1991: 1,6%). Dabei stiegen sowohl der Güter- als auch der Dienstleistungskonsum.

Die Detailhandelsumsätze verminderten sich im ersten Quartal 1992 im Vorjahresvergleich real um 0,3% (4. Quartal 1991: 2,1%). Dieser Rückgang kann unter anderem damit erklärt werden, dass das Ostergeschäft in diesem Jahr in den Monat April und nicht wie im Vorjahr in den Monat März fiel. Dies spiegelte sich auch in der unterschiedlichen Entwicklung der drei Hauptgruppen wider. Die Umsätze bei den Nahrungs- und Genussmitteln sowie bei den Bekleidungsartikeln und Textilwaren schrumpften, während die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter stiegen. Die Zahl der verkauften Personenwagen erhöhte sich im Vorjahresvergleich, nachdem sie in den vorangegangenen beiden Quartalen abgenommen hatte. Der Binnentourismus stagnierte auf hohem Niveau. Die Zahl der Hotelübernachtungen lag im ersten Quartal 1992 um 0,5% unter dem Vorjahresstand.

Während die inländische Nachfrage trotz guter Wintersportverhältnisse zurückging, kompensierte die Rückkehr der ausländischen Gäste, die während des Golfkrieges unserem Land ferngeblieben waren, teilweise den Rückgang.

Der Konsumentenstimmungsindex des Bundesamtes für Konjunkturfragen (BFK) verbesserte sich im April leicht. Die befragten Konsumenten schätzten die allgemeine Wirtschaftsentwicklung und die erwartete finanzielle Lage etwas günstiger ein als noch vor drei Monaten. Unverändert schlecht wird hingegen die Sicherheit der Arbeitsplätze beurteilt. In nächster Zeit wollen die Umfrageteilnehmer weiterhin keine grösseren Anschaffungen tätigen.

### Investitionen

Die seit dem vierten Quartal 1990 rückläufigen Anlageinvestitionen nahmen auch im ersten Quartal 1992 weiter ab. Im Vorjahresvergleich schrumpften sie real um 4,4% (4. Quartal 1991: -1,4%).

Die Baukonjunktur befand sich im ersten Vierteljahr noch immer auf Talfahrt. Gegenüber der Vorjahresperiode sanken die Bauinvestitionen real um 3,0% (4. Quartal 1991: -3,0%). Vom Rückgang waren sowohl der Hoch- als auch der Tiefbau betroffen. Gemäss der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) sank der Ge-

samtarbeitsvorrat im Bauhauptgewerbe im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahresstand real um 15% (4. Quartal 1991: -10%). Nach Sparten betrachtet war der Einbruch beim Wirtschaftsbau am ausgeprägtesten (-29%), während der Wohnungsbau weniger stark zurückging (-5%). Seit dem dritten Quartal 1991 ist ein verstärkter Rückgang des Auftragsbestandes beim öffentlichen Bau festzustellen (1. Quartal: -9%). Dies widerspiegelt die Budgetprobleme der öffentlichen Hand.

Nachdem der Abwärtstrend bei den Ausrüstungsinvestitionen im Vorquartal unterbrochen worden war, setzte er sich im ersten Quartal 1992 fort. Gegenüber der Vorjahresperiode nahmen die Ausrüstungsinvestitionen real um 6,1% ab (4. Quartal 1991: +1,7%). Die anhaltend unsichere Konjunkturlage und die hohen Finanzierungskosten veranlassen die Unternehmen weiterhin zu einer zurückhaltenden Investitionstätigkeit. Gemäss der letzten Umfrage des Vereins Schweizerischer Maschinenindustrieller (VSM) zeigten sich noch keine Anzeichen einer Verbesserung der Nachfrage nach Ausrüstungsgütern. Die befragten Unternehmen gaben an, dass die Bestellungseingänge aus dem Inland im ersten Quartal 1992 gegenüber dem Vorjahresdurchschnitt deutlich abnahmen. Demgegenüber stiegen die Neuaufträge aus dem Ausland. Der Arbeitsvorrat stabilisierte sich Ende März bei 5,4 Monaten (Ende Dezember: 5,3 Monate).

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

	1988	1989	1990	1991	1992					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Import von Investitionsgütern, real <sup>1</sup>	-	5,7	3,0	-2,9	-7,3	-5,9	0,0	-5,3	0,1	-6,2
Baubewilligte Wohnungen <sup>2</sup>	7,5	-0,1	-9,1	7,6	-17,5	-9,1	2,6	35,6	2,4	33,8
Neuerstellte Wohnungen <sup>2</sup>	2,1	-11,9	-3,1	1,3	3,0	5,6	22,8	-3,7	-11,9	-1,8
Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe, nominal										
Total	18,0	12,0	2,0	-4,0	2,0	-3,0	-5,0	-6,0	-3,0	-10,0
Privater Bau	15,0	12,0	-1,0	-10,0	-8,0	-12,0	-12,0	-12,0	-4,0	-15,0
Öffentlicher Bau	21,0	14,0	7,0	4,0	16,0	11,0	2,0	3,0	-1,0	-5,0
Bauteuerung <sup>3</sup>	3,9	3,8	5,8	6,7	5,8	5,8	7,2	6,6	7,1	4,4

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

<sup>2</sup> in 96 Städten

<sup>3</sup> gewichteter Produktionskostenindex des SBV

Quellen: Die Volkswirtschaft, BIGA, BFS, Eidgenössische Oberzolldirektion, Schweizerischer Baumeisterverband (SBV)

## Aussenhandel und Ertragsbilanz

Dank der lebhaften Nachfrage aus den Vereinigten Staaten, verschiedenen EG-Ländern sowie dem OPEC-Raum nahmen die schweizerischen Güterexporte im ersten Quartal 1992 gemäss Angaben der Oberzolldirektion kräftig zu. Im Vorjahresvergleich stiegen sie nominell um 9,6% und real um 6,7%. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass der März dieses Jahres infolge der Verschiebung der Ostern zwei Arbeitstage mehr zählte als im Vorjahr und die Exporttätigkeit vor Jahresfrist infolge des Golfkrieges ausgesprochen flau war. Kalendertagbereinigt erhöhten sich die Exporte real um 3,3%. Dagegen stagnierten die realen Importe.

Nach Verwendungszweck gegliedert nahmen alle Exportkomponenten zu, wobei die Konsumgüterexporte volumenmässig mit 15,2% wiederum am stärksten stiegen. Besonders kräftig expandierten die Exporte von Uhren sowie von chemischen Produkten. Nur mässig erhöhten sich dagegen die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Investitionsgütern. Mit 18% gingen die Exporte von Metallbearbeitungsmaschinen erneut stark zurück.

Aufgegliedert nach Absatzgebieten nahmen die nominellen Exporte in die EG mit 9,2% deutlich stärker zu als im Vorquartal. Während die Aus-

fuhren nach Deutschland unterdurchschnittlich wuchsen, konnten insbesondere die Lieferungen nach Italien sowie den kleineren EG-Ländern kräftig gesteigert werden. Nur geringfügig (+ 3,8%) erhöhten sich dagegen die Exporte in die EFTA-Länder, wobei insbesondere die Ausfuhren nach Österreich auf dem Vorjahresniveau stagnierten. Ausserhalb der EG nahmen die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten erneut stark zu (+ 13,0%), während nach Japan gleich viel Güter exportiert wurden wie im Vorjahr. Auch die Nachfrage der Entwicklungs- und Schwellenländer, auf die rund 7% der gesamten Ausfuhren entfallen, blieb kräftig (+ 22,0%). Dies gilt vor allem für diejenige aus dem Mittleren Osten, die im vergangenen Jahr infolge des Golfkrieges markant zurückgegangen war. Demgegenüber schrumpften die Ausfuhren nach Osteuropa unvermindert, so dass ihr Anteil an den gesamten Exporten auf 1,6% sank; mit rund 60% bildeten sich die Exporte in die GUS-Staaten überdurchschnittlich stark zurück.

Die noch immer rückläufige Investitionstätigkeit in der Schweiz widerspiegelte sich im ersten Quartal in weiter sinkenden Importen von Investitionsgütern (-6,2%) sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten (-1,6%). Im ersten Quartal lagen die Einfuhren von Baumaterialien und Baubedarfswaren immer noch deutlich unter dem entsprechenden Vorjahresniveau, wenn auch der

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

	1988 <sup>a)</sup>	1989	1990	1991 <sup>b)</sup>	1992 <sup>b)</sup>					
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
<b>Reale Ausfuhr</b>	7,0	5,2	4,5	-1,4	0,8	-3,9	0,2	-1,0	-0,1	6,7
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-	4,3	1,9	-1,2	-0,5	-2,9	2,2	-2,6	-1,0	3,2
Investitionsgüter	-	5,5	5,1	-4,0	1,1	-5,1	-3,1	-3,8	-3,5	2,4
Konsumgüter	-	5,9	6,3	1,4	1,3	-3,7	1,8	3,5	4,5	15,2
Ausfuhrpreise	-	6,4	1,0	2,8	-0,2	1,1	1,3	3,8	4,4	2,8
<b>Reale Einfuhr</b>	5,2	5,3	2,7	-1,4	-3,1	-4,0	-0,3	-1,7	1,0	-0,2
davon: Rohstoffe u. Halbfabr.	-	6,7	1,8	-5,2	-0,5	-4,9	-3,7	-6,1	-6,6	-1,6
Investitionsgüter	-	6,0	3,0	-2,9	-7,3	-5,9	0,0	-5,3	0,1	-6,2
Konsumgüter	-	4,6	2,7	2,7	-1,3	-2,2	3,5	4,5	6,1	3,4
Einfuhrpreise	-	8,5	-0,7	0,1	-1,7	-3,5	-0,3	3,0	1,1	4,1

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

<sup>a)</sup> Schätzungen des Bundesamtes für Konjunkturfragen (BFK). Wegen der Revision der Zollstatistik sind 1988 vorläufig keine vergleichbaren Werte für den Aussenhandel nach Verwendungszweck verfügbar.

<sup>b)</sup> provisorische Werte

Quellen: Eidgenössische Oberzolldirektion, BFK



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

	1989	1990 <sup>a)</sup>	1991 <sup>b)</sup>	1990 <sup>a)</sup>			1991 <sup>b)</sup>			1992 <sup>b)</sup>
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	
<b>Total Einnahmen</b>	<b>153,2</b>	<b>160,8</b>	<b>162,4</b>	<b>39,3</b>	<b>40,1</b>	<b>40,9</b>	<b>40,9</b>	<b>40,6</b>	<b>42,6</b>	
Warenexporte	87,0	91,1	90,9	23,4	21,9	23,1	21,6	24,3	24,0	
Spezialhandel (Index I)	84,3	88,3	87,9	22,7	21,2	22,3	20,9	23,5	23,3	
Übrige Warenexporte <sup>2</sup>	2,7	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	
Dienstleistungsexporte	23,5	24,0	24,8	4,6	6,3	5,9	7,6	5,0	6,9	
Arbeits- und Kapitaleinkommen aus dem Ausland	39,6	42,5	43,4	10,5	11,1	11,0	10,8	10,5	10,8	
Unentgeltliche Übertragungen aus dem Ausland	3,1	3,3	3,4	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	
<b>Total Ausgaben</b>	<b>141,7</b>	<b>148,9</b>	<b>149,6</b>	<b>36,1</b>	<b>35,5</b>	<b>38,7</b>	<b>38,8</b>	<b>36,7</b>	<b>36,2</b>	
Warenimporte	98,7	100,6	98,9	24,7	24,5	25,7	23,8	25,0	24,9	
Spezialhandel (Index I)	95,2	96,6	95,0	23,6	23,5	24,7	22,9	24,0	23,9	
Übrige Warenimporte <sup>2</sup>	3,4	4,0	3,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	
Dienstleistungsimporte	12,4	12,9	13,8	2,5	1,8	3,6	5,7	2,7	2,0	
Arbeits- und Kapitaleinkommen an das Ausland	24,8	28,8	29,8	7,3	7,6	7,6	7,4	7,3	7,3	
Unentgeltliche Übertragungen an das Ausland	5,9	6,5	7,0	1,6	1,6	1,8	1,9	1,7	2,0	
<b>Saldo der Ertragsbilanz</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>12,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>3,9</b>	<b>6,4</b>	

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

<sup>2</sup> inklusive elektrische Energie

a) provisorisch

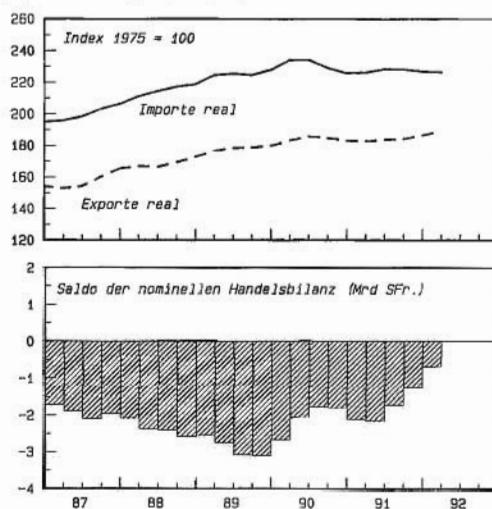
b) vorläufige Schätzung

Quellen: Schweizerische Nationalbank, Eidgenössische Oberzolldirektion und Kommission für Konjunkturfragen

Rückgang etwas weniger stark ausfiel als in den Vorquartalen. Dagegen stiegen die realen Einfuhren von Energieträgern (+16,2%) kräftig, und auch die Importe von Konsumgütern wuchsen. Im ersten Quartal wurden um 10% mehr Personenwagen eingeführt als vor einem Jahr.

Nach Herkunftsgebieten gegliedert, stagnierten die nominellen Einfuhren aus dem EG-Raum, während die Importe aus den Vereinigten Staaten und Japan deutlich stiegen. Die Einfuhren aus Ländern ausserhalb der OECD nahmen dagegen insgesamt ab, da den höheren Importen aus den Entwicklungs- und Schwellenländern markant tiefere Einfuhren aus Osteuropa gegenüberstanden.

Die kräftige Steigerung der nominellen Exporte führte zusammen mit den langsamer expandierenden nominellen Importen zu einem weiteren Rückgang des Handelsbilanzdefizites (Spezialhandel und übriger Warenverkehr). Im ersten Quartal betrug dieses noch 0,9 Mrd. Franken, gegenüber 2,6 Mrd. Franken im entsprechenden Vorjahresquartal. Die Importe erhöhten sich le-

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


<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

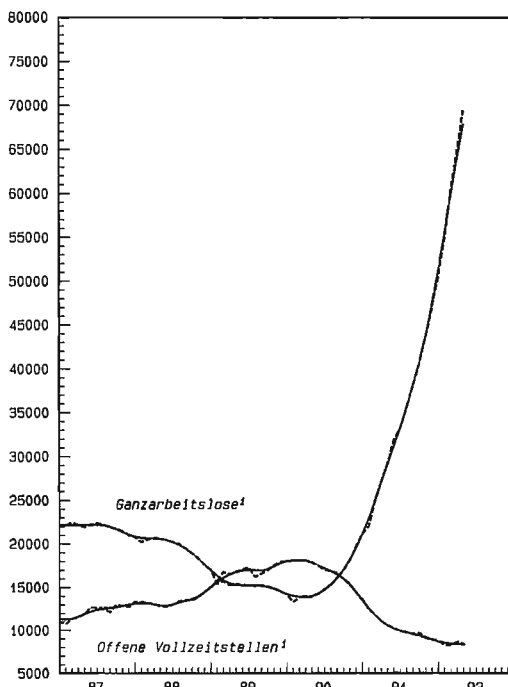
Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion, Bundesamt für Konjunkturfragen (reale Entwicklung ab 1. Quartal 1988)

diglich um 0,4 Mrd. auf 24,9 Mrd. Franken und die Exporte um 2,1 Mrd. auf 24,0 Mrd. Franken. Der traditionelle Überschuss der Dienstleistungsbilanz stieg infolge höherer Kommissionseinnahmen im Bankgeschäft und höherer Fremdenverkehrsexporte um 0,4 Mrd. auf 4,9 Mrd. Franken. Die Zahl der Grenzgänger nahm im Vergleich zum ersten Quartal des Vorjahres um 0,5% ab. Die ans Ausland bezahlten Einkommen stiegen jedoch wegen der höheren Löhne um 0,1 Mrd. auf 2,2 Mrd. Franken. Der Fehlbetrag bei den unentgeltlichen Übertragungen vergrösserte sich von 0,8 Mrd. Franken auf 1,1 Mrd. Franken. Davon entfielen 0,2 Mrd. Franken auf Entschuldungsmassnahmen des Bundes zugunsten der Entwicklungsländer. Der Ertragsbilanzüberschuss erhöhte sich im ersten Quartal auf 6,4 Mrd. gegenüber 4,5 Mrd. im entsprechenden Vorjahresquartal.

### Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung nahm im ersten Quartal 1992 gegenüber der Vorjahresperiode um 1,8% ab (4. Quartal: -0,9%). Besonders ausgeprägt war der Rückgang im Baugewerbe (-4,5%) und in der Industrie (-4,0%). Die Zahl der Beschäftigten im Dienstleistungssektor, die seit 1984 ständig zugenommen hatte, ging ebenfalls zurück (-0,3%). Während die Versicherungsbranche (+ 2,1%) die Beschäftigung erneut ausdehnte, bauten die Banken und Finanzgesellschaften ihren Personal-

**Grafik 12: Arbeitsmarkt**



<sup>1</sup> Saisonbereinigt und geglättet

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

bestand weiter ab (-0,7%). Der Finanzsektor vermochte daher nicht mehr – wie in früheren Jahren –, die von der Industrie freigesetzten Arbeitskräfte zu absorbieren.

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

	1989	1990	1991	1990				1992					
				4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Jan.	Feb.	März	April
Index der Beschäftigten <sup>1</sup>	1,2	1,4	-0,3	1,2	0,4	0,0	-0,6	-0,9	-1,8	-	-	-	-
Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>	0,5	0,5	1,1	0,6	0,9	1,0	1,1	1,5	2,1	2,0	2,1	2,2	2,3
Ganzarbeitslose <sup>3</sup>	15 133	15 980	35 064	19 527	27 521	30 949	35 155	46 634	64 696	60 852	65 212	68 023	71 000
Kurzarbeiter <sup>3</sup>	603	734	20 269	1 473	9 137	21 888	19 222	30 829	41 108	39 085	42 555	41 684	
Offene Vollzeitstellen <sup>3</sup>	17 007	16 711	10 145	14 181	11 600	10 464	9 858	8 658	8 307	7 592	8 212	9 117	8 486

<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

Die Nachfrage nach Saisoniers und Grenzgängern reagierte weiterhin empfindlich auf die Konjunkturabflachung. Im ersten Quartal wurden markant weniger Saisonarbeiter beschäftigt als im Vorjahr, und die Zahl der Grenzgänger lag unter dem Vorjahresniveau.

Die Arbeitslosigkeit nahm erneut stark zu. Die Zahl der Arbeitslosen stieg im ersten Quartal 1992 saisonbereinigt um rund 13 000 auf knapp 60 000. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich damit – saisonbereinigt – auf 1,9%. Die bei den Arbeitsämtern gemeldeten offenen Stellen gingen saisonbereinigt weiter auf durchschnittlich 8400 zurück, wobei in den Monaten Februar und März zum ersten Mal seit Anfang 1990 eine leichte Zunahme registriert werden konnte.

Parallel zur Arbeitslosigkeit stieg die Kurzarbeit. Im ersten Quartal betraf sie 41 108 Arbeitnehmer. Neben den traditionell stark von Kurzarbeit betroffenen Branchen (Maschinen-, Apparate- und Fahrzeugbau sowie Metallindustrie) führte vor allem das Baugewerbe vermehrt Kurzarbeit ein, wobei saisonale Faktoren die Arbeitsmarktsituation im Baugewerbe zusätzlich verschärften.

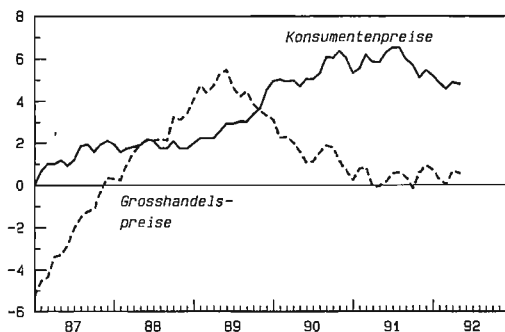
## Preise

Die Teuerung schwächte sich weiter ab. Der Landesindex der Konsumentenpreise lag im ersten Quartal 1992 um 4,8% über dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode, verglichen mit 5,3% im vierten Quartal 1991.

Die Inlandteuerung ging erneut zurück. Der Preisindex der inländischen Güter und Dienstleistungen lag im ersten Quartal 6,0% über dem entsprechenden Vorjahreswert, verglichen mit 6,7% im vierten Quartal 1991. Der immer noch deutliche Preisauftrieb bei den privaten und öffentlichen Dienstleistungen trug wesentlich zur hohen Inlandteuerung bei.

Die Auslandsteuerung verharrte auf tiefem Niveau; im ersten Quartal betrug sie 1,4%, während sie in der Vorperiode bei 1,5% gelegen hatte. Wie bereits im Vorquartal wirkten sich die Heizölpreise, die um rund 17% unter dem Vorjahresniveau lagen, dämpfend auf die Auslandsteuerung aus.

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



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

Quelle: Bundesamt für Statistik

Im April betrug die Jahresteuerung 4,8%. Vor allem bei den Nahrungsmitteln liess der Preisauftrieb deutlich nach. Auch der dringliche Bundesbeschluss vom Dezember 1991, der die Spitaltaxen einer einjährigen Kostenbremse unterstellte, wirkte sich mässigend auf die Teuerung aus. Im Mai ging die Teuerung weiter auf 4,2% zurück.

Der Grosshandelspreisindex lag im ersten Quartal mit 0,3% nur geringfügig über dem Vorjahresniveau (4. Quartal: 0,8%). Die Preise für Rohstoffe und Halbfabrikate (-0,3%) sowie für Energieträger und Hilfsstoffe (-2,0%) gingen zurück. Die Preise für Konsumgüter verteuerten sich hingegen innert Jahresfrist um 2,2%. Nach Herkunft der Produkte gegliedert, sanken die Preise für Importwaren um 1,3%, während jene für im Inland produzierte Güter und Dienstleistungen um 0,9% stiegen.

## 2. Der monetäre Bereich

### Geldpolitik und Geldmengenaggregate

Die Nationalbank strebt weiterhin ein mittelfristiges Wachstumsziel für die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge von jährlich 1% an. Dabei nimmt sie auch auf andere Faktoren, insbesondere die Wechselkursentwicklung, Rücksicht. Für das erste Quartal hatte die Nationalbank eine Zunahme der saisonbereinigten Notenbankgeld-

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

	Notenumlauf <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	Giroguthaben <sup>1</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>	NBGM <sup>1,3</sup>	Saisonfaktoren	SBNBGM <sup>1,4</sup>	Veränderung in % <sup>2</sup>
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
1991	26 442	2,2	2 832	-11,2	29 274	1,001	29 247	1,4
1991 2. Q.	26 199	2,2	2 961	-1,0	29 161	0,996	29 268	1,4
3. Q.	26 231	3,0	2 671	-12,3	28 884	0,987	29 254	1,4
4. Q.	26 864	2,2	2 634	-11,2	29 498	1,010	29 217	1,4
1992 1. Q.	26 624	0,5	2 538	-17,0	29 162	1,001	29 142	-0,4 <sup>P</sup>
1991 Okt.	26 180	2,8	2 641	-8,7	28 821	0,985	29 260	1,9
Nov.	26 315	2,5	2 553	-13,1	28 868	0,988	29 219	1,3
Dez.	28 096	1,2	2 709	-11,9	30 805	1,056	29 171	1,0
1992 Jan.	27 077	0,6	2 529	-20,3	29 606	1,015 <sup>P</sup>	29 168 <sup>P</sup>	-0,5 <sup>P</sup>
Febr.	26 329	0,5	2 495	-16,7	28 824	0,990 <sup>P</sup>	29 115 <sup>P</sup>	-0,4 <sup>P</sup>
März	26 466	0,4	2 591	-14,1	29 057	0,997 <sup>P</sup>	29 144 <sup>P</sup>	-0,2 <sup>P</sup>
April	26 521	1,2	2 505	-16,4	29 026	0,993 <sup>P</sup>	29 231 <sup>P</sup>	-0,1 <sup>P</sup>
Mai	26 306	0,3	2 570	-14,2	28 876	0,990 <sup>P</sup>	29 168 <sup>P</sup>	-0,7 <sup>P</sup>

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

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

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

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

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

<sup>P</sup> provisorisch

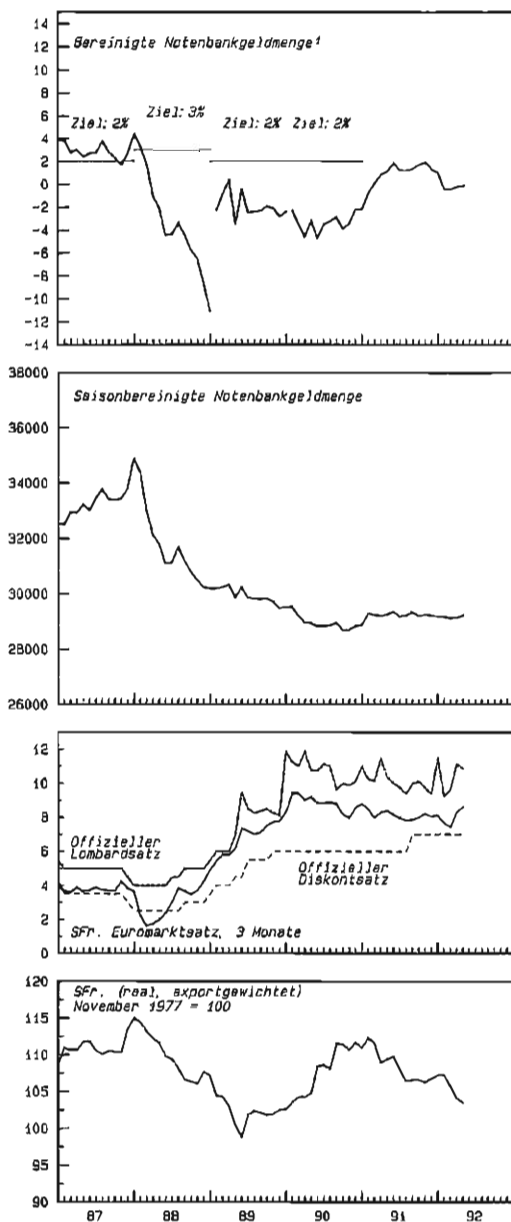
menge von 29,2 Mrd. Franken im vierten Quartal 1991 auf 29,5 Mrd. Franken im ersten Quartal 1992 prognostiziert. Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge fiel jedoch um 0,4% auf 29,14 Mrd. Franken, so dass die Prognose deutlich unterschritten wurde. Im April stieg die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge wieder leicht und erreichte ungefähr den Stand des vierten Quartals 1991.

Diese Entwicklung war auf die unerwartet geringe Zunahme des Notenumlaufs und die Schwächeneigung des Schweizer Frankens am Devisenmarkt zurückzuführen. Die Nationalbank hielt – wie schon im zweiten Halbjahr 1991 – an ihrem restriktiven Kurs fest, und die inländischen Zinssätze bewegten sich weiter auf einem hohen Niveau. Dies bremste zum Teil das Wachstum des Notenumlaufs, der im ersten Quartal sein Vorjahresniveau nur noch um 0,5% übertraf, verglichen mit 2,2% in der Vorperiode. Die Giroguthaben gingen ebenfalls leicht zurück und betrugen im

ersten Quartal 1992 2537 Mio. Franken, gegenüber 2634 Mio. Franken in der Vorperiode.

Obwohl die Nationalbank die Giroguthaben tendenziell leicht verringerte, sanken die inländischen Zinssätze Ende Januar und Anfang Februar deutlich. Diese Entwicklung widerspiegelte Erwartungen der Marktteilnehmer auf eine Verringerung der inländischen Zinssätze als Folge des Teuerungsrückgangs in der Schweiz. Da sich die Zinsdifferenz zu Deutschland ausweitete, verlor der Schweizer Franken erneut an Wert. Die inländischen Zinssätze begannen daraufhin wieder zu steigen. Anfang März intervenierte die Nationalbank am Devisenmarkt, indem sie Franken gegen Dollar und D-Mark kaufte. Sie reagierte damit auf die rasche Frankenabschwächung. Die inländischen Zinssätze erhöhten sich in der Folge weiter, obwohl die Nationalbank die Giroguthaben nicht wesentlich veränderte. Diese lagen im April und Mai ungefähr auf dem gleichen Niveau wie im ersten Quartal 1992. Die Nationalbank interve-

Grafik 14: Schweiz



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

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

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>
1987	7,5	9,8	9,5
1988	14,4	7,8	9,8
1989	-5,5	20,0	6,2
1990	-4,2	13,3	2,4
1991	1,7	3,2	3,4
1991 2. Q. <sup>2</sup>	2,4	4,1	3,8
3. Q. <sup>2</sup>	2,7	2,4	3,5
4. Q. <sup>2</sup>	0,6	0,7	3,3
1992 1. Q. <sup>2</sup>	1,3	-0,4	3,0
1991 Sept. <sup>2</sup>	1,0	0,4	2,6
Okt. <sup>2</sup>	1,6	1,4	3,4
Nov. <sup>2</sup>	1,1	0,4	3,1
Dez. <sup>2</sup>	-1,0	0,3	3,3
1992 Jan. <sup>2</sup>	0,7	-0,8	2,8
Feb. <sup>2</sup>	1,4	-0,2	3,3
März <sup>2</sup>	1,8	-0,2	2,9
April <sup>2</sup>	1,7	2,0	3,9

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

<sup>2</sup> provisorisch

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

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

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

nierte im ersten Quartal mit Devisenverkäufen im Wert von insgesamt 1,7 Mrd. Franken.

Die Nationalbank erwartet, dass die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im zweiten Quartal 1992 mit durchschnittlich 29,1 Mrd. Franken auf dem Niveau der Vorperiode verharren wird. Im April und Mai lag dieses Aggregat leicht über dem prognostizierten Wert.

Die Entwicklung der breiter abgegrenzten Geldmengenaggregate wurde im ersten Quartal massgeblich vom starken Rückgang der kurzfristigen Zinssätze beeinflusst, der um die Jahreswende einsetzte und bis Mitte Februar anhielt.

ten 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

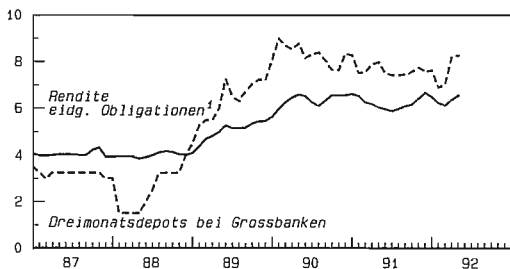
Die Geldmenge  $M_1$ , deren schwaches Wachstum Ende 1991 praktisch zum Stillstand gekommen war, nahm im ersten Quartal 1992 wieder zu und übertraf ihren Stand vor Jahresfrist um 1,3%. Die zuvor rückläufigen Sichteinlagen wurden ausgeweitet und kamen 1,4% über ihr Vorjahresniveau zu liegen (4. Quartal 1991: -0,2%). Der Bargeldumlauf nahm weiterhin nur langsam zu, überstieg seinen Wert im Vorjahresquartal mit 1,1% aber immer noch deutlich (4. Quartal 1991: 2,1%).

Die Termineinlagen wurden durch die zunächst nachgebenden Geldmarktsätze stark beeinflusst. Die Umlagerungen in andere Anlageformen bewirkten einen deutlichen Rückgang der Termingelder, obschon die kurzfristigen Zinssätze im März wieder markant stiegen. Die Termineinlagen nahmen gegenüber der Vorjahresperiode um 1,3% ab; im vierten Quartal 1991 hatten sie noch leicht zugenommen (+0,8%). Der Rückgang der Termineinlagen liess auch die Geldmenge  $M_2$  über Jahresfrist um 0,4% schrumpfen. Bei Spareinlagen, deren Verzinsung sich gegenüber dem Vorquartal kaum veränderte, waren weiterhin Umschichtungen zu verzeichnen. Sie nahmen gegenüber dem ersten Quartal 1991 um 7,3% zu. Mit diesem kräftigen Anstieg lag die Geldmenge  $M_3$  erneut um rund 3% höher als vor Jahresfrist.

### Geldmarkt

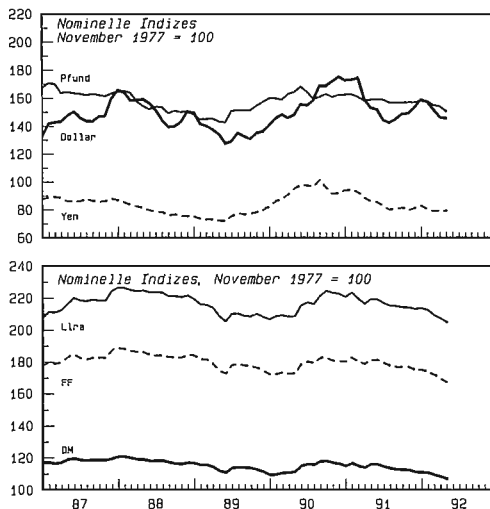
Nach dem Rückgang, der kurz nach Jahresbeginn eingesetzt hatte, zogen die Geldmarktsätze ge-

**Grafik 15: Zinssatzentwicklung**



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

**Grafik 16: Frankenkurse in wichtigen Fremdwährungen**



gen Ende Februar wieder kräftig an und erhöhten sich bis Mai noch weiter. Zwischen Januar und April stieg der durchschnittliche Satz für Tagesgeld um 1,2 Prozentpunkte auf 8,4% und derjenige für dreimonatige Einlagen am Eurofrankenmarkt um 1,1 Prozentpunkte auf 8,5%. Die Grossbanken erhöhten im gleichen Zeitraum die Vergütungen für dreimonatige Festgelddepots von 7,0 auf 8,2%. Der entsprechende Renditeanstieg der eidgenössischen Geldmarktbuchforderungen mit einer Laufzeit von ebenfalls drei Monaten betrug 1,1 Prozentpunkte.

Am Eurogeldmarkt lag im ersten Quartal der Satz für dreimonatige D-Mark-Depots um durchschnittlich 1,7 Prozentpunkte höher als der entsprechende Frankensatz. Im Vorquartal hatte die Differenz 1,2 Prozentpunkte betragen; in den Monaten April und Mai schrumpfte sie wieder auf rund 1 Prozentpunkt. Dagegen übertraf der Dreimonatssatz auf Frankenanlagen denjenigen auf Dollaranlagen um 3,7 Prozentpunkte, gegenüber 3,2 Prozentpunkte im vierten Quartal 1991.

### Devisenmarkt

Der Schweizer Franken schwächte sich zwischen Februar und April gegenüber allen wichtigen Wäh-

rungen mit Ausnahme des japanischen Yen weiter ab. Im April stabilisierte sich der Wechselkurs gegenüber dem Dollar, blieb aber gegenüber den EWS-Währungen weiterhin unter Druck. Der Abwertungstrend verstärkte sich Anfang März, nachdem die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen D-Mark- und Frankenanlagen im Februar vorübergehend auf über zwei Prozent angestiegen war. Nachdem die Nationalbank am Devisenmarkt interveniert hatte, fiel der Kurs der D-Mark vorübergehend auf unter 91 Rappen. Anfang Mai lag der Kurs bei rund 92 Rappen. Insgesamt verkaufte die Nationalbank im ersten Quartal des Jahres 730 Mio. D-Mark und 685 Mio. US-Dollar gegen Schweizer Franken.

Der exportgewichtete nominale Wechselkursindex des Schweizer Frankens lag im ersten Quartal 1992 um 6,4% tiefer als vor Jahresfrist (4. Quartal 1991: -6,1%). Die entsprechende Veränderung des realen Wechselkursindex betrug -5,2% (-3,9%). Am stärksten schwächte sich der reale Franken mit 9,1% gegenüber dem Dollar und mit 12,4% gegenüber dem Yen ab. Im Verhältnis zu den EWS-Währungen variierte der Rückgang zwischen 6,0% gegenüber der italienischen Lira und 3,1% gegenüber dem britischen Pfund.

### **Kapitalmarkt**

Aufgrund der bis Mitte Februar deutlich rückläufigen Geldmarktsätze herrschte in den ersten zwei Monaten des Jahres am Kapitalmarkt eine gute Stimmung. Die Emission von Obligationen und Aktien zog kräftig an, und an den Sekundärmärkten stiegen die Kurse. Anfang März schlug jedoch, bedingt durch den starken Anstieg der Geldmarktsätze, die Stimmung um. Bis Anfang Mai stiegen die Obligationenrenditen wieder auf – zum Teil sogar über – das Niveau, das zu Jahresbeginn geherrscht hatte.

Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen lag Ende April mit 6,6% rund einen viertel Prozentpunkt höher als Anfang Jahr. In den ersten vier Monaten betrug die Rendite im Mittel 6,4% gegenüber 6,6% im vierten Quartal 1991. Sie verblieb damit weiterhin um rund 1,6 Prozentpunkte unter dem Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt.

Die Zinssätze auf den neu ausgegebenen Kassenobligationen der Kantonalbanken gingen im Laufe des ersten Quartals um einen viertel Prozentpunkt auf 6,6% zurück, zogen aber bis Anfang Mai wieder auf 6,8% an. Die Aktivzinssätze der Kantonalbanken auf alten ersten Hypotheken blieben in den ersten fünf Monaten des Jahres bei knapp 6,9%, während die entsprechenden Sätze auf Neuhypotheken bei 7,8% verharrten. Die Passivsätze auf den Spareinlagen der Kantonalbanken lagen weiterhin bei 5,1%.

Die Emission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im ersten Quartal 1992 einen Gesamtbetrag von 14,6 Mrd. Franken. Damit lag das Ergebnis nur rund 2% höher als im ersten Quartal 1991. Die Neubeauftragung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten stieg über Jahresfrist um 54% auf 8,2 Mrd. Franken. Nach Abzug der Rückzahlungen ergab sich eine inländische Nettoemission von 4,8 Mrd. Franken verglichen mit 3,4 Mrd. Franken ein Jahr zuvor.

### **Kapitalexport**

Im ersten Quartal 1992 bewilligte die Nationalbank Kapitalexportgeschäfte in Höhe von insgesamt 9,4 Mrd. Franken. Die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch ausländische Schuldner lag um 13% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Während die bewilligungspflichtigen Kredite um 16% sanken, nahmen die Anleihen um 12% ab. Der Kapitalexport hat sich damit bereits während dreier Quartale zurückgebildet.

Die Emission gewöhnlicher Anleihen (Straights) erhöhte sich in den ersten Wochen von 1992 zunächst markant. Gegen Ende Februar liess jedoch die Nachfrage in diesem Segment vor allem infolge des deutlichen Wiederanstiegs der Zinssätze sukzessive nach. Im Quartalsdurchschnitt lagen die Straight-Anleihen um 34% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Dank der wieder lebhafteren Kapitalnachfrage seitens japanischer Schuldner erholten sich im März indessen die eigenkapitalbezogenen Anleihen. Innerhalb dieser Kategorie verschob sich dabei das Verhältnis zugunsten der Wandelanleihen, die zum er-

sten Mal seit vier Quartalen wieder ein höheres Volumen aufwies als die Optionsanleihen. Während die Wandelanleihen von 0,3 Mrd. im ersten Quartal 1991 auf 1,4 Mrd. Franken stiegen, erhöhten sich die Optionsanleihen von 0,7 Mrd. auf 1,0 Mrd. Franken. Der Anteil der gewöhnlichen Anleihen am Emissionstotal sank damit auf 65%, nachdem er vor einem Jahr noch 87% betragen hatte. Der Anteil der Privatplatzierungen, die hauptsächlich eigenkapitalbezogene Anleihen umfassen, betrug 63%, gegenüber 55% im entsprechenden Vorjahresquartal.

Die Industrieländer beanspruchten 95% der bewilligungspflichtigen Kapitalexportgeschäfte, gegenüber 87% im Vorjahr. Der Anteil Japans erhöhte sich von 11% vor Jahresfrist auf 26%, während derjenige der europäischen Länder unverändert bei rund 50% blieb und der Anteil Nordamerikas sich von 23% auf 18% zurückbildete. Auf die übrigen Regionen entfielen 6%, gegenüber 16% im Vorjahr. Der Anteil der internationalen Entwicklungsorganisationen am Emissionstotal belief sich auf 6% (1. Quartal 1991: 8%).

### **Bankbilanzen und Kredite**

Das Wachstum der Bankbilanzen hat sich in den letzten Monaten deutlich abgeflacht. Die Bilanzsumme der 65 als Stichprobe dienenden Banken lag Ende März 1992 nur noch 3% über dem Vorjahresniveau, was einem realen Rückgang von rund 2% entspricht. Dies ist die tiefste nominelle Jahresveränderungsrate seit dem Zweiten Weltkrieg. Bereinigt von saisonalen Einflüssen sank die

Bilanzsumme in den Monaten Februar und März sogar leicht. Die Banken konnten in den letzten Monaten die netto vergebenen Kredite wieder mit den ihnen zufließenden Publikumsgeldern refinanzieren.

Der Anteil der Nettofinanzanlagen an der Bilanzsumme, der 1988 noch bei 18% gelegen hatte, sank im ersten Quartal 1992 auf ein Rekordtief von 7%. Der Rückgang dieser Anlagen (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere plus Wertschriften) betrug Ende März 1992 gegenüber dem Vorjahr rund 24%. Auch saisonbereinigt nahmen die Finanzanlagen allein im März stark ab. Die Banken bauten die liquiden Mittel erneut ab (-8%). Die 65 Banken waren Ende März 1992 mit 24 Mrd. bel andern Banken stärker als im Vorjahr verschuldet (Ende März 1991: 750 Mio.). Die Wertschriften – die über 90% der Finanzanlagen ausmachen – nahmen dagegen im Vorjahresvergleich um 24% zu. Der Rückgang der Nettofinanzanlagen ist demzufolge zu einem grossen Teil erneut auf den stark negativen Interbanksaldo zurückzuführen.

Das flau Bankgeschäft widerspiegelt sich seit Jahresbeginn auch in der Stagnation der Kredite. Die Kredite lagen Ende März 1992 noch 7% über dem Vorjahresniveau. Ein vergleichbar tiefes Wachstum wiesen die Kredite letztmals im Februar 1987 auf. Hauptstütze des – allerdings tiefen – Kreditwachstums waren dabei mit einer Jahresveränderungsrate von 13% erneut die an ausländische Schuldner vergebenen Kredite, die Ende des ersten Quartals 22% des Kredittotals ausmachten. Die Kredite an inländische Schuld-

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

	Anleihen <sup>1</sup>	Finanzkredite	Exportkredite	Total
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
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1991 1. Q.	7 862,6	2 801,4	108,9	10 772,9
2. Q.	8 665,7	3 454,6	139,0	12 259,3
3. Q.	7 770,1	1 799,2	420,2	9 989,5
4. Q.	5 817,5	3 460,5	161,4	9 439,4
1992 1. Q.	6 904,7	2 363,8	86,2	9 354,7

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



rungen mit Ausnahme des japanischen Yen weiter ab. Im April stabilisierte sich der Wechselkurs gegenüber dem Dollar, blieb aber gegenüber den EWS-Währungen weiterhin unter Druck. Der Abwertungstrend verstärkte sich Anfang März, nachdem die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen D-Mark- und Frankenanlagen im Februar vorübergehend auf über zwei Prozent angestiegen war. Nachdem die Nationalbank am Devisenmarkt interveniert hatte, fiel der Kurs der D-Mark vorübergehend auf unter 91 Rappen. Anfang Mai lag der Kurs bei rund 92 Rappen. Insgesamt verkaufte die Nationalbank im ersten Quartal des Jahres 730 Mio. D-Mark und 685 Mio. US-Dollar gegen Schweizer Franken.

Der exportgewichtete nominale Wechselkursindex des Schweizer Frankens lag im ersten Quartal 1992 um 6,4% tiefer als vor Jahresfrist (4. Quartal 1991: -6,1%). Die entsprechende Veränderung des realen Wechselkursindex betrug -5,2% (-3,9%). Am stärksten schwächte sich der reale Franken mit 9,1% gegenüber dem Dollar und mit 12,4% gegenüber dem Yen ab. Im Verhältnis zu den EWS-Währungen variierte der Rückgang zwischen 6,0% gegenüber der italienischen Lira und 3,1% gegenüber dem britischen Pfund.

### **Kapitalmarkt**

Aufgrund der bis Mitte Februar deutlich rückläufigen Geldmarktsätze herrschte in den ersten zwei Monaten des Jahres am Kapitalmarkt eine gute Stimmung. Die Emission von Obligationen und Aktien zog kräftig an, und an den Sekundärmärkten stiegen die Kurse. Anfang März schlug jedoch, bedingt durch den starken Anstieg der Geldmarktsätze, die Stimmung um. Bis Anfang Mai stiegen die Obligationenrenditen wieder auf – zum Teil sogar über – das Niveau, das zu Jahresbeginn geherrscht hatte.

Die Durchschnittsrendite der eidgenössischen Obligationen lag Ende April mit 6,6% rund einen viertel Prozentpunkt höher als Anfang Jahr. In den ersten vier Monaten betrug die Rendite im Mittel 6,4% gegenüber 6,6% im vierten Quartal 1991. Sie verblieb damit weiterhin um rund 1,6 Prozentpunkte unter dem Dreimonatssatz am Eurofrankenmarkt.

Die Zinssätze auf den neu ausgegebenen Kasensobligationen der Kantonalbanken gingen im Laufe des ersten Quartals um einen viertel Prozentpunkt auf 6,6% zurück, zogen aber bis Anfang Mai wieder auf 6,8% an. Die Aktivzinssätze der Kantonalbanken auf alten ersten Hypotheken blieben in den ersten fünf Monaten des Jahres bei knapp 6,9%, während die entsprechenden Sätze auf Neuhypotheken bei 7,8% verharrten. Die Passivsätze auf den Spareinlagen der Kantonalbanken lagen weiterhin bei 5,1%.

Die Emission von Obligationen und Aktien am schweizerischen Kapitalmarkt erreichte im ersten Quartal 1992 einen Gesamtbetrag von 14,6 Mrd. Franken. Damit lag das Ergebnis nur rund 2% höher als im ersten Quartal 1991. Die Neubeauftragung des Kapitalmarktes durch inländische Emittenten stieg über Jahresfrist um 54% auf 8,2 Mrd. Franken. Nach Abzug der Rückzahlungen ergab sich eine inländische Nettoemission von 4,8 Mrd. Franken verglichen mit 3,4 Mrd. Franken ein Jahr zuvor.

### **Kapitalexport**

Im ersten Quartal 1992 bewilligte die Nationalbank Kapitalexportgeschäfte in Höhe von insgesamt 9,4 Mrd. Franken. Die Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch ausländische Schuldner lag um 13% unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Während die bewilligungspflichtigen Kredite um 16% sanken, nahmen die Anleihen um 12% ab. Der Kapitalexport hat sich damit bereits während dreier Quartale zurückgebildet.

Die Emission gewöhnlicher Anleihen (Straights) erhöhte sich in den ersten Wochen von 1992 zunächst markant. Gegen Ende Februar liess jedoch die Nachfrage in diesem Segment vor allem infolge des deutlichen Wiederanstiegs der Zinssätze sukzessive nach. Im Quartalsdurchschnitt lagen die Straight-Anleihen um 34% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Dank der wieder lebhafteren Kapitalnachfrage seitens japanischer Schuldner erholten sich im März indessen die eigenkapitalbezogenen Anleihen. Innerhalb dieser Kategorie verschob sich dabei das Verhältnis zugunsten der Wandelanleihen, die zum er-

sten Mal seit vier Quartalen wieder ein höheres Volumen aufwies als die Optionsanleihen. Während die Wandelanleihen von 0,3 Mrd. im ersten Quartal 1991 auf 1,4 Mrd. Franken stiegen, erhöhten sich die Optionsanleihen von 0,7 Mrd. auf 1,0 Mrd. Franken. Der Anteil der gewöhnlichen Anleihen am Emissionstotal sank damit auf 65%, nachdem er vor einem Jahr noch 87% betragen hatte. Der Anteil der Privatplazierungen, die hauptsächlich eigenkapitalbezogene Anleihen umfassen, betrug 63%, gegenüber 55% im entsprechenden Vorjahresquartal.

Die Industrieländer beanspruchten 95% der bewilligungspflichtigen Kapitalexportgeschäfte, gegenüber 87% im Vorjahr. Der Anteil Japans erhöhte sich von 11% vor Jahresfrist auf 26%, während derjenige der europäischen Länder unverändert bei rund 50% blieb und der Anteil Nordamerikas sich von 23% auf 18% zurückbildete. Auf die übrigen Regionen entfielen 6%, gegenüber 16% im Vorjahr. Der Anteil der internationalen Entwicklungsorganisationen am Emissionstotal belief sich auf 6% (1. Quartal 1991: 8%).

### **Bankbilanzen und Kredite**

Das Wachstum der Bankbilanzen hat sich in den letzten Monaten deutlich abgeflacht. Die Bilanzsumme der 65 als Stichprobe dienenden Banken lag Ende März 1992 nur noch 3% über dem Vorjahresniveau, was einem realen Rückgang von rund 2% entspricht. Dies ist die tiefste nominelle Jahresveränderungsrate seit dem Zweiten Weltkrieg. Bereinigt von saisonalen Einflüssen sank die

Bilanzsumme in den Monaten Februar und März sogar leicht. Die Banken konnten in den letzten Monaten die netto vergebenen Kredite wieder mit den ihnen zufließenden Publikumsgeldern refinanzieren.

Der Anteil der Nettofinanzanlagen an der Bilanzsumme, der 1988 noch bei 18% gelegen hatte, sank im ersten Quartal 1992 auf ein Rekordtief von 7%. Der Rückgang dieser Anlagen (liquide Mittel, Saldo im Interbankgeschäft, Wechsel und Geldmarktpapiere plus Wertschriften) betrug Ende März 1992 gegenüber dem Vorjahr rund 24%. Auch saisonbereinigt nahmen die Finanzanlagen allein im März stark ab. Die Banken bauten die liquiden Mittel erneut ab (-8%). Die 65 Banken waren Ende März 1992 mit 24 Mrd. bei andern Banken stärker als im Vorjahr verschuldet (Ende März 1991: 750 Mio.). Die Wertschriften – die über 90% der Finanzanlagen ausmachen – nahmen dagegen im Vorjahresvergleich um 24% zu. Der Rückgang der Nettofinanzanlagen ist demzufolge zu einem grossen Teil erneut auf den stark negativen Interbanksaldo zurückzuführen.

Das flau Bankgeschäft widerspiegelt sich seit Jahresbeginn auch in der Stagnation der Kredite. Die Kredite lagen Ende März 1992 noch 7% über dem Vorjahresniveau. Ein vergleichbar tiefes Wachstum wiesen die Kredite letztmals im Februar 1987 auf. Hauptstütze des – allerdings tiefen – Kreditwachstums waren dabei mit einer Jahresveränderungsrate von 13% erneut die an ausländische Schuldner vergebenen Kredite, die Ende des ersten Quartals 22% des Kredittotals ausmachten. Die Kredite an inländische Schuld-

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

	Anleihen <sup>1</sup>	Finanzkredite	Exportkredite	Total
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
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1991 1. Q.	7 862,6	2 801,4	108,9	10 772,9
2. Q.	8 665,7	3 454,6	139,0	12 259,3
3. Q.	7 770,1	1 799,2	420,2	9 989,5
4. Q.	5 817,5	3 460,5	161,4	9 439,4
1992 1. Q.	6 904,7	2 363,8	86,2	9 354,7

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

ner nahmen binnen Jahresfrist nur noch um knapp 6% zu. Die Debitoren stiegen um 4% und die Hypotheken um 6% an. Die offenen Limiten der Baukredite sanken zwischen Ende März 1991 und Ende März 1992 um 18%. Die von den Banken bewilligten Baukredite betrugen rund 7% weniger, und die Benützung der Baukredite lag um 4% höher als vor Jahresfrist.

Auch die Jahresveränderungsrate der Publikumsfelder lag mit gut 3% sehr tief. Saisonbereinigt sanken die Publikumsfelder im März sogar leicht. Die Kreditoren auf Sicht und Zeit stagnier-

ten. Die Kassenobligationen lagen um 3% höher als vor Jahresfrist, und von den Komponenten der Publikumsfelder nahmen nur die Spar- und Depositenhefte mit einer nominalen Wachstumsrate von 6% und die Obligationen mit einer solchen von 5% auch bei realer Betrachtung leicht zu. Im März sanken die Spargelder jedoch saisonbereinigt um 0,2%.

Im Ausserbilanzgeschäft verharrte das Treuhandgeschäft auf dem Vorjahresniveau. Das Total der von den 65 Banken entgegengenommenen Treuhandfelder sank um knapp 1%.



# Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 5 juin 1992\*

## A. Aperçu

### 1. Etranger

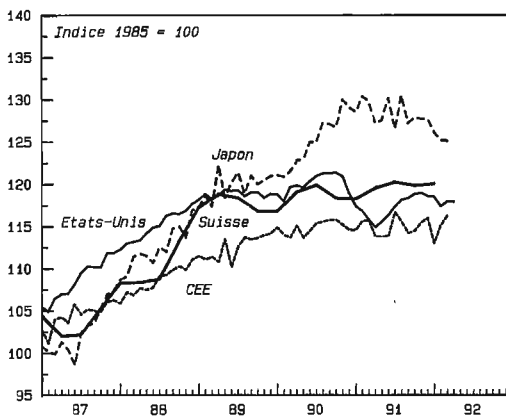
#### Evolution de la conjoncture

Grâce à la reprise de la conjoncture aux Etats-Unis, la situation économique s'est améliorée, au premier trimestre de 1992, dans la zone de l'OCDE. Le produit intérieur brut réel des Etats-Unis, qui avait stagné au dernier trimestre de 1991, a renoué avec la croissance; les principales impulsions sont venues de la construction de logements et de la consommation privée, qui ont été toutes deux stimulées par la forte baisse des taux d'intérêt. Par contre, l'évolution est restée plutôt faible dans la plupart des pays européens. Après avoir perdu une grande partie de sa vigueur au second semestre de 1991, l'activité économique s'est de nouveau accélérée quelque peu en Allemagne occidentale, mais il ne faut pas escompter davantage qu'une faible croissance cette année. La conjoncture a marqué une légère reprise en France également, alors qu'elle a continué à se détériorer en Italie. La production a stagné à un bas niveau au Royaume-Uni, et un ralentissement de l'activité économique a été observé au Japon.

Selon les indicateurs avancés de l'OCDE, la conjoncture devrait poursuivre son redressement aux Etats-Unis pendant les prochains mois. Toutefois, la croissance restera probablement modeste en Europe et au Japon. L'OCDE estime que le produit intérieur brut réel des Etats membres augmentera de 1,8% en 1992; en décembre 1991, elle tablait encore sur une progression d'un peu plus de 2%.

Dans la plupart des pays de l'OCDE, le nombre des chômeurs s'est encore accru entre décembre

#### Graphique 1: Production industrielle



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

et mars. Le taux moyen de chômage a par conséquent augmenté, passant de 7,1% à 7,2%. Un an auparavant, il était de 6,5%. Depuis décembre 1991, le chômage s'est aggravé aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France, mais est resté stable en Allemagne de l'Ouest et au Japon.

La hausse des prix a été modérée, au premier trimestre également. En moyenne de la zone de l'OCDE (sans la Turquie), le taux annuel de renchérissement a fléchi de 3,7% à 3,5%, entre décembre 1991 et mars 1992. Le renchérissement s'établissait à 4,8% en moyenne des pays de la CE, alors qu'il était de 3,2% aux Etats-Unis et de 2% au Japon.

#### Politique économique

Après avoir fait baisser les taux d'intérêt au dernier trimestre de 1991, les autorités monétaires américaines ont maintenu inchangée leur politique pendant les mois de janvier à mars 1992. Etant donné la lente progression de la masse monétaire  $M_2$ , elles ont cependant ramené le taux des fonds fédéraux de 4% à 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% au début

\* Le rapport, achevé à la mi-mai, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de février et d'avril 1992

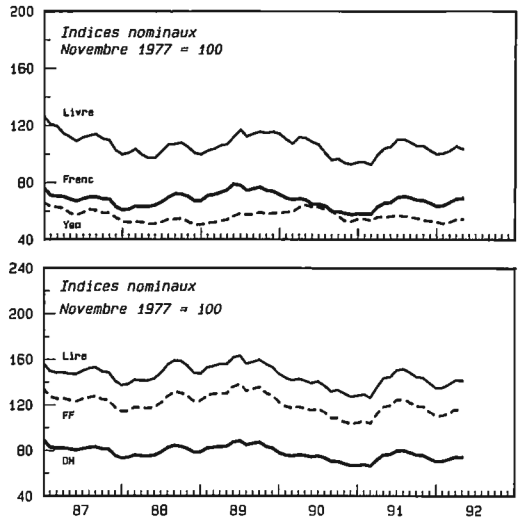
d'avril. Peu auparavant, la Banque du Japon avait réduit son taux de l'escompte de 4½ à 3¾% pour tenir compte du très net affaiblissement de la conjoncture et de la stagnation de la masse monétaire. De son côté, la Banque fédérale d'Allemagne a poursuivi sa politique restrictive, vu la rapide croissance de l'agrégat monétaire de référence et l'accélération de la hausse des prix. La plupart des autres pays participant au Système monétaire européen (SME) – la France, le Royaume-Uni et l'Italie en particulier – ont eux aussi maintenu, au premier trimestre, le caractère restrictif de leur politique monétaire pour éviter un effritement de leur monnaie au sein du mécanisme de change. Profitant d'un raffermissement de la livre sterling, la Banque d'Angleterre a réduit son taux d'intervention sur le marché monétaire au début de mai. Les autorités monétaires françaises ont elles aussi mis à profit la fermeté de leur monnaie pour abaisser, à la mi-mai, le taux des réserves minimales sur les dépôts à vue.

Plusieurs pays ont prévu d'adopter des mesures de politique budgétaire pour soutenir la conjoncture. Le gouvernement japonais veut augmenter les dépenses publiques d'investissements et le gouvernement britannique a prévu essentiellement des allègements fiscaux pour les ménages et les petites entreprises. Le déficit budgétaire britannique, dont la croissance avait déjà largement dépassé les prévisions lors du dernier exercice, enregistrera ainsi une nouvelle et substantielle expansion. En France, l'excédent de dépenses prévu pour 1992 sera supérieur de 50% au chiffre figurant dans le budget initial. L'Allemagne relèvera la TVA au début de 1993 et envisage d'introduire simultanément des allègements dans le domaine de l'impôt sur le revenu.

### Marchés des changes

Le dollar des Etats-Unis a continué, en février et en mars, à se raffermir vis-à-vis de toutes les monnaies importantes. Jusqu'au début de mai, il a enregistré une hausse d'environ 3% face aux monnaies du SME et de 7% par rapport au yen japonais. En Suisse, son cours a passé à environ 1,53, ce qui donne une revalorisation d'un peu plus de 6%. Cette fermeté du dollar s'explique principalement par les perspectives économi-

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



ques relativement favorables aux Etats-Unis. Quant au yen japonais, il est resté faible, à cause surtout du ralentissement de la croissance économique et de la forte baisse des cours à la bourse de Tokyo.

Des tensions sont apparues au sein du SME en février et en mars. La livre sterling a perdu du terrain face à la peseta espagnole notamment. Alors que celle-ci était stimulée par des taux d'intérêt élevés, la livre subissait les répercussions de l'incertitude qui régnait au sujet du résultat des élections législatives. Une fois les résultats connus, la monnaie britannique s'est redressée, ce qui a atténué les tensions au sein du SME. Les autres monnaies participant au SME n'ont pas enregistré de grands changements.

Le 6 avril, le Portugal a adhéré au mécanisme de change du SME. Le cours-pivot a été fixé à 178,735 escudos pour un Ecu. Comme il correspond à la parité que l'escudo avait déjà dans le SME, aucun autre cours-pivot n'a été modifié. Comme la peseta espagnole et la livre sterling, l'escudo bénéficie de la marge de fluctuation élargie qui est de +/-6%. A l'exception de la Grèce, tous les pays de la Communauté participent maintenant au mécanisme de change du SME.

## **Endettement international et coopération monétaire**

À fin avril, les Conseils des gouverneurs du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale ont approuvé l'adhésion de quatorze républiques de l'ancienne Union soviétique aux institutions de Bretton Woods; la demande de l'Azerbaïdjan était toujours à l'examen en mai. Depuis le début de 1992, la Russie met sur pied, avec le FMI, un vaste programme de réformes économiques. Elle sera sans doute la première république de la CEI à recevoir une aide à la balance des paiements du FMI, probablement au milieu de l'année. Les sept principaux pays industrialisés – le Groupe des Sept – ont annoncé, au début d'avril, un programme d'aide à la Russie, programme qui sera soutenu par les institutions financières internationales. Pour l'essentiel, il porte sur un crédit d'aide à la balance des paiements de 18 milliards de dollars et sur la création d'un fonds de stabilisation du rouble de 6 milliards de dollars. Pour financer le fonds de stabilisation, il est prévu que le FMI puisse recourir aux Accords généraux d'emprunt (AGE). La Banque nationale suisse participe, à raison de 6%, à cette ligne de crédit qui a été ouverte en faveur du FMI par les onze principaux pays industrialisés, le Groupe des Dix. Plusieurs questions – conditions à remplir pour recevoir l'aide, champ d'application et modalités techniques du fonds de stabilisation – sont encore à régler.

Après avoir obtenu, en janvier, un crédit stand-by du FMI, le Brésil a pu conclure un accord de rééchelonnement avec le Club de Paris. Cet accord porte sur des engagements totalisant 24 milliards de dollars. À fin mars, l'Argentine a reçu un prêt de 2,15 milliards de DTS dans le cadre du mécanisme élargi de crédit du FMI. Bénéficiant des mêmes conditions que le Brésil, elle peut utiliser le quart de cette somme pour réduire son endettement. Ces deux pays mènent en ce moment des négociations avec les banques commerciales. Une fois réglée la question du paiement des intérêts dus par l'Argentine, le comité des banques créancières a accepté une proposition de rééchelonnement pour 23 milliards de dollars de dettes, avec un abandon de 35% des créances. Si le Brésil parvient lui aussi à conclure un accord semblable, deux autres grands pays latino-américains –

après le Mexique et le Venezuela – bénéficieront d'allègements de dette dans le cadre du plan Brady.

En Suisse, l'adhésion aux institutions de Bretton Woods a été acceptée, le 17 mai, en votation populaire. Le 29 mai, la Suisse a signé, à Washington, les traités instituant le FMI et la Banque mondiale. L'adhésion a ainsi pris effet.

## **2. Suisse**

Au premier trimestre de 1992, l'économie suisse n'est pas sortie du creux de la vague. Le produit intérieur brut réel a diminué de 0,6% par rapport à son niveau de la même période de 1991. Les exportations de biens et de services ainsi que la consommation privée ont joué un rôle stimulant, alors que les investissements ont continué à fléchir.

Le renchérissement a poursuivi son repli. Son taux annuel a passé de 5,3% au quatrième trimestre de 1991 à 4,8% le trimestre suivant. Le renchérissement d'origine interne a marqué un nouveau ralentissement, et l'inflation importée est restée inchangée à son bas niveau. Le rythme annuel de la hausse des prix s'inscrivait à 4,8% en avril et à 4,2% en mai.

Un nouveau recul de l'emploi a été observé au premier trimestre. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs a encore augmenté, et celui des places vacantes, diminué. Le chômage partiel s'est lui aussi accru.

Les instituts de recherches conjoncturelles prévoient une reprise de l'économie suisse au second semestre de 1992. Ils tablent sur des impulsions venant surtout du commerce extérieur. Selon l'enquête effectuée en mars par le Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, les entreprises suisses s'attendent à un accroissement des entrées de commandes et à une hausse de la production au cours des prochains mois. Grâce à la forte expansion des ventes à l'étranger au premier trimestre, l'industrie d'exportation notamment peut envisager le proche avenir avec un certain optimisme. On ne constate pas encore de reprise dans la construction. Au premier trimestre,

les entrées de commandes y étaient inférieures à leur niveau de la même période de 1991. Dans le domaine des crédits de construction, les limites non utilisées ont diminué. Ce recul est dû au repli de 7% que les limites ouvertes ont enregistré entre fin mars 1991 et le mois correspondant de 1992. Au total, les crédits à la clientèle suisse ont progressé d'à peine 6% seulement pendant la même période.

En moyenne, la monnaie centrale dessaisonnalisée s'établissait à 29 142 millions de francs au premier trimestre. Elle a légèrement diminué d'un trimestre à l'autre. Mais son niveau était nettement inférieur au montant de 29 500 millions de francs que la Banque nationale avait prévu. L'écart est dû en partie à la croissance étonnamment faible des billets en circulation. Pendant les mois de mars à mai, la Banque nationale a tenu compte également de l'évolution des cours de change. Elle est intervenue sur le marché des changes, au début de mars, pour freiner la dépréciation rapide du franc. Pour le deuxième trimestre, l'institut d'émission table sur un volume moyen de monnaie centrale dessaisonnalisée de 29 100 millions de francs; l'agrégat s'inscrivait à 29 231 millions en avril et à 29 168 millions de francs en mai.

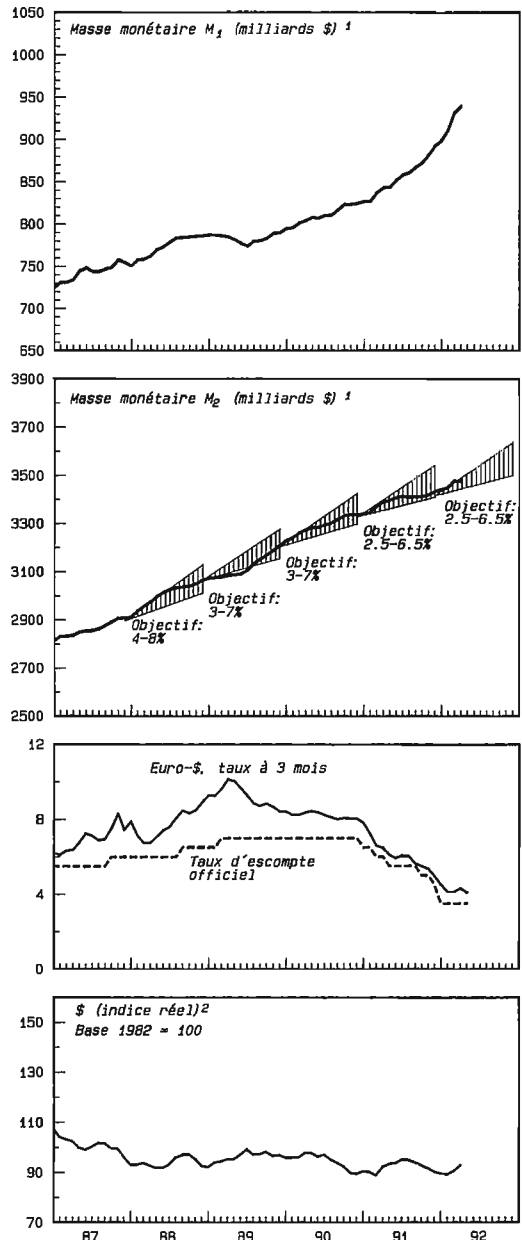
Après avoir marqué un repli au début de l'année, les taux d'intérêt à court terme ont de nouveau augmenté en mars et en avril. Les rendements des titres à long terme ont suivi un mouvement analogue. L'indice du cours réel du franc, pondéré par le commerce extérieur, a fléchi d'un trimestre à l'autre. En moyenne des trois premiers mois de l'année, il était inférieur de 5,2 à son niveau de la période correspondante de 1991; son recul était de 3,9% au quatrième trimestre de 1991.

## B. Evolution économique dans les principaux pays industrialisés

### Etats-Unis

Les signes d'une reprise de la conjoncture se sont multipliés aux Etats-Unis. Au premier trimestre de 1992, le produit intérieur brut a progressé de 2,4% en taux annualisé. Il dépassait

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)



ainsi de 1,5% le niveau observé un an auparavant, après avoir diminué de 0,7% en 1991.

D'un trimestre à l'autre, la consommation privée s'est accrue de 5,4% en taux annualisé et a ainsi joué un rôle prépondérant dans la reprise. Les dépenses pour des biens de consommation durables ont progressé de 18,4%. Celles qui ont été consacrées à l'ameublement ont fortement augmenté, mais les ventes de voitures ont continué à stagner. La croissance vigoureuse des dépenses de consommation ne doit cependant pas être surestimée. Elle s'explique en partie par les transferts exceptionnels et les remboursements anticipés d'impôts dont les ménages ont bénéficié au premier trimestre. Pour le troisième trimestre consécutif, la construction de logements a sensiblement augmenté (+ 8,4%). Par contre, les investissements des entreprises ont légèrement reculé. Les importations et les exportations ont elles aussi diminué quelque peu. Dans l'ensemble, la demande s'est raffermie. Elle n'a toutefois pas entraîné une expansion correspondante de la production, les entreprises ayant fortement diminué leurs stocks.

La production industrielle a baissé de 0,8% d'un trimestre à l'autre, mais augmenté de 1,3% par rapport au niveau observé un an auparavant. Le taux d'utilisation des capacités de production a fléchi, passant de 79,2% au quatrième trimestre de 1991 à 78% le trimestre suivant. L'emploi a quelque peu diminué et n'a plus dépassé que de 0,2% son niveau du premier trimestre de 1991. Le taux de chômage a augmenté de 7% à 7,2%. L'indice composite des indicateurs avancés et l'indice de confiance des consommateurs se sont toutefois tellement améliorés au cours des quatre premiers mois de 1992 qu'on peut s'attendre à ce que la reprise économique continue sur sa lancée.

Le déficit de la balance commerciale américaine a continué à reculer. Il s'établissait à 15,1 milliards de dollars au premier trimestre (9,6 milliards pour janvier et février), contre 16,5 milliards la période précédente. En valeur, les exportations ont nettement progressé, en dépit d'un affaiblissement de la conjoncture en Europe occidentale et au Japon. Tant la valeur extérieure très basse du dollar, en termes réels, que l'amélioration de la situa-

tion économique du Mexique et d'autres pays latino-américains les ont soutenues. Quant aux importations, elles n'ont augmenté que modérément en valeur.

Le renchérissement a continué à se replier au premier trimestre. Les prix à la consommation dépassaient de 2,9% (de 3,0% au quatrième trimestre de 1991) le niveau observé un an auparavant. Ce faible taux annuel de renchérissement s'explique en partie par un effet de base, effet qui avait déjà été observé le trimestre précédent; à la suite de la guerre du Golfe, les prix pétroliers avaient marqué une forte hausse. Calculé sans les produits alimentaires et l'énergie, le rythme de la hausse des prix a fléchi à 3,9%. Il a passé au-dessous de la barre des 4% pour la première fois depuis 1987.

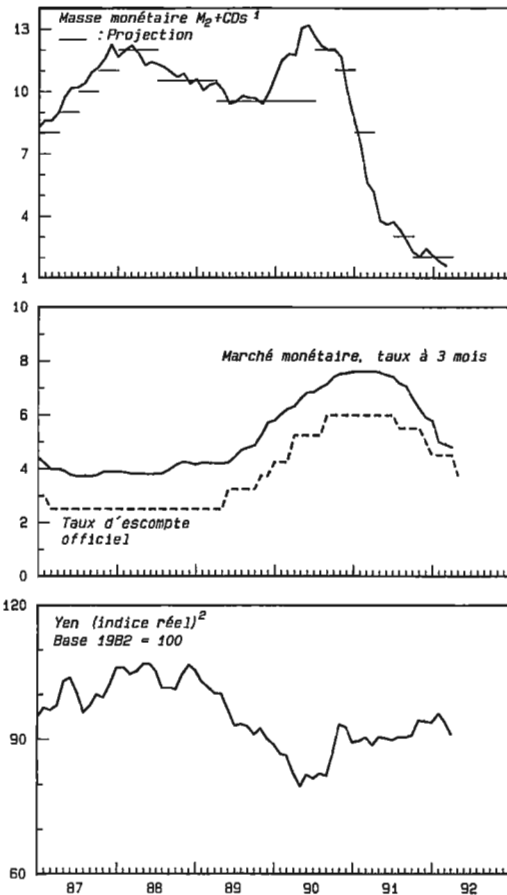
Les autorités monétaires américaines n'ont pas modifié leur politique au cours du premier trimestre. Le 10 avril, elles ont réduit le taux des fonds fédéraux de 4% à 3,75% pour tenir compte essentiellement de la faible croissance de la masse monétaire  $M_2$  qui est l'indicateur principal. Après une vigoureuse expansion au début du trimestre, cet agrégat évoluait, à fin mars, à la limite inférieure de son corridor de croissance de 2,5 à 6,5%. Les taux à long terme, qui étaient descendus au-dessous de 7,5% au début du mois de janvier, se sont nettement redressés au cours du premier trimestre pour atteindre plus de 8%.

## Japon

Les signes d'un net repli de la conjoncture ont été perceptibles au Japon. Déclenché par la politique monétaire restrictive des deux dernières années, ce repli a été accentué par la baisse des cours des actions et des prix immobiliers. Du troisième au quatrième trimestre, le produit national brut réel et la consommation privée n'ont pas varié. La construction de logements s'est contractée de 5%, mais les investissements des entreprises n'ont fléchi que de 0,6%. En revanche, les dépenses publiques et les exportations ont stimulé la conjoncture.

Le premier trimestre de 1992 a été marqué par un affaiblissement considérable de la conjoncture.

**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)

La production industrielle a fléchi de 1,6% d'un trimestre à l'autre et de 4,3% par rapport à son niveau des trois premiers mois de 1991. Les entreprises ont réduit leur production étant donné le manque de vigueur de la demande finale et l'augmentation des stocks. Des enquêtes démontrent qu'elles ont revu à la baisse les investissements prévus pour cette année, et que ceux-ci pourraient être nettement inférieurs à ce qui avait été enregistré en 1991. La consommation privée tend elle aussi à faiblir, et la propension à consommer a continué à régresser. Tous les indicateurs con-

joncturels avancés signalent une détérioration de la situation économique.

Sur le marché du travail, le refroidissement de la conjoncture s'est traduit par un nouveau recul des places vacantes. Au premier trimestre, le rapport entre le nombre de demandeurs d'emploi et les places vacantes a marqué une nouvelle détérioration. Cependant, l'emploi dépassait encore de 1,8% son niveau de la période correspondante de l'année précédente, et le taux de chômage s'est maintenu à 2,1%.

L'affaiblissement de la demande intérieure a influé sur les importations qui n'ont augmenté que légèrement en valeur. Les exportations ont cependant progressé vigoureusement. L'excédent de la balance courante s'est encore accru pour atteindre 27,4 milliards de dollars au premier trimestre, contre 24,1 milliards au cours des trois derniers mois de 1991.

Mesuré à l'indice des prix à la consommation, le renchérissement a faibli. Son taux annuel a passé de 2,8% au quatrième trimestre de 1991 à 1,9% le trimestre suivant. Les négociations salariales du printemps ont débouché sur des adaptations de 4 à 4,5%, contre 5,6% l'année précédente. Ce relèvement des salaires ne devrait pas engendrer de gros risques inflationnistes dans un proche avenir.

Le 30 mars, le gouvernement a pris une série de mesures pour relancer l'économie. Son plan prévoit notamment d'accélérer des dépenses relatives à des travaux d'infrastructure et d'augmenter les investissements d'entreprises qui, dans les secteurs des télécommunications et de l'électricité, sont sous le contrôle de l'Etat. En outre, la «Japan Development Bank» et d'autres établissements financiers soutenus par l'Etat accorderont des crédits pour financer des investissements à des conditions plus favorables que celles du marché.

Etant donné le net tassement de la conjoncture et la faible progression de l'agrégat monétaire de référence, la banque centrale japonaise a continué à assouplir sa politique. Entre décembre 1991 et avril 1992, elle a fait diminuer le taux de l'argent au jour le jour de 6,25% à 4,7%. De plus, le 31

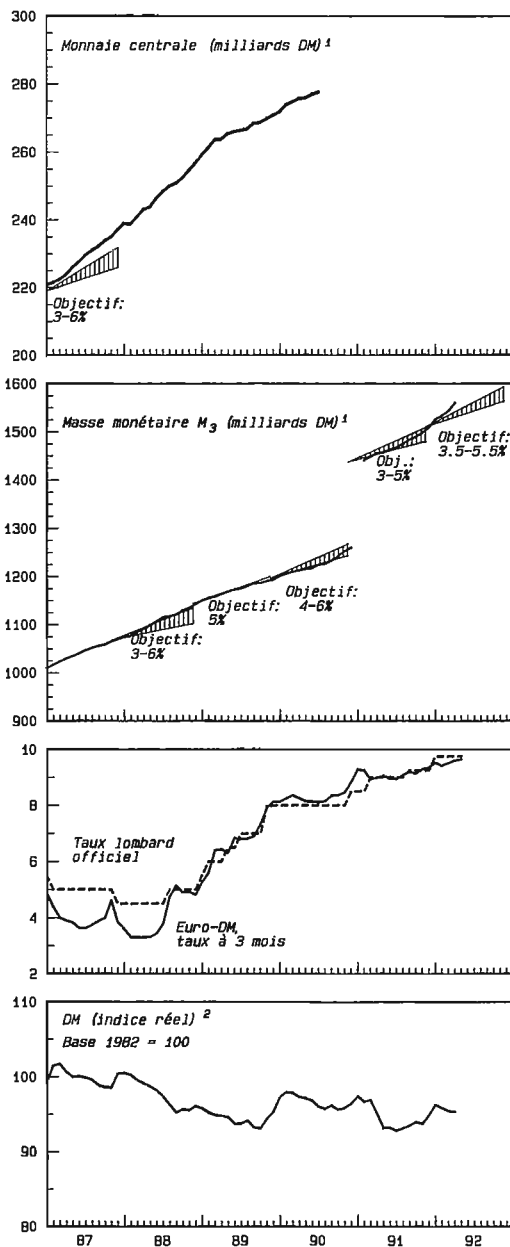
mars, elle a ramené de 4,5% à 3,75% son taux de l'escompte. La masse monétaire  $M_2 + CD$  ne dépassait plus que de 1,8% son niveau du premier trimestre de 1991 (2,2% au quatrième trimestre). Il s'agit là du taux de croissance le plus bas jamais enregistré par cet agrégat. La Banque du Japon a fixé à 2% la projection pour la croissance de  $M_2 + CD$  au deuxième trimestre.

Au cours du premier trimestre, le marché des actions a eu tendance à s'affaiblir. A la fin mars, l'indice Nikkei Dow Jones a cassé le seuil psychologique des 20 000 points et est tombé en quelques jours à moins de 17 000 points, soit à un niveau qui n'avait plus été observé depuis 1986. Par rapport à son niveau record de fin 1989, il a chuté de 55%. Cette chute a eu deux conséquences importantes pour l'économie japonaise. En effet, les entreprises doivent faire face à une augmentation considérable du coût de leurs fonds propres, alors qu'elles avaient pu émettre dans les années quatre-vingt, à des conditions très avantageuses, des actions et des emprunts assortis de droits de conversion ou d'option. L'effondrement des cours a diminué également les réserves latentes de nombreuses banques. Celles-ci auront des difficultés à respecter les prescriptions sur les fonds propres qui ont été adoptées sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux.

## Allemagne

En données corrigées des variations saisonnières, le produit national brut réel de l'Allemagne de l'Ouest a diminué de 0,5% du troisième au quatrième trimestre de 1991; il avait déjà reculé de 0,4% les trois mois précédents. Par rapport à la période correspondante de 1990, sa progression a faibli, passant de 2% au troisième trimestre à 0,9% le trimestre suivant. D'un trimestre à l'autre, les investissements – biens d'équipement et constructions – ont sensiblement fléchi, mais la consommation – tant privée que publique – a augmenté légèrement. Les exportations, dont la hausse avait été considérable au trimestre précédent, ont stagné. Quant aux importations, elles ne se sont accrues que faiblement, du fait de l'affaiblissement de la demande intérieure.

Graphique 5: Allemagne



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

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

Au premier trimestre de 1992, les perspectives conjoncturelles se sont améliorées. En données dessaisonnalisées, la production industrielle a nettement augmenté par rapport au trimestre précédent. Les entrées de commandes – notamment dans l'industrie des biens d'équipement – ont elles aussi considérablement progressé. La demande a bénéficié d'impulsions venant aussi bien de la clientèle allemande que de l'étranger. Globalement, les entrées de commandes ont atteint, en volume, un niveau dépassant légèrement celui, très élevé, du début de 1991; la demande vigoureuse en provenance de l'Allemagne de l'Est explique en grande partie ce bon résultat. Après avoir reculé au cours des trois derniers mois de 1991, le chiffre d'affaires du commerce de détail s'est de nouveau accru, en données corrigées des variations saisonnières, au premier trimestre de 1992. En outre, les ventes d'ameublement et de voitures ont enregistré une hausse particulièrement forte.

Au premier trimestre, l'emploi dans la partie occidentale de l'Allemagne dépassait de 1,4% son niveau de la période correspondante de l'année précédente. Le taux de chômage s'inscrivait à 6,2%, contre 6,3% au quatrième trimestre de 1991. Le nombre de personnes touchées par le chômage partiel a doublé en un an.

Le renchérissement s'est accéléré en Allemagne occidentale. Son taux annuel a passé de 3,9% au quatrième trimestre à 4,4% le trimestre suivant, puis à 4,6% en avril. L'affaiblissement du mark a fait monter les prix à l'importation. En outre, dans le domaine des prix pétroliers, l'effet de base du printemps 1991 a disparu.

En Allemagne de l'Est, l'économie a continué à évoluer de manière inégale. Au quatrième trimestre de 1991, la production industrielle a stagné, mais les entrées de commandes et les chiffres d'affaires ont augmenté légèrement par rapport au trimestre précédent. La construction a bénéficié d'un plus grand nombre de commandes, grâce essentiellement au secteur public et à l'industrie. Par contre, plusieurs branches de l'industrie, autrefois importantes, sont restées confrontées à de graves problèmes d'adaptation. Mais la situation s'est encore améliorée dans le commerce, les transports et les services.

La protection contre les licenciements ayant pris fin en décembre 1991, le taux de chômage en Allemagne de l'Est a fortement augmenté en janvier. Il atteignait 15,7% au premier trimestre, contre 11,8% au trimestre précédent. Le nombre des personnes bénéficiant des mesures prises par l'Etat pour promouvoir l'emploi et celui des mises à la retraite anticipée ont également progressé.

L'indice est-allemand des prix à la consommation a nettement augmenté à cause du relèvement des prix des services, des taxes et des tarifs des transports. Le taux annuel d'inflation atteignait 15,6% au premier trimestre.

La balance commerciale, calculée pour l'ensemble du territoire allemand et dessaisonnée, a enregistré un solde actif de 5,5 milliards de marks au premier trimestre de 1992, contre 11,8 milliards au trimestre précédent. Les importations se sont accrues de 2,9%, mais les exportations ont diminué de 1%. Le déficit de la balance courante a passé de 6,9 milliards à 12,1 milliards de marks.

A la mi-avril, les cinq grands instituts de recherches conjoncturelles ont publié leurs estimations pour 1992. Ils prévoient une croissance du produit national brut réel de 1% à l'Ouest (1991: 3,1%) et de 10% à l'Est (1991: - 30%). Par rapport à l'année précédente, l'inflation devrait être plus élevée dans la partie occidentale et un peu plus faible dans la partie orientale. Le chômage continuera à s'accroître, en particulier dans l'ex-RDA.

A l'issue de débats animés, le Parlement a voté, à la mi-février, plusieurs lois fiscales. Entre autres, la taxe sur la valeur ajoutée sera relevée de 14% à 15% à partir de janvier 1993; pendant deux ans, les nouveaux Länder seront les bénéficiaires de ces recettes supplémentaires. En outre, des allègements de l'impôt sur le revenu et les premières étapes d'une réforme de l'imposition des entreprises sont prévues.

Au début de 1992, la Banque fédérale d'Allemagne a été confrontée à une économie en stagnation et à une forte expansion de la masse monétaire. La masse monétaire  $M_3$  – pour laquelle la banque centrale allemande a fixé un corridor de croissance de 3,5 à 5,5% – a progressé fortement. Après correction des variations sai-

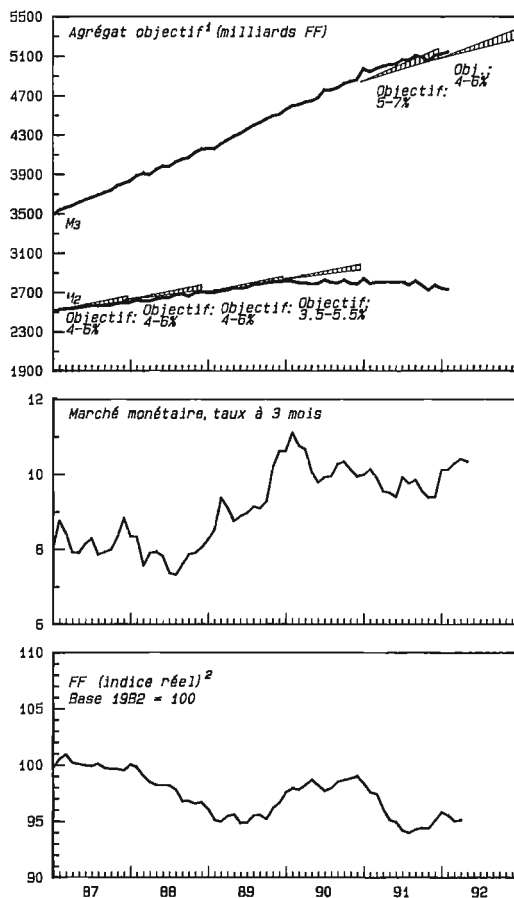
sonnières, elle s'est accrue de 9,1% en taux annualisé. Cette évolution reflète la forte hausse des crédits, en grande partie subventionnés par l'Etat, que les banques ont accordés à des entreprises et à des particuliers. De plus, les premiers accords salariaux ont porté sur des adaptations plus généreuses que prévu. Pour ces diverses raisons, la Banque fédérale d'Allemagne a continué à mener une politique monétaire restrictive. Les taux officiels de l'escompte et des avances sur nantissement sont restés inchangés à respectivement 8% et 9,75%. Les rémunérations à court terme ont augmenté légèrement. Le taux appliqué aux prises en pension de titres a passé de 9,25% en décembre à 9,7% au début de mai. Le taux de l'argent au jour le jour s'inscrivait à 9,6% en moyenne du mois de mars, contre 9,2% en décembre. En revanche, le rendement des titres à revenu fixe a diminué quelque peu sur le marché des capitaux. De 8,7% en moyenne au quatrième trimestre, il a fléchi à 8,2%.

## France

Par rapport aux trois mois précédents, le produit intérieur brut réel de la France est resté inchangé au quatrième trimestre, après avoir progressé de 0,8% au troisième trimestre. La consommation privée a été un peu plus vigoureuse, et la consommation publique a continué à n'augmenter que faiblement. Par contre, les investissements ont marqué un recul. Au total, la demande intérieure a fléchi de 0,3% d'un trimestre à l'autre. Les exportations, qui s'étaient nettement accrues au troisième trimestre, ont stagné, alors que les importations ont fortement reculé.

Après un repli au quatrième trimestre, la production de l'industrie manufacturière a repris le chemin de la croissance au cours des trois premiers mois de 1992. Par rapport au premier trimestre de 1991, elle a progressé de 1,8%, grâce notamment aux secteurs de l'automobile et des appareils ménagers. Les impulsions sont venues en premier lieu de l'étranger, la demande intérieure étant restée relativement faible. Selon les indicateurs avancés, la conjoncture devrait s'accélérer un peu. Les entrées de commandes et les perspectives de production se sont améliorées, mais les stocks sont toujours jugés trop élevés. En janvier et en février, l'indicateur avancé de l'OCDE

Graphique 6: France



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

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

était à la hausse, pour la première fois depuis cinq mois.

Sur le marché du travail, la situation s'est encore détériorée. Le nombre des chômeurs, qui avait déjà fortement augmenté en 1991, s'est encore accru au premier trimestre de 1992. Le taux de chômage a passé de 9,8% en décembre à 9,9% en mars. Etant donné l'augmentation massive du chômage de longue durée, le gouvernement a annoncé pour l'automne des mesures en vue d'améliorer la situation dans ce domaine.

Le taux annuel moyen de renchérissement s'est inscrit à 3% au premier trimestre, contre 2,9% au trimestre précédent. Le recul des prix des produits énergétiques importés a contribué à modérer le renchérissement.

La balance commerciale française a dégagé un excédent de 5,3 milliards de francs français au premier trimestre; elle avait enregistré un solde actif de 1,8 milliard au quatrième trimestre de 1991, mais un déficit de 14,3 milliards pour les trois premiers mois de 1991. Ce bon résultat doit être attribué à la faible croissance des importations, d'une part, et à l'expansion vigoureuse des exportations, constituées en partie de livraisons très importantes d'avions, d'autre part. En données corrigées des variations saisonnières, la balance courante s'est soldée par un excédent de 1,3 milliard de francs pour les deux premiers mois de l'année, contre un déficit de 14,9 milliards pour la période correspondante de 1991.

Les comptes de l'Etat pour 1991 se sont soldés par un déficit de 131,7 milliards de francs français, ce qui correspond à 1,9% du produit intérieur brut. L'excédent de dépenses est supérieur au montant inscrit au budget de 1991 et au déficit de 1990, lequel était de 93,1 milliards de francs. Son augmentation est due principalement à l'évolution de la conjoncture qui a influé sur les recettes. Etant donné les tendances conjoncturelles, le gouvernement français a révisé à la hausse le déficit prévu pour l'exercice en cours. Au lieu de 92 milliards, ce déficit atteindra 135 milliards de francs, soit un montant légèrement supérieur à celui de 1991.

Après avoir relevé les taux d'intérêt en novembre et en décembre pour soutenir le franc, la Banque de France a maintenu, au premier trimestre, à 9,6% le taux des appels d'offres et à 10,5% celui des prises en pension. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois (TIOP), qui s'était nettement redressé au quatrième trimestre, s'est stabilisé à 10,1%. Par contre, le rendement des emprunts d'Etat à long terme a passé de 8,5% en janvier à 8,7%, en mars. Vu le raffermissement du franc français en mai, la Banque de France a assoupli sa politique monétaire; le 16 mai, elle a ramené de 4,1% à 1% le taux des réserves obligatoires sur les dépôts à vue. Cette mesure a incité

plusieurs banques commerciales à réduire leur taux de base de 10,35% à 9,85%.

En 1991, la masse monétaire  $M_3$  a augmenté de 4,2%, soit à un rythme inférieur au corridor de croissance de 5 à 7% qui avait été choisi comme objectif. Pour 1992, les autorités monétaires françaises ont fixé un objectif de croissance monétaire de 4 à 6%. L'expansion rapide de  $M_3$  au cours des deux premiers mois de 1992 a pris fin en mars. Ce mois-là,  $M_3$  dépassait de 5,5%, en taux annualisé, son niveau du quatrième trimestre de 1991.

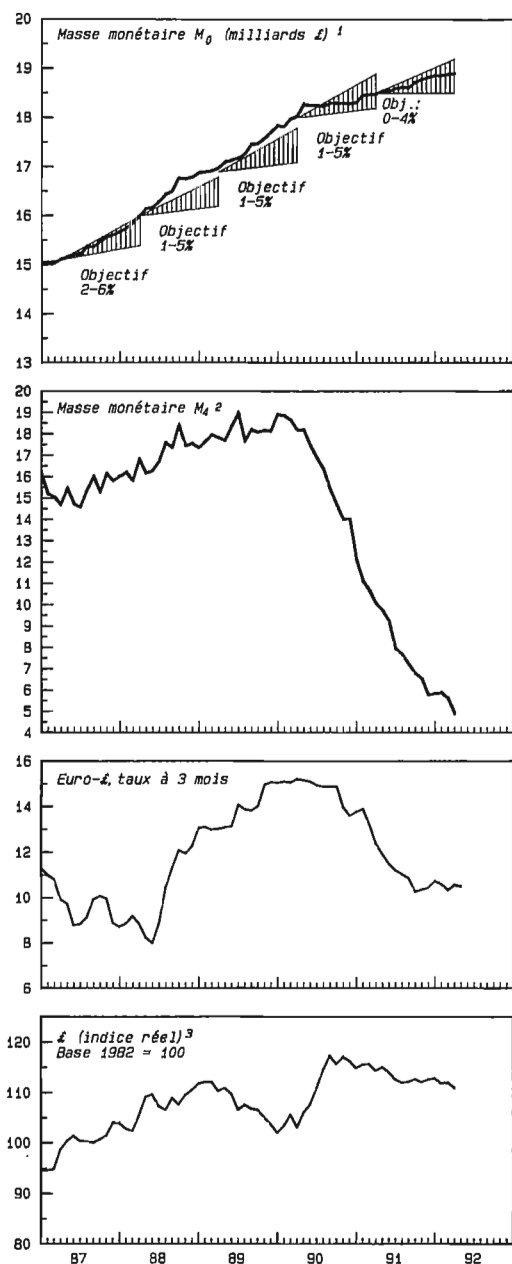
### *Royaume-Uni*

Dans la seconde moitié de 1991, la conjoncture a cessé de se détériorer au Royaume-Uni. Après une légère hausse au troisième trimestre, le produit intérieur brut réel a stagné au quatrième trimestre. Les dépenses de consommation – Etat et secteur privé – ont progressé faiblement. Les investissements en biens d'équipement ont eux aussi augmenté, mais la construction a continué à fléchir. Comme à la période précédente, les exportations et les importations se sont peu accrues. Ainsi, le produit intérieur brut a diminué de 1,2% par rapport au quatrième trimestre de 1990. Il avait reculé de 2% au troisième trimestre.

Sur le plan économique, les perspectives ne se sont que peu améliorées au cours des trois premiers mois de 1992. La production industrielle, qui avait reculé de 5,2% en 1991, n'a plus diminué. Le volume des ventes de détail a été un peu plus élevé que pendant la même période de l'année précédente. La demande a été stimulée notamment par des ventes de soldes que le commerce de détail a mises à profit pour réduire des stocks excessifs. En revanche, les ventes de voitures neuves ont continué à fléchir en comparaison annuelle. Les enquêtes les plus récentes signalent que les entrées de commandes sont toujours faibles, mais marquent une légère tendance à la hausse.

Le taux de chômage s'inscrivait à 9,4% en mars, contre 9% en décembre 1991. Il avait atteint son niveau le plus bas, soit 5,6%, en avril 1990. De-

## Graphique 7: Royaume-Uni



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

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

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

puis, plus d'un million de postes de travail ont été supprimés.

Au premier trimestre, le renchérissement a diminué moins rapidement; son taux annuel - 4,1% en moyenne - n'était guère inférieur à celui des trois derniers mois de 1991. Abstraction faite des taux hypothécaires, le taux d'inflation a marqué un léger repli pour s'établir à 5,6%.

La stagnation des exportations et la très forte progression des importations ont creusé le déficit de la balance commerciale. D'un trimestre à l'autre, ce déficit a passé de 3 milliards de livres à 2,6 milliards, et celui de la balance courante, de 0,6 milliard à 2,1 milliards. En dépit de son accroissement, le solde passif de la balance courante était encore légèrement inférieur au niveau observé un an auparavant.

Au début du mois de mars, le Chancelier de l'Echiquier a présenté la seconde partie du budget de l'exercice qui prendra fin en mars 1993. Cette partie, qui porte sur les recettes de l'Etat, contient toute une série de mesures propres à relancer la conjoncture, en particulier des allègements fiscaux pour les revenus modestes et les petites entreprises. La forte hausse des dépenses et la stagnation des recettes vont alourdir le déficit budgétaire qui, en dépit de quelque 8 milliards de livres provenant de privatisations, devrait se chiffrer à 28,1 milliards de livres, soit à 4,5% du produit intérieur brut. Au cours du dernier exercice, le déficit avait été de 13,8 milliards de livres, montant très supérieur à ce qui figurait au budget.

La livre sterling, encore faible les deux premiers mois de 1992, s'est raffermie après la victoire du parti conservateur aux élections législatives d'avril. La Banque d'Angleterre, qui n'avait pas dévié de sa politique d'austérité, a profité de ce rétablissement pour réduire son taux d'intervention d'un demi-point au début du mois de mai. Peu après, les banques commerciales ont ramené à 10% leur taux de base, soit le taux qu'elles appliquent à leurs débiteurs de premier ordre. Sur le marché des euro-livres, la rémunération des dépôts à trois mois n'a que faiblement diminué, passant de 10,7% en décembre à 10,6% en avril.

Au premier trimestre, la masse monétaire  $M_0$  dépassait de 2,2% son niveau de la période correspondante de 1991. Un taux de 2,8% avait été enregistré le trimestre précédent. Le corridor de croissance de cet agrégat avait été fixé entre 0 et 4% pour la période allant d'avril 1991 à mars 1992. La progression de la masse monétaire  $M_4$  a marqué elle aussi un ralentissement, puisqu'elle s'inscrivait à 5,9%, contre 6% au quatrième trimestre de 1991.

### Italie

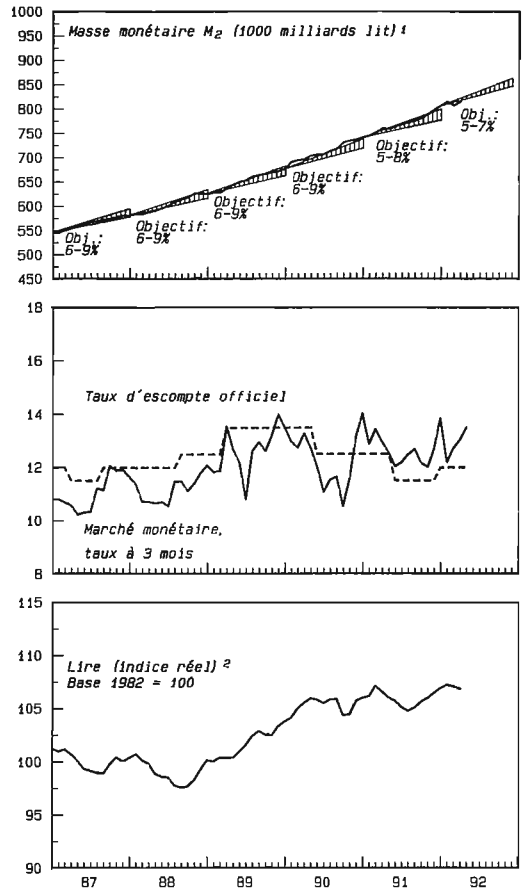
Du troisième au quatrième trimestre de 1991, le produit intérieur brut réel a augmenté de 0,3%. La consommation privée est restée relativement vigoureuse, et les investissements en biens d'équipement ont fortement progressé. Toutefois, les investissements sous forme de constructions ont reculé. Du côté des exportations, une légère progression a été de nouveau observée.

Selon les indicateurs disponibles pour les trois premiers mois de 1992, l'activité économique a continué à croître faiblement. La production industrielle, qui avait reculé de 2,2% en 1991, dépassait de 0,5% son niveau – bas il est vrai – du trimestre précédent. Mais elle était toujours inférieure au chiffre enregistré un an auparavant. Les entrées de commandes sont restées faibles et, selon l'enquête conjoncturelle effectuée à fin février, les perspectives de production ont encore fait l'objet de jugements pessimistes. Pour 1992, les entreprises prévoient une réduction importante de leurs dépenses d'investissement. L'indicateur avancé de l'OCDE a reculé en janvier et, plus nettement encore, en février.

Le déficit de la balance commerciale italienne – il atteignait 16 028 milliards de liras en 1991 – s'est inscrit à 7801 milliards de liras au premier trimestre, contre 6467 milliards de liras un an auparavant. Dans le secteur des biens, les importations ont augmenté de 7,3% en valeur, et les exportations, de 5,5%. Le déficit de la balance courante, d'un montant de 11 654 milliards de liras, a été à peine supérieur au niveau observé un an auparavant.

De janvier à mars 1992, l'emploi a stagné. Il s'est amélioré dans les services, mais détérioré dans

Graphique 8: Italie



<sup>1</sup> Données cvs. Nouvelle définition de  $M_2$ ; objectifs: de décembre à décembre suivant (source: Banque d'Italie)  
<sup>2</sup> Cours pondéré par le commerce extérieur (source: OCDE)

l'industrie où de nombreuses places de travail ont été supprimées. Le taux de chômage, qui s'était inscrit en moyenne à 10,9% en 1991, atteignait 11,3% au premier trimestre, soit le même niveau qu'un an auparavant.

Le renchérissement annuel s'est établi en moyenne à 5,7% au premier trimestre de 1992, contre 6,1% aux trois derniers mois de 1991. La forte hausse des coûts salariaux a joué un rôle non négligeable à cet égard; dans l'industrie, ces coûts s'étaient accrus de 9,8% en 1991 et davantage encore l'année précédente.



## Tableaux 1.1–1.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1988	1989	1990	1991 <sup>a)</sup>	1990					1992 <sup>a)</sup>
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.
Etats-Unis	3,9	2,5	1,0	-0,7	-0,1	-1,2	-1,2	-0,9	0,3	1,5
Japon <sup>b)</sup>	6,3	4,7	5,6	4,4	4,8	5,9	5,0	4,2	2,5	
Allemagne occidentale <sup>b)</sup>	3,6	3,9	4,7	3,1	5,3	5,4	4,5	2,0	0,9	1,8
Royaume-Uni	4,6	2,2	1,0	-2,2	-1,1	-2,0	-3,4	-2,0	-1,2	-1,5
France	3,6	3,7	2,2	1,3	1,6	0,4	1,2	1,6	1,8	2,8
Italie	4,2	3,0	2,2	1,4	1,7	1,8	1,8	1,1	1,5	
Suisse	2,9	3,9	2,2	-0,5	1,8	0,2	-0,6	-0,7	-1,0	-0,6

a) Chiffres provisoires    b) PNB

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

	1988	1989	1990	1991	1991		1992			
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	4,1	4,6	5,5	4,3	3,0	2,9	2,6	2,8	3,2	3,2
Japon	0,7	2,3	3,1	3,3	2,8	1,9	1,8	2,0	2,0	2,4
Allemagne occidentale	1,3	2,8	2,7	3,5	3,9	4,4	4,0	4,3	4,8	4,6
Royaume-Uni	4,9	7,8	9,5	5,9	4,2	4,1	4,1	4,1	4,0	4,3
France	2,7	3,6	3,4	3,1	2,9	3,1	2,9	3,0	3,2	3,1
Italie	5,0	6,6	6,1	6,5	6,1	5,7	6,1	5,4	5,6	5,6
Suisse	1,9	3,2	5,4	5,9	5,3	4,8	4,9	4,6	4,9	4,8

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

	1988	1989	1990	1991 <sup>a)</sup>	1991 <sup>a)</sup>		1992 <sup>a)</sup>			
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	janv.	févr.	mars	avril
Etats-Unis	5,5	5,2	5,5	6,8	7,0	7,2	7,1	7,3	7,3	7,2
Japon	2,5	2,3	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,1	2,0
Allemagne occidentale <sup>b)</sup>	8,7	7,9	7,2	6,3	6,3	6,2	6,2	6,2	6,3	6,4
Royaume-Uni <sup>c)</sup>	8,1	6,3	5,8	8,1	8,8	9,3	9,2	9,4	9,4	9,5
France	10,0	9,4	9,0	9,4	9,8	9,9	9,8	9,9	9,9	10,0
Italie <sup>c) d)</sup>	12,0	12,1	11,0	10,9	11,0	11,3	11,3	-	-	
Suisse <sup>e)</sup>	0,7	0,6	0,6	1,2	1,5	1,9	1,7	2,0	2,1	2,2

a) Chiffres provisoires    b) En % des salariés    c) Sans les jeunes sortant de l'école    d) Variations saisonnières non déduites  
e) Chômeurs complets

### 1.4 Balance des transactions courantes

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

	1988	1989	1990	1991 <sup>a)</sup>	1990 <sup>a)</sup>		1991 <sup>a)</sup>				1992 <sup>a)</sup>
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	
Etats-Unis	-135,3	-105,9	-94,4	-8,7	-23,4	10,4	2,9	-11,6	-10,3		
Japon	79,6	57,2	33,7	72,6	6,4	10,3	18,7	19,3	24,1	27,4	
Allemagne occidentale <sup>b)</sup>	50,3	57,4	47,1	-19,8	4,5	-6,5	-5,9	-3,2	-4,2	-7,5	
Royaume-Uni	-26,7	-31,2	-25,7	-11,7	-3,7	-5,0	-1,3	-2,5	-2,9		
France	-3,5	-3,8	-9,4	-5,6	-2,0	-4,0	-1,6	-0,9	0,7		
Italie	-5,7	-10,8	-14,7	-21,1	-4,5	-2,0	-6,0	-6,8	-6,0		
Suisse <sup>c)</sup>	9,0	7,0	8,6	8,9	2,6	3,5	1,5	1,4	2,7	4,4	

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

Au premier trimestre, les comptes de l'Etat se sont soldés par un excédent de dépenses de 40 000 milliards de lires. Après une révision à la hausse de 32 000 milliards de lires, le déficit budgétaire de 1992 atteindra 160 000 milliards de lires, soit 10,7% du produit intérieur brut. Le même taux avait été enregistré en 1991.

La lire ayant subi à la fin de 1991 de fortes pressions dans le SME, la Banque d'Italie a réaffirmé son intention d'assurer la stabilité de sa monnaie au sein de ce mécanisme. Au premier trimestre, elle a néanmoins laissé le taux officiel de l'escompte – qu'elle peut fixer indépendamment du Ministère du Trésor depuis février 1992 – inchangé à 12%. Ce taux avait été relevé d'un demi-point en décembre, pour la dernière fois, afin de soutenir la lire. Le taux des dépôts interbancaires à trois mois a passé de 12,47% en décembre à 12,25% en mars, et la rémunération des bons du Trésor à douze mois (BoT), de 11,1% à 10,9%. Pour 1992, la Banque d'Italie a ramené de 8% à 7% la limite supérieure de l'objectif de croissance de la masse monétaire M<sub>2</sub>, fixant ainsi la nouvelle fourchette de 5 à 7%.

### C. Situation économique et monétaire de la Suisse

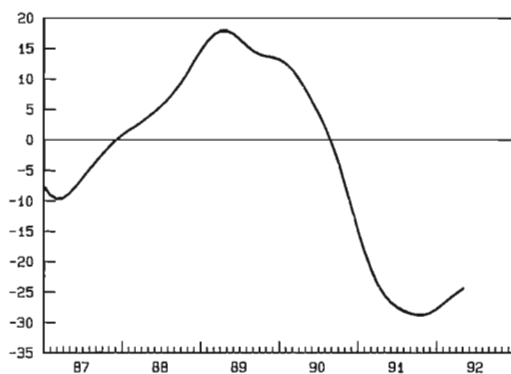
#### 1. Evolution de l'économie

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

Au premier trimestre de 1992, le produit intérieur brut réel a reculé de 0,6% par rapport à la période correspondante de 1991 (quatrième trimestre de 1991: -1%). Les secteurs de l'économie axés sur le marché intérieur et l'exportation ont évolué inégalement. Les exportations ont été relevées nettement. Par contre, la demande intérieure a continué de faiblir. La consommation privée a augmenté, mais les investissements en constructions ont diminué au même rythme que précédemment. Quant aux investissements en biens d'équipement, ils ont accusé une forte baisse.

Comme le montre les résultats de l'enquête de mars 1992 du Centre de recherches conjoncturelles de l'EPFZ, la marche des affaires dans l'industrie s'est nettement améliorée par rapport

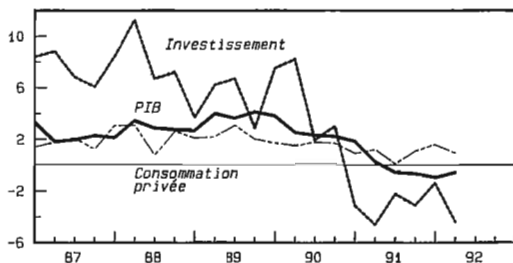
**Graphique 9: Marche des affaires dans l'industrie<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> Série Iltsee; 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

aux mois précédents. Elle est cependant toujours considérée comme peu satisfaisante. Par rapport au mois de mars 1991, les entrées de commandes se sont accrues légèrement dans l'ensemble. L'industrie d'exportation en a profité tout particulièrement. Un nombre d'entreprises sensiblement moins élevé que précédemment estimaient leur production à un niveau trop bas. Le volume auquel les carnets de commandes ont stagné était considéré comme nettement insuffisant. Le taux d'utilisation des capacités de production a passé de 82,8% au quatrième trimestre de 1991 à 81,7% au trimestre suivant. En outre, le nombre des personnes occupées dans l'indus-

**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

trie a encore diminué. La part des heures supplémentaires à l'ensemble des heures de travail est restée à 1,4%. Toutefois, les capacités sur les plans techniques et du personnel sont encore jugées trop élevées par les participants à l'enquête.

Pour les mois à venir, les entreprises interrogées tablent sur une progression des entrées de commandes. Un accroissement de la production est également prévu. En particulier, l'industrie d'exportation envisage l'évolution des affaires avec un certain optimisme, du fait de la nette hausse de ses ventes à l'étranger depuis le début de l'année et du recul de la valeur extérieure du franc.

### **Consommation privée**

Au premier trimestre de 1992, la consommation privée a augmenté de 0,9%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1991 (quatrième trimestre de 1991: 1,6%). Les dépenses ont progressé tant du côté des biens que des services.

Le chiffre d'affaires du commerce de détail a diminué, au premier trimestre de 1992, de 0,3%, en termes réels, par rapport à la même période de 1991 (quatrième trimestre de 1991: 2,1%). Ce recul s'explique notamment par le fait que les fêtes de Pâques sont tombées en avril, un mois plus tard qu'en 1991. L'évolution inégale des ventes des trois groupes principaux en a été le reflet. Le chiffre d'affaires dans l'alimentation, les boissons et le tabac ainsi que celui de l'habillement et les textiles ont fléchi, alors que les ventes de biens de consommation durables ont augmenté. Le nombre des voitures vendues a progressé par rapport à la période correspondante de 1991, après avoir reculé aux deux trimestres précédents. En matière de tourisme, la demande a stagné à un haut niveau. Au premier trimestre de 1992, le nombre des nuitées dans l'hôtellerie a été de 0,5% inférieur à celui de la période correspondante de 1991. Le retour de la clientèle étrangère, que la guerre du Golfe avait éloignée de notre pays, a compensé en partie le recul que la demande intérieure a enregistré malgré de bonnes conditions pour la pratique des sports d'hiver.

L'indice du climat de consommation, établi par l'Office des questions conjoncturelles, s'est amélioré légèrement en avril. Les consommateurs interrogés apprécient un peu plus favorablement qu'il y a trois mois l'évolution de l'économie et de leur situation financière. Pour ce qui est de la sécurité de l'emploi, leur jugement est resté défavorable. Ces mêmes personnes n'ont toujours pas l'intention de procéder à des achats importants dans un proche avenir.

### **Investissements**

Les investissements, qui sont orientés à la baisse depuis le quatrième trimestre de 1990, ont encore enregistré un mouvement de recul. Au premier trimestre de 1992, ils ont fléchi de 4,4%, en termes réels, par rapport à la période correspondante de 1991 (quatrième trimestre de 1991: -1,4%).

Au cours des trois premiers mois de 1992, l'activité a continué de fléchir dans la construction. Les investissements en constructions ont diminué de 3%, en termes réels, par rapport au premier trimestre de 1991 (quatrième trimestre de 1991: -3%). Tant la construction de bâtiments que le génie civil ont été touchés par ce recul. Selon l'enquête de la Société suisse des entrepreneurs, la réserve réelle de travail a fléchi de 15% en l'espace d'une année (-10%) dans le secteur principal de la construction. Si la construction de bâtiments destinés à l'industrie, à l'artisanat et aux services a enregistré la plus forte baisse (-29%), la construction d'habitation n'a reculé que de 5%. Depuis le troisième trimestre de 1991, la diminution des carnets de commandes s'est accentuée dans la construction publique; au premier trimestre de 1992, elle a été de 9%. Cette évolution reflète les problèmes financiers des collectivités publiques.

Le mouvement de recul des investissements en biens d'équipement, qui s'était interrompu au dernier trimestre de 1991, a continué dans les trois premiers mois de 1992. Les investissements en biens d'équipement ont accusé une baisse de 6,1%, en termes réels, par rapport au premier trimestre de 1991 (quatrième trimestre de 1991: 1,7%). La conjoncture toujours aussi incertaine et les coûts de financement élevés ont amené les

entrepreneurs à rester sur la réserve en matière d'investissements. La dernière enquête de la Société suisse des constructeurs de machines ne fait encore apparaître aucun signe d'amélioration de la demande de biens d'équipement. Les entreprises interrogées ont indiqué que les entrées de commandes de la clientèle suisse ont diminué nettement au premier trimestre de 1992 par rapport au niveau moyen de la période correspondante de 1991. Les commandes de la clientèle étrangère ont progressé en revanche. La réserve de travail s'est stabilisée pour s'inscrire à 5,4 mois à fin mars (fin décembre 1991: 5,3 mois).

### Commerce extérieur et balance courante

Les données fournies par la Direction générale des douanes montrent que les exportations suisses ont progressé, au premier trimestre de 1992, de 9,6% en termes nominaux et de 6,7% en termes réels par rapport à la période correspondante de 1991. Cette hausse s'explique par la vive demande de la part des Etats-Unis, de plusieurs pays de la CE et des pays de l'OPEP. Il convient toutefois de noter que le mois de mars comptait deux jours ouvrables de plus qu'en 1991, les fêtes de Pâques étant tombées en avril, et que la guerre du Golfe avait ralenti nettement l'activité

dans ce domaine. En données corrigées des variations du calendrier, les exportations se sont accrues de 3,3% en termes réels. Les importations ont par contre stagné en volume.

La répartition selon l'utilisation montre que toutes les catégories d'exportations ont progressé. Les livraisons à l'étranger de biens de consommation ont augmenté de 15,2% en volume, enregistrant ainsi une nouvelle fois la plus forte hausse. En outre, les ventes à l'étranger de montres et de produits chimiques ont augmenté dans une mesure particulièrement forte. Les exportations de matières premières et de produits semi-finis, comme celles de biens d'équipement, ont haussé modérément. Par contre, les livraisons à l'étranger de machines destinées à l'industrie métallurgique ont de nouveau reculé notablement (-18%).

Les exportations vers la CE ont progressé de 9,2%, enregistrant ainsi une croissance nettement plus forte qu'au quatrième trimestre de 1991. Si les ventes à l'Allemagne se sont élevées dans une mesure inférieure à la moyenne, celles notamment à l'Italie et aux plus petits pays de la CE ont été relevées sensiblement. Les exportations vers les pays de l'AELE n'ont augmenté que de 3,8%; en particulier, les fournitures à l'Autri-

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

	1988	1989	1990	1991	1992					
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.
Importations de biens d'équipement (volume) <sup>1</sup>	-	5,7	3,0	-2,9	-7,3	-5,9	0,0	-5,3	0,1	-6,2
Logements dont la construction a été autorisée dans 96 villes	7,5	-0,1	-9,1	7,6	-17,5	-9,1	2,6	35,6	2,4	33,8
Logements construits dans 96 villes	2,1	-11,9	-3,1	1,3	3,0	5,6	22,8	-3,7	-11,9	-1,8
Réserves de travail dans le secteur principal de la construction, en termes nominaux										
Total	18,0	12,0	2,0	-4,0	2,0	-3,0	-5,0	-6,0	-3,0	-10,0
Secteur privé	15,0	12,0	-1,0	-10,0	-8,0	-12,0	-12,0	-12,0	-4,0	-15,0
Secteur public	21,0	14,0	7,0	4,0	16,0	11,0	2,0	3,0	-1,0	-5,0
Renchérissement dans la construction <sup>2</sup>	3,9	3,8	5,8	6,7	5,8	5,8	7,2	6,6	7,1	4,4

<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> Indice pondéré des coûts de production de la SSE

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

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

	1988 <sup>a)</sup>	1989	1990	1991 <sup>b)</sup>	1990 <sup>b)</sup>					1992 <sup>b)</sup>
					4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.
<b>Exportations, volume</b>	7,0	5,2	4,5	-1,4	0,8	-3,9	0,2	-1,0	-0,1	6,7
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	-	4,3	1,9	-1,2	-0,5	-2,9	2,2	-2,6	-1,0	3,2
biens d'équipement	-	5,5	5,1	-4,0	1,1	-5,1	-3,1	-3,8	-3,5	2,4
biens de consommation	-	5,9	6,3	1,4	1,3	-3,7	1,8	3,5	4,5	15,2
Valeurs moyennes										
à l'exportation	-	6,4	1,0	2,8	-0,2	1,1	1,3	3,8	4,4	2,8
<b>Importations, volume</b>	5,2	5,3	2,7	-1,4	-3,1	-4,0	-0,3	-1,7	1,0	-0,2
dont: mat. prem. et prod.										
semi-ouvr.	-	6,7	1,8	-5,2	-0,5	-4,9	-3,7	-6,1	-6,6	-1,6
biens d'équipement	-	6,0	3,0	-2,9	-7,3	-5,9	0,0	-5,3	0,1	-6,2
biens de consommation	-	4,6	2,7	2,7	-1,3	-2,2	3,5	4,5	6,1	3,4
Valeurs moyennes										
à l'importation	-	8,5	-0,7	0,1	-1,7	-3,5	-0,3	3,0	1,1	4,1

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

<sup>a)</sup> 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>b)</sup> Chiffres provisoires

Sources: Direction générale des douanes fédérales et OFQC

che ont stagné au niveau observé un an auparavant. Les ventes aux Etats-Unis ont de nouveau progressé notablement (13%), mais celles qui ont pris le chemin du Japon étaient égales au volume du premier trimestre de 1991. De même, la demande des pays en développement et des pays nouvellement industrialisés – auxquels reviennent 7%, en chiffre rond, des exportations totales – est restée vigoureuse (22%). Il s'agit surtout de celle des pays du Moyen-Orient, qui avait fléchi fortement du fait de la guerre du Golfe. Par contre, les fournitures aux pays d'Europe de l'Est ont continué de se contracter, de sorte que leur part à l'ensemble des exportations a passé à 1,6%; les ventes à la CEI ont même chuté de 60% en chiffre rond.

Une activité toujours aussi déprimée dans le domaine des investissements en Suisse s'est reflétée, au premier trimestre de 1992, dans le nouveau recul des importations de biens d'équipement (-6,2%) ainsi que de matières premières et de produits semi-finis (-1,6%). Au premier trimestre, les importations de matériaux et de produits de construction se sont encore inscrites nettement au-dessous du niveau observé un an auparavant, mais leur recul a été un peu moins prononcé qu'aux trimestres précédents. En revanche, les importations de produits énergéti-

ques ont augmenté de 16,2% en termes réels et celles de biens de consommation ont également enregistré un accroissement. Le nombre des voitures particulières qui ont été importées au premier trimestre s'est accru de 10% par rapport à la même période de 1991.

Les importations en provenance de la CE ont stagné en termes nominaux, alors que celles des Etats-Unis et du Japon ont augmenté nettement. Quant aux importations provenant de pays non membres de l'OCDE, elles ont diminué dans l'ensemble; la hausse des importations des pays en développement et des pays nouvellement industrialisés n'a pas compensé la forte baisse des importations des pays d'Europe de l'Est.

Le vigoureux accroissement des exportations en valeur et le ralentissement de la hausse des importations en valeur ont encore réduit le déficit de la balance commerciale (commerce spécial et autres exportations de marchandises). Le solde passif de cette balance a passé en effet de 2,6 milliards, au premier trimestre de 1991, à 0,9 milliard, au trimestre correspondant de 1992. Les importations ont augmenté de 0,4 milliard uniquement pour s'inscrire à 24,9 milliards de francs, et les exportations, de 2,1 milliards pour se chiffrer à 24 milliards de francs. Grâce aux commissions

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

	1989	1990 <sup>a)</sup>	1991 <sup>b)</sup>	1990 <sup>a)</sup>				1991 <sup>b)</sup>	
				4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.
<b>Recettes, total</b>	<b>153,2</b>	<b>160,8</b>	<b>162,4</b>	<b>39,3</b>	<b>40,1</b>	<b>40,9</b>	<b>40,9</b>	<b>40,6</b>	<b>42,6</b>
Exportations de marchandises	87,0	91,1	90,9	23,4	21,9	23,1	21,6	24,3	24,0
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	84,3	88,3	87,9	22,7	21,2	22,3	20,9	23,5	23,3
<i>Autres exportations de marchandises<sup>2</sup></i>	2,7	2,8	2,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7
Exportations de services	23,5	24,0	24,8	4,6	6,3	5,9	7,6	5,0	6,9
Revenus du travail et des capitaux	39,6	42,5	43,4	10,5	11,1	11,0	10,8	10,5	10,8
Transferts sans contrepartie	3,1	3,3	3,4	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
<b>Dépenses, total</b>	<b>141,7</b>	<b>148,9</b>	<b>149,6</b>	<b>36,1</b>	<b>35,5</b>	<b>38,7</b>	<b>38,8</b>	<b>36,7</b>	<b>36,2</b>
Importations de marchandises	98,7	100,6	98,9	24,7	24,5	25,7	23,8	25,0	24,9
<i>Commerce spécial (Indice I)</i>	95,2	96,6	95,0	23,6	23,5	24,7	22,9	24,0	23,9
<i>Autres importations de marchandises<sup>2</sup></i>	3,4	4,0	3,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0
Importations de services	12,4	12,9	13,8	2,5	1,8	3,6	5,7	2,7	2,0
Revenus du travail et des capitaux	24,8	28,8	29,8	7,3	7,6	7,6	7,4	7,3	7,3
Transferts sans contrepartie	5,9	6,5	7,0	1,6	1,6	1,8	1,9	1,7	2,0
<b>Solde de la balance des transactions courantes</b>	<b>11,5</b>	<b>12,0</b>	<b>12,8</b>	<b>3,3</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>3,9</b>	<b>6,4</b>

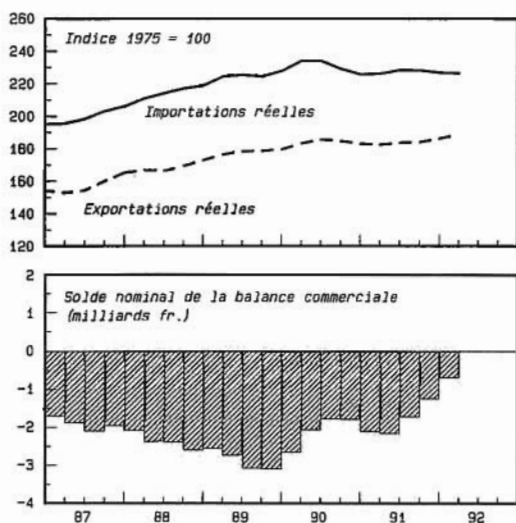
<sup>1</sup> En milliards de francs; des différences peuvent apparaître dans les totaux du fait que les chiffres ont été arrondis

<sup>2</sup> Y compris l'énergie électrique

a) Chiffres provisoires

b) Selon de premières estimations

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

**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)

bancaires et au tourisme, l'excédent traditionnel de la balance des services a progressé de 0,4 milliard pour atteindre 4,9 milliards de francs. Par rapport au premier trimestre de 1991, le nombre des frontaliers a diminué de 0,5%. Les salaires transférés à l'étranger ont passé toutefois de 2,1 milliards à 2,2 milliards de francs, du fait d'une adaptation des traitements. Le déficit de la balance des transferts sans contrepartie s'est creusé de 0,8 milliard pour s'inscrire à 1,1 milliard de francs - 0,2 milliard revenant aux mesures que la Confédération a prises afin de favoriser le désendettement des pays en développement. L'excédent de la balance des transactions courantes a atteint 6,4 milliards de francs au premier trimestre, contre 4,5 milliards au trimestre correspondant de 1991.

### Emploi et marché du travail

Au premier trimestre de 1992, l'emploi a reculé de 1,8% par rapport à la même période de 1991 (quatrième trimestre de 1991: -0,9%). La baisse a été particulièrement marquée dans la construction

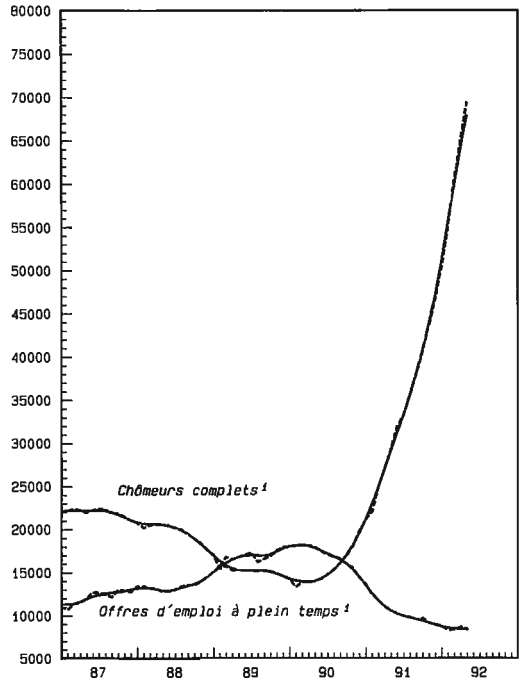
(-4,5%) et dans l'industrie (-4%). Dans les services, le nombre des personnes occupées, qui avait continuellement augmenté depuis 1984, a aussi reculé, mais de 0,3% seulement. Si les assurances ont enregistré une progression de 2,1% de l'emploi, les banques et les sociétés financières ont encore réduit leur personnel (-0,7%). Le secteur financier n'a plus été en mesure d'absorber – comme dans les années passées – les forces de travail que l'industrie n'a plus pu occuper.

Pour les saisonniers et les frontaliers, le tassement de la conjoncture a de nouveau fait sentir ses effets. Au premier trimestre, le nombre des saisonniers a accusé une nette baisse par rapport à la période correspondante de 1991, et celui des frontaliers s'est également inscrit au-dessous du niveau observé un an auparavant.

Le chômage a de nouveau enregistré une forte hausse. En données corrigées des variations saisonnières, le nombre des chômeurs s'est accru de 13 000, en chiffre rond, au premier trimestre pour atteindre près de 60 000. Le taux de chômage a ainsi augmenté à 1,9%, en données corrigées des variations saisonnières. Le nombre des places vacantes annoncées aux offices du travail a reculé à 8 400 en moyenne et en données corrigées des variations saisonnières; aux mois de février et de mars, une légère augmentation a toutefois été enregistrée pour la première fois depuis le début de 1990.

Le chômage partiel a également marqué une hausse, puisque 41 108 personnes ont été tou-

**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

chées au premier trimestre de 1992 par des réductions de l'horaire de travail. Outre les branches dans lesquelles le chômage partiel fait habituellement assez sentir ses effets (la construction de machines, d'appareils et de véhicules

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

	1989	1990	1991	1990				1992					
				4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>e</sup> trim.	3 <sup>e</sup> trim.	4 <sup>e</sup> trim.	1 <sup>er</sup> trim.	janv.	févr.	mars	avril
Indice de l'emploi <sup>1</sup>	1,2	1,4	-0,3	1,2	0,4	0,0	-0,6	-0,9	-1,8	-	-	-	-
Taux de chômage <sup>2,3</sup>	0,5	0,5	1,1	0,6	0,9	1,0	1,1	1,5	2,1	2,0	2,1	2,2	2,3
Chômeurs <sup>3</sup>	15 133	15 980	35 064	19 527	27 521	30 949	35 155	46 634	64 696	60 852	65 212	68 023	71 000
Personnes touchées par des réductions de l'horaire de travail <sup>3</sup>	603	734	20 269	1 473	9 137	21 888	19 222	30 829	41 108	39 085	42 555	41 684	
Offres d'emploi à plein temps <sup>3</sup>	17 007	16 711	10 145	14 181	11 600	10 464	9 858	8 658	8 307	7 592	8 212	9 117	8 486

<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

ainsi que l'industrie métallurgique), la construction notamment a dû y recourir de plus en plus; des facteurs saisonniers ont encore aggravé la situation de l'emploi dans cette branche.

## Prix

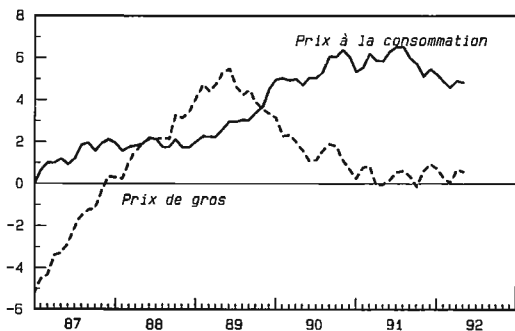
Le renchérissement a encore faibli. Au premier trimestre de 1992, l'indice des prix à la consommation dépassait de 4,8% le niveau observé un an auparavant (quatrième trimestre de 1991: 5,3%).

L'inflation intérieure a marqué une nouvelle baisse. L'indice des prix des biens et services suisses était, au premier trimestre de 1992, de 6% supérieur au niveau enregistré un an auparavant, contre 6,7% au quatrième trimestre de 1991. La persistance de fortes poussées à la hausse des prix dans les services privés et publics a contribué largement au niveau élevé de l'inflation intérieure.

Le renchérissement importé est resté à un bas niveau; il a passé de 1,5% à 1,4% du quatrième trimestre de 1991 au premier de 1992. Comme au trimestre précédent, les prix pétroliers ont exercé un effet modérateur sur le renchérissement importé; ils ont fléchi de 17% en l'espace d'une année.

Le taux annuel d'inflation était de 4,8% en avril. La pression à la hausse des prix a faibli nettement

**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

dans le domaine des produits alimentaires notamment. L'arrêté fédéral urgent de décembre 1991, qui gèle les taxes hospitalières pendant une année, a également atténué le renchérissement. S'établissant à 4,2% en mai, ce dernier a continué de fléchir.

Au premier trimestre de 1992, l'indice des prix de gros ne s'est élevé que de 0,3% par rapport aux trois premiers mois de 1991 (quatrième trimestre de 1991: 0,8%). Les prix des matières premières et des produits semi-finis ont diminué de 0,3%, et ceux des produits énergétiques et connexes, de 2%. Quant aux biens de consommation, ils ont renchéri de 2,2% en l'espace d'une année. Une répartition des produits selon leur origine montre que les prix des biens importés ont fléchi de 1,3%, alors que ceux des biens et services suisses ont augmenté de 0,9%.

## 2. Evolution monétaire

### Politique monétaire et agrégats monétaires

La Banque nationale continue de mener une politique monétaire axée sur une croissance annuelle moyenne de 1% de la monnaie centrale dessaisonnalisée sur une période de trois à cinq ans. Pour ce faire, elle tient également compte d'autres facteurs, notamment de l'évolution des cours de change. Du quatrième trimestre de 1991 au premier de 1992, la Banque nationale avait tablé sur une augmentation de 29,2 milliards à 29,5 milliards de francs de la monnaie centrale dessaisonnalisée. Cette dernière a toutefois reculé de 0,4% pour s'établir à 29,14 milliards de francs, s'inscrivant ainsi nettement au-dessous de la prévision. En avril, la monnaie centrale dessaisonnalisée s'est redressée légèrement pour atteindre environ le niveau du quatrième trimestre de 1991.

Cette évolution s'explique par la faiblesse inattendue de la croissance des billets en circulation et la tendance à l'affaiblissement du franc suisse sur les marchés des changes. La Banque nationale a maintenu le cours restrictif de sa politique, comme au second semestre de 1991, et les taux d'intérêt suisses ont continué de fluctuer à un niveau élevé. Il en a résulté certains effets sur l'ex-



**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>
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
1991	26 442	2,2	2 832	-11,2	29 274	1,001	29 247	1,4
1991 2 <sup>e</sup> trim.	26 199	2,2	2 961	-1,0	29 161	0,996	29 268	1,4
3 <sup>e</sup> trim.	26 213	3,1	2 671	-12,3	28 884	0,987	29 254	1,4
4 <sup>e</sup> trim.	26 864	2,2	2 634	-11,2	29 498	1,010	29 217	1,4
1992 1 <sup>e</sup> trim.	26 624	0,5	2 538	-17,0	29 162	1,001	29 142	-0,4 <sup>P</sup>
1991 oct.	26 180	2,8	2 641	-8,7	28 821	0,985	29 260	1,9
nov.	26 315	2,5	2 553	-13,1	28 868	0,988	29 219	1,3
déc.	28 096	1,2	2 709	-11,9	30 805	1,056	29 171	1,0
1992 janv.	27 077	0,6	2 529	-20,3	29 606	1,015 <sup>P</sup>	29 168 <sup>P</sup>	-0,5 <sup>P</sup>
févr.	26 329	0,5	2 495	-16,7	28 824	0,990 <sup>P</sup>	29 115 <sup>P</sup>	-0,4 <sup>P</sup>
mars	26 466	0,4	2 591	-14,1	29 057	0,997 <sup>P</sup>	29 144 <sup>P</sup>	-0,2 <sup>P</sup>
avril	26 521	1,2	2 505	-16,4	29 026	0,993 <sup>P</sup>	29 231 <sup>P</sup>	-0,1 <sup>P</sup>
mai	26 306	0,3	2 570	-14,2	28 876	0,990 <sup>P</sup>	29 168 <sup>P</sup>	-0,7 <sup>P</sup>

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

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

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

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

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

<sup>P</sup> Chiffres provisoires

pansion annuelle des billets en circulation, qui a passé de 2,2% au dernier trimestre de 1991 à 0,5% au premier de 1992. Les avoirs en comptes de virements ont enregistré une évolution semblable, diminuant de 2634 millions à 2537 millions de francs dans le même temps.

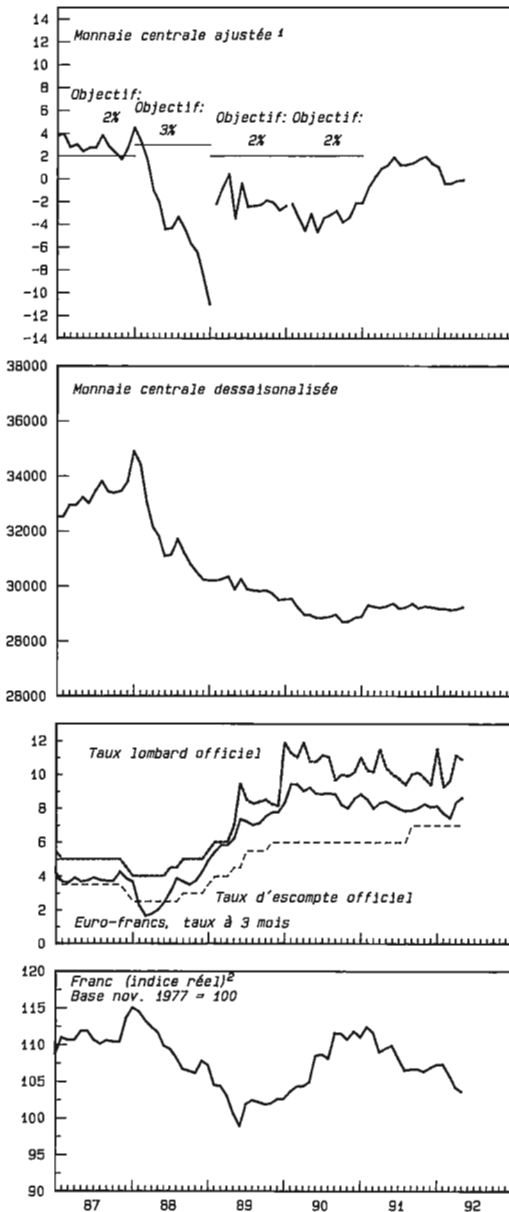
Bien que la Banque nationale ait eu tendance à réduire légèrement les avoirs en comptes de virements, les taux d'intérêt suisses ont fléchi nettement entre fin janvier et début février. Cette évolution reflète l'attente des agents économiques quant à une baisse des rémunérations suisses, consécutive au repli de l'inflation en Suisse. Comme l'écart avec les taux allemands s'est creusé, le franc suisse a de nouveau perdu du terrain. A la suite de quoi, les taux d'intérêt suisses se sont remis à hausser. Pour réagir à la baisse rapide du franc, la Banque nationale est intervenue au début du mois de mars sur les marchés des changes en achetant des francs contre des dollars et des marks. Les rémunérations suisses

ont continué de croître, bien que la Banque nationale n'ait pas fait varier sensiblement les avoirs en comptes de virements. Ces derniers se sont situés en avril et en mai au même niveau environ qu'au premier trimestre de 1992. L'institut d'émission est intervenu durant le premier trimestre en cédant des devises pour un montant total de 1,7 milliard de francs.

Pour le deuxième trimestre de 1992, la Banque nationale s'attend à ce que la monnaie centrale dessaisonnalisée reste à 29,1 milliards de francs en moyenne. En avril et en mai, cet agrégat dépassait légèrement la prévision.

Au premier trimestre de 1992, l'évolution des agrégats au sens plus large a subi fortement les effets du très net recul des rémunérations à court terme, qui s'était amorcé au tournant de l'année et maintenu jusqu'à la mi-février. La masse monétaire M<sub>1</sub>, dont la faible croissance s'était quasiment interrompue à la fin de 1991, a de nouveau

Graphique 14: Suisse



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

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

	M <sub>1</sub>	M <sub>2</sub>	M <sub>3</sub>	
1987		7,5	9,8	9,5
1988		14,4	7,8	9,8
1989		-5,5	20,0	6,2
1990		-4,2	13,3	2,4
1991		1,7	3,2	3,4
1991 2 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>		2,4	4,1	3,8
1991 3 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>		2,7	2,4	3,5
1991 4 <sup>e</sup> trim. <sup>2</sup>		0,6	0,7	3,3
1992 1 <sup>er</sup> trim. <sup>2</sup>		1,3	-0,4	3,0
1991 sept. <sup>2</sup>		1,0	0,4	2,6
1991 oct. <sup>2</sup>		1,6	1,4	3,4
1991 nov. <sup>2</sup>		1,1	0,4	3,1
1991 déc. <sup>2</sup>		-1,0	0,3	3,3
1992 janv. <sup>2</sup>		0,7	-0,8	2,8
1992 févr. <sup>2</sup>		1,4	-0,2	3,3
1992 mars <sup>2</sup>		1,8	-0,2	2,9
1992 avril <sup>2</sup>		1,7	2,0	3,9

<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

progressé au premier trimestre de 1992 et dépassait de 1,3% le niveau de la période correspondante de 1991. Après avoir diminué de 0,2% au quatrième trimestre de 1991, les dépôts à vue se sont inscrits 1,4% au-dessus du niveau enregistré un an auparavant. Quant au numéraire, il est resté à un niveau nettement plus élevé que celui de la période correspondante de 1991, mais a continué de progresser à un rythme lent, soit 1,1% (quatrième trimestre de 1991: 2,1%).

Les dépôts à terme ont, dans un premier temps, nettement subi les effets du recul des taux à court terme. Les transferts de fonds vers d'autres for-

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

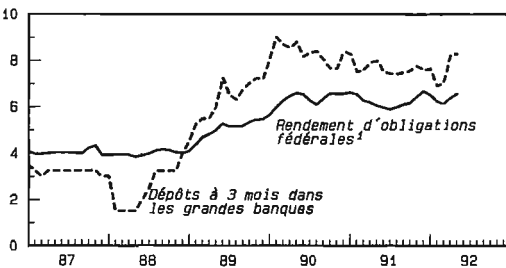
<sup>2</sup> Cours pondéré par les exportations

mes de placements ont entraîné une diminution prononcée des dépôts à terme, bien que les rémunérations à court terme se soient redressées notablement en mars. Par rapport au premier trimestre de 1991, les dépôts à terme ont fléchi de 1,3%; au quatrième trimestre de 1991, ils avaient augmenté de 0,8%. L'évolution de ces dépôts a également influé sur la masse monétaire  $M_2$ , puisque cette dernière a diminué de 0,4% en l'espace d'une année. Parmi les fonds d'épargne, aux rémunérations à peine modifiées d'un trimestre à l'autre, des transferts ont encore été enregistrés. Ces fonds ont progressé de 7,3% par rapport au premier trimestre de 1991. Du fait de cette forte hausse, la masse monétaire  $M_3$  dépassait une nouvelle fois de 3% le niveau observé un an auparavant.

### Marché monétaire

Après avoir reculé depuis le tournant de l'année, les rémunérations à court terme se sont redressées fortement vers fin février et ont continué de s'élever jusqu'en mai. Entre janvier et avril, le taux moyen de l'argent au jour le jour a augmenté de 1,2 point de pourcentage pour atteindre 8,4%, et celui des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs, de 1,1 point de pourcentage pour s'élever à 8,5%. Dans le même temps, les grandes banques ont relevé de 7% à 8,2% les taux des dépôts à trois mois. La hausse du rendement des créances comptables de même durée sur la Confédération a été de 1,1 point de pourcentage.

Graphique 15: Evolution des taux d'intérêt



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

Sur le marché des euro-marks, le taux des dépôts à trois mois dépassait, au premier trimestre de 1992, de 1,7 point de pourcentage en moyenne la rémunération correspondante sur les dépôts en francs. Au quatrième trimestre de 1991, l'écart avait été de 1,2 point de pourcentage; il a passé à 1 point de pourcentage, en chiffre rond, en avril et en mai. En revanche, le taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs était de 3,7 points de pourcentage supérieurs à la rémunération correspondante sur les placements en dollars, contre 3,2 points de pourcentage au quatrième trimestre de 1991.

### Marché des changes

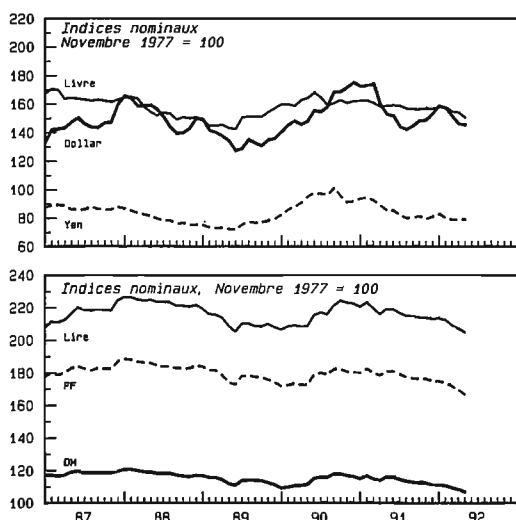
Entre février et avril, le franc suisse a continué de faiblir face à toutes les monnaies importantes, à l'exception du yen japonais. En avril, il s'est stabilisé vis-à-vis du dollar, mais est resté soumis à des pressions par rapport aux monnaies du SME. La tendance à la baisse s'est accentuée au début du mois de mars, l'écart d'intérêt entre les taux allemands et suisses sur les dépôts à trois mois ayant temporairement dépassé 2% en février. Après les interventions de la Banque nationale sur le marché des changes, le cours du mark a fléchi temporairement au-dessous de 91 centimes. Au début du mois de mai, il atteignait 92 centimes. Au premier trimestre de 1992, la Banque nationale a cédé, au total, 730 millions de marks et 685 millions de dollars contre des francs suisses.

Pondéré par les exportations, le cours nominal du franc suisse a été, au premier trimestre de 1992, de 6,4 % inférieur au niveau enregistré un an auparavant (quatrième trimestre de 1991: -6,1%). Quant au cours réel du franc, il a diminué de 5,2% (-3,9%). Les plus fortes baisses ont été notées face au yen (-12,4%) et au dollar (-9,1%). Pour ce qui est des monnaies du SME, le recul s'est inscrit entre 6% vis-à-vis de la lire italienne et 3,1% par rapport à la livre sterling.

### Marché des capitaux

Les rémunérations à court terme ayant nettement baissé jusqu'à la mi-février, un bon climat a régné

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



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

sur le marché des capitaux durant les deux premiers mois de l'année. Les émissions d'obligations et d'actions ont augmenté vigoureusement, et les cours ont marqué une hausse sur le marché secondaire. Au début du mois de mars, ce climat a toutefois changé en raison de la forte hausse des rémunérations à court terme. Les rendements des obligations se sont de nouveau élevés jusqu'au début du mois de mai pour s'inscrire aux niveaux, ou même parfois au-dessus, du début de l'année.

Le rendement moyen des obligations fédérales atteignait 6,6% environ à fin avril, soit un quart de point de pourcentage de plus qu'au début de l'année. Au cours des quatre premiers mois de 1992, il s'est inscrit à 6,4% en moyenne, contre 6,6% au dernier trimestre de 1991. Il est resté ainsi environ 1,6 point de pourcentage au-dessous du taux des dépôts à trois mois sur le marché des euro-francs.

Les rémunérations des nouvelles obligations de caisse émises par les banques cantonales ont reculé d'un quart de point de pourcentage au cours des trois premiers mois de 1992 pour s'inscrire à 6,6% en moyenne; un taux moyen de 6,8% était toutefois enregistré au début du mois de mai. Les taux que les banques cantonales servent sur leurs anciennes hypothèques en premier rang se sont maintenus à près de 6,9% durant les cinq premiers mois de 1992, et ceux des nouvelles hypothèques, à 7,8%. Les banques cantonales ont encore appliqué un taux moyen de 5,1% sur les fonds d'épargne.

Sur le marché suisse des capitaux, les émissions d'obligations et d'actions ont totalisé 14,6 milliards de francs au premier trimestre de 1992, augmentant ainsi de 2%, en chiffre rond, par rapport à la période correspondante de 1991. Les débiteurs suisses y ont contribué pour 8,2 milliards de francs, un montant de 54% supérieur à celui de la même période de 1991. Après déduction des remboursements, ils ont effectué des prélèvements nets pour 4,8 milliards de francs, contre 3,4 milliards de francs au premier trimestre de 1991.

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

	Emprunts <sup>1</sup>	Crédits financiers	Crédits à l'exportation	Total
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
1991	30 115,9	11 515,7	829,5	42 461,1
1991 1 <sup>er</sup> trim.	7 862,6	2 801,4	108,9	10 772,9
2 <sup>e</sup> trim.	8 665,7	3 454,6	139,0	12 259,3
3 <sup>e</sup> trim.	7 770,1	1 799,2	420,2	9 989,5
4 <sup>e</sup> trim.	5 817,5	3 460,5	161,4	9 439,4
1992 1 <sup>er</sup> trim.	6 904,7	2 363,8	86,2	9 354,7

<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

## **Exportations de capitaux**

Les autorisations que la Banque nationale a délivrées au premier trimestre de 1992 en vue d'exporter des capitaux ont porté sur 9,4 milliards de francs. Le recours au marché suisse des capitaux par des débiteurs étrangers a donc été de 13% inférieur à celui du premier trimestre de 1991. Les crédits ont fléchi de 16%, et les emprunts, de 12%. Les exportations de capitaux ont ainsi enregistré le troisième repli successif, car elles avaient déjà diminué aux deux trimestres précédents.

Dans les premières semaines de 1992, les émissions d'emprunts ordinaires («straights») se sont accrues fortement. Vers la fin de février, la demande de capitaux s'est toutefois atténuée graduellement du fait surtout du net redressement des rémunérations. En moyenne du premier trimestre de 1992, le montant de ces emprunts s'est établi 34% au-dessous de celui de la même période de 1991. Comme les débiteurs japonais ont ranimé la demande, les emprunts assortis de droits d'option et de conversion ont marqué une reprise en mars. Au sein de cette catégorie, les emprunts convertibles ont gagné en importance, puisque, pour la première fois depuis quatre trimestres, leur volume a été supérieur à celui des emprunts à option. Les emprunts convertibles ont passé de 0,3 milliard au premier trimestre de 1991 à 1,4 milliard au trimestre correspondant de 1992, et les emprunts à option, de 0,7 milliard à 1 milliard de francs. La part des emprunts ordinaires au total des émissions a donc reculé de 87% à 65% dans le même temps. Quant à celle des placements privés, au nombre desquels figurent principalement les emprunts assortis de droits d'option et de conversion, elle a augmenté de 55% à 63%.

Les pays industrialisés ont absorbé 95% des exportations de capitaux soumises à autorisation, contre 87% au premier trimestre de 1991. La part du Japon a passé de 11% à 26%, alors que celle des pays européens est restée inchangée à 50%, en chiffre rond, et celle de l'Amérique du Nord a diminué de 23% à 18%. La part des autres régions a reculé de 16% à 6%, et celle des organisations internationales de développement, de 8% à 6%.

## **Bilans bancaires et crédits**

La croissance des bilans bancaires s'est tassée nettement ces derniers mois. A fin mars 1992, la somme des bilans des 65 banques prises en considération dans la statistique ne dépassait que de 3% le niveau enregistré un an auparavant; en termes réels, elle a ainsi reculé de 2%. Il s'agit du taux annuel d'expansion le plus bas en termes nominaux depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Aux mois de février et de mars, la somme des bilans a même diminué légèrement en données corrigées des variations saisonnières. Ces derniers mois, les banques ont de nouveau été en mesure de refinancer l'octroi net de crédits par l'afflux de fonds du public.

La part des placements financiers nets au total des bilans, qui atteignait 18% en 1988, a fléchi à 7% au premier trimestre de 1992, soit au niveau le plus bas jamais enregistré. Le recul de ces placements (disponibilités, solde des opérations interbancaires, effets de change et papiers monétaires, titres) était, à fin mars 1992, de 24% par rapport au niveau de la fin du premier trimestre de 1991. En données corrigées des variations saisonnières, les placements financiers ont diminué nettement durant le seul mois de mars. Les banques ont de nouveau réduit leurs disponibilités (-8%). A fin mars 1992, elles étaient endettées auprès d'autres établissements bancaires pour un montant de 24 milliards de francs, contre 750 millions un an auparavant. En revanche, les titres – qui représentent plus de 90% des placements financiers – ont progressé de 24% en l'espace d'une année. Le fléchissement des placements financiers nets est donc encore dû en grande partie à l'important solde négatif des opérations interbancaires.

Le tassement de l'activité bancaire se reflète également depuis le début de l'année dans la stagnation des crédits. Ces derniers ont marqué une hausse de 7% de fin mars 1991 à la fin du même mois de 1992. Depuis février 1987, ils n'avaient plus enregistré un rythme de croissance aussi bas. Les crédits à la clientèle étrangère – qui représentaient 22% du total des crédits à la fin du premier trimestre de 1992 – ont de nouveau constitué le principal soutien de cette croissance somme toute faible; ils ont progressé en effet de

13%. De leur côté, les crédits à la clientèle suisse se sont accrus d'à peine 6%. Le poste des débiteurs a enregistré une augmentation de 4%, et les prêts hypothécaires, de 6%. Du mois de mars 1991 au même mois de 1992, les crédits de construction non utilisés ont fléchi de 18%. En outre, les crédits de construction ouverts par les banques ont diminué de 7%, alors que les limites utilisées augmentaient de 4%.

Le taux d'expansion des fonds du public s'est inscrit à 3% en chiffre rond, soit à un niveau également très bas. En données corrigées des variations saisonnières, les fonds du public ont même reculé légèrement en mars. Les créanciers à vue

et à terme ont stagné. En outre, les obligations de caisse dépassaient de 3% le montant enregistré un an auparavant. Au sein des fonds du public, seuls les dépôts d'épargne et les livrets et carnets de dépôts ainsi que les obligations ont progressé tant en termes nominaux (6% et 5%) que réels; cette dernière hausse a toutefois été faible. En données corrigées des variations saisonnières, les fonds d'épargne ont diminué de 0,2% en mars.

Dans les opérations hors bilan, les affaires fiduciaires se sont maintenues environ au niveau observé au premier trimestre de 1991. Le total des fonds recueillis à titre fiduciaire par les 65 banques a reculé de près de 1%.

# Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Peter Gerber, Präsident des Bankrats der Schweizerischen Nationalbank\*

---

Das Jahr 1992 ist verschiedentlich als Europajahr bezeichnet worden. Der Entscheid der Europäischen Gemeinschaften, bis Ende dieses Jahres bei der wirtschaftlichen Integration der Mitgliedsländer einen grossen Schritt voranzukommen, und der Versuch, die EFTA-Staaten in einen europäischen Wirtschaftsraum (EWR) einzubeziehen, stellen auch die Schweiz vor schwierige Entscheidungen.

In diesem Jahr stehen uns noch weitere Entscheide bevor: Im GATT, einem der wichtigsten Abkommen für den internationalen Handel, wird eine dringende Erneuerung angestrebt, die unserer Landwirtschaft Sorgen bereitet. Schliesslich stimmen wir in drei Wochen aufgrund des Referendums diametral entgegengesetzter Kreise über den Beitritt der Schweiz zum Internationalen Währungsfonds und zur Weltbank ab.

Mit all diesen Entscheiden tun wir Schweizer uns schwer. Dies liegt einerseits natürlich daran, dass es sich um vielschichtige Fragen mit schwer überblickbaren Konsequenzen handelt. Es ist aber auch die Folge einer grossen inneren Unsicherheit und eines Verlustes an Selbstvertrauen, die weite Kreise unseres Landes befallen haben. Wir lebten vier Jahrzehnte in ausserordentlicher Prosperität, und unser Land hatte lange eine im Verhältnis zu seiner Grösse sehr starke internationale Position inne. Es war uns wohl zu wenig klar, dass die Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg eine für die Schweiz ungewöhnlich günstige Konstellation aufwiesen, die sich vermutlich nicht wiederholen wird. Wir konzentrierten uns – vor allem in unserem staatlichen Zusammenleben – mehr und mehr darauf, das Erreichte zu konsolidieren. Die verschiedenen Gruppierungen unseres Landes versuchten, über den Staat ihren Besitzstand zu wahren. Der Verteilungskampf wurde über Kartelle und mit staatlichen Regelun-

gen, Preisgarantien, Indexierungen, Geboten und Verboten geführt. In den letzten zehn Jahren fand weltweit eine wirtschaftspolitische Deregulierungswelle statt. Diese gegenläufigen Tendenzen führten dazu, dass die Schweiz, die zu den liberalsten Ländern gehörte, heute nicht mehr als beispielhaft gelten kann.

Allmählich ist uns klar geworden, dass das Ausland stark aufgeholt hat – dank einer Politik, die früher immer wir propagiert und geführt hatten. Der Verlust der Sonderstellung macht uns zu schaffen. Wir sollten auf den Boden der Realitäten zurückkehren und uns auf unsere Stärken besinnen, die wir nach wie vor aufweisen. Wir müssen unsere defensive Haltung aufgeben und uns öffnen für Neues. Wir müssen uns vor allem auf das Wesentliche konzentrieren und unsere Wirtschaftspolitik entschlacken durch Aufheben einer Vielzahl von überflüssigen Eingriffen.

Wir müssen aber auch erkennen, dass das Zusammenleben auf unserem wegen der rasant zunehmenden weltweiten Verbindungen jeder Art immer kleiner werdenden Globus eine wirksame Zusammenarbeit der einzelnen Länder immer dringender werden lässt. Diese Zusammenarbeit findet immer mehr in internationalen Organisationen statt. Auf dem Gebiet der Währung und der Finanzen sind es der Internationale Währungsfonds und die Weltbank, die seit Jahrzehnten eine nützliche Rolle als Forum für die Regelung internationaler Finanzbeziehungen einerseits und für Finanzierungen andererseits spielen. Nachdem inzwischen praktisch alle Länder diesen Organisationen angehören, sollten auch wir uns zum Beitritt entschliessen.

Ein ganz anderes Thema beschäftigte uns in letzter Zeit stark. Sie konnten der Presse schon im Januar entnehmen, dass der Bundesrat im Rahmen des Programms zur Sanierung der Bundesfinanzen die Ausschüttung grösserer Beträge durch die Nationalbank vorgesehen hat. Wie Sie wis-

---

\* gehalten in Bern am 24. April 1992

sen, wies die Nationalbank seit vielen Jahren einen Gewinn aus, der gerade ausreichte zur Dotierung des Reservefonds, zur Auszahlung der Maximaldividende von 6% an die Aktionäre und für die Entschädigung der Kantone von 80 Rp. pro Kopf der Bevölkerung. Die darüber hinausgehenden Überschüsse verwendete sie zur Äufnung ihrer Rückstellungen für Währungsrisiken. Nachdem die Überschüsse stark gestiegen waren, beschäftigten sich Direktorium, Bankausschuss und Bankrat mit der Frage, ob und in welchem Ausmass zusätzliche Beträge an Bund und Kantone auszuschütten seien. Das Nationalbankgesetz enthält nämlich zwar sehr präzise Bestimmungen darüber, wie ein zusätzlicher Gewinn verteilt werden muss. Es findet sich aber nichts im Gesetz darüber, auf welche Weise der Gewinn zu ermitteln ist. Die Nationalbank erarbeitete ein präzises Konzept für die Gewinnermittlung, dem der Bundesrat inzwischen zugestimmt hat. Mit diesem Konzept wird sichergestellt, dass keine Gewinne ausgewiesen und ausgeschüttet werden, welche die Bildung von Rückstellungen für die voraussehbaren volkswirtschaftlichen und betrieblichen Bedürfnisse verhindern würden. Für die Geldpolitik bietet die zusätzliche Ausschüttung keine nennenswerten Probleme. Herr Dr. Lusser wird in seinen Ausführungen das Konzept erläutern und auf die geldpolitischen Aspekte eingehen.

Die Ausschüttung ist also eine ganz normale Konsequenz unserer Gesetzgebung. Dass so grosse Beträge als Gewinn anfallen, ist die Folge der Änderung der Bilanzstruktur der Nationalbank in

den letzten zwei Jahrzehnten. Während früher das ertragslose Gold den Hauptposten stellte, sind inzwischen die zuvor bescheidenen Devisenbestände zur grössten Position in unserer Bilanz geworden, und auf den Devisen fallen heute bedeutende Zinserträge an. Nachdem die Rückstellungen ein komfortables Ausmass erreicht haben, kann die Nationalbank nun einen grösseren Teil ihrer Überschüsse ausschütten. Gestört hat uns allerdings, dass die Ausschüttung als Teil eines Programms zur Sanierung der Bundesfinanzen, mit dem sie nichts zu tun hat, figuriert.

Als wenig sinnvoll und nicht im Einklang mit den Bestimmungen von Verfassung und Gesetz scheint uns ferner, dass der Nationalbankgewinn, der fast ganz an Bund und Kantone ausgeschüttet wird, mit der direkten Bundessteuer belastet werden soll.

Einzelne Aktionäre erkundigten sich bei uns, nachdem sie von der zusätzlichen Ausschüttung von Bund und Kantonen gehört hatten, ob die Nationalbank nun nicht auch etwas für ihre Aktionäre tun könnte. So gerne wir Ihnen, meine Damen und Herren, eine Freude bereiten würden, wir können es nicht, weil – wie erwähnt – die Verteilung der Gewinne im Gesetz genau geregelt ist. Das Gesetz sieht eine maximale Dividende von sechs Prozent vor, und darüber hinaus können wir nicht gehen. Auch die Bezahlung des Non-versé aus Gesellschaftsmitteln, die den Aktionären bei gleichem Dividendensatz eine doppelt so hohe Ausschüttung bringen würde, verstiesse eindeutig gegen das Nationalbankgesetz.



# Assemblée générale de la Banque nationale suisse\*

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

---

A différents titres, 1992 est considérée comme l'année de l'Europe. La décision des Communautés européennes de faire avancer d'un grand pas, jusqu'à la fin de l'année, l'intégration économique de ses membres et le projet d'inclure les pays de l'AELE dans un Espace économique européen (EEE) placent la Suisse, comme d'autres pays, devant des choix difficiles.

Cette année, nous serons également confrontés à d'autres décisions. Le GATT, un des principaux accords régissant le commerce international, a un urgent besoin de renouvellement, ce qui cause du souci à notre agriculture. En outre, nous voterons dans trois semaines sur l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods, à la suite d'un référendum soutenu par des milieux diamétralement opposés.

Toutes ces décisions nous préoccupent beaucoup, nous Suisses. Cela tient à la complexité des questions et à leurs conséquences difficilement perceptibles, mais aussi à la forte incertitude et à la perte de confiance qui ont gagné de larges milieux de notre pays. Durant quatre décennies, nous avons connu une prospérité extraordinaire, et notre pays a longtemps occupé, sur le plan international, une place sans commune mesure avec ses dimensions géographiques. Nous n'avons pas été assez conscients du fait que la Suisse avait profité de conditions inhabituellement favorables durant les décennies qui ont suivi la fin de la Deuxième Guerre mondiale, des conditions que nous ne retrouverons vraisemblablement plus à l'avenir. Nous nous sommes toujours plus efforcés, au niveau politique notamment, de créer un cadre visant à consolider l'acquis. Différents groupements se sont employés à maintenir leur position avec l'aide de l'Etat. La lutte pour la répartition des richesses a été menée au moyen d'ententes cartellaires, de réglementations étatiques, de garanties de prix, d'indexations, d'obligations et d'interdictions, alors qu'une vague de dérégulations a déferlé sur

le monde ces dix dernières années. Ainsi, après avoir compté au nombre des pays les plus libéraux, la Suisse ne peut plus être considérée comme un modèle.

Peu à peu, nous nous sommes rendu compte que l'étranger rattrapait nettement son retard, grâce à une politique que nous avions nous-mêmes propagée et menée. La perte de ce statut particulier nous donne à réfléchir. Il nous faut retomber sur terre et reprendre conscience de nos points forts. Nous devons abandonner notre attitude défensive et nous ouvrir à la nouveauté. Nous devons surtout nous concentrer sur l'essentiel et débarrasser notre politique économique d'une multitude d'interventions inutiles.

Mais nous devons aussi reconnaître que la cohabitation sur notre globe, aux dimensions de plus en plus réduites grâce à l'évolution vertigineuse des moyens de communications de toutes sortes, fait apparaître avec toujours plus d'acuité la nécessité d'une coopération active entre les pays. Cette coopération se concentre de plus en plus au sein d'organisations internationales. Sur les plans monétaire et financier, le Fonds monétaire international et la Banque mondiale jouent depuis des décennies un rôle utile de forum pour toutes les questions afférentes aux relations financières internationales et pour la mise à disposition de moyens financiers. Comme quasiment tous les pays font aujourd'hui partie de ces organisations, nous devrions aussi nous décider à y adhérer.

Ces derniers temps, un tout autre sujet nous a également fortement occupés. Le Conseil fédéral, vous avez pu le lire dans la presse en janvier déjà, a prévu dans son programme d'assainissement des finances fédérales le versement d'un montant substantiel par la Banque nationale. Les comptes de la Banque nationale, vous le savez, ont fait apparaître pendant de nombreuses années un bénéfice permettant uniquement de renforcer le fonds de réserve ainsi que de verser un dividende de 6% au maximum aux actionnaires et une indemnité de 80 centimes par

\* Berne, le 24 avril 1992

tête de population aux cantons. Les surplus ont servi à alimenter la provision pour risques de change. Ces surplus ayant fortement progressé au cours des années, la Direction générale, le Comité et le Conseil de banque ont examiné la question d'une distribution accrue de bénéfices à la Confédération et aux cantons. La loi sur la Banque nationale contient des dispositions très précises sur la répartition d'un bénéfice supplémentaire. Elle n'indique toutefois pas comment l'institut d'émission doit établir son bénéfice. La Banque nationale a élaboré une règle claire pour la détermination des bénéfices, règle qui, dans l'intervalle, a été approuvée par le Conseil fédéral. Ces principes doivent assurer que la constitution de provisions, en vue de répondre aux besoins prévisibles sur le plan de l'exploitation ou au niveau macro-économique, ne soit pas entravée par la détermination ou la distribution de bénéfices. Sur le plan de la politique monétaire, la distribution accrue n'entraînera aucun problème notable. Dans son exposé, Monsieur Lusser commentera la règle adoptée et les aspects monétaires.

La distribution de bénéfices découle donc tout naturellement de notre législation. Les bénéfices très élevés qui sont enregistrés s'expliquent par la modification intervenue dans la structure du bilan de la Banque nationale au cours des deux dernières décennies. Pendant de nombreuses années, l'encaisse-or – qui ne donne aucune recette – constituait le poste principal du bilan. Les réserves de devises étaient alors modestes. Mais elles

ont gagné en importance au point de ravir la première place à l'or. Le produit des placements de devises atteint aujourd'hui un montant important. Comme les provisions ont passé entre temps à un niveau appréciable, la Banque nationale est en mesure de distribuer une part substantielle de ses surplus. Nous n'avons toutefois pas été très heureux du fait que cette distribution s'inscrive dans un programme d'assainissement des finances fédérales, avec lequel elle n'a aucun lien. En outre, il nous paraît peu judicieux et peu compatible avec les dispositions de la constitution et de la loi que le bénéfice de la Banque nationale, qui est presque entièrement distribué à la Confédération et aux cantons, soit assujéti à l'impôt fédéral direct.

Après avoir entendu parler de la distribution accrue de bénéfices à la Confédération et aux cantons, plusieurs d'entre vous se sont renseignés pour savoir si la Banque nationale ne pourrait pas accomplir aussi un geste en faveur de ses actionnaires. Nous aimerions bien vous faire ce plaisir, Mesdames et Messieurs, mais nous ne le pouvons pas. En effet, la répartition du bénéfice – comme je l'ai indiqué précédemment – est fixée très précisément dans la loi. Celle-ci prévoit un dividende de 6% au maximum, et nous ne pouvons pas aller au delà. De même, la libération par la Banque de la part non versée du capital – cela permettrait de doubler la distribution revenant aux actionnaires tout en maintenant le taux maximal de 6% – contreviendrait indiscutablement aux dispositions de la loi sur la Banque nationale.

# Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

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

## Geldpolitik und Wirtschaftslage in der Schweiz

Die schweizerische Teuerung, die während zweier Jahre auf hohem Niveau verharrt hatte, bildet sich seit dem Spätsommer 1991 deutlich zurück. Sie dürfte sich in den kommenden Monaten weiter verringern und bis Ende des Jahres auf 3 bis 4% sinken.

Das Ziel eines stabilen Preisniveaus ist aber noch nicht erreicht. Wir müssen den Kampf gegen die Inflation beharrlich weiterführen. Dies erheischt Geduld. Es verlangt auch wirtschaftliche Opfer. Der Bremsweg der restriktiven Geldpolitik ist – bei uns wie im Ausland – lang. Die Teuerung lässt sich zudem nur um den Preis einer vorübergehenden Konjunkturfaute und erhöhten Arbeitslosigkeit beseitigen. Ich bedauere die sozialen Härten, die damit verbunden sind. Die Teuerung verursacht auf die Länge jedoch höhere soziale und volkswirtschaftliche Kosten.

Die Zunahme der Arbeitslosigkeit lässt da und dort den Ruf nach einer Lockerung der Geldpolitik erschallen. Einige Kritiker unseres Kurses möchten die Bemühungen um die Wiederherstellung der Preisstabilität kurz vor der Ziellinie abbrechen. Wir wären schlecht beraten, wenn wir versuchten, die Konjunktur mit einer expansiven Geldpolitik zu stimulieren. Die Erfahrungen zeigen, dass selbst eine vorübergehende Abkehr von der stabilitätsorientierten Geldpolitik die Gefahr eines Anstiegs der Teuerung heraufbeschwört. Wir werden daher an unserer mittelfristig angelegten Geldpolitik festhalten. Die Preisstabilität lässt sich – mit dieser Tatsache müssen wir leben – nur mit Mühe zurückgewinnen. Ein Blick auf die Wirkungsweise unserer restriktiven Geldpolitik zeigt es deutlich.

## 1. Wirkungsweise der restriktiven Geldpolitik

Wir gingen im Herbst 1988 zu einem restriktiven Kurs über. Ein weltweiter Konjunkturaufschwung zeichnete sich damals immer deutlicher ab. Das schweizerische Realwachstum begann sich zu beschleunigen. Der Aufschwung mündete 1989 in eine Überhitzung unserer Wirtschaft. Sie bewirkte – verbunden mit der Austrocknung des Arbeitsmarktes – einen rasanten Anstieg der Preise und Löhne. Das Teuerungskarussell begann sich zu drehen. Der Preisauftrieb wurde durch die Abschwächung des Frankens – sie war 1989 besonders ausgeprägt – noch verstärkt.

Der Aufschwung der Konjunktur und der Anstieg der Inflation liessen die Geld- und Kreditnachfrage in die Höhe klettern. Wir verknappten gleichzeitig das Geldangebot. Die inländischen Geldmarktsätze stiegen deshalb massiv. Mit der üblichen Verzögerung reagierten auch die langfristigen Zinsen sowie die Spar- und Hypothekensätze. Die Zinsen auf Hypotheken wurden auf ein Rekordniveau heraufgesetzt.

Die höheren Kreditkosten bremsten mit der Zeit das Wachstum der Investitionen. Die Bauinvestitionen reagierten besonders empfindlich. Die Verzögerung bei der Reaktion der Investitionen entsprach dem üblichen Muster. Deren Wachstumstempo begann sich in der zweiten Hälfte 1990 deutlich zu mässigen. Die Investitionen fielen Anfang 1991 sogar unter den Stand des Vorjahres.

Der private Konsum wurde durch die konjunkturelle Flaute weniger stark beeinflusst. Sein Wachstum flachte jedoch ab. Die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern – vor allem nach Automobilen und Haushalteinrichtungen – wurde besonders betroffen.

Das Realwachstum reagierte – wie stets in der Vergangenheit – mit einer Verzögerung von etwa zwei Jahren auf die Verschärfung der Geldpolitik.

\* gehalten in Bern am 24. April 1992

Der Preisaufrtrieb hielt trotzdem ein weiteres Jahr an. Dieses Reaktionsmuster ist nicht ungewöhnlich. Die restriktive Geldpolitik beeinflusst das Realwachstum, bevor sie die Teuerung zu mässigen beginnt. Verschiedene Faktoren erklären diese Verzögerung:

- Der Arbeitsmarkt bleibt in der Anfangsphase eines Konjunkturabschwungs häufig angespannt. Diese Erfahrung bestätigte sich. Das Realwachstum flachte im Laufe des Jahres 1990 erheblich ab. Entspannungstendenzen am ausgetrockneten Arbeitsmarkt wurden aber erst Ende 1990 sichtbar. Die meisten Unternehmen gewährten im Herbst 1990 noch grosszügige Lohnerhöhungen. Der von der Golfkrise ausgelöste Anstieg des Erdölpreises verstärkte über den Teuerungsausgleich den Lohnauftrieb. Die höheren Lohnkosten wurden Anfang 1991 mindestens teilweise auf die Preise überwältzt. Der Lohnauftrieb begann sich erst im Herbst 1991 zu mässigen.
- Die staatlich administrierten Preise hinken der allgemeinen Teuerung häufig nach. Erhöhungen der Steuern und der öffentlichen Tarife sind unpopulär. Sie werden in konjunkturell guten Zeiten, in denen die Steuereinnahmen reichlich fliessen, so lange als möglich hinausgeschoben. Schwächt sich die Konjunktur ab und sinken die Steuereinnahmen, sieht die öffentliche Hand sich gezwungen, ihre Tarife heraufzusetzen. Die Kostenexplosion im Gesundheitswesen trug 1991 merklich zur Teuerung bei. Verschiedene administrierte Preise werden auch dieses Jahr noch steigen.

Ich muss in diesem Zusammenhang – einmal mehr – auf eine typisch schweizerische, in der ganzen Welt Unverständnis auslösende Institution, die die Bekämpfung der Teuerung erheblich erschwert, hinweisen. Die im Mieterschutz verankerte, unsinnige Koppelung der Wohnungsmieten an die Hypothekarzinsen führte dazu, dass die Verschärfung der Geldpolitik die Teuerung zunächst anheizte. Die Wohnungsmieten erhöhten sich von Ende 1988 bis Ende 1991 um durchschnittlich 8,4% pro Jahr. Die Teuerungsrate für die übrigen vom Konsumentenpreisindex erfassten Güter und Dienstleistungen betrug demgegenüber 4,4%.

Die Bindung der Wohnungsmieten an die Hypothekarzinsen ist in Zeiten überhitzter Konjunktur besonders gefährlich. Höhere Mieten werden, läuft die Wirtschaft auf Hochtouren, über den Teuerungsausgleich einfach auf Löhne und Preise überwältzt. Dies setzt eine Preis/Lohn/Preis-Spirale, die die Schlagkraft der restriktiven Geldpolitik in der Anfangsphase schwächt, in Gang.

## **2. Ist die Teuerungsbekämpfung schwieriger als früher?**

Es wird häufig behauptet, die Bekämpfung der Teuerung sei heute schwieriger. Dabei wird auf die Länge des geldpolitischen Bremswegs hingewiesen. Es dauerte in der Tat rund drei Jahre, bis der Restriktionskurs, den wir 1988 eingeschlagen hatten, zu greifen begann. Die Teuerungsbekämpfung erfordert – wer wüsste es besser als ein Notenbankvertreter – Geduld und Beharrlichkeit. Ich kann deshalb verstehen, dass die Länge des Bremswegs die Geduld der Öffentlichkeit strapaziert.

Der Teuerungsrückgang läuft aber – es verdient, erwähnt zu werden – nach einem ähnlichen Muster wie Anfang der achtziger Jahre ab. Es verstrichen auch damals ungefähr drei Jahre, bis die Teuerung auf den geldpolitischen Kurswechsel zu reagieren begann. Sie hatte im Herbst 1981 mit 7,5% ihren Höhepunkt erreicht. Anschliessend bildete sie sich etwas zurück, verharrte jedoch während des Jahres 1982 zwischen 5% bis 6% und sank erst im Frühjahr 1983 deutlich unter 5%.

Auch der Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts erreichte Anfang der achtziger Jahre ein ähnliches Ausmass wie heute. Die Quote der Arbeitslosen liegt zur Zeit zwar auf einem höheren Niveau. Wir müssen aber berücksichtigen, dass die Sockelarbeitslosigkeit, die selbst in Zeiten überhitzter Konjunktur bestehen bleibt, nicht mehr auf dem tiefen früheren Niveau liegt. Der Ausbau der Arbeitslosenversicherung mag dazu beigetragen haben. Deren Revision von Anfang der achtziger Jahre erschwert überdies die Einführung von Kurzarbeit. Die jüngste Abflachung der Konjunktur liess deshalb vor allem die Vollarbeitslosigkeit steigen, während sich vor zehn

Jahren die Kurzarbeitslosigkeit stark erhöht hatte.

Es bestehen trotz dieser Ähnlichkeiten aber auch Unterschiede zum Konjunkturrückgang der frühen achtziger Jahre. Die inländischen Zinssätze sanken damals mit der Abflachung deutlich. Sie sind seit Anfang 1990 dagegen nur leicht rückläufig und verharren nach wie vor auf hohem Niveau. Der Unterschied in der Zinsentwicklung ist auf das internationale Umfeld zurückzuführen. Die schweizerische Konjunktur flachte in den achtziger Jahren parallel zu jener in Deutschland ab. Die deutschen Zinssätze sanken ebenfalls deutlich. Dies weitete unseren Spielraum aus und erlaubte uns, die Geldpolitik zu lockern. Der Franken blieb angesichts des Zinsrückgangs in Deutschland trotzdem stark. Unsere Exportindustrie wurde von der damaligen Konjunkturlaute daher stark betroffen. Die jüngste Konjunkturabflachung setzte in der Schweiz dagegen früher als in unserem nördlichen Nachbarland ein. Zeichen einer Verlangsamung des Wachstums sind in Deutschland erst seit kurzem zu erkennen. Das deutsche Zinsniveau verharrt deshalb auf einem extrem hohen Niveau. Dies schränkt auch in der Schweiz den Spielraum für einen Zinsrückgang ein.

Wir begannen im Spätsommer 1990 – nachdem wir während anderthalb Jahren einen sehr restriktiven Kurs verfolgt hatten – die Notenbankgeldmenge wieder sachte auszuweiten. Diese Politik untermauerten wir mit einem mittelfristigen Wachstumsziel für die Notenbankgeldmenge von 1% pro Jahr. Gleichzeitig kündigten wir an, wir würden auch anderen Indikatoren – besonders der Wechselkursentwicklung – Beachtung schenken. Wir wollten eine zu starke Abschwächung des Frankens am Devisenmarkt – oder vielmehr die damit verbundene Gefährdung unserer Teuerungskämpfung – verhindern.

Der Rückgang der Teuerung liess Anfang 1992 Erwartungen, dass die inländischen Zinssätze sinken würden, aufkommen. Sie lösten, obwohl wir unseren geldpolitischen Kurs nicht geändert hatten, eine deutliche Rückbildung des inländischen Zinsniveaus aus. Der Franken schwächte sich mit zunehmender Geschwindigkeit ab. Dies zwang uns zum Handeln. Wir intervenierten Anfang März am Devisenmarkt, indem wir Dollar und D-Mark

gegen Franken verkauften. Die inländischen Zinssätze stiegen in der Folge wieder an. Die Lage am Devisenmarkt beruhigte sich.

Der Spielraum für eine Senkung der Zinssätze dürfte – diese Erfahrung zeigte es – noch für einige Zeit beschränkt bleiben. Der schwache Franken mildert jedoch die Wirkungen der restriktiven Geldpolitik auf Produktion und Beschäftigung. Die Exportwirtschaft profitiert davon. Die zinsempfindlichen Branchen – namentlich die Bauindustrie – müssen dagegen Produktionseinbußen hinnehmen. Anfang der achtziger Jahre war es umgekehrt. Die Exportindustrie trug damals die Hauptlast der Teuerungskämpfung.

Die hohen Zinssätze bewirkten auch einen deutlichen Rückgang der Liegenschafts- und Bodenpreise. Dies ist erwünscht. Die spekulativen Exzesse am Immobilienmarkt bedurften einer Korrektur. Sie schafft aber manchen Banken Probleme. Viele müssen auf ihren Krediten – vorab auf den Hypothekarkrediten – erhebliche Abschreibungen vornehmen. Der hohe Abschreibungsbedarf wird ihre Solvenz jedoch nicht beeinträchtigen. Die meisten Banken konnten die Erträge sogar beträchtlich steigern.

Unser Bankensektor ist in einem Strukturwandel begriffen. Der Wettbewerb ist schärfer geworden. Der Konzentrationsprozess wie die Tendenz zu vermehrter Kooperation dürften sich fortsetzen. Die Banken werden diese Herausforderungen meistern. Dies wird dem Finanzplatz Schweiz neuen Schwung verleihen und das Vertrauen in unsere Banken weltweit stärken.

### **3. Internationale Aspekte der schweizerischen Geldpolitik**

Die Rückkehr zu einem stabilen Preisniveau ist beschwerlich. Würde die Schweiz mit einem Anschluss an das Europäische Währungssystem (EWS) besser fahren? Diese Frage gewinnt vor dem Hintergrund der Maastrichter Beschlüsse an Aktualität.

Unser Land verfügt über drei währungspolitische Optionen:

- die einseitige Bindung des Frankens an das EWS,
- die Mitgliedschaft im EWS, die allerdings den Beitritt zur EG voraussetzt, oder
- die Beibehaltung grundsätzlich flexibler Wechselkurse gegenüber allen Währungen.

Österreich und die nordischen Staaten banden ihre Währungen einseitig an die D-Mark oder an den ECU. Diese Option steht der Schweiz jederzeit offen. Sie liesse sich innerhalb kürzester Zeit verwirklichen. Wir vermöchten bei einer einseitigen Kursbindung den Wechselkurs und notwendige Kursanpassungen – im Gegensatz zur Mitgliedschaft im EWS – selber zu bestimmen. Wir müssten aber auch allein dafür sorgen, dass der Kurs innerhalb der zulässigen Schwankungsbreite bleibt. Die volle Beteiligung am EWS ist dagegen – da sie den Beitritt zur EG voraussetzt – vor einem breiteren wirtschaftlichen und politischen Hintergrund zu beurteilen.

Beide Optionen werfen aber die gleiche Grundsatfrage auf. Soll die Schweiz zu einem System fester Wechselkurse zurückkehren? Ich glaube dies nicht. Wir sollten trotz der Schwierigkeiten der letzten Jahre am gegenwärtigen Wechselkursregime festhalten. Die Verfechter einer Fixierung des Wechselkurses kämpfen mit dem Argument, Preisstabilität lasse sich damit aus dem Ausland importieren. Wir bewiesen in der Vergangenheit immer wieder, dass wir die Preisstabilität längerfristig aus eigener Kraft zu verteidigen vermögen. Und wir werden diesen Beweis erneut erbringen.

Ich halte unser Konzept einer pragmatischen Geldmengenpolitik, die andere Indikatoren – namentlich den Wechselkurs – mit einbezieht, nach wie vor für zweckmässig. Es vermag unser prioritäres Ziel – die Preisstabilität – besser zu gewährleisten als die Rückkehr zu festen Wechselkursen. Dies gilt auch mit Blick auf die nächste Zukunft. Europa stehen grosse Veränderungen bevor. Ich denke nicht nur an die Phase des Übergangs zu einer Währungsunion. Auch die Umwälzungen im Osten werden in Westeuropa Spuren hinterlassen. Eine offene, pragmatische Politik gewährt in Zeiten hoher Unsicherheit mehr Freiraum als der starre Regelmechanismus eines Fixkurssystems. Unerwünschte Einflüsse aus dem Ausland lassen sich so leichter abfedern.

Steht diese Aussage nicht in Widerspruch zu meiner – verschiedentlich geäusserten – Überzeugung, dass der Beitritt zur EG längerfristig unvermeidlich ist? Die Mitgliedschaft in der EG ist ein in hohem Masse politischer Entscheid. Er reicht weit über das Wirtschaftliche – über das Monetäre – hinaus. Volk und Stände haben diese Schicksalsfrage zu gegebener Zeit zu entscheiden. Es entspricht jedoch schweizerischer Tradition – wie auch dem Wesen der direkten Demokratie – so wichtige Veränderungen schrittweise anzugehen. Ich hoffe deshalb, dass unser Land bald – wie vom Bundesrat vorgeschlagen – dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) beizutreten vermag. Unsere Wirtschaft erschlosse sich damit den Zugang zum europäischen Binnenmarkt und ihre Wettbewerbsfähigkeit würde gestärkt. Wir lernten uns zunehmend auf Europa einzustimmen. Der EWR hätte dagegen noch keine Auswirkungen auf das Wechselkurssystem. Die schweizerische Geldpolitik würde höchstens indirekt beeinflusst.

Die währungspolitischen Folgen eines EG-Beitritts sind schwerer abzuschätzen. Die in der EG – sei es im Rahmen des EWS, sei es in einer künftigen Währungsunion – verfolgte Geldpolitik wird der ausschlaggebende Faktor sein. Wie gut wird es der EG gelingen, einen stabilitätsorientierten Kurs zu verfolgen? Niemand vermag darauf zuverlässig zu antworten. Die Statuten der geplanten Europäischen Zentralbank künden zwar von hohem Stabilitätsbewusstsein. Auch das beste Notenbankgesetz ist aber keine Garantie für eine gute Geldpolitik. Die Europäische Notenbank wird den Test in der Praxis bestehen müssen.

Die Entwicklung Osteuropas wird uns in den kommenden Jahren intensiv beschäftigen. Der Übergang zu einem marktwirtschaftlichen System verlangt von der Bevölkerung gewaltige Opfer. Ein Rückschlag könnte die politische und wirtschaftliche Stabilität nicht nur des Ostens, sondern auch des Westens unseres Kontinents gefährden. Die Schweiz hat alles Interesse, zur Gesundung Osteuropas beizutragen.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Weltbank spielen bei der wirtschaftlichen Umgestaltung Osteuropas eine zentrale Rolle. Die Schweiz kann mit dem Beitritt zu den Institutionen

von Bretton Woods diese Bestrebungen aktiv unterstützen. Er drängt sich umso mehr auf, als es uns gelang, einen hohen Kapitalanteil am IWF – eine Quote von rund 3,4 Mrd. Franken – auszuhandeln. Die Schweiz liegt damit vor Australien, Österreich und Spanien an dreizehnter Stelle der Mitglieder des IWF. Die Quote ist für Rechte und Pflichten – auch für die Stimmrechte – massgebend. Sie sichert uns echte Chancen, auf die Politik der Institutionen von Bretton Woods wie auf deren Bemühungen um die Koordination der Wirtschaftspolitik Einfluss zu gewinnen.

Die schweizerische Quote im IWF würde aus den Devisenbeständen der Nationalbank finanziert. Die Kosten halten sich in engen Grenzen. Sie fallen lediglich in Form von Ertragseinbussen an. Die Devisenbestände der Nationalbank sind normalerweise auf den internationalen Finanzmärkten angelegt, wo sie etwas höhere Erträge als die ebenfalls verzinslichen Forderungen gegenüber dem IWF abwerfen.

Unser Land ist infolge seiner Auslandabhängigkeit auf stabile internationale Verhältnisse wie auf ein liberales Handels- und Zahlungssystem – die beiden Hauptanliegen des IWF – angewiesen. Unsere Geldpolitik wird in einem instabilen internationalen Umfeld erheblich erschwert. Ich hoffe, dass die Stimmbürger diese Vorteile sehen und sich am 17. Mai für den Beitritt zu den Institutionen von Bretton Woods entscheiden.

#### **4. Gewinnausschüttung durch die Nationalbank**

Lassen Sie mich mit einigen Bemerkungen zur geldpolitischen Bedeutung der zusätzlichen Ausschüttung von Nationalbankgewinnen an Bund und Kantone schliessen. Die Gewinnausschüttung wird unsere Geldmengenpolitik nicht tangieren. Sie wird nicht zur Schaffung von zusätzlichem Notenbankgeld führen. Wir werden die Notenbankgeldmenge weiterhin vorwiegend über den Abschluss von Devisenswaps und den Kauf von inländischen Wertpapieren ausweiten. Dies bedeutet, dass wir die Wirkungen der zusätzlichen Gewinnausschüttung auf die Notenbankgeldmenge vollständig neutralisieren. Wir werden im Umfang der Gewinnausschüttung ungesi-

cherte Devisenreserven veräussern. Es handelt sich um jene Bestände an ausländischen Währungen, die nicht – wie die Swaps – durch Verkäufe am Devisenterminmarkt gegen das Wechselkursrisiko abgesichert sind.

Die zusätzliche Gewinnausschüttung führt somit nicht zu einer Ausweitung der Geldmenge. Das Wachstum der ungesicherten Devisenreserven wird vielmehr schrumpfen. Die ungesicherten Devisenreserven spielen indessen in einem kleinen Lande, das – wie die Schweiz – eng mit der Weltwirtschaft verflochten ist, eine wichtige geldpolitische Rolle. Sie ermöglichen es uns, im Falle einer Frankenschwäche am Devisenmarkt zu intervenieren. Diese Funktion würde bei einer Rückkehr zu einem fixen Frankenkurs noch an Bedeutung gewinnen. Die Devisenreserven stärken ferner die Krisenresistenz des Finanzplatzes Schweiz. Sie stellen schliesslich eine lebenswichtige Reserve für den Krisen- und Kriegsfall dar.

Der Bedarf an ungesicherten Devisenreserven lässt sich nicht genau errechnen. Er hängt jedoch von der Grösse und der Auslandsverflechtung der Wirtschaft ab. Die ungesicherten Devisenreserven sollten deshalb mindestens im Gleichschritt mit dem nominalen Bruttosozialprodukt wachsen. Diese Regel begrenzt das Ausmass der Gewinnausschüttung.

Unsere Gewinne können von Jahr zu Jahr stark schwanken. Deshalb drängt sich eine Glättung der jährlichen Ausschüttung auf. Wir sind mit dem Bund übereingekommen, die zusätzliche Ausschüttung auf 600 Millionen Franken pro Jahr zu begrenzen, um zu verhindern, dass wir in einzelnen Jahren sehr hohe Gewinne ausschütten, in anderen dagegen auf eine zusätzliche Ausschüttung gänzlich verzichten müssen.

Weder Kritiken an unserem geldpolitischen Kurs und Forderungen nach dessen Lockerung noch die zusätzliche Gewinnausschüttung bringen uns von unserer stabilitätsorientierten Politik ab. Wir werden den Kampf gegen die Teuerung beharrlich fortsetzen.

# Assemblée générale de la Banque nationale suisse\*

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

---

## La politique monétaire et la situation économique en Suisse

En Suisse, le renchérissement est resté à un niveau élevé pendant deux ans, puis s'est replié nettement à partir de la fin de l'été dernier. Il devrait continuer à fléchir au cours des prochains mois et s'inscrire entre 3 et 4% à la fin de l'année.

L'objectif de la stabilité des prix n'est toutefois pas encore atteint. Nous devons poursuivre avec persévérance la lutte contre l'inflation. Cette lutte exige de la patience et impose des sacrifices au sein de l'économie. Le temps de freinage avec lequel opère la politique monétaire restrictive est long, en Suisse comme à l'étranger. En outre, le renchérissement ne peut être maîtrisé qu'au prix – temporaire – d'un affaiblissement de la conjoncture et d'un accroissement du chômage. Je regrette les dures conséquences qui en résultent sur le plan social. A long terme cependant, le renchérissement engendre des coûts sociaux et macro-économiques encore plus élevés.

Des appels en faveur d'un assouplissement de la politique monétaire sont lancés çà et là à cause de l'augmentation du chômage. D'aucuns souhaitent une interruption des efforts pour rétablir la stabilité des prix, alors que nous sommes proches du but. Nous suivrions toutefois un mauvais conseil si nous tentions de stimuler la conjoncture par une politique monétaire expansionniste. L'expérience nous montre qu'un abandon, même temporaire, de la politique monétaire axée sur la stabilité fait renaître le danger d'une accélération du renchérissement. C'est pourquoi nous maintiendrons le cap fixé à moyen terme. La stabilité des prix – nous devons vivre avec cette réalité – ne peut être rétablie sans peine. Une brève description des courroies de transmission de la politique monétaire le montre clairement.

## 1. Comment la politique monétaire restrictive agit-elle?

En automne 1988, nous avons donné un caractère restrictif à notre politique. Une phase de boom se dessinait alors toujours plus nettement au sein de l'économie mondiale. En Suisse, la croissance commençait à s'accélérer en termes réels. L'essor a débouché, en 1989, sur une surchauffe de notre économie. Le marché du travail étant asséché, la surchauffe a provoqué une vive hausse des prix et des salaires. Le manège inflationniste s'est ainsi mis à tourner. L'augmentation des prix a été encore renforcée par la faiblesse du franc sur les marchés des changes, faiblesse qui était très nette en 1989.

L'essor de la conjoncture et l'accélération de l'inflation ont entraîné une forte hausse de la demande de monnaie et de crédits. Nous avons simultanément réduit l'offre de monnaie. Aussi les taux d'intérêt ont-ils augmenté vigoureusement sur le marché monétaire suisse. Les taux d'intérêt à long terme, les rémunérations servies sur les fonds d'épargne et les taux hypothécaires ont eux aussi réagi, avec le décalage habituel. Les taux hypothécaires ont atteint des niveaux records.

Peu à peu, les coûts élevés du crédit ont freiné la croissance des investissements. La réaction a été tout particulièrement forte du côté de la construction. Le délai de réaction a correspondu à ce qu'on observe habituellement. Le rythme d'expansion des investissements a commencé à fléchir nettement au second semestre de 1990. Au début de 1991, les investissements sont même tombés au-dessous de leur niveau de la période correspondante de l'année précédente.

La consommation privée a moins ressenti les effets du repli de la conjoncture. Sa croissance a cependant elle aussi perdu de sa vigueur. La demande de biens durables – automobiles et appareils ménagers notamment – a tout particulièrement faibli.

---

\* Berne, le 24 avril 1992



Comme on l'a toujours observé dans le passé, l'activité économique a réagi avec un décalage d'environ deux ans au resserrement des rênes monétaires. La hausse des prix a néanmoins continué pendant un an encore. Ce délai n'a rien d'exceptionnel. La politique monétaire restrictive entraîne un ralentissement de l'activité, avant de commencer à modérer le renchérissement. Plusieurs facteurs expliquent un tel décalage:

- Dans la phase initiale d'un repli conjoncturel, le marché du travail reste généralement tendu. Cela a été le cas, cette fois également. L'activité économique a marqué un net tassement au cours de 1990. Mais, sur le marché du travail asséché, des tendances à la détente ne sont apparues que vers la fin de 1990. La plupart des entreprises ont accordé, en automne 1990, de substantielles augmentations de salaire. La hausse des prix pétroliers – une conséquence de la crise du Golfe – a renforcé l'adaptation des salaires, à cause de la compensation du renchérissement. Au début de 1991, les coûts salariaux plus élevés ont été, en partie en tout cas, répercutés sur les prix. Les poussées sur les salaires n'ont commencé à faiblir qu'à partir de l'automne de 1991.
- Les prix administrés suivent avec un certain retard l'évolution générale du renchérissement. Les hausses d'impôts et de tarifs publics sont impopulaires. Elles sont différées, aussi longtemps que possible, pendant les phases de bonne conjoncture où les recettes fiscales sont abondantes. Mais, dès que la conjoncture faiblit et que les rentrées fiscales s'amenuisent, le secteur public est contraint d'adapter ses tarifs. L'explosion des coûts dans le secteur de la santé a contribué notablement au renchérissement en 1991. Plusieurs prix administrés augmenteront encore cette année.

Dans ce contexte, je voudrais une fois encore évoquer un mécanisme institutionnalisé qui est typiquement suisse et suscite beaucoup d'étonnement à l'étranger. Le lien absurde, établi au titre de la protection des locataires, entre les loyers et les taux hypothécaires a fait que le resserrement des rênes monétaires a attisé, dans une première phase, le renchérissement. Entre fin 1988 et fin 1991, les loyers se sont accrus en moyenne de 8,4% par an. En comparaison, le

renchérissement des autres biens et services entrant dans l'indice des prix à la consommation n'a été que de 4,4%.

Le lien entre les loyers et les taux hypothécaires est pernicieux, tout particulièrement en période de surchauffe. Quand l'économie tourne à plein régime, les hausses de loyers sont tout simplement répercutées sur les salaires et les prix par le jeu de la compensation du renchérissement. On assiste alors à la mise en mouvement d'une spirale des prix et des salaires, spirale qui affaiblit, dans la phase initiale, l'efficacité de la politique monétaire restrictive.

## **2. La lutte contre le renchérissement est-elle devenue plus difficile?**

On entend souvent dire que la lutte contre le renchérissement est moins aisée aujourd'hui qu'hier. Le temps de freinage avec lequel opère la politique monétaire est alors volontiers évoqué. Il a fallu en effet trois ans environ pour que le resserrement des rênes monétaires, intervenu en 1988, commence à porter ses fruits. La lutte contre l'inflation exige – qui le saurait mieux qu'un représentant de la banque centrale – patience et persévérance. Je comprends par conséquent que ce long temps de freinage mette à l'épreuve la patience du public.

Mais le renchérissement se replie et, il n'est pas inutile de le rappeler, selon le schéma que nous avons déjà observé au début des années quatre-vingt. A l'époque aussi, il avait fallu environ trois ans pour que le rythme de la hausse des prix réagisse à la modification du cours de la politique monétaire. Le renchérissement avait atteint son point culminant, soit 7,5%, en automne 1981. Par la suite, il avait fléchi légèrement, puis s'était maintenu entre 5 et 6% en 1982. Il n'avait passé nettement au-dessous de 5% qu'à partir du printemps de 1983.

Le recul du produit intérieur brut réel avait lui aussi atteint, au début des années quatre-vingt, une ampleur semblable à celle que nous enregistrons maintenant. Notre taux de chômage est aujourd'hui élevé. Nous devons toutefois tenir compte du fait que le chômage comprend un so-

cle qui a augmenté dans la période récente et qui subsiste, même dans une phase d'emballlement de la conjoncture. Les améliorations apportées à l'assurance-chômage n'y sont sans doute pas étrangères. En outre, le recours au chômage partiel est devenu moins aisé depuis la révision de cette assurance au début des années quatre-vingt. C'est pourquoi le récent repli de la conjoncture a entraîné surtout un accroissement du nombre des chômeurs complets, alors que le chômage partiel avait beaucoup augmenté il y a dix ans.

Entre ces deux phases d'affaiblissement de la conjoncture, on observe également des évolutions divergentes. Les taux d'intérêt en Suisse avaient nettement baissé, il y a une décennie, avec le tassement de la conjoncture. Depuis le début de 1990, ils n'ont toutefois que légèrement diminué et se cramponnent toujours à un niveau élevé. Cette divergence dans l'évolution des taux d'intérêt est due à l'environnement international. Dans les années quatre-vingt, le fléchissement de la conjoncture en Suisse avait été accompagné d'un mouvement similaire en Allemagne. Les taux allemands s'étaient alors eux aussi repliés, ce qui nous avait donné une marge de manœuvre accrue et permis d'assouplir la politique monétaire. Etant donné la baisse des taux allemands, le franc était resté ferme sur les marchés des changes. Aussi notre industrie d'exportation avait-elle ressenti tout particulièrement les effets du tassement conjoncturel. En revanche, le récent recul de l'activité économique a été sensible en Suisse, bien avant de se faire sentir outre-Rhin. Les signes d'un ralentissement de la croissance en Allemagne ne sont perceptibles que depuis peu. Les taux d'intérêt allemands sont par conséquent toujours très élevés, d'où notre faible marge de manœuvre pour une baisse des taux en Suisse.

Après avoir mené une politique monétaire très restrictive pendant un an et demi, nous avons commencé prudemment, vers la fin de l'été 1990, à accroître de nouveau la monnaie centrale. Cette politique a été réaffirmée par la publication d'un objectif à moyen terme, à savoir une progression de 1% par an en moyenne de la monnaie centrale. Simultanément, nous avons annoncé notre intention de prendre également en consi-

dération d'autres indicateurs, notamment l'évolution des cours de change. Nous voulions éviter un trop fort affaiblissement du cours du franc et, partant, écarter un danger pouvant menacer notre lutte contre le renchérissement.

La perspective d'une détente des taux d'intérêt en Suisse est devenue forte, au début de 1992, avec le repli du renchérissement. Bien que nous n'ayons pas modifié le cours de notre politique monétaire, le niveau des taux d'intérêt a alors nettement diminué et le franc a faibli à un rythme accéléré. Cela nous a contraints à réagir. Au début du mois de mars, nous sommes intervenus sur le marché des changes. Nous avons vendu des dollars et des marks allemands contre des francs. Les taux d'intérêt ont ainsi augmenté de nouveau, et la situation s'est apaisée sur le marché des changes.

Comme le montre cet épisode, notre marge de manœuvre pour une baisse des taux d'intérêt devrait rester restreinte pendant un certain temps encore. La faiblesse du franc atténuée cependant les effets de la politique monétaire restrictive sur la production et l'emploi, en particulier dans l'industrie d'exportation. Les branches qui, telle la construction, sont sensibles aux taux d'intérêt doivent par contre faire face à un recul de la production. L'inverse avait été enregistré au début des années quatre-vingt. L'industrie d'exportation avait alors supporté le poids principal de la lutte contre l'inflation.

Les taux d'intérêt élevés ont engendré également une nette diminution des prix des immeubles et des terrains. Cette baisse était souhaitable. Les excès spéculatifs sur le marché immobilier appelaient une correction. Celle-ci crée toutefois des problèmes à de nombreuses banques qui doivent opérer d'importants amortissements sur leurs crédits, principalement sur leurs prêts hypothécaires. Le besoin élevé d'amortissements ne compromettra pas la solvabilité des établissements bancaires. La plupart d'entre eux ont même pu accroître fortement leurs recettes.

Notre secteur bancaire est en pleines mutations structurelles. La concurrence y est devenue plus âpre. Le processus de concentration et la tendance au renforcement de la coopération se pour-

suiront sans doute. Les banques maîtriseront ces défis. Cela donnera un nouvel élan à la place financière suisse et raffermira, sur le plan mondial, la confiance dont jouissent nos établissements bancaires.

### **3. Les aspects internationaux de la politique monétaire suisse**

Le retour à un niveau stable des prix est un processus ardu. La Suisse n'aurait-elle pas avantage à se rapprocher du Système monétaire européen (SME)? Après les décisions prises à Maastricht, cette question a gagné en actualité.

En matière de politique de change, notre pays a le choix entre trois options:

- le rattachement unilatéral du franc au SME,
- la participation au SME, qui présuppose toutefois l'adhésion à la CE, ou
- le maintien de cours de change en principe flottants vis-à-vis de toutes les autres monnaies.

L'Autriche et les pays nordiques ont lié unilatéralement leur monnaie au mark allemand ou à l'écu. Cette possibilité reste en tout temps ouverte à la Suisse et pourrait être réalisée dans un délai très bref. Elle nous permettrait de fixer et, au besoin, de modifier nous-mêmes la parité, ce qui ne serait pas le cas si nous participions au SME. D'un autre côté, nous devrions aussi veiller seuls au maintien des cours à l'intérieur de la marge adoptée. En revanche, la participation au SME – étant donné qu'elle implique l'adhésion à la CE – doit être examinée en tenant compte également d'aspects économiques et politiques plus vastes.

Ces deux options soulèvent toutefois la même question fondamentale. La Suisse doit-elle de nouveau adopter un système de cours de change fixes? Je ne le crois pas. Malgré les difficultés de ces dernières années, nous ferions bien de garder l'actuel régime de change. Les défenseurs des changes fixes brandissent l'argument selon lequel la stabilité des prix se laisse ainsi importer de l'étranger. Dans le passé, nous avons à maintes reprises donné la preuve que nous étions en mesure de défendre la stabilité des prix, dans le

moyen terme, par nos propres moyens. A l'avenir, nous l'apporterons de nouveau.

Notre conception de la politique monétaire – une politique pragmatique de la masse monétaire, qui prend en compte d'autres indicateurs, tels les cours de change – est à mon avis toujours appropriée. Notre objectif prioritaire – la stabilité des prix – a de meilleures chances d'être atteint à l'aide de cette stratégie qu'avec un retour à des changes fixes. Cela est également vrai pour le proche avenir. De grands changements s'annoncent en Europe. Je pense au passage à l'union monétaire dans la partie occidentale de notre continent et aux transformations à l'Est. Ces dernières auront des répercussions en Europe de l'Ouest également. Une politique souple et pragmatique assure, dans les périodes marquées par de grandes incertitudes, une marge de manœuvre plus étendue que celle qui découlerait des règles rigides d'un mécanisme de cours de change fixes. Elle permet d'atténuer plus aisément de fâcheuses influences provenant de l'étranger.

Une telle assertion ne s'inscrit-elle pas en contradiction avec la conviction que j'ai exprimée à plusieurs reprises, conviction selon laquelle l'adhésion de la Suisse à la CE est inévitable à moyen ou long terme? La décision d'adhérer à la CE est d'ordre politique, à un haut degré. Sa portée va bien au delà du domaine monétaire et même de celui de l'économie. Le peuple et les cantons auront à se prononcer en temps utile sur cette question capitale. Procéder graduellement à des changements aussi importants est toutefois dans la tradition suisse, mais également dans la nature de la démocratie directe. C'est pourquoi j'espère que notre pays adhèrera prochainement à l'Espace économique européen (EEE), comme le propose le Conseil fédéral. Notre économie aurait ainsi accès au grand marché européen et sa compétitivité se verrait renforcée. Nous aurions la possibilité d'accorder toujours plus nos violons à l'ensemble européen. L'EEE n'aurait cependant aucune répercussion sur le régime de change, et la politique monétaire suisse subirait tout au plus des influences indirectes.

Sur le plan monétaire, les conséquences d'une adhésion à la CE sont plus difficiles à estimer. La politique monétaire menée au sein de la CE – que

ce soit dans le cadre du SME ou de la future union monétaire – constituera le facteur déterminant à cet égard. Dans quelle mesure la CE parviendra-t-elle à mener une politique axée sur la stabilité? Personne ne peut répondre de manière certaine à cette question. Le souci d'axer la politique monétaire sur la stabilité est bien présent dans les statuts de la future banque centrale européenne. Mais la meilleure loi sur l'institut d'émission ne suffit pas à garantir la conduite d'une bonne politique monétaire. La banque centrale européenne devra encore passer le test de la pratique.

L'évolution dans les pays d'Europe de l'Est retiendra fortement notre attention ces prochaines années. Le passage à l'économie de marché impose de lourds sacrifices à la population. Des revers pourraient mettre en danger la stabilité économique et politique de ces pays, mais aussi celle de l'Europe de l'Ouest. La Suisse a donc tout intérêt à contribuer au redressement économique des pays de la partie orientale de notre continent.

Le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale jouent un rôle clé dans la transformation économique des pays d'Europe de l'Est. En adhérant aux institutions de Bretton Woods, la Suisse peut soutenir activement ces efforts. L'adhésion s'impose d'autant plus que les négociations avec le FMI nous ont permis d'obtenir une participation élevée au capital, soit une quote-part d'environ 3,4 milliards de francs. Au sein du FMI, la Suisse occuperait ainsi le treizième rang, devant l'Australie, l'Autriche et l'Espagne. De la quote-part dépendent les droits et les obligations, notamment le nombre de voix dont dispose le pays. Cette quote-part nous donne de vraies chances de pouvoir influencer sur la politique des institutions de Bretton Woods et sur les efforts entrepris pour coordonner les politiques économiques.

La quote-part de la Suisse au FMI serait financée par des réserves de la Banque nationale. Le coût de l'adhésion serait limité. Il consisterait uniquement en une diminution des recettes enregistrées par l'institut d'émission. Les réserves de devises de la Banque nationale sont habituellement placées sur les marchés financiers internationaux. Elles bénéficient donc d'une rémunération. Les

créances sur le FMI sont elles aussi rémunérées, mais à des conditions un peu inférieures à celles du marché.

Etant fortement dépendant de ses relations économiques avec l'étranger, notre pays a tout intérêt au maintien d'un ordre monétaire stable et d'un système libéral d'échanges et de paiements internationaux, les deux principaux objectifs du FMI. Notre politique monétaire est nettement plus difficile à mener dans un environnement international instable. J'espère donc que nos concitoyens sont conscients de ces avantages et se prononceront, le 17 mai, pour l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods.

#### **4. La distribution des bénéfices de la Banque nationale**

Pour conclure, permettez-moi de formuler quelques réflexions sur la politique monétaire et la distribution, par la Banque nationale, de bénéfices accrus à la Confédération et aux cantons. Cette distribution n'influera pas sur notre politique monétaire. Elle n'entraînera aucune création supplémentaire de monnaie centrale. Comme précédemment, la monnaie centrale sera augmentée essentiellement par la conclusion de swaps dollars contre francs et l'achat de titres suisses sur le marché. Les effets de la distribution accrue de bénéfices sur la monnaie centrale seront donc entièrement neutralisés par des cessions de devises. Nous céderons sur le marché des devises sans garantie de change pour un montant correspondant aux bénéfices distribués. Ces devises, au contraire de celles qui reposent sur des swaps dollars contre francs, ne sont pas couvertes par des ventes à terme contre les risques de fluctuation des cours.

La distribution de bénéfices supplémentaires n'entraînera par conséquent pas une expansion de la masse monétaire. Elle engendrera toutefois un ralentissement de la croissance des réserves de devises sans garantie de change. Dans un petit pays qui, comme la Suisse, entretient d'étroites relations économiques avec l'étranger, ces réserves de devises jouent un rôle monétaire important. Elles nous permettent d'intervenir sur les marchés des changes en cas de faiblesse du

franc. Cette fonction retrouverait une importance accrue si la Suisse devait un jour revenir à un système de cours de change fixes. En outre, de telles réserves renforcent la capacité de résistance de la place financière suisse face à une crise et sont vitales pour l'approvisionnement du pays en cas de crise ou de guerre.

Le besoin de réserves de devises sans garantie de change ne peut être établi avec précision. Il dépend cependant de la taille de l'économie et de l'importance des relations que celle-ci entretient avec l'étranger. Aussi les réserves de devises sans garantie de change devraient-elles croître au moins au même rythme que le produit national brut en termes nominaux. Cette règle restreint la distribution de bénéfices.

Nos bénéfices peuvent varier fortement d'une année à l'autre. C'est pourquoi il est nécessaire d'égaliser les montants distribués annuellement. Nous sommes convenus avec la Confédération de limiter à 600 millions de francs la distribution annuelle de bénéfices supplémentaires pour éviter que la somme distribuée soit très élevée certaines années et inexistante, d'autres.

Ni les critiques qui nous sont adressées pour que nous modifiions notre stratégie ou assouplissions notre degré de rigueur, ni la distribution accrue de bénéfices ne nous ferons dévier de notre politique axée sur la stabilité. Nous continuerons donc à lutter avec ténacité contre le renchérissement.

# Gedanken zu den internationalen Währungsbeziehungen

Referat von Dr. Hans Meyer, Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank\*

---

## 1. Wesen und Bedeutung der internationalen Währungsbeziehungen

Geordnete, möglichst stabile Beziehungen zwischen den Währungen der wichtigsten Länder sind eine wesentliche Voraussetzung für den reibungslosen internationalen Austausch von Gütern, Dienstleistungen und Kapital. Die Vorteile der damit ermöglichten Arbeitsteilung in einem weltwirtschaftlichen Rahmen sind so offensichtlich, dass sie hier nicht näher erläutert werden müssen.

Bei der Diskussion der internationalen Währungsprobleme steht die Frage im Vordergrund, auf welche Weise solche Währungsbeziehungen am besten gewährleistet werden können.

Versucht man auf diese Frage eine Antwort zu finden, dann scheint es mir nach wie vor realistisch, vom Bestehenden auszugehen. Solange es souveräne Staaten gibt, was offensichtlich auf absehbare Zeit hinaus der Fall sein wird, ist es das Tun und Lassen dieser Staaten, das die Verfassung ihrer Währungen und damit auch deren Verhältnis untereinander bestimmt. Die Hauptprobleme der internationalen Währungsbeziehungen liegen demnach nicht im institutionellen Bereich, sondern beim Verhalten der massgebenden Länder.

In einem System konvertibler Währungen ist das Mass der Stabilität der Währungsbeziehungen abhängig vom Mass der Übereinstimmung bei den wirtschaftspolitischen Zielen und von entsprechenden Erfolgen in den wichtigsten Ländern. Dabei stehen die Geldpolitik, die Finanzpolitik und die Wettbewerbspolitik im Vordergrund des Interesses.

Man muss sich allerdings darüber Rechenschaft geben, dass eine auf gesamtwirtschaftliche Sta-

bilität ausgerichtete Politik nicht allein ein ökonomisches oder gar ein finanztechnisches Problem ist. Die Erfahrung zeigt vielmehr, dass eine erfolgreiche Stabilitätspolitik nur dort möglich ist, wo die politische Gemeinschaft dem Anliegen der gesamtwirtschaftlichen Stabilität einen angemessenen Stellenwert beimisst. Eine solche Einstellung beruht sowohl auf praktischer Anschauung als auch auf der Einsicht in die Wirkungsweisen und Gesetzmässigkeiten wirtschaftlichen Geschehens. Für das Anliegen der Stabilität ist es von ausschlaggebender Bedeutung, dass diese Werthaltung erhalten bzw. geschaffen werden kann.

Für das einzelne Land geht es vor allem darum, wesentliche Abweichungen vom Pfad einer gleichgewichtigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zum vornherein zu vermeiden. Damit sollen Anpassungsprozesse, die erfahrungsgemäss langwierig und schmerzhaft sind, so weit wie möglich überflüssig gemacht werden.

Für die Geldpolitik sind die Beschränkung auf das Ziel der Geldwertstabilität und die mittelfristige Ausrichtung wesentlich. Bei der Finanzpolitik ist der Ausgleich der Haushalte mindestens im mittelfristigen Durchschnitt anzustreben. Kein Weg führt am hartnäckigen Bemühen vorbei, die Ausgaben auf die erzielbaren Einnahmen abzustimmen und die Effizienz der Verwaltung zu verbessern. Dabei liegt es in der Natur der Sache, dass es für diese Herausforderungen keine dauerhafte Lösung gibt. In bezug auf die Möglichkeit, das Problem mit institutionellen Mitteln zu lösen, erscheint Skepsis angebracht.

Die Bedeutung struktureller Massnahmen, vor allem der Förderung des Wettbewerbs, ergibt sich aus der Wünschbarkeit einer Erhöhung der Faktormobilität, der Preisflexibilität und der Diversifikation der Produktionsstruktur. Diese Elemente bestimmen in wesentlichem Ausmasse die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft an veränderte Verhältnisse.

---

\* gehalten in Zürich am 18. Mai 1992 vor der Swiss-American Chamber of Commerce

## 2. Das Koordinationsproblem

Seit der Entwicklung der zwischenstaatlichen Währungsbeziehungen hat sich das Problem der Abstimmung der Wirtschaftspolitik unter den massgebenden Ländern gestellt. Nach dem Gesagten ist es allerdings nicht erstaunlich, dass dabei immer wieder die Erfahrung gemacht wurde, dass kein Weg am Willen und an der Fähigkeit eines einzelnen Landes vorbei führt, zuerst und vor allem das eigene Haus in Ordnung zu halten.

Zur Zeit der Goldwährung wurde versucht, mit der Bindung der Währungen an das gelbe Metall gewissermassen objektive Sachzwänge zu schaffen. So führte diese Bindung im Falle einer zu expansiven Politik zu einem Verlust an Goldreserven und schuf damit einen Anreiz zu Korrekturmassnahmen. Bei näherer Überlegung ist allerdings leicht verständlich, dass das Gold in diesem Zusammenhang nur eine untergeordnete Rolle spielte. Entscheidend war vielmehr die Bereitschaft, den sich aus der Goldbindung ergebenden Handlungszwang ohne Wenn und Aber zu akzeptieren und damit gegebenenfalls die Wirtschaftspolitik den ausserwirtschaftlichen Erfordernissen unterzuordnen. Fehlte diese Bereitschaft, dann musste die Indikatorfunktion einer Goldbewegung wirkungslos bleiben.

Ähnlich waren die Erfahrungen mit einem System grundsätzlich fester Wechselkurse, wie es nach dem Zweiten Weltkrieg im Rahmen der Vereinbarungen von Bretton Woods geschaffen wurde. Auch in diesem Falle hat sich gezeigt, dass die nunmehr vertraglich institutionalisierten Bindungen nur so lange halten konnten, als die sich daraus ergebenden Sachzwänge respektiert wurden. Fehlte die entsprechende Bereitschaft in den einzelnen Ländern, dann waren die Wechselkursrelationen selbst bei grosszügigen Überbrückungskrediten auf die Dauer nicht zu halten.

Diese Einsicht nährte schliesslich die Hoffnung, eine mangelnde Übereinstimmung in bezug auf die wirtschaftspolitischen Ziele und Ergebnisse könne mit frei schwankenden Wechselkursen ausbalanciert werden. Auch hier waren die Erfahrungen allerdings ernüchternd. Es zeigte sich nämlich, dass flexible Wechselkurse einen entsprechenden Ausgleich dann und nur dann

herbeiführen können, wenn sich der Ausgleichsbedarf in gewissen Grenzen hält.

Damit kehrte man zur Feststellung zurück, dass die Priorität bei der Stabilitätspolitik jedes einzelnen Landes liegen muss. Das schliesst Bemühungen um eine zwischenstaatliche Abstimmung des Verhaltens in keiner Weise aus. Es bedeutet aber, dass ihnen nicht die Priorität zukommt. Koordination kann mit anderen Worten nicht bewirken, was nicht bereits im nationalen Rahmen gewährleistet ist: «The best that each country can do for other countries is to keep its own economy in shape» (Stanley Fisher).

Zu Recht wurde deshalb gesagt, die Diskussion um die Gestaltung der internationalen Währungsbeziehungen reflektiere lediglich das Unvermögen, im Rahmen einer vernünftig abgestimmten nationalen Wirtschaftspolitik die fundamentalen Störfaktoren zu beseitigen: «Würde man sich nur darauf einigen, dass jedes Land seine Geldpolitik und seine Haushaltspolitik nach selbstgewählten, mittelfristig angelegten Stabilitätsregeln führt, dann wäre die Gefahr einer mehrjährigen realen Verzerrung der Währungsrelationen gebannt» (Manfred Neumann).

## 3. Die Geld- und Währungspolitik

Für die Geldpolitik bleibt die gut gesicherte Erkenntnis massgebend, dass die Ausrichtung der Geldversorgung auf den realen Wachstumstrend für die Preisentwicklung von ausschlaggebender Bedeutung ist. Eine stetige Geldmengenpolitik schliesst dabei nicht aus, dass die Entwicklung anderer Grössen wie Zinssätze und Wechselkurse bei der Entscheidungsfindung in Betracht gezogen wird. Sie bedeutet aber, dass der Kontrolle der Geldmengenentwicklung Priorität eingeräumt wird.

Die Möglichkeit ist offen zu lassen, bei unvorhergesehenen Entwicklungen vom Geldmengenziel abzuweichen. Eine solche Abweichung wäre etwa dann gerechtfertigt, wenn ausserordentliche, Produktion, Beschäftigung und Preisstabilität bedrohende Ungleichgewichte auf den Devisenmärkten festgestellt würden. Wann genau ein solcher Tatbestand gegeben ist und in welchem

Masse der geldpolitische Kurs allenfalls zu korrigieren wäre, wird immer eine Ermessensfrage sein.

Eindeutig ist, dass eine nachhaltige, dauerhafte Einflussnahme auf die Wechselkursentwicklung eine Änderung des geldpolitischen Kurses voraussetzt. Interventionen am Devisenmarkt können eines von verschiedenen Mitteln zu diesem Zwecke sein.

Werden die Auswirkungen eines Kaufes oder Verkaufes von Devisen auf die Entwicklung der Geldmenge kompensiert, dann sprechen wir von sterilisierten Interventionen. Nach dem Gesagten kann auf diese Weise keine dauerhafte Veränderung der Kursentwicklung herbeigeführt werden. Entsprechende Operationen sind bestenfalls geeignet, extreme Kursschwankungen temporärer Natur zu dämpfen. Der Entscheid, welche Entwicklungen im konkreten Falle als extrem anzusehen sind, ist naturgemäss ebenfalls Ermessenssache. Generell wird man die Marktverhältnisse dann als geordnet bezeichnen, wenn sie tendenziell eine störungsfreie Preisbildung ermöglichen. Zurückhaltung bei der Beurteilung der Lage erscheint allein deshalb angebracht, weil kein Anlass zur Annahme besteht, dass eine einzelne Stelle die Angemessenheit der Kursentwicklung besser zu beurteilen vermag als die Vielzahl der eigenverantwortlichen Marktteilnehmer.

#### **4. Die Institutionen von Bretton Woods**

Eine Diskussion der Probleme, die sich bei der zwischenstaatlichen Koordination der Wirtschaftspolitik stellen, wäre ohne die Erwähnung des Internationalen Währungsfonds unvollständig.

Beim Wiederaufbau der internationalen Wirtschafts- und Währungsbeziehungen nach dem Zweiten Weltkrieg wurde der Internationale Währungsfonds neben der Weltbank zu einem Hauptpfeiler der neuen Ordnung. Sein Ziel ist die Gewährleistung stabiler internationaler Währungsverhältnisse. Im Laufe der Jahrzehnte hat sich der Währungsfonds wechselnden Bedürfnissen flexibel angepasst. Dabei ist er zu dem geworden, was ihn heute auszeichnet: ein weltwei-

tes Forum des Gedankenaustausches, ein Berater in Grundsatzfragen der Wirtschafts- und Währungspolitik, ein Vermittler von Fachwissen und eine Quelle der Kredithilfe.

Dabei kann der Währungsfonds die Probleme seiner Mitglieder nicht allein lösen. Seine Stärke liegt vielmehr in der Rolle des Animators, des Koordinators und Moderators. Im Gegensatz zu einer verbreiteten Meinung spielt in der Regel die Kredithilfe nicht die ausschlaggebende Rolle. Von grosser Bedeutung sind vor allem die Beratung und die Vermittlung von Fachwissen. Indem er seine Mitglieder bei der Formulierung und Durchsetzung einer stabilitätsgerechten Wirtschaftspolitik unterstützt, gelingt es dem Währungsfonds einerseits, deren Finanzbedarf zu vermindern, und andererseits, zusätzliche öffentliche und private Finanzierungsquellen zu erschliessen.

Die Schweiz hat sich in den vergangenen Jahrzehnten aktiv und ihrer wirtschaftlichen Bedeutung entsprechend vor allem an den Aktionen des Währungsfonds beteiligt.

Die Tätigkeit der Institutionen von Bretton Woods und vor allem des Internationalen Währungsfonds begegnet immer wieder Vorbehalten, die nicht leicht auf einen Nenner zu bringen sind. Einmal wird dem Fonds ein zu wenig flexibles Verhalten gegenüber den Bedürfnissen der Entwicklungsländer vorgeworfen. Gleichzeitig wird er aber auch beschuldigt, mit unwirksamen Anpassungsprogrammen Steuergelder zu verschleudern.

Tatsache ist jedenfalls, dass es heute keine weltumspannende Institution gibt, die im Bereiche der Wirtschafts- und Währungspolitik über vergleichbare Ressourcen und Erfahrungen verfügt. Wem es um die Gewährleistung stabiler internationaler Währungsbeziehungen geht, der wird deshalb in absehbarer Zeit nicht an den Institutionen von Bretton Woods und vor allem nicht am Internationalen Währungsfonds vorbeikommen.

#### **5. Der europäische Rahmen**

In den vergangenen Jahrzehnten hat die weltwirtschaftliche Entwicklung zu einer grösseren Aus-



gewogenheit im Verhältnis zwischen den Staaten Europas, Amerikas und Asiens geführt. Massgebend waren dabei vor allem die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und in Japan. Europa und die westliche Hemisphäre partizipieren heute mit je gut einem Drittel am Weltsozialprodukt, währenddem auf Asien rund 20 Prozent entfallen. Die Anteile der Entwicklungsländer in den einzelnen Regionen sind in diesen Zahlen enthalten; sie fallen insgesamt kaum ins Gewicht.

Im Zuge dieser Entwicklung sind die wichtigsten Länder der einzelnen Regionen, nämlich die Vereinigten Staaten, die Bundesrepublik und Japan, zu den Hauptträgern der internationalen Währungsbeziehungen geworden. Diese Entwicklung findet ihren Niederschlag nicht zuletzt in der Zusammensetzung der internationalen Währungsreserven. Weltweit wird rund die Hälfte dieser Reserven in amerikanischen Dollars gehalten. Rund 20 Prozent entfallen auf die D-Mark, währenddem Yen und Ecu mit je rund 10 Prozent beteiligt sind.

Zusätzlich zur Entstehung eines besseren Gleichgewichtes zwischen den genannten Regionen sind Tendenzen zu einer vermehrten regionalen Zusammenarbeit festzustellen. Diese sind in Europa besonders ausgeprägt.

Bereits mit der Schaffung des Europäischen Währungssystems hatte man sich zum Ziele gesetzt, die Wechselkurse der Mitgliedsländer der Europäischen Gemeinschaft zu stabilisieren und damit zur Festigung der internationalen Währungsbeziehungen beizutragen.

Im Rückblick ist die Verminderung der Wechselkursschwankungen unter den beteiligten Ländern unverkennbar. Verschiedene Faktoren haben dazu beigetragen. Offensichtlich hat das Europäische Währungssystem auf seine Mitglieder disziplinierend gewirkt. Die äusseren Rahmenbedingungen waren zudem insofern günstig, als das Postulat einer konsequenten Stabilitätspolitik vermehrt Beachtung fand.

Mit den Bemühungen um die Schaffung einer Wirtschafts- und Währungsunion ist man im Rahmen der Europäischen Gemeinschaft bestrebt, in der eingeschlagenen Richtung weiterzukommen.

Nach den bestehenden Absichten, wie sie schon im sogenannten Delors-Bericht in wegweisender Art formuliert wurden, sollen diese Bestrebungen über drei Etappen in die Schaffung einer Europäischen Zentralbank und einer einheitlichen europäischen Währung münden. Die Europäische Zentralbank soll von den Regierungen unabhängig und in erster Linie dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet sein. Ihre Bestrebungen sollen durch eine stabilitätsgerechte Finanzpolitik unterstützt werden.

Sollten sich solche Vorstellungen verwirklichen lassen, dann würden sich die Rahmenbedingungen für eine erfolgreiche Stabilitätspolitik in Europa ohne Zweifel ganz wesentlich verbessern. Entscheidend wird sein, ob die potentiellen Mitglieder eines solchen Verbundes bereits sind, sich der notwendigen Disziplin zu unterwerfen.

Es liegt in der Natur der Sache, dass darüber keine Gewissheit bestehen kann. Offensichtlich sind entsprechende Absichtserklärungen eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung für den Erfolg. Entscheidend ist vielmehr der politische Wille, der die Absichten trägt und ihre Verwirklichung gewährleistet.

Diese Vorbehalte ändern allerdings nichts daran, dass die skizzierte Absicht der Schaffung einer Wirtschafts- und Währungsunion grundsätzlich zu begrüssen ist. Ebenso wichtig wie das Ziel ist aber der Weg. Nicht die Schaffung einer Europäischen Zentralbank und auch nicht die gemeinsame Währung stehen demnach im Vordergrund, sondern das Bemühen der massgebenden Länder, durch eine entsprechende Politik die Grundlage für stabile Währungsbeziehungen schrittweise zu verbessern.

Auch für die Schweiz sind diese Bemühungen offensichtlich von grösstem Interesse.

In jedem Falle verfügt eine kleine, weltoffene Volkswirtschaft nur über eine beschränkte währungspolitische Autonomie. Die Erfahrung hat uns immer wieder gezeigt, dass wir unsere Geldpolitik nicht ohne Rücksicht auf das internationale Umfeld führen können. Das heisst aber natürlich nicht, dass nicht ein gewisser Spielraum für eigenständiges Handeln verfügbar wäre.

Bekanntlich ist die Geld- und Währungspolitik nicht Gegenstand des Vertrages über die Schaffung eines Europäischen Wirtschaftsraumes. Würde sich die Schweiz am EWR beteiligen, dann ergäben sich somit keine direkten Auswirkungen geld- und währungspolitischer Art. Tendenziell dürften die vermehrte Abstimmung der Wirtschaftspolitik und die noch ausgeprägtere Freizügigkeit des Geld- und Kapitalverkehrs für eine eigenständige Geld- und Währungspolitik sowohl Chancen als auch Risiken enthalten, die in ihren Auswirkungen nur schwer aufzurechnen sind.

Anlass zu Mutmassungen gibt nicht zuletzt die Frage nach den Auswirkungen des weiteren Geschehens auf die Zinsentwicklung. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass die erwähnten Tendenzen – vermehrte Abstimmung der Wirtschaftspolitik, ausgeprägtere Freiheit des Kapitalverkehrs – das internationale Zinsgefälle noch weiter vermindern werden. Aufgrund der bisherigen Erfahrungen ist aber ein völliges Verschwinden der Unterschiede unwahrscheinlich. Sowohl aus sachlichen als auch aus psychologischen Gründen bleiben gewisse Unterschiede wahrscheinlich.

Einschneidender wären natürlich die Konsequenzen, wenn unser Land Mitglied einer Europäischen Union würde, die sich heute als Weiterentwicklung der Zwölfergemeinschaft abzeichnet. Aus heutiger Sicht wäre mit einem solchen Schritt der Verzicht auf die geld- und währungspolitische Autonomie verbunden. Diese Konsequenz wäre offensichtlich dann und nur dann unproblematisch, wenn Gewähr dafür bestehen würde, dass mit der Wirtschafts- und Währungsunion dauerhaft Voraussetzungen geschaffen würden, unter denen unsere stabilitätspolitischen Anliegen gleich gut, wenn nicht besser als unter den heutigen Gegebenheiten verwirklicht werden könnten. Ob das tatsächlich der Fall sein wird, ist die zentrale Frage, die alle stabilitätsbewussten Länder beschäftigt. Vorderhand ist es kaum möglich, darauf eine Antwort zu geben. Das erklärt wohl die wachsende Zurückhaltung gegenüber allzu anspruchsvollen Zielsetzungen bzw. die zunehmende Neigung zum Fortschritt in kleinen, aber sicheren Schritten.

Unser Land hat sich in den vergangenen Jahren den Zielen des Europäischen Währungssystems

entsprechend verhalten, ohne zu diesem in eine feste Beziehung zu treten. Nach dem Gesagten erscheint vorerst eine Änderung dieses Kurses nicht angezeigt. Die weitere Entwicklung, die es aufmerksam zu verfolgen gilt, wird darüber entscheiden, wann und in welchem Sinne der Kurs allenfalls angepasst werden soll.

Bekanntlich nimmt der Finanzsektor innerhalb der schweizerischen Wirtschaft traditionell eine bedeutende Stellung ein. Dies kommt weniger im Anteil an der Gesamtzahl der Beschäftigten von knapp fünf Prozent als in der Wertschöpfung pro Beschäftigten zum Ausdruck, die dreimal so hoch liegt wie im Durchschnitt der übrigen Wirtschaft. Auch international ist der Anteil unseres Landes am Finanzgeschäft mit rund 10 Prozent beachtlich. Gut ein Drittel des bilanzwirksamen Geschäftes unserer Banken entfällt auf das Ausland. Besonders stark ist die Stellung im internationalen Geschäft mit Privatkunden. So wird der Anteil an den verwalteten Vermögen auf 30 bis 50 Prozent veranschlagt.

Ein Grund für die bedeutende Stellung liegt in der traditionell freiheitlichen Haltung unseres Landes gegenüber dem internationalen Kapitalverkehr. Die Schweiz hat damit die im Zusammenhang mit der fortschreitenden europäischen Integration wirksamen Tendenzen weitgehend vorweggenommen. Sie dürfte denn auch von diesen Tendenzen nicht in besonderem Masse betroffen werden. Bedeutender dürfte der Einfluss sein, der von einer allgemeinen Verbesserung der Rahmenbedingungen im Sinne vermehrter politischer und wirtschaftlicher Stabilität, Freizügigkeit und Effizienz ausgehen würde. Bekanntlich handelt es sich hier um Grundvoraussetzungen eines prosperierenden Finanzplatzes. Würden sie generell verbessert, dann wäre mit einer Intensivierung des Wettbewerbes zu rechnen.

## 6. Zusammenfassung

Ich möchte meine Gedanken wie folgt zusammenfassen:

1. Für die Qualität der zwischenstaatlichen Währungsbeziehungen ist das Verhalten der massgebenden Länder ausschlaggebend.

2. Ein einzelnes Land leistet den besten Beitrag im Sinne der internationalen Solidarität, indem es mit einer konsequenten, auf gesamtwirtschaftliche Stabilität ausgerichteten Wirtschaftspolitik sein eigenes Haus in Ordnung hält.
3. Die zwischenstaatliche Koordination ist wichtig, aber nicht von primärer Bedeutung. Im institutionellen Bereich ist es heute vor allem der Internationale Währungsfonds, der mit Beratung und Kredithilfe einen wesentlichen Beitrag zu leisten vermag.
4. Die Bestrebungen um die Schaffung einer Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion sind grundsätzlich auch aus schweizerischer Sicht zu begrüßen. Die Zielsetzungen sind geeignet, das stabilitätspolitische Umfeld in Europa wesentlich zu verbessern.
5. Entscheidend bleibt die Frage, ob die Bemühungen um die auf gesamtwirtschaftliche Stabilität ausgerichtete Wirtschaftspolitik in den einzelnen Gesellschaften den notwendigen politischen Rückhalt finden. Nur mit diesem Rückhalt ist auf Dauer wirksame Stabilitätspolitik möglich.
6. Man muss sich darüber Rechenschaft geben, dass das Ziel gesamtwirtschaftlicher Stabilität nie ein für allemal erreicht sein wird. Die darauf ausgerichteten Bestrebungen werden immer wieder Anfechtungen und Bedrohungen ausgesetzt sein. Ebenso wichtig wie die klare Zielsetzung ist und bleibt deshalb das beharrliche Bemühen um den Vollzug.

# Soll eine zahlungsunfähige Bank liquidiert werden?

Hans Neukomm\*

## 1. Einleitung

Die Frage, ob eine Bank weiterzuführen sei oder nicht, stellt sich in der Praxis meist dann, wenn sie zahlungsunfähig ist. Im Lichte der Finanzmarkttheorie erstaunt dies. Gewinnmaximierende (oder wertmaximierende) Aktionäre sollten sich beim Liquidationsentscheid weder von der Zahlungsfähigkeit noch von der Solvenz ihres Unternehmens leiten lassen. Gemäss Theorie ist der Vergleich zwischen dem Wert der liquidierten Vermögensbestandteile und dem Wert der bestehenden Unternehmung ausschlaggebend für eine Liquidation.

Die Frage nach der Weiterführung oder Liquidation einer Unternehmung stellt sich in erster Linie den Eigentümern. Im Falle finanzieller Krisen einer Bank sind jedoch auch Behörden angesprochen. In der Schweiz kann eine Bank, die andauernd übermässigen Geldabhebungen ausgesetzt ist, gemäss Art. 25ff. des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen beim Bundesrat einen *Fälligkeitsaufschub* beantragen. Das zuständige Gericht kann eine *Stundung* (Art. 29ff.) gewähren, falls eine Bank zahlungsunfähig, jedoch nicht überschuldet ist. Die Bankenkommission als Aufsichts- und Bewilligungsbehörde ist u. a. verantwortlich für die *Schliessung* überschuldeter Banken. Die Schweizerische Nationalbank kann aus zwei Gründen mit der Frage der Weiterführung einer Bank konfrontiert werden: Erstens sieht das Bankengesetz vor, dass auch die Nationalbank anzuhören ist, wenn eine Bank einen Fälligkeitsaufschub oder eine Stundung beantragt. Der jüngste Fall dazu stellte sich im Zusammenhang mit der Spar- und Leihkasse Thun. Zweitens kann sich die Schweizerische Nationalbank als sogenannter *«lender of last resort»* im Interesse der Aufrechterhaltung des Bankensystems veranlasst sehen, einer in Zahlungsschwierigkeiten befindlichen Bank – oder mehreren Banken – vor-

übergehend Zentralbankgeld (Noten, Münzen und Girageld) zur Verfügung zu stellen.

Der vorliegende Aufsatz versucht, die These der Unabhängigkeit des Liquidationsentscheides vom finanziellen Zustand aus *mikroökonomischer Perspektive* darzustellen. Im zweiten Teil wird unter den in der Finanzmarkttheorie üblichen, vereinfachenden Annahmen die Unabhängigkeit des Liquidationsentscheides von den finanziellen Zuständen einer Unternehmung in einem Schema dargestellt. Anschliessend werden realitätsnähere Annahmen getroffen und einige sich daraus ergebende Konsequenzen in bezug auf den optimalen Reorganisationsentscheid abgeleitet. Im dritten Teil wird geprüft, ob die These der Unabhängigkeit zwischen finanziellem Zustand und Liquidationsentscheid auch auf den Sonderfall der Bank anwendbar ist. Es wird gezeigt, dass sich aus der Fristentransformation, durch welche sich die Bankbilanz auszeichnet, und der speziellen Natur des Depositenvertrages wichtige Abweichungen vom postulierten Unabhängigkeitsverhältnis ergeben; eine Zahlungsunfähigkeit kann eine Bank nämlich in die Liquidation zwingen. Die Begründung dieser These folgt zum einen daraus, dass die Zahlungsfähigkeit und die Solvenz einer Bank wesentlich enger voneinander abhängen als bei einer anderen Unternehmung. Erstens muss eine Zahlungsunfähigkeit einer Bank für Aussenstehende als starkes Signal der Insolvenz gewertet werden. Zweitens kann eine Zahlungsunfähigkeit infolge des Vertrauensverlustes zu einer weiteren Verschlechterung der Solvenz führen. Zum anderen verändern finanzielle Krisen das Wertverhältnis von bestehender zur liquidierten Unternehmung derart, dass eine Liquidation die optimale Reorganisation darstellen kann. Zum Schluss des Artikels werden – immer aus mikroökonomischer Sicht – Regeln abgeleitet, welche Behörden, die über Bankliquidationen (mit-)entscheiden müssen, unterstützen können. Makroökonomische (gesamtwirtschaftliche) Aspekte wie Fragen der Strukturbereinigung oder Erhaltung oder Gründe und Auswirkungen

\* Ressort Bankwirtschaft

gen von massenweisen Bankzusammenbrüchen werden hier nicht behandelt.

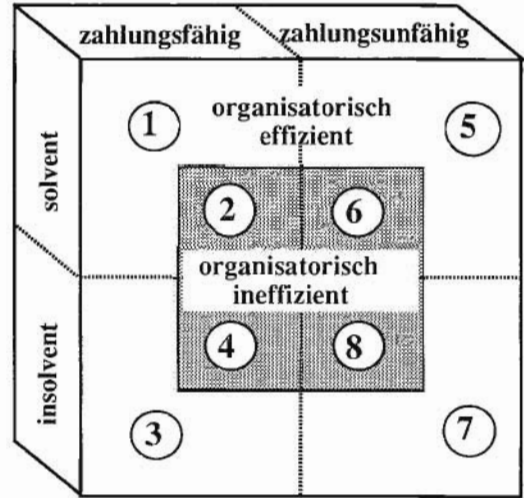
## 2. Zustände der Unternehmung und rationales Verhalten

Unternehmungen werden oft in Konkursen liquidiert. Die Koinzidenz von Zahlungsunfähigkeit, die dem Gläubiger erst das Rechtsmittel der Konkursbetreibung in die Hand gibt, und der Liquidation suggeriert leicht einen ursächlichen Zusammenhang zwischen der Zahlungsunfähigkeit und der Liquidation. In diesem Teil soll die Beziehung zwischen dem finanziellen Zustand einer Unternehmung und dem Liquidationsentscheid oder anderen Reorganisationsmassnahmen analysiert werden.

### 2.1 Mögliche Zustände einer Unternehmung

Um die Beziehung zwischen finanziellem Zustand und Liquidationsentscheid zu untersuchen, erweist es sich als nützlich, die Unternehmung nach der *Zahlungsfähigkeit* (*Liquidität*), der *Solvenz* sowie der *organisatorischen Effizienz* einzuteilen. Zunächst sind diese Kriterien zu definieren: Zahlungsfähig ist eine Unternehmung solange, als sie den fälligen Forderungen der Gläubiger (z. B. Kreditoren, Zinszahlungen oder Kapitalien) nachkommen kann, und zahlungsunfähig, wenn dies nicht der Fall ist. Zahlungsunfähig ist eine Unternehmung folglich dann, wenn das Verhältnis von sofort verfügbaren Mitteln zu momentan fälligen Forderungen kleiner als eins ist. Solvent ist eine Unternehmung, wenn der Wert der Aktiven den Nominalwert des Fremdkapitals übersteigt.<sup>1</sup> Die organisatorische Effizienz lehnt sich eng an die Überlegungen von Coase (1937) an, der sich die Frage stellte, wann wirtschaftliche Transaktionen über den Markt und damit über den Preismechanismus abgewickelt und wann diese innerhalb einer Unternehmung organisiert werden. Dieses Kriterium lässt sich im Verhältnis des Wertes der Aktiven unter der bestehenden Firma zum Liquidationswert ausdrücken. Ist dieses Verhältnis grösser als eins, wird die Unternehmung als organisatorisch effizient bezeichnet, andernfalls als ineffizient. Organisation bezeichnet in diesem Fall somit nicht die Ablauforganisation im

Abb. I: Zustände einer Unternehmung



Sinne eines Managementproblems, sondern die Aufbauorganisation im Sinne der Faktorallokation. Ein entscheidender Faktor der organisatorischen Effizienz ist der *Vertrauenswert der Firma*, d. h. der rechtliche Name der Unternehmung (vgl. zu diesen Definitionen das Glossarium am Ende des Artikels).

Abbildung I zeigt ein Schema, in das sich jede Unternehmung anhand der drei beschriebenen Unterscheidungsmerkmale einordnen lässt. In der linken Hälfte sind die zahlungsfähigen, in der rechten Hälfte die zahlungsunfähigen, in der oberen Hälfte die solventen angesiedelt. Die äussere Zone enthält diejenigen Unternehmungen, die organisatorisch effizient sind; im inneren, grauen Feld befinden sich umgekehrt diejenigen Unternehmungen, die organisatorisch ineffizient sind.

### 2.2 Verhalten unter vereinfachenden Annahmen

Die Ausgangsthese dieses Aufsatzes lautet, dass eine Unternehmung dann – und nur dann – liquidiert werden soll, wenn sie organisatorisch ineffizient ist. *Die Zahlungsfähigkeit und die Solvenz*

<sup>1</sup> Streng genommen wird bei der Solvenzberurteilung der Gegenwartswert der Aktiven mit dem Gegenwartswert des Fremdkapitals verglichen, wobei die Aktiven mit dem ihrem Risiko entsprechenden Zinssatz, das Fremdkapital jedoch mit dem vertraglichen Zinssatz abdiskontiert werden muss.

seien weder hinreichende noch notwendige Kriterien der Liquidation. Mit Liquidation ist im folgenden eine *Vollliquidation* gemeint. Die Vollliquidation umfasst – im Gegensatz zur Teilliquidation (Desinvestition) – die vollständige Veräußerung der Aktiven sowie die Kapitalrückzahlung, womit die Unternehmung und damit die Firma, d. h. der rechtliche Name, aufhört zu existieren.

Diese These wird im folgenden für jede der acht möglichen Kombinationen von Unternehmungszuständen überprüft. Dabei gelten vorerst die folgenden *vereinfachenden Annahmen*:

Erstens ist mit Wert der Unternehmung hier der Marktwert auf *Wettbewerbsmärkten* gemeint; es wird davon ausgegangen, dass die Marktteilnehmer ihre Entscheidungen aufgrund dieser Marktwerte und nicht aufgrund sich allenfalls davon unterscheidender Buchwerte treffen. Zweitens wird davon ausgegangen, dass die Marktteilnehmer *rational* sind, was hier bedeutet, dass sie ihren Nutzen *maximieren*. Dies hat zur Folge, dass sowohl der Marktwert der Unternehmung insgesamt, d. h. der Gegenwartswert der erwarteten Erträge, maximiert wird als auch der Wert des Fremd- und des Eigenkapitals. Drittens verfügen alle Marktteilnehmer über *dieselbe, vollständige Information*; insbesondere bewerten alle die Unternehmung gleich. Viertens existieren *keine Transaktionskosten*.

Im Fall (1) (in Abb. I in der oberen linken Ecke) ist die Unternehmung zahlungsfähig und solvent; der Wert der Aktiven insgesamt unter der Firma ist höher, als wenn diese liquidiert würden (organisatorische Effizienz > 1). Dieser Fall entspricht sozusagen dem Normalfall einer gesunden Unternehmung.

Im Fall (2) ist die Unternehmung ebenfalls zahlungsfähig und solvent; sie ist jedoch organisatorisch ineffizient. Die Abbildung II zeigt eine fiktive Bilanz (z. B. in Mio. Fr.), die den vorliegenden Fall illustriert. Die Werte in Klammern bezeichnen jeweils die Liquidationswerte. Unter den Restlaufzeiten bedeuten T = Tag, M = Monat und J = Jahr.

Ein einfaches Beispiel zu diesem Fall stellt ein Stück Land dar, das mit Kartoffeln bepflanzt und von der Landwirtschafts- in die teurer bewertete

Abb. II: Fall (2)

		<b>Bilanz</b>			
Restlaufzeit					
0	Umlaufvermögen	10		1	Fremdkapital
1 T		10		2	
<1 M		10		20	
>1 J	Anlagevermögen	10 (20)		17 (27)	Eigenkapital

Bauzone umgezont wird. In diesem Fall kann es sich für den Bauern lohnen, die landwirtschaftliche Produktion einzustellen und den Maschinenpark und den Boden zu verkaufen. Im Falle einer Aktiengesellschaft wird die Geschäftsleitung, die annahmegemäss die Interessen der Aktionäre vertritt, der Generalversammlung die profitable Liquidation vorschlagen und sie anschliessend vornehmen. Mit dem Erlös werden die Schulden zurückbezahlt, und der Rest wird an die Aktionäre ausbezahlt.

Im Fall (3) kann die Unternehmung zwar die fälligen Forderungen begleichen; ihre Aktiven sind jedoch weniger wert als ihr Fremdkapital, d. h. sie ist überschuldet (vgl. Abb. III).<sup>2</sup>

Abb. III: Fall (3)

		<b>Bilanz</b>			
Restlaufzeit					
0	Umlaufvermögen	10		1	Fremdkapital
1 T		10		2	
<1 M		10		50	
>1 J	Anlagevermögen	10 (2)		-13 (-21)	Eigenkapital

<sup>2</sup> Der Wert einer Aktie sinkt infolge einer Insolvenz nicht in den negativen Bereich ab, weil die Aktien eine limitierte Haftung aufweisen. Demzufolge würde sich die mangelnde Deckung des Fremdkapitals in einer Wertverminderung desselben niederschlagen. Die Überschuldung lässt sich jedoch besser darstellen, wenn in der fiktiven Bilanz der Nominalwert des Fremdkapitals eingetragen wird.

Der Liquidationswert ist hier geringer als der Wert der bestehenden Unternehmung. Wer hätte in dieser Situation ein Interesse, die Unternehmung zu liquidieren? Niemand. Die Aktionäre verlören zwar bei einer Liquidation aufgrund der limitierten Haftung des Aktienkapitals auch nicht mehr, als sie bereits verloren haben, nämlich ihr ganzes eingesetztes Kapital. Immerhin können sie bei einem weiteren Betrieb der Unternehmung hoffen, dass deren Wert wieder über den Wert des Fremdkapitals steigt und ihre Aktien wieder einen positiven Wert aufweisen werden. In diesem Sinn verhält sich der Wert der Aktie gleich dem Wert einer *Option* (vgl. dazu Copeland und Weston, 1983, S. 410ff.). Die Gläubiger indessen verlören bei einer Liquidation mit Sicherheit mehr, als wenn die Unternehmung bestehen bleibt.

Der Fall (4) unterscheidet sich vom dritten lediglich dadurch, dass sich hier die Liquidation lohnt. Wie beim zweiten Fall wird die Unternehmung unter der Annahme der Wertmaximierung liquidiert, wobei allerdings die Forderungen der Gläubiger nicht voll befriedigt werden können. Trotzdem haben gerade sie das grösste Interesse, die Unternehmung so rasch als möglich zu liquidieren, weil ihr Verlust 21 betragen würde, falls die Unternehmung weiter betrieben und nur 13, falls sie liquidiert würde. Wenn die Aktionäre die Liquidation nicht vornehmen, sollten die Gläubiger die Unternehmung übernehmen und sie anschliessend liquidieren.

Abb. IV: Fall (4)

		<b>Bilanz</b>			
Rest-laufzeit					
0	Umlaufvermögen	10	1	Fremdkapital	
1 T		10	2		
<1 M		10	50		
>1 J	Anlagevermögen	2(10)	-21 (-13)	Eigenkapital	

Die Fälle (5) bis (8) unterscheiden sich von den ersten vier dadurch, dass die Unternehmung zahlungsunfähig ist, d. h., dass sie mindestens eine

Abb. V: Fall (5)

		<b>Bilanz</b>			
Rest-laufzeit					
0	Umlaufvermögen	1	10	Fremdkapital	
1 T		10	2		
<1 M		15	25		
>1 J	Anlagevermögen	14 (4)	3 (-7)	Eigenkapital	

fällige Forderung mindestens eines Gläubigers nicht erfüllen kann. In diesen Fällen steht den betroffenen Gläubigern die *Betreibung* der Unternehmung *auf Konkurs* offen. Sie können vom Richter verlangen, dass er die Unternehmung in ihrem Auftrag liquidiert und den Erlös zur Deckung ihrer Forderungen verwendet. Hier stellt sich die Frage, wann es sich für die eine oder andere Partei (Aktionäre, Übernahminteressenten, Gläubiger) lohnt, die Zahlungsunfähigkeit durch Einschliessen zusätzlicher Mittel zu beheben und es nicht zur Liquidation kommen zu lassen.

Der Fall (5) ist dadurch gekennzeichnet, dass die Unternehmung zwar zahlungsunfähig, jedoch solvent ist und eine organisatorische Effizienz von über eins aufweist (vgl. Abbildung V).

In diesem Fall haben die Aktionäre ein Interesse, die zur Behebung der Zahlungsunfähigkeit erforderlichen Mittel einzuschliessen, um den drohenden Konkurs abzuwenden und die Unternehmung weiterzuführen. Auch wenn die Aktionäre dies nicht tun, ist im obenstehenden Zahlenbeispiel solange keine Liquidation zu erwarten, als der Liquidationswert kleiner als 37, d. h. kleiner als das Fremdkapital ist. Wenn die Gläubiger ihre Interessen bestmöglich wahrnehmen, werden sie der Unternehmung eine Frist einräumen, bis zu welcher ihre Forderungen zu begleichen sind.

Im Fall (6) wird sich die Liquidation analog zum zweiten und vierten Fall lohnen. Aufgrund der Zahlungsunfähigkeit stände den Gläubigern wieder die Möglichkeit der *Betreibung* auf Konkurs offen, mit dem Resultat, dass die Unternehmung in ihrem Interesse liquidiert würde. Die Aktionäre haben jedoch ein Interesse, dies zu verhindern,

um selbst von der gewinnbringenden Liquidierung zu profitieren. Wie im Fall (5) können sie durch Aufbringen der zur Beseitigung der Zahlungsunfähigkeit erforderlichen Mittel die Kontrolle über die Unternehmung behalten, indem sie die Gläubiger auszahlen.

Im Fall (7) werden die Aktionäre zwar die Zahlungsunfähigkeit nicht beheben, weil die Aktien aufgrund der angenommenen Insolvenz keinen Wert mehr besitzen. Trotzdem ist – analog zum 5. Fall – keine Liquidation zu erwarten, weil die Gläubiger bei einer allfälligen Liquidation einen grösseren Verlust zu tragen hätten, als wenn die Unternehmung bestehen bleibt. In diesem Fall erweist es sich für die Gläubiger am vorteilhaftesten, wenn sie die Weiterführung der Unternehmung ermöglichen, indem sie auf einen Teil ihrer *Forderungen verzichten*, und zwar auf einen kleineren Teil, als er bei einer Liquidation zu erwarten wäre. Das Gesetz sieht für diesen Fall den Nachlassvertrag vor (SchKG, Art. 317).

Der achte Fall schliesslich vereinigt die kritischen Zustände der Zahlungsunfähigkeit, der Insolvenz und einer organisatorischen Effizienz von unter eins. Nur beim Zusammentreffen aller kritischen Zustände dürfte unter den oben beschriebenen Annahmen ein eigentlicher *Konkurs* zu erwarten sein, d. h. die Liquidation durch den Richter im Auftrag der Gläubiger: Erstens gibt die Zahlungsunfähigkeit demjenigen Gläubiger, dessen fällige Forderung nicht beglichen werden kann, das Mittel der Konkursbetreibung in die Hand. Zweitens besteht aufgrund der Insolvenz kein Interesse der Aktionäre, die fällige Forderung zu begleichen. Drittens wird bei einer Liquidation ein grösserer Teil der Schuld gedeckt, als wenn die Unternehmung bestehen bliebe. In allen anderen Fällen, in denen die finanzielle Situation einer Unternehmung kritisch ist, d. h. in denen sie entweder zahlungsunfähig, insolvent oder beides gleichzeitig ist, erweist sich eine andere Reorganisationsform als der formelle Konkurs als profitabler resp. als kostengünstiger.

Die obige Fallunterscheidung zeigt erstens, dass es unter den getroffenen Annahmen keine organisatorisch ineffizienten Unternehmungen gibt; solche werden durch gewinnstrebendes Verhalten liquidiert. Zweitens ist ersichtlich, dass der Li-

quidationsentscheid unter den getroffenen Annahmen unabhängig vom finanziellen Zustand (Liquidität und Solvenz) der Unternehmung ist; der Liquidationsentscheid hängt ausschliesslich von der organisatorischen Effizienz ab. Eine Liquidation ist nicht unbedingt dann vorteilhaft, wenn es einer Unternehmung «schlecht» geht, d. h., wenn sie sich in einer finanziellen Krise befindet, sondern unter Umständen gerade dann, wenn der Wert der Unternehmung sehr hoch ist.<sup>3</sup> Finanzielle Probleme sollten lediglich zu Reorganisationen führen, welche die Finanzierungsseite, d. h. die Passivseite, angehen, und nicht zu solchen, die die Aktivseite betreffen, weil nur die letzteren wertbestimmend sind. Dieses Resultat ergibt sich im Prinzip aus den Modigliani-Miller-Theoremen (1958). Gemäss diesen wird der Wert einer Unternehmung ausschliesslich auf der Aktivseite bestimmt und nicht auf der Passivseite; d. h., der Wert hängt nicht davon ab, wie die auf der Aktivseite erzielten Ertragsströme in Form von Dividenden resp. eingehaltenen Gewinnen oder Zinsen aufgeteilt werden.

### **2.3 Verhalten unter realitätsnäheren Annahmen**

Im folgenden werden die strengen Annahmen gelockert und einige daraus erwachsende Implikationen dargestellt. Es wird nun angenommen, dass die Information *unsicher* und *nicht gleichmässig* über alle Marktteilnehmer verteilt ist; folglich besteht *asymmetrische Information*. Die Annahme der *Wertmaximierung* wird *eingegrenzt*; ob der Gegenwartswert der erwarteten Erträge, das Fremd- oder Eigenkapital maximiert wird, spielt nun eine Rolle. Diese Einschränkungen führen zu den von Jensen und Meckling (1976) beschriebenen *Agenturproblemen* (vgl. Glossarium), welche anschliessend, im Teil 2.3.1 besprochen werden. Weiter funktionieren Reorganisationsmassnahmen nicht mehr kostenlos; diese Kosten bilden den Gegenstand des Teils 2.3.2. Die Annahme der Wettbewerbsmärkte wird weiterhin aufrecht erhalten.

<sup>3</sup> Auch in bezug auf andere Reorganisationsmassnahmen, die eine Änderung der Faktorallokation, d. h. die Aktivseite betreffen, wie Investition, Desinvestition (Teilliquidation), Übernahme oder Fusion, gelten zum Liquidationsentscheid analoge Überlegungen; auch bei diesen Reorganisationsmassnahmen ist die Allokation das entscheidende Kriterium.



### 2.3.1 Agenturprobleme

Der Umstand, dass es in der Realität nicht eindeutig ist, in welchem Zustand sich eine Unternehmung befindet, und dass Insider (Management und evtl. Aktionäre) gegenüber Outsidern (Gläubiger und aussenstehende Investoren) in der Regel über einen Informationsvorsprung verfügen und sich deren Interessen zum Teil widersprechen, führt zu Agenturproblemen. In bezug auf die obige Fallunterscheidung ergeben sich daraus einige wichtige Modifikationen. In den Fällen (3), (4), (7) und (8), in denen die Unternehmung droht, insolvent zu werden, sind die Aktionäre (und z. T. die Unternehmungsleitung) im Gegensatz zum Interesse der Gläubiger vor allem an Projekten mit hohen Risiken interessiert. Verlaufen die Projekte erfolgreich, profitieren sie von den hohen Erträgen resp. vom gestiegenen Wert der Aktien; scheitern die Projekte, verlieren sie praktisch nichts mehr; der Verlust der Aktionäre ist aufgrund der limitierten Haftung des Aktienkapitals gegen unten begrenzt. Die aus dem Scheitern der riskanten Projekte erwachsenden Verluste müssen die Gläubiger tragen.<sup>4</sup> In diesem Sinne findet durch die erhöhte Risikoneigung zum einen eine Vermögensumverteilung von den Gläubigern zu den Aktionären statt. Zum anderen kann ein solches Verhalten sogar zu einer Verminderung des Unternehmungswertes führen, wenn nicht diejenigen Projekte mit dem höchsten Gegenwartswert, sondern diejenigen mit höherem Risiko und einem tieferen Gegenwartswert gewählt werden. Aus diesem Grund sollten die Gläubiger im dritten und siebten Fall die Unternehmung übernehmen, um das Risiko zu begrenzen; eine Liquidation sollte indessen bei rationalem Verhalten auch unter diesen realitätsnäheren Annahmen nicht einsetzen. Wenn sich die Gläubiger rational verhalten, werden sie die Unternehmung entweder selbst weiterführen, resp. ein neues Management einsetzen, oder sie verkaufen.<sup>5</sup> In den Fällen vier und acht, in denen die Unternehmung zwar ebenfalls insolvent ist, stellt die zu grosse Risikoneigung der Aktionäre kein Problem dar, weil die profitable Liquidierung weitere Investitionen – auch solche, die zu riskant sind – ohnehin verhindert.

Asymmetrische Information zwischen dem Management (Insider) und den Aktionären (Outsider) können den Liquidationsentscheid ebenfalls

beeinflussen. Das Management könnte anstatt am maximalen Wert der Unternehmung vor allem daran interessiert sein, die Unternehmung am Leben zu erhalten, auch wenn eine Liquidation profitabler wäre. Manager sind nicht nur am Unternehmungswert, sondern auch an ihrer Stellung interessiert, die sie durch eine Liquidation verlören. Unter diesen Annahmen könnte sich folgende Entwicklung abspielen: Der Wert der bestehenden Unternehmung könnte ohne Wissen der Outsider unter den Wert der liquidierten Unternehmung und unter den Wert des Fremdkapitals (Insolvenz) absinken. Der in der Praxis immer wieder beobachtete und zunehmend in Frage gestellte diskretionäre Spielraum des Managements, stille Reserven zu bilden und aufzulösen, bietet die Möglichkeit, den wahren Wert zu verschleiern. Erst wenn nach einer gewissen Zeit aufgrund der Insolvenz eine Zahlungsunfähigkeit auftritt, werden die Outsider alarmiert, die nun auf eine Liquidation drängen. Dieses Szenario kann die in der Realität oft beobachtete Koinzidenz von Zahlungsunfähigkeit und Liquidation, welche einen ursächlichen Zusammenhang zwischen den finanziellen Problemen und der Liquidation suggeriert, erklären. Tatsächlich müssen die finanziellen Probleme – zuerst Insolvenz, dann Zahlungsunfähigkeit – jedoch nicht als Ursache der Liquidation, sondern als Folge der Unterlassung der Liquidation betrachtet werden. Weil die Unternehmung weiter am Leben erhalten worden und so eine ineffiziente Faktorallokation im Widerspruch zu den Marktkräften zusammengehalten worden ist, sank der Wert des Eigenkapitals zuerst gegen null; weitere Verluste führten zu Abschreibungen auf dem Fremdkapital.

<sup>4</sup> Der Wert der Aktie als Option betrachtet steigt mit zunehmender Varianz.

<sup>5</sup> Selbstverständlich stellt sich das Agenturproblem zwischen den Aktionären und den Gläubigern nicht erst im Zeitpunkt, in dem der Wert der Aktiven denjenigen des Fremdkapitals unterschreitet, sondern bereits früher; die Risikoneigung der Aktionäre steigt mit abnehmender Solvenz monoton an. Bezüglich der Solvenzbeurteilung bestehen in der Regel grosse Unsicherheiten, da zukünftige Erträge eingeschätzt werden müssen, was eine scharfe Trennung zwischen solventem und insolventem Zustand verunmöglichlicht. Zudem bestehen zwischen Insidern (Management) und Outsidern (Aktionären und Gläubigern) Informationsasymmetrien.

Das eben beschriebene Szenario könnte auch miterklären, weshalb sich Unternehmungsliquidationen in Rezessionen häufen. Ein konjunkturbedingter Rückgang des Cash-flows kann zu Zahlungsschwierigkeiten führen, die gegen aussen sichtbar werden und so den Auslöser für bereits seit längerem fälligen Liquidationen darstellen. An sich steht nicht a priori fest, weshalb sich infolge Konjunkturrückgangs die organisatorische Effizienz verschlechtern sollte, weil sowohl die erwarteten Erträge der Betriebsführung als auch der Liquidationswert in der Rezession leiden. Preisrigiditäten, so vor allem *unflexible Löhne*, könnten indessen ein Grund dafür sein, weshalb sich die organisatorische Effizienz verschlechtert.

### 2.3.2 Agenturprobleme in der Praxis

Die in den Vereinigten Staaten aufgetretenen Schwierigkeiten der Sparkassen bieten reichliches Anschauungsmaterial zu den eben beschriebenen Agenturproblemen. Die amerikanischen Sparkassen finanzierten traditionell sehr langfristige (zwanzig- bis dreissigjährige) festverzinsliche Hypotheken mit Spargeldern. Diese Spargelder waren durch eine staatliche Einlagenversicherung versichert. Im Gegenzug war diesen Banken die Diversifikation in andere, höher verzinsliche Aktiva gesetzlich untersagt. Als die Zinsen (und die Inflation) stark anstiegen, konnten die Sparkassen infolge ihres tiefverzinsten Festhypothekenportfolios nicht genügend hohe Zinsen bezahlen, um auf der Passivseite Refinanzierungsmittel anzuziehen. Damit die Sparkassen im Wettbewerb mit anderen Banken, die weniger stark reguliert waren, noch konkurrenzfähig bleiben würden, wurde 1966 eine gesetzliche Zinsobergrenze erlassen (die sogenannte «regulation Q»). Die Sparkassen standen indessen nicht nur mit anderen, nicht regulierten Banken in Konkurrenz, sondern auch mit den offenen Wertpapiermärkten, so dass immer, wenn der Marktzins über den regulierten Höchstzins stieg, eine starke *Disintermediation*, d. h. eine Verschiebung der Kapitalbeschaffung weg von den Banken zu den offenen Kapitalmärkten, einsetzte. Zudem erwiesen sich die Sparkassen, die stärker reguliert waren als andere Banken unter den gegebenen Umständen als organisatorisch ineffizient. Bereits in den

siebziger Jahren erlitten sie enorme Verluste. Wären die Spargelder nicht versichert gewesen, hätte dies rasch zu Massenliquidationen geführt. Da sich die Gläubiger indessen mit der Einlagenversicherung im Rücken sicher fühlten und die Banken nicht durch einen Entzug von Liquidität bedrohten – dazu war die Einlagenversicherung schliesslich geschaffen worden –, konnten die organisatorisch ineffizienten Sparkassen weiter betrieben werden. Den Spielraum, der im Zuge der ersten Deregulierungen Anfang der achtziger Jahre geschaffen wurde, nutzte das Management der Banken zum Teil in verheerender Weise aus: Die mangelnde Rentabilität versuchten sie durch enorm riskante Investitionen, v.a. Kredite, wettzumachen, mit dem Resultat weiterer Verluste. Bereits 1981 waren ca. 85% der Sparkassen unprofitabel (Dotsey M. und Kuprianov A., 1990, S. 1f). Die an sich schon schwierige Solvenzbeurteilung für Aussenstehende wurde zusätzlich durch Buchhaltungsregeln erschwert, die den Banken eine grosszügige Verschleierung ihres wahren Wertes gestatteten. Heute setzt sich die Einsicht mehr und mehr durch, dass frühzeitige Liquidationen das Schadenausmass, das mittlerweile auf Hunderte von Milliarden Dollar angewachsen ist, stark begrenzt hätten.

### 2.3.3 Reorganisationskosten

Weitere Modifikationen der unter 2.2 dargestellten Fallunterscheidung ergeben sich, wenn berücksichtigt wird, dass finanzielle Krisen und Liquidationen *Reorganisationskosten* verursachen, die den Wert der Unternehmung mindern.

Im allgemeinen lassen sich *direkte* und *indirekte* Kosten finanzieller Krisen unterscheiden. Die *direkten* Kosten umfassen vor allem die Transaktionskosten (z. B. Emissionskosten einer Kapitalaufstockung) sowie Anwalts- und Gerichtskosten. Es handelt sich somit um Geldbeträge, die an Dritte bezahlt werden müssen. Die bedeutenderen, aber auch schwieriger zu bewertenden *indirekten* Kosten sind Opportunitätskosten. Sie entstehen beispielsweise dadurch, dass rentable Investitionsprojekte nicht mehr realisiert werden können oder dass – wie oben ausgeführt – bei hoher Konkurswahrscheinlichkeit in erster Linie ris-

kante Projekte gewählt werden und nicht diejenigen, mit dem höchsten Gegenwartswert. Konkursgefährdete Unternehmungen müssen ihren Managern unter Umständen höhere Saläre bezahlen. Die Umsätze können sich wegen gefährdeter Garantie- oder Serviceleistung (z.B. in der Investitionsgüter- oder der Computerindustrie) rückläufig entwickeln. Ein Vertrauensverlust der Lieferanten kann zu kostspieligen Verzögerungen in der Produktion führen.

Die Liquidierung verursacht ebenfalls Kosten. Die direkten Kosten sind die gleichen, die auch bei finanziellen Krisen anfallen. Indirekte Kosten können sich bei der Liquidation beispielsweise ergeben, wenn langfristige Projekte vor ihrer Reife abgebrochen werden und die zu liquidierenden Anlagen einen hohen Spezialisierungsgrad aufweisen (vgl. sunk costs im Glossarium); in diesem Fall sind die Sekundärmärkte wenig liquid, so dass beim Verkauf nicht der volle Gegenwartswert der bei Vollendung der Projekte zu erwartenden Erträge anfällt, sondern – im Extremfall – lediglich der Material- oder Schrottwert.

Die Reorganisationkosten ändern an der Unabhängigkeit zwischen finanziellen Zuständen und Liquidation im Prinzip jedoch nichts. Sie müssen bei der Berechnung der organisatorischen Effizienz indessen mitberücksichtigt werden. Die Behebung finanzieller Krisen beispielsweise vermindert den Wert der bestehenden Unternehmung und nicht den Liquidationswert. Wenn die Beseitigung finanzieller Probleme (z. B. durch eine Kapitalaufstockung, Umschuldung usw.) höhere Kosten verursacht als die bei der Liquidation zu erwartenden Kosten, fällt der Entscheid eher zugunsten der Liquidation aus. Aus diesem Grund müssen alle bisher erwähnten Werte als *Nettowerte* verstanden werden, die nach allfälligen Reorganisationen verbleiben.

Die Konkurrenz zwischen Aktionären, Managern, Gläubigern und Übernahmeinteressenten (raiders) führt dazu, dass die kostengünstigste Reorganisation gewählt wird (Haugen und Senbet, 1978). Wählt eine Partei nicht die kostengünstigste Variante, kann eine dritte Partei durch Übernahme der Unternehmung und Wahl der billigeren Variante einen risikolosen Gewinn (Arbitragegewinn) erzielen.

Die höchsten Kosten dürften in der Regel bei einem Konkurs anfallen, weil der Konkurs die umfassendste Reorganisation darstellt. Dieses Verfahren schliesst sowohl eine vollständige Reorganisation der Passivseite mit ein – nämlich die Rückzahlung des Fremd- und Eigenkapitals – als auch die Liquidierung der Aktiven.

Die meist zitierte empirische Untersuchung über die tatsächliche Höhe der Konkurskosten ist diejenige Warners (1975). In elf untersuchten Eisenbahnkonkursen zwischen 1930 und 1955 beziferte Warner die durchschnittlichen Konkurskosten auf 5,3% der Bilanzsumme (bewertet aufgrund eines Vergleiches mit dem Wert drei Jahre vor dem Konkurs).

Wie die obigen Ausführungen gezeigt haben, besteht auch unter gelockerten Annahmen keine ursächliche Beziehung zwischen den finanziellen Problemen und dem Liquidationsentscheid. Wenn in einem Konkurs Reorganisationsmassnahmen sowohl der Aktiv- als auch der Passivseite zusammentreffen, dürfte dies mit asymmetrischen Informationen zwischen dem Management und den Aktionären erklärbar sein. Der Schluss, der finanzielle Probleme ursächlich mit einem Konkurs verbindet, ist nur dann folgerichtig, wenn die finanziellen Probleme den Wert der liquidierten Aktiven anders beeinflusst als den Wert der Aktiven unter der bestehenden Firma. Dass eine derartige Konstellation unter Umständen möglich ist, soll im nächsten Abschnitt anhand des Beispiels der Bank gezeigt werden.

### **3. Der Spezialfall der Bankunternehmung**

In diesem Teil werden die in 2.3 getroffenen realitätsnäheren Annahmen weiter konkretisiert, indem auf das Beispiel der Bank als Sonderfall der Unternehmung eingegangen wird. Aus dem Charakteristischen einer Bank ergeben sich weitere Widersprüche zur postulierten Unabhängigkeit zwischen dem finanziellen Zustand und dem Liquidationsentscheid, weil die organisatorische Effizienz im Fall der Bank nämlich entscheidend vom finanziellen Zustand abhängig ist. Vorerst werden die Besonderheiten der Bank dargestellt. Anschliessend folgt die Begründung von drei Thesen, die einerseits das Verhältnis zwischen

**Abb. VI: Bilanz der vier Grossbanken<sup>9</sup> in % Ende 1991**

flüssige Mittel	1	Bankenkreditoren auf Sicht	3
Bankendebitoren auf Sicht	2	Bankenkreditoren auf Zeit 1 Monat	13
Bankendebitoren auf Zeit 1 Monat	8	Bankenkreditoren auf Zeit 1–3 Monate	4
Bankendebitoren auf Zeit 1–3 Monate	4	Bankenkreditoren auf Zeit 3–12 Monate	3
Bankendebitoren auf Zeit 3–12 Monate	4	Bankenkreditoren auf Zeit > 12 Monate	0
Bankendebitoren auf > 12 Monate	1	Kreditoren auf Sicht	7
Wechsel und Geldmarktpapiere	4	Kreditoren auf Zeit 1 Monat	16
Kontokorrentdebitoren	10	Kreditoren auf Zeit 1–3 Monate	9
festе Vorschüsse und Darlehen	35	Kreditoren auf Zeit 3–12 Monate	6
Hypotheken	18	Kreditoren auf Zeit > 12 Monate	2
Wertschriften und Beteiligungen	8	Spareinlagen und Depositen	12
Gebäude und Liegenschaften	2	Kassenobligationen, Obligationen und Pfandbriefe	11
sonstige Aktiven	4	sonstige Passiven	7
		Kapital	2
		Reserven	4
Bilanzsumme	100		100

den finanziellen Zuständen (Zahlungsfähigkeit und Solvenz) untereinander und andererseits das Verhältnis zwischen diesen und der organisatorischen Effizienz klären.

### 3.1 Besonderheiten der Bank

Eine Bank unterscheidet sich von einer anderen Unternehmung vor allem dadurch, dass sie mit dem Depositengeschäft *Fristentransformation* betreibt.<sup>6, 7</sup> Die Banken nehmen auf der einen Seite Einlagen entgegen und verpflichten sich gleichzeitig, diese dem Einleger jederzeit zum Kurs von eins in bar zurückzubezahlen. Auf der anderen Seite investieren sie die Einlagen in längerfristige Projekte, v. a. in Kredite. Auf diese Weise ist der Einleger in der Lage, bezüglich genauem Zeitpunkt und Betrag unvorhersehbaren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, weiss sein Geld an einem (diebstahl-)sicheren Ort aufbewahrt und erhält gleichzeitig einen Zins auf seiner Einlage.

Geld auf Sicht entgegennehmen und langfristig investieren kann nur derjenige, der *vertrauenswürdig* ist. In erster Linie muss ein Deponent Vertrauen in die Solvenz der Bank haben. Sekundär muss auch das Liquiditätsmanagement und – heute, mit abnehmendem Barzahlungsverkehr weniger bedeutend – das Sicherheitssystem vertrauenswürdig sein.<sup>8</sup> Die Fristentransformation findet ihren ökonomischen Ausdruck vor allem in

drei Erscheinungen: Erstens liegt der Depositenzins *unter dem Marktzins* von Anlagen vergleichbaren Bonitätsrisikos. Zweitens weisen Banken im Vergleich zu anderen Unternehmungen einen auffällig *hohen Verschuldungsgrad* auf. Weil die Laufzeit des Eigenkapitals im Prinzip so lange dauert, als die Unternehmung besteht, d. h. im

<sup>6</sup> Gesamtwirtschaftlich betrachtet erhöht das Bankensystem durch die Fristentransformation die Liquidität. In der Literatur besteht Uneinigkeit darüber, ob das Bankensystem notwendigerweise Liquidität schafft oder nicht. Niehans (1978) glaubt, dass dies v. a. von den Zinserwartungen abhängt und demzufolge nicht so sein müsse, während Diamond und Dybvig (1983) davon ausgehen, dass die Schaffung von Liquidität ein zentrales Merkmal des Bankensystems sei. Die Realität bestätigt die zweite Position.

<sup>7</sup> Neben der Fristentransformation gibt es weitere Existenzgrundlagen der Bank: Die Bank erzielt durch Serviceleistungen, die an Depositen geknüpft sind, so v. a. durch den Zahlungsverkehr einen Gewinn (vgl. z. B. Fama 1980; Orgler und Taggart 1983, Baltensperger und Milde 1987). Als Informationsproduzent erzielt die Bank auch Spezialisierungsgewinne auf der Aktivseite, z. B. bei der Bonitätsprüfung der Kredite.

<sup>8</sup> Auch andere Unternehmungen brauchen Vertrauen, um ihre Produkte oder Dienste zu verkaufen. In der Computerbranche beispielsweise ist das Vertrauen in die Langlebigkeit der Unternehmung ein entscheidendes Verkaufsargument. Eine Fluggesellschaft kann ohne Vertrauen in die Sicherheit ihres Flugbetriebes kaum operieren. Einzigartig ist im Falle der Bank jedoch die Bedeutung des Vertrauens in die Solvenz und die sich aus dem Verlust dieses Vertrauens ergebenden Konsequenzen.

<sup>9</sup> Schweizerische Bankgesellschaft, Schweiz. Bankverein, Schweiz. Kreditanstalt, Schweiz. Volksbank; Quelle: SNB

Vergleich zum Fremdkapital sehr lang ist, verengt eine hohe Eigenkapitalquote den Spielraum zur profitablen Fristentransformation. Eine Bank hält aus dieser Perspektive nur soviel Eigenkapital, als sie zur Aufrechterhaltung der Vertrauensbasis braucht. Drittens – und dies ist im Hinblick auf die folgende Argumentation besonders wichtig – ist eine Bank *de jure* ständig in hohem Ausmass *illiquid*, d. h., sie könnte zu keinem Zeitpunkt alle fälligen Verbindlichkeiten honorieren. Die Abbildung VI zeigt eine zusammengefasste Bilanz der vier Grossbanken. Die flüssigen Mittel sowie die sofort liquidierbaren Wertschriften und Beteiligungen würden keinesfalls ausreichen, die Kreditoren auf Sicht sowie die Spar- und Depositengelder, von denen ein Grossteil sofort rückziehbar ist, auszuzahlen, falls die Forderungen alle gleichzeitig geltend gemacht würden. Solange die Einleger Vertrauen in die Bank haben, gewähren sie dieser einen *impliziten Fälligkeitsaufschub* von unbestimmter Dauer. Zieht jedoch zu einem bestimmten Zeitpunkt ein kritischer, unvorhergesehener Anteil der Deponenten ihre Einlage zurück, wird die Bank nicht nur *de jure*, sondern tatsächlich zahlungsunfähig, und ein *Bankensturm* ist die Folge. Bankenstürme ereignen sich aus zwei Gründen: Erstens ist die Solvenz einer Bank nicht mit Sicherheit feststellbar, und zudem kann der Einleger die Solvenz seiner Bank in der Regel schlechter beurteilen als das Management und kann daher nicht darauf vertrauen, dass ein finanzielles Problem bloss ein temporäres Liquiditätsproblem und nicht ein nicht mehr gutzumachendes Solvenzproblem ist. Der zweite Grund ergibt sich aufgrund der Natur des Depositenvertrages, wonach die Reihenfolge des Erscheinens am Bankschalter («first come, first served») dafür ausschlaggebend ist, ob der Deponent seine Guthaben abheben kann oder nicht.

Das Damoklesschwert des Bankensturmes, das ständig über der Bank schwebt, ist am Vertrauen der Einleger in die Solvenz und ins Liquiditätsmanagement der Bank aufgehängt. Diesem Vertrauen kommen folgende Faktoren entgegen: Erstens zeigt die Erfahrung, dass in der Regel nicht alle Gläubiger gleichzeitig ihre Guthaben zurückziehen, sondern nur einen bestimmten Teil. Je grösser die Anzahl der Einleger ist, desto kleiner ist die Wahrscheinlichkeit, dass ein vorgesehener Betrag an liquiden Mitteln (in Prozenten der Ver-

bindlichkeiten) nicht ausreicht, um die an einem bestimmten Tag erscheinenden Gläubiger auszuzahlen. Das *Gesetz der grossen Zahl* wirkt hier genau so wie bei einer Versicherung. Aufgrund dieses Umstandes ist es nicht erstaunlich, dass die Grossbanken in der Regel den anderen, kleineren Banken im Interbankgeschäft Liquidität zur Verfügung stellen (vgl. Abb. VI). In der Schweiz sorgen zudem gesetzliche Liquiditätsvorschriften (Verordnung zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Art. 15ff.) dafür, dass eine minimale Kassenhaltung gewährleistet ist. Mit einem *Interbankkredit* kann eine Bank eine drohende Zahlungsunfähigkeit abwenden. Diese zweite Möglichkeit ist im Prinzip nichts anderes als die Ausdehnung des oben beschriebenen Versicherungseffektes innerhalb einer einzelnen Bank auf das gesamte Bankensystem. Das dritte Mittel, der drohenden Zahlungsunfähigkeit zu entgehen, hat die Bank, indem sie bei der *Notenbank Kredit* beansprucht. Die Notenbank erfüllt die Rolle des sogenannten «lender of last resort». Die Gewährung von Notenbankkrediten bedingt, dass die Geschäftsbank über Werte verfügt, gegen die sie bei der Notenbank Kredite erlangen kann (diskont- und lombardfähige Papiere).

Was geschieht, wenn es einer Bank dennoch nicht gelingt, eine drohende Zahlungsunfähigkeit abzuwenden? Wie eine tatsächliche Zahlungsunfähigkeit einer Bank von den Marktteilnehmern interpretiert werden muss, wie sich diese auf die Solvenz auswirkt und welche Beziehung zwischen der Zahlungsunfähigkeit und der organisatorischen Effizienz besteht, wird anschliessend anhand von drei Thesen erläutert.

### **3.2 Zahlungsunfähigkeit als Indikator der Insolvenz**

Die erste These lautet: *Die Zahlungsunfähigkeit einer Bank ist für aussenstehende, weniger gut informierte Marktteilnehmer ein Signal der Insolvenz.* Die Deutung einer Zahlungsunfähigkeit als Insolvenz ist, wie im Teil 2.3.1 ausgeführt, zwar nicht rein bankenspezifisch; aufgrund asymmetrischer Informationen kann sich für Aussenstehende eine Insolvenz auch bei anderen Unternehmen erst durch eine Zahlungsunfähigkeit

offenbaren. Im Falle einer Bank gibt es jedoch Gründe, die die Zahlungsunfähigkeit als fast untrügliches Zeichen der Insolvenz erscheinen lassen müssen.

Der wichtigste Grund ist derjenige, dass das Funktionieren der Fristentransformation in erster Linie auf dem Vertrauen der Bankgläubiger in die Solvenz und in das Liquiditätsmanagement der Bank basiert. Das Vertrauen ist damit die Basis, auf welcher die Bank ihre gewinnbringende Geschäftstätigkeit aufbaut. Wenn eine Bank zahlungsunfähig wird, verliert sie dieses Vertrauen sofort und ein Bankensturm ist die Folge. Der Bankensturm vernichtet den Vertrauenswert mit einem Schlag. Bankaktionäre müssten in Anbetracht dieses Verlustes daher ein wesentlich stärkeres Interesse daran haben, eine drohende Zahlungsunfähigkeit – und damit den Bankensturm – zu vermeiden; es ist zu erwarten, dass sie durch eine *Kapitalaufstockung* allfällige Zweifel über die Solvenz der Bank ausräumen, und zwar lange bevor diese in Zweifel gezogen wird. Weiter ist zu erwarten, dass sie zu diesem Schritt nur dann nicht bereit sind, wenn die Bank schon überschuldet ist. Dieses Argument spricht dafür, dass die Zahlungsunfähigkeit im Falle der Bank ein wesentlich stärkeres Signal der Insolvenz ist, als im Falle einer anderen Unternehmung.

Neben der speziellen Bedeutung des Vertrauens, resp. des Verlustes desselben, gibt es noch einen weiteren Grund, weshalb die Zahlungsunfähigkeit ein Signal der Insolvenz ist. Auf der einen Seite setzt sich die Bank im Vergleich zu einer anderen Unternehmung (*de jure*) einem aussergewöhnlich hohen Illiquiditätsrisiko aus. Auf der anderen Seite hat eine Bank aufgrund der Rolle der Notenbank als «*lender of last resort*» und der Existenz des Interbankenmarktes bessere Möglichkeiten, eine drohende (tatsächliche) Zahlungsunfähigkeit zu überbrücken als eine andere Unternehmung. Wenn also bei einer Bank eine Zahlungsunfähigkeit zu Tage tritt, muss es dieser nicht möglich gewesen sein, sich auf dem Interbankenmarkt oder bei der Notenbank zu refinanzieren. Da andere Banken und die Notenbank Überbrückungskredite gewähren, wenn die fragliche Bank solvent ist, muss ein Aussenstehender aus einer tatsächlichen Zahlungsunfähigkeit auf ein erhöhtes Insolvenzrisiko schliessen.<sup>10</sup>

### 3.3 Zahlungsunfähigkeit als Ursache der Insolvenz

Die zweite These lautet: *Die Zahlungsunfähigkeit ist nicht nur Signal der bereits bestehenden Insolvenz, sondern führt zu einer weiteren Verschlechterung der Solvenz.* Die Kettenreaktion des Bankensturms führt nicht nur zu einem plötzlichen Zusammenbrechen des Liquiditätsmanagements, sondern wirkt sich infolge Vertrauensverlust auf den Wert der Bank aus. Damit verliert eine zahlungsunfähige Bank die Möglichkeit, das rentable Depositengeschäft zu betreiben, d. h. die Möglichkeit zur Fristentransformation. Der Rückkauf des Vertrauens wäre sehr teuer. Zuerst müsste eine Kapitalaufstockung jegliche Zweifel an der Insolvenz ausräumen. Dieses Kapital wäre aufgrund des höheren Risikos teurer. Später müssten auch auf dem Fremdkapital höhere Zinsen den Imageschaden ausgleichen, damit Einleger bereit sind, ihr Geld in Form von Depositen auf die Bank zu tragen.

Massive Abflüsse von Passivgeldern – auch wenn nicht gerade ein Bankensturm einsetzt – führt aber auch indirekt zu Verlusten, weil massive Abflüsse von Refinanzierungsmitteln eine *frühzeitige Liquidierung der Aktiven* erzwingen. Wenn langfristige Projekte vor ihrer Fertigstellung abgebrochen werden müssen, ist mit einem Verlust zu rechnen («*sunk costs*»). Zwischen der Bank und allfälligen Käufern der Aktiven bestehen zudem *Informationsasymmetrien*. Die Käufer übernehmen die zu liquidierenden Aktiven nicht zum vollen, sondern nur zu einem tieferen, ihrer Unsicherheit entsprechenden Wert. Auch *Preiseffekte* können zum Beispiel bei massiven Verkäufen von Wertschriften zu Verlusten führen.

### 3.4 Zahlungsunfähigkeit als Ursache der Liquidation

Die dritte These lautet: *Die Zahlungsunfähigkeit kann Grund zur Liquidation sein.* Der infolge der

<sup>10</sup> Die Insolvenz lässt sich zwar aus der Zahlungsunfähigkeit nicht mit Sicherheit ersehen, weil die Solvenz – vor allem für einen Aussenstehenden – selten genau feststeht. Aufgrund der stärker institutionalisierten Kreditmärkte im Bankensystem dürfte indessen die Vermutung der Insolvenz nach einer Zahlungsunfähigkeit eher zutreffen als bei anderen Unternehmungen.

Zahlungsunfähigkeit auftretende Vertrauensschaden vermindert den Wert der Firma, d. h. der bestehenden Unternehmung. Der Vertrauensschaden führt dazu, dass sich Aktiven unter dem Namen der einmal zahlungsunfähig gewordenen Bank sehr wahrscheinlich überhaupt nicht mehr oder – wie oben ausgeführt – nur viel teurer refinanzieren lassen. Damit nimmt die organisatorische Effizienz ab; sie kann von über eins unter eins sinken. Auf einem kompetitiven Markt bedeutet dies, dass die Zahlungsunfähigkeit im Falle der Bank eine Liquidation erzwingen kann. Eine Liquidation bedeutet, dass sich die Aktiven eine neue, gesunde Bankfirma suchen, unter der sie sich refinanzieren lassen.

### 3.5 Empirische Evidenz

Im Gegensatz zu den tiefen Konkurskosten, die Warner (1975) in den untersuchten Eisenbahnkonkursen fand, wies eine empirische Untersuchung von James (1991) *sehr hohe Konkurskosten bei Banken* aus. Er untersuchte konkursite US-Banken zwischen 1985 und 1988 und definierte die Konkurskosten als die Differenz zwischen dem Buchwert einer Bank und dem Marktwert zur Zeit der Liquidation (Übernahmepreis oder Liquidationserlös). James fand, dass die Konkurskosten im Durchschnitt 30% des Buchwertes der Aktiven ausmachten.<sup>11</sup> Diese Kosten setzten sich zusammen aus a) direkten Konkurskosten, b) unverbuchten Verlusten, die sich aus der Vergangenheit aufsummiert haben, und aus c) verlorenen Konzessionswerten, sogenannten «charter values». Die direkten Konkurskosten beliefen sich im Durchschnitt auf rund 10% des Buchwertes, wobei bezüglich dieser Kostenkategorie beträchtliche Skalenerträge festgestellt werden konnten.

Weshalb fielen die Konkurskosten von Banken mit 30% derart viel höher aus als die Eisenbahnkonkurskosten mit nur 5%? Da das rationale Kalkül der Marktteilnehmer auch im Falle einer Bank die Kosten möglicher Reorganisationen gegen oben begrenzt, indem die kostengünstigste Variante gewählt wird, muss es einen starken Grund für die Inkaufnahme derart hoher Verluste infolge eines Bankkonkurses geben. Dieser Grund kann nur im aussergewöhnlich hohen Wert des Na-

mens, d. h. im Vertrauenswert einer Bank liegen, der nach einer aufgetretenen Zahlungsunfähigkeit von einem Marktteilnehmer, der den Konkurs verhindern wollte, teuer zurückgekauft werden müsste. Der Vertrauenswert fehlt explizit in den Verlustkategorien von James; er befindet sich implizit in den unverbuchten Verlusten, die sich in der Vergangenheit aufsummiert haben. Wie hoch dieser Vertrauenswert tatsächlich ist, lässt sich aufgrund der Untersuchung von James nur grob abschätzen. Zieht man von den gesamten Konkurskosten von 30% die direkten Konkurskosten sowie die sogenannten charter values ab, bleibt als Restbetrag die Summe der unverbuchten Verluste, die nicht auf den Verlust des Vertrauens zurückzuführen sind und des Vertrauenswertes.

### 3.6 Folgerungen in bezug auf die Unabhängigkeitsthese im Fall der Bank

Aufgrund der oben ausgeführten Zusammenhänge zwischen der Zahlungsfähigkeit, der Solvenz und der organisatorischen Effizienz der Bank ergeben sich im Schema der Abb. I folgende Änderungen: Die Fälle (5), (6) und (7), in denen die Bank zahlungsunfähig ist, werden automatisch zum Fall (8). Diese Behauptung gilt in der Realität nach der *Tendenz*. Die Gültigkeit dieser Behauptung hängt letztlich davon ab, wie hoch der Wertverlust infolge Vertrauensschaden im Verhältnis zu den erwarteten Liquidationskosten ist. Es wird hier lediglich behauptet, dass der Vertrauenswert bei der Bank höher ist als bei einer anderen Unternehmung, die Liquidationskosten aber tiefer sind; Finanzaktiva lassen sich leichter liquidieren als zum Beispiel Anlagevermögen von Industrieunternehmungen.

Dass es in der Realität Banken gibt, die zahlungsunfähig geworden sind und die es trotzdem schafften, das Vertrauen zurückzuerlangen, zeigte beispielsweise die *Continental Illinois*. Die Realität zeigt auch, dass es Banken gibt, die zahlungsfähig und solvent sind und die sich «freiwillig»

<sup>11</sup> Die beiden Werte von Warner und von James sind leider nicht genau vergleichbar. Jedoch wäre zu erwarten, dass die Konkurskosten in der Untersuchung James' noch höher ausgefallen wären, hätte er Warner's Definition von Konkurskosten verwendet.

lig» liquidieren, weil sie organisatorisch ineffizient sind (Fall (2)). Die *Spar- und Leihkasse Niedersimmental* beschloss zum Beispiel die Liquidation ihres Bankgeschäftes, ohne dass eine finanzielle Krise vorgelegen hätte.

## 4. Schluss

### 4.1 Zusammenfassung der Analyse

Unter gewissen vereinfachenden Annahmen sollte eine Unternehmung nicht dann liquidiert werden, wenn sie sich in einem finanziell kritischen Zustand (zahlungsunfähig oder insolvent) befindet, sondern wenn der Liquidationswert der Aktiven höher als der Wert der bestehenden Unternehmung ist. Die Ansicht, wonach finanzielle Schwierigkeiten notwendige und hinreichende Voraussetzungen einer Liquidation sein sollten, widerspiegelt weder die Interessen der Aktionäre noch diejenigen der Gläubiger. Hingegen ist das Management an einer Fortführung der Unternehmung interessiert, weil es bei einer Liquidation normalerweise seine Stellung verliert.

Im Falle einer Bank gilt dieses für den allgemeinen Fall einer Unternehmung abgeleitete Resultat nur beschränkt: Der finanzielle Zustand beeinflusst die organisatorische Effizienz und damit den Liquidationsentscheid. Erstens ist bei einer Bank die Solvenz nicht unabhängig von der momentanen Zahlungsfähigkeit. Bei einer Bank ist eine Zahlungsunfähigkeit häufiger als bei anderen Unternehmungen ein Zeichen der Insolvenz. Dies vor allem deshalb, weil das Bankgeschäft auf einem hohen Vertrauenswert basiert und sowohl die Manager als auch die Aktionäre ein starkes Interesse haben, dieses Vertrauen aufrechtzuerhalten und es nicht zur Zahlungsunfähigkeit kommen zu lassen. Zudem bestehen in Form des Interbankenmarktes und der Notenbank Institutionen, die einer Bank einen erleichterten Zugriff zu Kassenmitteln ermöglichen.

Zweitens führt der durch die Zahlungsunfähigkeit ausgelöste Vertrauensverlust eine Bank viel eher (und stärker) in die Insolvenz als eine gewöhnliche Unternehmung, weil das Vertrauen in die Solvenz der Bank eine unabdingbare Voraussetzung ihrer Geschäftstätigkeit ist.

Drittens betrifft der Wertverlust vor allem den Wert der bestehenden Bank, d. h. den Firmenwert, so dass die finanzielle Krise einer Bank diese zur Liquidation zwingt. Die beobachteten wesentlich höheren Konkursverluste von Banken widerspiegeln die Tatsache, dass im Falle einer Zahlungsunfähigkeit der (Gegenwarts-)Wert des Vertrauens der Einleger verlorengeht. Dieses müsste bei Weiterführung der Bank teuer (d. h. durch Einschuss frischer, teurer Eigenmittel und mittels jahrelanger Zinszuschläge) zurückgekauft werden. Es ist in der Regel billiger, das Vertrauenskapital einer anderen Bank zur Refinanzierung der Kredite zu nutzen.

### 4.2 Verhaltensregeln für Notenbanken und Bankenaufsichtsbehörden

Gesuche einer in Zahlungsschwierigkeiten befindlichen Bank um *Notenbankkredit* oder um Fälligkeitsaufschub bzw. Stundung müssen im Licht dieser Überlegungen kritisch behandelt werden. Gesuchen von Banken um Notenbankkredit sollte entsprochen werden, falls die Bank solvent ist. Insolventen Banken sollte indessen unter dem Aspekt des Gläubigerschutzes keinesfalls Liquiditätshilfe zuteil werden, weil dadurch die Aktionäre bzw. das Management zusätzlichen Spielraum erhielten, um auf Kosten der Gläubiger riskante Geschäfte abzuschließen. In der Praxis ist die rasche Beurteilung der Solvenz indessen schwierig. Aus den vorangegangenen Überlegungen lassen sich folgende Entscheidungsregeln ableiten: Bei einer offenen Zahlungsunfähigkeit muss prima facie auch auf Insolvenz geschlossen werden. Je unsicherer die Solvenz, desto mehr sollte die Liquiditätshilfe von der Bereitschaft der Aktionäre abhängig gemacht werden, ihrerseits Mittel einzuschüssen, die die Zweifel an der Solvenz ausräumen.

Beantragt die zahlungsunfähige Bank einen *Fälligkeitsaufschub* oder eine *Stundung*, so gelten im Prinzip dieselben Überlegungen. Im Falle der Stundung besteht aufgrund der Kontrolle der Geschäftstätigkeit durch den Kommissär eine geringere Gefahr, dass die Aktionäre die Gnadenfrist zu riskanten Geschäften benutzen. Wie der Notenbankkredit haben beide Rechtswohlthaten den Nachteil, dass sie allein das öffentliche Vertrauen



in die Bank kaum zu bewahren vermögen. Zum langfristigen Überleben der Bank tragen diese Instrumente nur bei, wenn die Aktionäre bereit sind, neues Kapital zur Verfügung zu stellen. Dadurch signalisieren die Aktionäre den Aussenstehenden, schlechter Informierten, dass die Bank auch in Zukunft rentabel sein wird. Die Stundung könnte auch als flankierende Massnahme einer Liquidierung von Vorteil sein, wenn sie die bei einer zu raschen Liquidierung anfallenden Kosten senken hilft. Das Bundesgericht begründete in seinem Urteil vom 18. Dezember 1991 die Stundung als begleitende Massnahme einer in Liquidation befindlichen Bank denn auch mit dem Interesse der Gläubiger an einer langsamen Liquidierung.

Ist eine Bank insolvent, aber noch zahlungsfähig, sollte die Aufsichtsbehörde von sich aus einen *Bewilligungsentzug* aussprechen oder die Bank durch eine Androhung desselben bei einer gleichzeitigen Überwachung zu einer *Kapitalaufstockung* zwingen.

Schliesslich ist anzunehmen, dass die Eigentümer einer Bank diese von sich aus liquidieren, falls sie den Wert der verkauften Aktiven grösser einschätzen als den Wert innerhalb der Bank. Sowohl dem Anliegen des Gläubigerschutzes als auch dem gesamtwirtschaftlichen Interesse, organisatorisch ineffiziente Unternehmungen zu liquidieren, kommt eine möglichst *transparente Rechnungslegung* am besten entgegen, weil dadurch der diskretionäre Spielraum des Managements eingeschränkt wird.

## Glossarium

**Agenturkosten:** Agenturkosten sind eine Art Reibungsverluste in Form von Überwachungs- und Bindungskosten, die immer dort auftreten, wo ein Agent im Auftrag eines (oder mehrerer) Prinzipalen handelt und die beiden Parteien nicht über dieselbe Information verfügen (hidden information) resp. wenn der Prinzipal die Handlungen des Agenten nicht überwachen kann (hidden action). Beispiele: Manager (Agent) – Aktionär (Prinzipal); Versicherter – Versicherung; Arzt – Patient.

**Faktorallokation:** Die Faktorallokation ist die Zusammenfassung von Produktionsfaktoren, wie

Arbeit, Kapital, Boden usw., zum Zweck der Produktion von Gütern und Dienstleistungen.

**Fälligkeitsaufschub:** Aufhebung der Einlöseverpflichtung fälliger Forderungen von Bankgläubigern bei andauernden übermässigen Geldabhebungen gem. Art. 25ff. des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen. Der Fälligkeitsaufschub kann nur dann zur Anwendung kommen, wenn die Bank solvent ist und wenn der Zinsendienst während des Aufschubes gewährleistet ist.

**Firma:** Rechtlicher Name einer Unternehmung, der hier als Produktionsfaktor betrachtet wird.

**Forderungsverzicht (Nachlassvertrag):** Verzicht der Gläubiger auf einen Teil ihrer Forderungen. Dieser Verzicht bietet sich dann an, wenn dadurch die Aussicht besteht, dass wenigstens die Restforderung beglichen werden kann.

**Insider:** Die Insider sind diejenigen Personen, welche durch ihre Position im Inneren einer Unternehmung gegenüber Outsidern über einen Informationsvorsprung verfügen, wie zum Beispiel die Manager gegenüber den Aktionären oder Gläubigern.

**Konkurs:** Der Konkurs ist ein rechtliches Verfahren, in dem der Richter die Unternehmung im Auftrag der Gläubiger liquidiert, um mit dem Liquidationserlös deren fällige Forderungen zu begleichen.

**lender of last resort:** Rolle der Zentralbank, dem Bankensystem bei Liquiditätsproblemen Zentralbankgeld zur Verfügung zu stellen.

**Liquidation:** Verkauf der Aktiven einer Unternehmung gesamthaft oder in Teilen und Rückzahlung der Erträge an die Gläubiger und Aktionäre mit dem Resultat, dass die Unternehmung und mit ihr ihr rechtlicher Name zu existieren aufhört.

**Liquidationswert:** Marktpreis der verkauften Aktiven.

**Modigliani-Miller-Theoreme (1958):** Die Modigliani-Miller-Theoreme bestehen aus zwei Behauptungen und bewegen sich im Rahmen der

üblichen Annahmen der Finanzmarkttheorie (vollkommener Wettbewerb, vollständige und gleichverteilte Informationskosten, keine Transaktionskosten und keine Steuern). Spätere Arbeiten wiesen die Gültigkeit der Thesen auch unter weit allgemeineren Annahmen nach. Proposition I: Der Marktwert einer Unternehmung ist *unabhängig von deren Kapitalstruktur* und entspricht dem Gegenwartswert ihrer erwarteten Erträge. Mit anderen Worten wird der Wert einer Unternehmung ausschliesslich auf der Aktivseite bestimmt. Proposition II: Der erwartete Ertrag auf einer Aktie ist gleich der Ertragsrate der entsprechenden Aktiven (oder der Rate des Kapitals, falls nur aus Eigenkapital bestehend) plus einer Risikoprämie multipliziert mit dem Verschuldungsgrad.

organisatorisch effizient: organisatorisch effizient wird eine Unternehmung bezeichnet, deren Gegenwartswert der erwarteten Erträge aus der wirtschaftlichen Tätigkeit der Unternehmung grösser ist als der Liquidationswert, wobei hier die → Firma als ein Faktor betrachtet wird. Organisatorisch ineffizient wird die Unternehmung bezeichnet, wenn dieses Verhältnis kleiner als eins ist.

Wert der bestehenden Unternehmung unter der best. Firma  
 Liquidationswert

$$\left. \begin{array}{l} > 1, \text{ organisatorisch effizient} \\ < 1, \text{ organisatorisch ineffizient} \end{array} \right\}$$

Outsider: → Insider

solvent: Solvent ist eine Unternehmung, wenn der Wert der Aktiven den Nominalwert des Fremdkapitals übersteigt, wobei der Wert der Aktiven der grössere Wert von bestehendem und liquidiertem (Gegenwarts-)Wert darstellt.

Wert der Aktiven  
 Wert des Fremdkapitals

$$\left. \begin{array}{l} > 1, \text{ solvent} \\ < 1, \text{ insolvent} \end{array} \right\}$$

Stundung: Ist eine Bank zahlungsunfähig, aber nicht überschuldet, kann sie gem. Art. 29ff. des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen beim zuständigen Gericht eine Stundung beantragen. Die Bank wird während eines Jahres unter die Aufsicht eines Kommissärs gestellt, der über Auszahlungen an die Gläubiger entscheidet.

sunk costs: Investitionskosten, die sich (wenn einmal getätigt) durch den Verkauf der erworbe-

nen Aktiven nicht mehr rückgängig machen lassen. Diese Kosten zahlen sich erwartungsgemäss nur dann aus, wenn das Investitionsprojekt zur vollen Reife gelangen kann.

zahlunfähig (liquid): Zahlunfähig ist eine Unternehmung solange, als sie den fälligen Forderungen der Gläubiger (Zinszahlungen und/oder Kapitalien) nachkommen kann, und zahlunfähig, wenn dies nicht der Fall ist. Zahlunfähig ist eine Unternehmung folglich dann, wenn das Verhältnis von sofort verfügbaren Mitteln zu momentan fälligen Forderungen grösser als eins ist.

flüssige Mittel  
 fällige Forderungen

$$\left. \begin{array}{l} > 1, \text{ zahlunfähig} \\ < 1, \text{ zahlunfähig} \end{array} \right\}$$

## Literatur

Baltensperger Ernst und Milde Hellmuth (1987): «Theorie des Bankverhaltens»

Coase Ronald H. (1937): «The Firm, the Market and the Law», The University of Chicago, Paperback Edition 1990

Copeland Thomas E. und Weston Fred J.: «Financial Theory and Corporate Policy», University of California at Los Angeles, Addison-Weseley Publishing Company, 1983 (2nd. ed.)

Diamond Douglas W. und Dybvig Philip H. (1983): «Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity», Journal of Political Economy, S. 401–419

Dotsey Michael und Kuprianov Anatoli (1990): «Reforming Deposit Insurance: Lessons from the Savings and Loan Crisis», Federal Reserve Bank of Richmond, S. 3–28

Fama Eugene F. (1980): «Banking in the Theory of Finance», Journal of Monetary Economics, 6, S. 39–57

Haugen Robert A. und Senbet Lemma W. (1978): «The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure», The Journal of Finance, vol. XXXIII (May), S. 383–393

Jensen Michael C. und Meckling William H. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», Journal of Financial Economics 3, S. 305–360

James Christopher (1991): «The Losses Realized in Bank Failures», The Journal of Finance, vol. XLVI, Sept. S. 1223–1242

Modigliani Franco und Miller, Merton H. (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», The American Economic Review, June, S. 261–97

Niehans Jürg (1978): «The Theory of Money», The Johns Hopkins University Press, Baltimore

Orgler Yair E. und Taggart Robert A. (1983): «Implications of Corporate Capital Structure Theory for Banking Institutions», Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 15, No. 2, May, S. 212–21

Warner J. (1977): «Bankruptcy Costs: Some Evidence», Journal of Finance, May, S. 337–47

## Geld- und währungspolitische Chronik Chronique monétaire

---

### **Beitritt der Schweiz zu den Institutionen von Bretton Woods**

Die Schweiz stimmte dem Beitritt zu den Institutionen von Bretton Woods in der Volksabstimmung vom 17. Mai 1992 zu. Der Beitritt wurde nach der Unterzeichnung des IWF-Übereinkommens und des Weltbankabkommens am 29. Mai in Washington rechtskräftig.

### **Adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods**

L'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods a été acceptée, le 17 mai 1992, en votation populaire. Le 29 mai, la Suisse a signé, à Washington, les traités instituant le FMI et la Banque mondiale. L'adhésion a ainsi pris effet.

