

## **Wirtschafts- und Währungslage**

Quartalsbericht des Direktoriums für  
die Sitzung des Bankrates vom  
12. März 1982

Beilage zum  
Monatsbericht der  
Schweizerischen Nationalbank  
Heft Nr. 3, März 1982



## A. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

### 1. Die Weltwirtschaftslage im Überblick

Die seit zwei Jahren anhaltende Stagnation des weltwirtschaftlichen Wachstums setzte sich im vierten Quartal 1981 fort. In den OECD-Ländern insgesamt stieg das reale Bruttosozialprodukt im Jahre 1981 lediglich um rund ein Prozent (Vorjahr: +1,0%); für das Jahr 1982 wird mit einem Wachstum in der gleichen Grössenordnung gerechnet.

Fortschritte wurden im vierten Quartal 1981 in der Inflationsbekämpfung erzielt: Gegen Jahresende sank die Teuerung im OECD-Raum auf 10%. Damit wurde nach einem Höhepunkt von 14% im Frühjahr 1980 wieder der Stand von Mitte 1979 erreicht. Erneut kräftig angestiegen ist die Arbeitslosigkeit. Die Zahl der Arbeitslosen im OECD-Raum wurde auf 25 Mio am Jahresende 1981 geschätzt.

Trotz der anhaltenden Konjunkturschwäche und der steigenden Arbeitslosenzahlen hielten die meisten Länder im vierten Quartal 1981 an ihrer restriktiven Geldpolitik fest. Auch auf fiskalpolitische Stimulierungsmassnahmen wurde, ausser in Frankreich und in den Vereinigten Staaten, im allgemeinen verzichtet. Die in den letzten Jahren in vielen Ländern stark gestiegene öffentliche Verschuldung stand grosszügigen Beschäftigungsprogrammen im Wege. Rezessionsbedingte Einnahmefälle und höhere Zinslasten liessen die Haushaltsdefizite 1981 über das budgetierte Mass ansteigen, was den finanziellen Spielraum der Regierungen zusätzlich verengte.

### 2. Die Wirtschaftsentwicklung in einzelnen Ländern

Die reale Wirtschaftstätigkeit in den *Vereinigten Staaten* nahm in den letzten zwei Jahren nur leicht zu. Im vierten Quartal 1981 lag das reale Bruttosozialprodukt lediglich 0,7% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Ausser der Rüstungsindustrie wiesen alle Industriezweige eine geringere Produktionsleistung aus. Der Wohnungsbau erlebte 1981 das schlechteste Jahr der Nachkriegszeit.

Die konjunkturelle Flaute trug zum Rückgang der Inflation im vierten Quartal bei. Die Teuerung, gemessen am Index der Konsumentenpreise, belief sich am Jahresende auf 8,9%. Die Hoffnung der Regierung auf eine einstellige Inflationsrate bis Ende 1981 hat sich damit erfüllt. Die Grosshandelspreise lagen im Dezember noch 7% höher als vor Jahresfrist. Der verlangsamte Anstieg der Grosshandelspreise lässt eine weitere Senkung der Inflationsrate anfangs 1982 erwarten.

Die Arbeitslosigkeit stieg im vierten Quartal um einen weiteren Prozentpunkt an, was eine zusätzliche Million Arbeitslose bedeutete. Der leichte Rückgang der Arbeitslosenziffer anfangs dieses Jahres war statistisch

bedingt: Arbeiter ohne Beschäftigung, die nicht weiterhin nach einer Stelle suchten, wurden nicht mehr länger als arbeitslos gezählt. Die tieferen Beschäftigungszahlen zeigten deutlich, dass auch im neuen Jahr noch keine Wende auf dem Arbeitsmarkt eingetreten war.

Die konjunkturelle Entwicklung im vierten Quartal verschärfte die Konflikte zwischen den im Regierungsprogramm aufgeführten Zielen (niedrige Inflation, höheres Realwachstum und Abbau des Budgetdefizits) weiter. Die Regierung ist offenbar bereit, das Ziel des Budgetausgleichs vorläufig aufzuschieben. Bei gleichzeitig restriktiver Geldpolitik droht jedoch der mit den Defiziten verbundene Finanzierungsbedarf des Staates, den lange erwarteten Zinsrückgang weiter zu verzögern.

Nach wie vor fehlt es an Zeichen für einen baldigen Konjunkturaufschwung in den USA. Die Möglichkeit der beschleunigten Abschreibung von Investitionen und die im Oktober in Kraft getretene erste Stufe der Steuersatzreduktionen vermochten vorläufig keinen Aufschwung auszulösen. Zudem stehen diesen «angebotsfördernden» Massnahmen Ausgabenkürzungen und zusätzliche Belastungen durch die kalte Progression und durch teilweise höhere Steuertarife auf lokaler Ebene gegenüber.

In der *Bundesrepublik Deutschland* sank das reale Bruttosozialprodukt im Jahre 1981 um 0,3%; dies nach Wachstumsraten von 4,4% bzw. 1,9% in den beiden vorangegangenen Jahren. Die Produktion schrumpfte im vierten Quartal 1981 um 2% gegenüber dem Vorjahr.

Der sinkenden Binnennachfrage stand auch im vierten Quartal eine erhöhte Nachfrage aus dem Ausland gegenüber. Seit zwei Jahren begünstigte die D-Mark-Entwicklung das Exportwachstum der deutschen Wirtschaft. Dank der Zunahme des Exportes erzielte die Bundesrepublik im vierten Quartal seit langem wieder einen Überschuss in der Ertragsbilanz.

Die Inflationsrate sank von ihrem Höhepunkt von 6,7% im Oktober 1981 auf 6,3% im Januar 1982. Die Arbeitslosigkeit nahm im vierten Quartal stark zu. Zwischen Oktober und Januar wuchs die Zahl der Arbeitslosen um einen Drittel auf rund 2 Mio an. Damit erfuhr die Bundesrepublik Deutschland in diesem Zeitabschnitt den stärksten Anstieg der Arbeitslosigkeit aller wichtigen Industrieländer.

Zur Bekämpfung der steigenden Arbeitslosigkeit kündigte die Regierung im Februar 1982 ein Beschäftigungsprogramm an. Es sind Ausgaben hauptsächlich zur Investitionsförderung von rund 12 Mrd D-Mark – verteilt auf die nächsten vier Jahre – vorgesehen. Die Regierung hofft, dass dadurch bereits in diesem Jahr ein zusätzliches Investitionsvolumen von 40 Mrd D-Mark ausgelöst wird. Die Finanzpolitik orientiert sich aber weiterhin am längerfristigen Budgetausgleich. Die Finanzierung des Beschäftigungsprogramms soll deshalb über eine Erhöhung der Mehrwertsteuersätze erfolgen. Das für 1982 budgetierte Defizit liegt unter dem Vorjahresstand.

Im *Vereinigten Königreich* scheint der Konjunkturückgang im Sommer 1981 vorläufig zum Stillstand gekommen zu sein. Das Bruttosozialprodukt blieb im dritten und vierten Quartal im Vergleich zum Vorjahr annähernd konstant. Die industrielle Produktion lag Ende 1981 ungefähr auf dem Vorjahresstand.

Verschiedene Zeichen deuteten auf eine leichte Belebung der Wirtschaft im *Vereinigten Königreich* hin. Bereits seit Mitte Jahr nahm der Bestellungseingang in der Industrie leicht zu; vor allem wurden im vierten Quartal wesentlich mehr Kapitalgüter bestellt als vor Jahresfrist. Ein weiteres Indiz steigender Nachfrage war die im vierten Quartal beobachtete reale Zunahme der Importe von 10% im Vorjahresvergleich. Auch die Exporte lagen real um 5% über dem Vorjahresniveau.

Der Spielraum für einen Konjunkturaufschwung der britischen Wirtschaft ist aber nach wie vor durch die restriktive Geldpolitik eingeschränkt. Der leichte Wiederanstieg der Inflationsrate im vierten Quartal auf den Vorjahresstand von 12% bestätigt die Regierung in ihrer

Auffassung, dass weiterhin monetäre Disziplin notwendig sei.

Das Jahr 1981 brachte einen Rekordüberschuss der Ertragsbilanz von 6 Mrd Pfund Sterling. Wesentlichen Anteil an diesem Ergebnis hatten die Einnahmen aus dem Verkauf von Nordseeöl.

In *Frankreich* stagnierte die Gesamtnachfrage im vierten Quartal auf dem tiefen Niveau der Vormonate. Die industrielle Produktion nahm zwar anfangs Herbst leicht zu, blieb aber seither unverändert. Die Zahl der Arbeitslosen lag Ende Dezember um 20% höher als ein Jahr zuvor. Die Teuerung verharrte mit 14% auf Vorjahreshöhe. Die anhaltend geringe Investitionsbereitschaft veranlasste die Regierung, im Februar Mittel in der Höhe von rund 16 Mrd fFr. zur Kreditsubventionierung bereitzustellen. Die Inanspruchnahme der zinsverbilligten Kredite wurde an die Bedingung geknüpft, dass die Investitionsvorhaben bis spätestens Ende Juni 1982 beschlossen oder eingeleitet sein müssten.

Tabelle 1: *Internationale Konjunkturindikatoren*

*Konsumentenpreise*  
(Veränderung in % gegenüber der Vorjahresperiode)

	1979	1980	1981	1981				1982
				3. Q	4. Q	Nov.	Dez.	
USA	11,3	13,5	8,9a	11,1	9,7a	10,0a	8,9a	-
BRD	4,1	5,5	5,9a	6,1	6,5a	6,6	6,3	6,3a
Vereinigtes Königreich	13,4	18,0	12,0	11,3	11,9a	12,0	12,0	12,0a
Frankreich	10,8	13,6	13,4	13,7	14,1a	14,3a	14,0	13,8a
Italien	15,7	21,1	18,7	19,0	18,2a	18,2a	17,9	-
Japan	3,6	8,0	4,9	4,1	4,0a	3,6a	4,3	-
Schweiz	3,6	4,0	6,5	7,1	7,1	7,0	6,6	6,1

a) provisorisch

*Arbeitslosenrate* (saisonbereinigt)

	1979	1980	1981	1981				1982
				3. Q	4. Q	Nov.	Dez.	
USA	5,7	7,2	8,1	7,2	8,4a	8,4	8,9	8,5a
BRD	3,8	3,8	5,5	5,8	6,4a	6,5	6,7	6,7a
Vereinigtes Königreich	5,3b	6,7b	10,5b	10,7b	11,4ba	11,4b	11,5ba	11,7ba
Frankreich	5,9	6,5	7,9	8,2	8,4a	8,2	8,3	8,5a
Italien	7,4	7,6	8,4	8,3c	9,0c	-	-	-
Japan	2,0	2,0	2,2	2,2	2,2a	2,2	2,2	-
Schweiz	0,4	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,4

a) Berechnungen der OECD  
b) ausgenommen Schulabgänger  
c) erster Monat des Quartals

*Reales Bruttosozialprodukt*  
(Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	1979	1980	1981	1981			
				1. Q	2. Q	3. Q	4. Q
USA	3,2	-0,2	2,0a	1,0	3,2	2,8a	0,9a
BRD	4,4	1,8	-0,3a	-1,9	-0,7	-0,5a	0,4a
Vereinigtes Königreich b)	2,2	-3,0	-	-2,9	-0,1	-2,2a	-
Frankreich b)	3,1	1,3	-	-1,0	-	-	-
Italien b)	4,9	2,7	-	1,0	-0,3	0,2a	-
Japan	5,6	4,2	-	2,9a	3,9a	3,3a	-
Schweiz	2,5	4,0	1,4a	-	-	-	-

a) provisorisch  
b) BIP

*Ertragsbilanz* (saisonbereinigt) in Mrd US\$

	1979	1980	1981	1981			
				1. Q	2. Q	3. Q	4. Q
USA	1,4	3,7	-	3,3	1,1	2,1	-
BRD	-5,1	-15,9	-7,8a	-4,6	-4,6	-2,4	4,0b
Vereinigtes Königreich b)	-3,5	6,4	-	-	-	-	2,8a
Frankreich b)	1,2	-7,9	-7,5a	-2,3b	-2,3b	-1,9b	-2,8b
Italien b)	5,1	-10,8	-	-2,5b	-5,5b	-	-
Japan	-8,8	-10,7	4,7a	-2,1	-2,1	3,4	1,8a
Schweiz	2,4	-0,5	2,3a	-	-	-	-

a) provisorisch  
b) nicht saisonbereinigt

Seit 1980 gehen in *Italien* der private Konsum sowie die Investitionen zurück. Nur dank steigender Exporte fiel im Jahr 1981 der Rückgang des realen Bruttosozialprodukts mit 1% bescheiden aus. Die Arbeitslosenquote erreichte Ende November 9%. Die Inflationsrate lag im Januar 1982 bei 17,3%, rund vier Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert.

Im zweiten Halbjahr 1981 stiegen die Exporte stärker als die Importe. Das Handelsbilanzdefizit verkleinerte sich 1981 um einen Drittel auf 14,7 Mrd Dollar.

In *Japan* verlangsamte sich die wirtschaftliche Entwicklung. Das reale Bruttosozialprodukt wuchs im letzten Quartal 1981 noch mit einer Jahresrate von 3%. Abgeschwächt hat sich auch der Preisanstieg: die durchschnittliche Teuerung betrug im Jahre 1981 4,9%, womit sie deutlich unter dem Wert von 1980 lag (8%). Die Situation auf dem Arbeitsmarkt hingegen verschlechterte sich.

Im Jahre 1981 stagnierten der private Konsum und die Investitionen. Der Zuwachs des Bruttosozialprodukts wurde vor allem durch den Aussenhandel erzielt. Die Exporte konnten noch einmal merklich gesteigert werden, während die Importe auf dem Vorjahresniveau verharrten. Dies führte zu einem Ertragsbilanzüberschuss von 4,7 Mrd Dollar, nachdem 1980 noch ein Defizit von 10,7 Mrd Dollar verzeichnet worden war.

### 3. Die monetäre Entwicklung in einzelnen Ländern

In den grösseren westlichen Industrieländern wurde im Jahr 1981 die restriktive Geldpolitik fortgesetzt. Einzig in Grossbritannien und in Frankreich überschritt das Wachstum der Geldmengenaggregate die angestrebten Ziele. Seit dem dritten Quartal beginnen nun aber einzelne Länder, ihre geldpolitischen Zügel zu lockern, teilweise weil die Zielvorstellungen für das Wachstum der Geldmenge unterschritten wurden und teilweise als Reaktion auf die steigenden Arbeitslosenzahlen.

In den *Vereinigten Staaten* lag das jahresdurchschnittliche Wachstum der Geldmenge  $M_{1B}$ , korrigiert um den Trendbruch im Zusammenhang mit der Einführung der NOW-Accounts, mit 3% leicht unter dem anvisierten Zielkorridor von 3,5% bis 6% für das Jahr 1981. Ende 1981 beschloss die amerikanische Notenbank, die Statistiken für das Geldmengenaggregat  $M_{1A}$  nicht mehr weiterzuführen und die Geldmenge  $M_{1B}$  in  $M_1$  umzubenennen. Für das Jahr 1982 legte sie ein Wachstumsziel von 2,5% bis 5,5% der Geldmenge  $M_1$  fest, was auf eine weitere Verschärfung des geldpolitischen Kurses hindeutet.

Im Oktober senkte die amerikanische Notenbank den Sonderdiskont, der für grosse Banken zur Anwendung gelangt, um einen Prozentpunkt auf 2%. Im November und Dezember wurde ebenfalls der offizielle Diskontsatz herabgesetzt; er betrug Ende 1981 12%. Die offiziellen Zinssätze verringerten sich in ähnlichem Rhythmus wie die Geldmarktsätze, die von Mitte Jahr bis Ende Novem-

ber stark zurückgingen. Im Dezember setzte eine erneute Aufwärtsbewegung der kurzfristigen Zinssätze ein.

Tabelle 2:

*Monetäre Entwicklung in den Vereinigten Staaten*  
(Bestände in Mrd Dollar, % = Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	monetäre Basis a)	%	$M_{1B}$	%	Eurodollarsatz (3-Monatsgelder)
1980 3. Q	159.0	8.4	401.7	5.2	12.0
4. Q	162.7	8.2	413.0	6.6	16.9
1981 1. Q	163.4	7.3	418.1	7.2	16.4
2. Q	166.7	7.7	429.1	10.6	17.5
3. Q	168.5	6.0	430.1	7.1	18.4
Okt.	169.0	4.3	430.8	4.6	15.9
Nov.	169.8	4.1	435.9	5.0	12.1
Dez.	170.7	4.7	440.4	6.9	13.9
1982 Jan.	171.4	5.8	447.2	6.5	14.7

a) Durchschnitt aus Tageswerten, saisonbereinigt (Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis: US Financial Data)

In der *Bundesrepublik Deutschland* nahm die Zentralbankgeldmenge, die als geldpolitische Zielgrösse dient, im vierten Quartal 1981 gegenüber dem Vorjahr um 3,5% zu. Das Wachstum lag damit unter dem anvisierten Zielbereich von 4% bis 7%. In absoluten Zahlen betrachtet, blieb die Zentralbankgeldmenge im letzten Quartal 1981 konstant. Die Deutsche Bundesbank schreibt dies u. a. der Entwicklung des Notenumlaufs zu, der in der Zentralbankgeldmenge enthalten ist. Dieser ist trotz sinkender Zinssätze in den letzten Monaten wider Erwarten nicht gestiegen.

Die Bundesbank senkte als Reaktion auf das schwache Wachstum der Zentralbankgeldmenge im Oktober und im Dezember den Sonderlombardsatz auf 11% bzw. auf 10,5%. Bereits vor dieser Reduktion hatte die Bundesbank den Geschäftsbanken Zentralbankgeld gegen Pensionierung von Wertpapieren zu einem unter dem Lombardsatz liegenden Zins zur Verfügung gestellt.

Die Aufwertung der D-Mark innerhalb des EWS führte zusammen mit den seit Oktober 1981 sinkenden Zinsen dazu, dass die Mark vorübergehend zur schwächsten Währung des EWS wurde. Die Bundesbank intervenierte am Devisenmarkt; gleichzeitig kaufte sie Wertpapiere, um den durch die Devisenabflüsse entstandenen Liquiditätsabbau zu kompensieren.

Für das Jahr 1982 legte die Deutsche Bundesbank erneut einen Zielkorridor für das angestrebte Wachstum der Zentralbankgeldmenge fest. Dieser beträgt wie im Vorjahr 4% bis 7%.

Tabelle 3:  
**Monetäre Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland**  
 (Bestände in Mrd DM; % = Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	Zentralbank-Geldmenge c)	%	M <sub>1</sub>	%	Euro-DM-Satz (3-Monatsgelder)
1980 3. Q	155.7	4.4	238.4	2.8	8.6
4. Q	157.9	5.0	245.1	5.3	9.2
1981 1. Q	160.1	4.8	242.2	3.9	12.0
2. Q	161.1	4.7	239.5	2.7	12.6
3. Q	163.1	4.8	240.0	0.7	12.5
Okt.	163.5	4.1	237.0	-2.1	11.6
Nov.	163.1	3.6	242.6	-2.3	10.4
Dez.	163.8	3.0	243.0	-0.8	10.8
1982 Jan.	164.7	3.3			10.2

c) Durchschnitt aus Tageswerten, saisonbereinigt (Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte zu den Monatsberichten)

Im *Vereinigten Königreich* nahm die Zielgröße der Geldpolitik, die Geldmenge M<sub>3</sub>, von Februar 1981 bis Dezember 1981 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 15,5% zu. Die monetäre Basis stieg dagegen nur geringfügig; sie lag im Oktober 1981 um 0,9% über dem entsprechenden Vorjahreswert.

Die kurzfristigen Zinssätze im *Vereinigten Königreich* entwickelten sich ähnlich wie diejenigen in den USA. Der Zusammenhang zwischen den britischen und amerikanischen Zinssätzen ist darauf zurückzuführen, dass die Bank of England die Wechselkursschwankungen des Pfundes gegenüber dem Dollar zu dämpfen suchte. Sank der Pfundkurs infolge einer Zinssteigerung in den USA, so war die Bank of England bestrebt, durch eine Erhöhung der britischen Zinsen der Pfundabwertung entgegenzuwirken.

Im November versuchte die Bank of England, durch eine massive Erhöhung des Satzes für Tagesgeld den Rückgang der Zinssätze zu bremsen. Sie kam damit der wiederholt geäußerten Absicht nach, Schwankungen der Zinssätze im ganz kurzfristigen Bereich zu dämpfen.

In *Frankreich* nahm die Geldmenge M<sub>2</sub> im September um 13,3% gegenüber dem Vorjahreswert zu. Ebenfalls in dieser Größenordnung dürften die Wachstumsraten im vierten Quartal gelegen haben. Im Jahresdurchschnitt wird das Wachstum von M<sub>2</sub> zwei bis drei Prozentpunkte über dem anvisierten Ziel von 10% liegen. Der expansive Charakter der französischen Geldpolitik kam auch darin zum Ausdruck, dass die Kreditlimiten im vierten Quartal 1981 für alle Bankkategorien leicht erhöht wurden. Die Geldmarktsätze bildeten sich gegenüber dem dritten Quartal etwas zurück.

Tabelle 4:  
**Monetäre Entwicklung im Vereinigten-Königreich**  
 (Bestände in Mrd Pfund Sterling; % = Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	monetäre Basis a)	%	Sterling M <sub>3</sub>	%	Eurosterlingsatz (3-Monatsgelder)
1980 3. Q	11.5	8.4	63.2	17.2	15.8
4. Q	11.5	4.3	66.2	18.8	15.4
1981 1. Q	11.4	6.9	67.6	19.4	12.8
2. Q	11.8	5.4	70.3	20.7	12.7
3. Q	11.9	3.8	73.4	16.0	15.5
Okt.	11.4	0.9	75.8	15.7	17.0
Nov.					15.0
Dez.					15.8
1982 Jan.					14.6

a) Dritter Mittwoch des Monats (Quelle: Bank of England, Quarterly Bulletin)

Die Banque de France legte auch für 1982 wieder ein Geldmengenziel fest. Der angestrebte Zielkorridor von 12,5% bis 13,5% für das Wachstum von M<sub>2</sub> deutet auf keine grundlegende Änderung des geldpolitischen Kurses im laufenden Jahr hin.

Tabelle 5:  
**Monetäre Entwicklung in Frankreich**  
 (Bestände in Mrd fFr.; % = Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	monetäre Basis a)	%	M <sub>2</sub> b)	%	Geldmarktsatz für 3-Monatsgelder
1980 3. Q	170.5	1.7	1328.0	11.3	11.9
4. Q	180.9	8.3	1359.7	10.1	11.9
1981 1. Q	190.2	13.8	1414.3	11.4	13.1
2. Q	203.0	22.4	1466.7	12.8	17.6
Juli	196.0	14.6	1503.0	14.3	18.1
Aug.	187.0	7.8	1525.0	14.7	18.0
Sept.	198.0	18.6	1517.0	13.3	19.0
Okt.	195.0	18.5			18.8
Nov.	195.0	5.5			

a) Monatswerte, nicht saisonbereinigt (Quelle: International Financial Statistics, Tabelle Frankreich)

b) Saisonbereinigt (Quelle: Banque de France, Bulletin trimestriel)

In *Japan* stieg die Geldmenge M<sub>2</sub> (inklusive Depozitensertifikate) im Oktober um 10,1% gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert. Zum beschleunigten Wachstum von M<sub>2</sub> hatte die Lockerung der Kreditrestriktionen zu Beginn des Jahres 1981 beigetragen. Im vierten Quartal 1981 und anfangs 1982 wurden die Restriktionen nachträglich vollständig aufgehoben.

Die expansivere geldpolitische Linie kam auch in den sinkenden Geldmarktsätzen zum Ausdruck. Sie ermäßigten sich von 7,2% (Durchschnitt drittes Quartal) auf 6,9% (Durchschnitt viertes Quartal). Der offizielle Diskontsatz der Bank of Japan wurde dem Zinstrend angepasst und von 6,25% auf 5,5% gesenkt.

Tabelle 6:  
*Monetäre Entwicklung in Japan*  
(Bestände in Mrd Yen; % = Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	monetäre Basis d)	%	M <sub>2</sub>	%	Euro-Yen-Satz (3-Monatsgelder)
1980 3. Q	20 230	12.7	198 866	7.1	12.0
4. Q	20 763	7.7	199 866	7.3	9.4
1981 1. Q	19 999	4.2	206 333	7.6	7.6
2. Q	19 778	-2.7	210 433	6.6	7.2
3. Q	19 860	-1.8	217 366	9.3	7.2
Okt.	19 351	-0.4	220 000	10.1	7.1
Nov.	20 189	1.5			6.8
Dez.					6.7
1982 Jan.					6.3

d) Quelle: International Financial Statistics, Tabelle Japan

#### 4. Die Währungslage

Nachdem die Devisenmärkte zwischen Ende Juli und Ende Oktober durch starke Schwankungen der Wechselkurse gekennzeichnet waren, folgte eine Phase grösserer Stabilität. Der Dollar, der sich zuvor schnell und gegenüber allen wichtigen Währungen abgewertet hatte, stabilisierte sich im Dezember und stieg im Januar 1982 wieder an.

Tabelle 7:  
*Wechselkursveränderungen<sup>1</sup> ausgewählter Währungen*

	Okt. 1981 – Jan. 1982		4. Quartal 1980 – 4. Quartal 1981		
	nominal		nominal		real
	gegenüber US-\$	gewichteter Durchschnitt	gegenüber US-\$	gewichteter Durchschnitt	gewichteter Durchschnitt
US-\$	-	- 3.9	-	+10.0	+17.6
Yen	+11.7	+17.0	- 6.6	+ 0.7	- 8.1
D-Mark	- 7.4	- 7.4	-17.6	+ 1.3	+ 0.4
fFr.	-14.7	- 7.7	-28.0	- 7.0	- 1.8
Lit.	-11.7	- 4.3	-32.3	-10.5	- 3.0
£	+ 9.6	+13.2	-21.0	- 9.1	- 8.5
sFr.	+ 8.4	+15.2	- 6.3	+12.5	+ 7.8

<sup>1</sup> Monatsdurchschnitt; Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Morgan Guaranty Trust)

Von Oktober 1981 bis Januar 1982 erhöhte sich der Aussenwert des *Dollars* gegenüber den Währungen des Europäischen Währungssystems (EWS), sank jedoch gegenüber dem Yen, dem Pfund Sterling und dem Schweizerfranken. Vor allem die Abwertung gegenüber dem Yen bewirkte, dass der handelsgewichtete Aussenwert des Dollars weiter zurückging.

Der Aussenwert des *japanischen Yen* stieg zwischen Oktober 1981 und Januar 1982 gegenüber allen wichtigen Währungen deutlich an, was sich auch in einer starken Zunahme des handelsgewichteten Kurses niederschlug. Dieser veränderte sich allerdings gegenüber dem Stand vor Jahresfrist nur geringfügig.

Nachdem der Kurs des *britischen Pfundes* gegenüber dem US-Dollar zwischen Oktober und November 1981 deutlich gestiegen war, ging er im Januar wieder zurück. Da die britische Währung gegenüber dem Vorjahr an Wert verlor, wurde die Überbewertung aus dem Jahre 1980 teilweise korrigiert.

Zwischen Anfang November 1981 und Ende Januar 1982 werteten sich die *Währungen im Europäischen Währungssystem* (EWS) gegenüber dem Dollar ab. Innerhalb des Systems bewegten sich der französische Franc und die italienische Lira an der oberen und die D-Mark an der unteren Interventionsgrenze. Die D-Mark lag vor allem im November und Dezember mehrmals beim unteren Interventionspunkt; zu Beginn des Jahres 1982 erholte sie sich wieder. Insgesamt ist der Aussenwert der Währungen des EWS gegenüber dem Vorjahr gesunken. Dies gilt allerdings nicht für die D-Mark, deren handelsgewichteter Wechselkurs sogar leicht höher lag als im Vorjahr.

Die Entwicklung des realen (d. h. des um die internationalen Inflationsdifferenzen bereinigten) exportgewichteten Wechselkurses deutet darauf hin, dass sich im Laufe des Jahres 1981 die Wettbewerbsstellung der amerikanischen und der schweizerischen Produzenten verschlechterte, während sich diejenige der japanischen und britischen Konkurrenten verbesserte. Die Wettbewerbsstellung der EWS-Länder blieb weitgehend unverändert.

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

### 1. Der realwirtschaftliche Bereich

#### Übersicht

Die Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung haben sich in der Schweiz seit Herbst 1981 gehäuft. Infolge der weltweiten Rezession, der Aufwertung des Schweizerfrankens und des hohen Zinsniveaus ging der Auftragseingang in der Industrie leicht zurück. Da die Produktion nicht wesentlich eingeschränkt wurde, sank der Arbeitsvorrat in verschiedenen Branchen beträchtlich.

Auf dem Arbeitsmarkt führte die Konjunkturabschwächung vor allem in Branchen mit strukturellen Schwierigkeiten zu einem Anstieg der Teilarbeitslosigkeit. Die Zahl der Beschäftigten lag im vierten Quartal 1981 weiterhin über dem Vorjahresstand.

Die Teuerung scheint im vierten Quartal einen Wendepunkt erreicht zu haben. Nach einem Höchststand von 7,5% im September bildete sich die Inflationsrate, gemessen am Konsumentenpreisindex, bis Dezember kontinuierlich auf 6,6% zurück; eine Tendenz, die sich zu Beginn des Jahres 1982 fortsetzte.

#### Privater Konsum

Der private Konsum von Gütern und Dienstleistungen reagierte im vierten Quartal noch nicht auf den Konjunkturrückgang. Angesichts der Tatsache, dass beinahe allen Arbeitnehmern der volle Teuerungsausgleich gewährt wurde, bestand für die Haushalte keine Notwendigkeit, ihren Konsum einzuschränken.

Dieses Bild ergibt sich aus der Entwicklung einiger wichtiger Indikatoren des Konsums. Gemäss Umfrage des WIF (Institut für Wirtschaftsforschung der Eidgenössischen Technischen Hochschule Zürich) wurden die Erwartungen des Detailhandels, der im vierten Quartal mit einer leichten Umsatzerhöhung gegenüber dem Vorjahr rechnete, erneut übertroffen. Zudem lagen die Konsumgüterimporte real um 1,3% über dem Stand der Vorjahresperiode. Auch der Absatz von Neuwagen übertraf im November und Dezember das Niveau der Vorjahresmonate; er stieg im Jahre 1981 insgesamt um nahezu 4%. Einzig die Hotelübernachtungen der Inländer gingen im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahresergebnis um 1% zurück.

#### Investitionen

Nachdem im dritten Quartal 1981 die Investitionstätigkeit (ohne Lager) ihr Vorjahresniveau noch übertroffen hatte (+3,2% gemäss Schätzung der Basler Arbeitsgruppe für Konjunkturforschung), dürfte sie sich bereits im vierten Quartal real leicht verringert haben. Die an-

haltend hohen Zinssätze und die ungünstigen Konjunkturaussichten führten auch zu einer Abnahme der Investitionsvorhaben.

Deutlich zurückgebildet hat sich im vierten Quartal 1981 die Nachfrage nach Wohnbaukrediten, obwohl der Bedarf an neuem Wohnraum, insbesondere in den Agglomerationen, nach wie vor gross ist. Die Neubewilligten Kredite für den Wohnungsbau gingen gegenüber dem Vorjahr um nahezu einen Fünftel zurück. Auch die Bewilligungen für den Wohnungsbau in 96 Städten nahmen – wenn auch etwas weniger ausgeprägt – ab.

Die Baunachfrage der Industrie und des Gewerbes schrumpfte ebenfalls. Die Neubewilligten Kredite für gewerbliche Bauten lagen von Januar bis Dezember 1981 preisbereinigt unter dem Niveau im Vorjahr, und auch die Planvorlagen für industrielle Bauten sowie deren Raumvolumen gingen zurück.

Die Auftragseingänge im Baugewerbe unterschritten das Niveau der Vorjahresperiode im vierten Quartal um knapp 10%. Die geringeren Aufträge wirkten sich auch auf die Bauproduktion aus. Die Zementlieferungen, bereinigt um Saison- und Sondereinflüsse, welche einen tauglichen Indikator der Baukonjunktur darstellen, sanken gegenüber den beiden Vorquartalen. Der reale Auftragsbestand in der Bauindustrie ging seit dem ersten Quartal 1981 kontinuierlich zurück und lag im vierten Quartal unter dem Vorjahresniveau.

In der Industrie war die Kapazitätsauslastung im vierten Quartal immer noch hoch, bildete sich aber weiter zurück. Der Anreiz zu Erweiterungsinvestitionen ist damit geringer geworden. Die Vermutung, dass sich die Erweiterungsinvestitionen im vierten Quartal vermindert haben, wird auch durch den Rückgang der Investitionsgüterimporte um real 6,8% gestützt.

Angesichts der hohen Zinssätze hielten die Unternehmer die Lager möglichst gering. Die schlechten Zukunftsaussichten und der gemäss Umfrage des WIF sinkende Auftragsbestand in der Industrie führten im vierten Quartal dazu, dass die Materiallager gegenüber dem

Tabelle 8: Indikatoren der Investitionstätigkeit

	1979	1980	1981	1981			
				1. Q	2. Q	3. Q	4. Q
Import von Investitionsgütern real	9.0	19.0	0.2	- 2.3	5.3	5.9	- 6.8
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten (quartalsweise)*	41.9	1.7	- 5.9	-10.9	-13.0	5.6	- 3.2
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten (quartalsweise)*	9.7	- 1.3	6.3	13.2	12.2	- 1.4	3.4
Industrielle Bauten: Planvorlagen	1.9	- 5.4	- 8.5	- 0.5	- 3.8	-13.6	-16.6
Neubewilligte Baukredite (quartalsweise)	28.1	23.0	- 5.3	- 2.7	2.1	- 5.3	-16.5

\* Vor 1980: in 92 Städten



Vorjahr abgebaut wurden. Hingegen übertrafen die Lager an Fertigfabrikaten wegen der sich abzeichnenden Rezession den Vorjahresstand. Die Lagerbestände im Detailhandel dürften sich auf dem Vorjahresniveau bewegen.

### Aussenhandel

#### Exporte

Die preisbereinigten Exporte (ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Antiquitäten und Kunstgegenstände) stiegen im vierten Quartal trotz der anhaltenden Konjunkturlaute in den OECD-Ländern deutlich an. Diese Entwicklung war vor allem die Folge des tiefen realen Aussenwerts des Schweizerfrankens während der ersten Jahreshälfte 1981. Die ausgeprägte reale Aufwertung seit September 1981 dürfte sich erst in den Exportzahlen der ersten Jahreshälfte 1982 niederschlagen.

Im Jahre 1981 stiegen die nominalen Exporte nach westeuropäischen Ländern um 3,4% gegenüber dem Vorjahr. In Nordamerika wurden 19,5% und in Zentral- und Südamerika 12,7% mehr Güter abgesetzt. Die Ausfuhr nach Afrika stiegen um 14,9% und diejenigen nach Asien um 10,6%. Abgenommen haben die Exporte in die Ostblockländer (-6,4%).

Angesichts der Rezession im Ausland gingen die preisbereinigten Ausfuhr von Investitionsgütern im Jahre 1981 um 0,4% zurück. Demgegenüber wurden 6,7% mehr Konsumgüter und 4,3% mehr Rohstoffe sowie Halbfabrikate ausgeführt als im Vorjahr. Die Kon-

sumgüterexporte erwiesen sich als vergleichsweise konjunkturunabhängig.

#### Importe

Die preisbereinigten Importe (ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Antiquitäten und Kunstgegenstände), die in den ersten drei Quartalen gesunken waren, nahmen im vierten Quartal um 1,6% zu. Vor allem die Einfuhr von Energieträgern stieg deutlich an. Dies dürfte namentlich dadurch zu erklären sein, dass angesichts der hohen Zinsniveaus und der Erwartung eher sinkender Heizölpreise mit dem Auffüllen der Heizöltanks bis in den November zugewartet wurde. Der Import von Konsumgütern bewegte sich preisbereinigt leicht über dem Niveau des Vorjahresquartals und widerspiegelte damit den nach wie vor hohen Stand des inländischen Konsums. In der Abnahme der Investitionsgüter-einfuhr zeichnete sich aber bereits die beginnende Konjunkturabschwächung ab.

#### Handelsbilanz/Ertragsbilanz

Das Handelsbilanzdefizit bildete sich im vierten Quartal gegenüber der gleichen Vorjahresperiode um über 50% zurück, was in erster Linie auf den konjunkturell bedingten Rückgang der Einfuhr von Investitionsgütern sowie Rohstoffen und Halbfabrikaten zurückzuführen war. Wie bereits anhand von Abschwungsphasen früherer Konjunkturzyklen in der Schweiz zu beobachten war, verringerte sich das Wachstum der Importe schneller als dasjenige der Exporte. Im Jahre 1981 lag das Handelsbilanzdefizit (ohne Gold und Silber) mit 7,3 Mrd Franken um rund 3 Mrd unter demjenigen des Vorjahres. Dies trug wesentlich zum Ertragsbilanzüberschuss von über 4 Mrd bei.

Tabelle 9: Aussenhandel

	1979	1980	1981 <sup>4</sup>	1981 <sup>4</sup>				1982 <sup>4</sup>
				3. Q	4. Q	Nov.	Dez.	
Einfuhr <sup>1</sup>	48 730.3	60 859.3	60 094.1	15 194.0	15 243.9	4 914.7	4 953.1	4 028.3
Ausfuhr <sup>1</sup>	44 024.5	49 607.6	52 821.9	12 752.9	14 300.0	4 659.7	4 712.7	3 786.0
Handelsbilanzsaldo I <sup>1</sup>	-4 705.8	-11 251.7	-7 272.2	-2 441.1	- 943.9	- 255.0	- 240.4	-242.3
Handelsbilanzsaldo II <sup>1,3</sup>	-4 617.4	- 9 331.9	-7 985.2	-2 643.6	-1 095.1	- 352.2	- 239.7	-293.0
Einfuhr nominal <sup>2,3</sup>	14.4	20.5	5.1	7.2	3.4	4.8	0.9	- 4.2
Ausfuhr nominal <sup>2,3</sup>	4.3	11.1	9.2	10.8	10.2	11.4	12.3	3.6
Preismittelwerte Einfuhr <sup>2,3</sup>	6.9	11.8	7.2	9.4	1.8	0.8	- 0.1	- 3.0
Preismittelwerte Ausfuhr <sup>2,3</sup>	1.1	5.9	5.8	5.7	2.2	4.9	- 1.9	3.7
Einfuhr real <sup>2,3</sup>	7.0	7.8	- 2.0	- 1.9	1.6	4.0	1.1	- 1.2
Ausfuhr real <sup>2,3</sup>	3.2	4.9	3.2	4.9	7.8	6.1	14.5	- 0.1

<sup>1</sup> in Mio SFr.

<sup>2</sup> Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode

<sup>3</sup> Unter Ausklammerung der Zollpositionen «Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine» sowie «Antiquitäten und Kunstgegenstände»

<sup>4</sup> Ab 1. 1. 1981 ohne Silber und Silbermünzen

Quelle: Monatsstatistik des Aussenhandels (Eidg. Oberzolldirektion)

## Arbeitsmarkt

Die sich seit dem dritten Quartal 1981 abzeichnende Entspannung am Arbeitsmarkt hielt im vierten Quartal an, was sich in erster Linie in einer starken Zunahme der Teilarbeitslosigkeit äusserte. Durchschnittlich waren 14 703 Beschäftigte von Teilarbeitslosigkeit betroffen, verglichen mit rund 1800 im Vorjahresquartal. Die Arbeitslosenquote blieb mit 0,2% auch im vierten Quartal gering. Im Dezember 1981 verzeichneten die Arbeitsämter erstmals seit knapp zwei Jahren mehr Stellensuchende als offene Stellen.

Auch bei der Entwicklung der Beschäftigung in der Schweiz begann sich eine Abschwächung abzuzeichnen. Im vierten Quartal lag der Index der Beschäftigten noch um 0,5% höher als vor Jahresfrist. Eine Zunahme ergab sich im Vergleich zum Stand vor Jahresfrist lediglich im Dienstleistungssektor, während in Industrie, Gewerbe und Bau die Beschäftigung zurückging. Dabei war der Rückgang der Beschäftigung in der Gruppe Industrie/verarbeitendes Gewerbe mit 0,3% geringer als derjenige im Baugewerbe (-0,8%).

Die Abschwächung am Arbeitsmarkt hielt auch zu Beginn des Jahres 1982 an. So erhöhte sich die Zahl der Ganzarbeitslosen im Januar um 2576 auf 11 725, während 22 277 Arbeitnehmer teilarbeitslos waren (Januar 1981: 3550).

## Preise und Löhne

Bei der Preisentwicklung zeichnete sich im vierten Quartal 1981 eine Trendwende ab. Nach einem Höchststand von 7,5% im September bildete sich die Teuerung – gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise – kontinuierlich auf 6,6% im Dezember zurück. Die Entwicklung des Grosshandelspreisindex deutet ebenfalls auf einen Rückgang der Inflation hin. Der Index lag im Dezember um 5,5% höher als ein Jahr zuvor, wobei Importwaren am Jahresende 4,1% und Inlandwaren 6,5% teurer waren als vor Jahresfrist. Im dritten Quartal hatte die Teuerung der Ausland- noch deutlich über derjenigen der Inlandwaren gelegen.

Die Inflation ging zu Beginn des Jahres 1982 weiter zurück. Die Jahresteuerung betrug im Januar allerdings

Tabelle 10: *Beschäftigung*

	1979	1980	1981	1981			1982
				2. Q	3. Q	4. Q	Jan.
Index der Beschäftigung <sup>1</sup>	0.8	2.1	0.9	1.0	0.9	0.5	
Arbeitslosenquote	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
Arbeitslose	10 333	6 255	5 889	4 725	4 630	7 318	11 725
Teilarbeitslose	11 935	2 128	5 704	2 384	2 450	14 703	22 277
Offene Stellen	8 921	12 312	11 876	12 918	11 156	9 869	8 392

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

Tabelle 11: *Preise und Löhne\**

	1979 <sup>1</sup>	1980 <sup>1</sup>	1981 <sup>1</sup>	1981			1982	
				2. Q <sup>1</sup>	3. Q <sup>1</sup>	4. Q <sup>1</sup>	Jan.	Feb.
Index der Konsumentenpreise								
– Total	3.6	4.0	6.5	5.9	7.1	7.0	6.1	5.3
– Inlandgüter	1.7	3.4	5.8	5.6	6.0	6.8	6.7	
– Auslandgüter	9.5	5.9	8.3	7.1	10.4	7.5	4.7	
Index der Grosshandelspreise								
– Total	3.8	5.1	5.8	5.3	6.6	6.1	4.7	4.0
– Inlandwaren	1.9	4.4	5.6	5.3	5.7	6.4	5.3	5.0
– Auslandwaren	8.5	6.8	6.2	5.4	8.7	5.3	3.1	1.5
Arbeitnehmerverdienste Monatsverdienste								
– nominal	2.2	4.5	4.4	4.5	4.4	4.2		
– real	-1.4	0.5	-2.0	-1.4	-2.6	-2.6		

<sup>1</sup> Jahres- bzw. Quartalsdurchschnitte

\* Veränderungen in % gegenüber Vorjahresperiode

noch immer 6,1% (Konsumentenpreise) bzw. 4,7% (Grosshandelspreise).

Die Verdienste der Arbeitnehmer konnten im Jahre 1981 trotz der gegen Jahresende rückläufigen Teuerung nicht mit der Preisentwicklung Schritt halten. Mit einem Zuwachs der nominellen Monatslöhne um 4,2% im vierten Quartal 1981 gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode resultierte eine vorübergehende Reallohnabnahme von 2,6%. Diese Verluste wurden jedoch durch den auf Anfang 1982 gewährten Teuerungsausgleich weitgehend kompensiert.

## 2. Der monetäre Bereich

### Die Entwicklung der Geldmengenaggregate

Die bereinigte Notenbankgeldmenge lag im vierten Quartal 1981 um 2,5% unter dem Vorjahresniveau (3. Quartal: -0,5%). Der Rückgang ist darauf zurückzuführen, dass die Nationalbank anfangs September 1981 ihren geldpolitischen Kurs leicht verschärfte, um eine weitere Tieferbewertung des Frankens zu verhindern und die schweizerische Wirtschaft gegen Teuerungsimpulse aus dem Ausland abzuschirmen. In der Folge wertete sich der handelsgewichtete Schweizerfranken deutlich auf. Die Nationalbank sah sich daher nicht veranlasst, die geldpolitische Bremse im vierten Quartal weiter anzuziehen. Sie versuchte im Gegenteil gegen Ende des Jahres angesichts der Konjunkturabflachung in der Schweiz die bereinigte Notenbankgeldmenge wieder auszudehnen. Diese lag aber auch am Jahresende noch unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Im Jahresdurchschnitt von 1981 war die Veränderungsrate der bereinigten Notenbankgeldmenge mit -0,6% ebenfalls negativ. Das zu Beginn des Jahres anvisierte Wachstumsziel von 4% wurde somit deutlich unterschritten. Vor allem wegen des Anstiegs des Dollarkurses und dem daraus resultierenden Teuerungsimpuls dehnte die Nationalbank die Notenbankgeldmenge weniger aus als geplant.

Die restriktive Geldpolitik wirkte mit einer Verzögerung auf die Kreditfähigkeit der Banken und damit auf die Entwicklung der weit definierten Geldaggregate. Das verlangsamte Kreditwachstum führte dazu, dass das Geldmengenaggregat  $M_3$  seit Mitte Jahr nicht mehr zunahm. Ausserdem scheint der Prozess der Umlagerung von Sichteinlagen auf andere, höher verzinsliche Einlagenformen zu Ende gekommen zu sein. Dies lässt erwarten, dass sich die Wachstumsraten der Geldaggregate  $M_1$  und  $M_2$  wieder annähern werden. In den jahresdurchschnittlichen Wachstumsraten des vierten Quartals kam diese jüngste Entwicklung noch nicht zum Ausdruck. Die Geldmenge  $M_1$  nahm um 7,3% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal ab, während  $M_2$  um 14,5% und  $M_3$  um 5,0% stiegen.

Im Einvernehmen mit dem Bundesrat entschied das Direktorium, die bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1982 um 3% zu erhöhen. Mit ihrem Geldmengen-

Tabelle 12: *Bereinigte Notenbankgeldmenge und Notenumlauf*

(Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	Bereinigte Notenbank- geldmenge <sup>1</sup>	%	Noten- umlauf <sup>1</sup>	%
1978	28 859	16.8	19 474	4.9
1979	30 546	5.8	21 048	8.1
1980	28 149	-7.8	21 740	3.3
1981	27 986	-0.6	21 912	0.8
1981 I. Q	28 288	-0.6	22 197	1.7
II. Q	27 950	1.3	21 910	1.5
III. Q	27 714	-0.5	21 593	0.8
IV. Q	27 990	-2.5	21 947	-0.9

<sup>1</sup> Durchschnitt aus Tageswerten

ziel für 1982 möchte die Nationalbank einerseits eine schrittweise Rückkehr zu einem stabilen Preisniveau gewährleisten. Andererseits will sie den zu erwartenden Konjunkturrückgang von der monetären Seite her nicht zusätzlich verstärken.

Tabelle 13: *Entwicklung der Geldmengenaggregate*

(Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	$M_1$ <sup>1</sup>	$M_2$ <sup>1</sup>	$M_3$ <sup>1</sup>
1978	16.6	7.6	9.1
1979	8.5	10.0	9.4
1980	-9.0	17.6	6.5
1981	-3.7	12.9	5.2
1981 I. Q	-2.0	8.2	3.0
II. Q	-1.4	11.6	5.4
III. Q	-3.8	17.2	7.3
IV. Q	-7.3	14.5	5.0

<sup>1</sup> Durchschnitte aus Monatsendwerten

### Finanzmärkte

Das bedeutendste Ereignis auf den Finanzmärkten im vierten Quartal 1981 war die Trendwende in der Zinsentwicklung: Sowohl Geld- als auch Kapitalmarktsätze wiesen ab Anfang November eine sinkende Tendenz auf, nachdem sie in den vorangegangenen drei Quartalen mehr oder weniger stetig und teilweise markant gestiegen waren.

Ende November 1981 trat der im Juni zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und dem Fürstentum Liechtenstein abgeschlossene Währungsvertrag in Kraft. Alle schweizerischen Rechts- und Verwaltungsvorschriften, welche die Geld-, Kredit- und Währungspolitik oder den Schutz der schweizerischen Banknoten und Münzen betreffen, gelten inskünftig auch in Liech-

tenstein. Hinsichtlich dieser Bestimmungen sind die liechtensteinischen Banken sowie die anderen Personen und Gesellschaften mit Wohnsitz oder Sitz im Fürstentum den schweizerischen gleichgestellt.

Dies bedeutet insbesondere, dass Wechsel, Checks und Schuldverschreibungen auf Liechtenstein von der Nationalbank gleich zu behandeln sind wie solche auf die Schweiz. Die öffentliche Ausgabe von liechtensteinischen Reskriptionen, Obligationen, Aktien, Genussscheinen und anderen ähnlichen Wertpapieren untersteht fortan der Kontrolle durch die Eidgenössische Emissionskommission. In bezug auf die Bewilligungspflicht für Kapitalexperte gilt das Fürstentum Liechtenstein neu als Inland.

#### Geldmarkt

Die Sätze für dreimonatige Eurofranken hatten mit 12% ihren Höhepunkt bereits Ende September erreicht. Sie sanken bis zum Jahresende auf 9%; anfangs Februar betragen sie noch 8,5%. Entsprechend den Konditionen auf dem Eurofrankenmarkt passten die Grossbanken auch ihre Vergütungen für dreimonatige Festgeldanlagen mehrmals an. Seit Jahresbeginn wenden sie dabei für alle Beträge ab Fr. 100 000.– einheitliche Sätze an, während zuvor für Beträge unter Fr. 250 000.– ein Abschlag von 0,75% gegolten hatte. Die Trendwende in der Entwicklung der Geldmarktsätze ergab sich aus einer konjunkturbedingten Abschwächung der Kreditnachfrage. Auch die Aufwertung des Schweizerfrankens erhöhte den Druck auf die inländischen Zinsen.

Die restriktive Geldpolitik kam in einem relativ niedrigen Stand der Giro Guthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank zum Ausdruck. Diese beliefen sich in den Monaten November, Dezember und Januar durchschnittlich auf 6,4 Mrd Franken, 7,3 Mrd und 6,7 Mrd. Sie lagen damit wiederum teilweise deutlich unter den entsprechenden Vorjahreswerten von 6,7 Mrd, 8,7 Mrd und 7,6 Mrd Franken.

Mit Ausnahme des Monats Januar 1982 waren die Geldmarktverhältnisse unmittelbar vor den Monatsenden etwas angespannt, was zu vorübergehenden Zinserhöhungen führte. Die Giro Guthaben der Wirtschaft am Jahresende bezifferten sich auf 12,5 Mrd Franken (Vorjahr: 13,7 Mrd).

Für die Liquiditätsversorgung des Bankensystems hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres ein einheitliches Muster herauskristallisiert: Unter dem Monat erfolgte sie zur Hauptsache mit Swapkrediten, während der zusätzliche Geldbedarf an den Ultimos vornehmlich durch den traditionellen Notenbankkredit (Inlandportefeuille, Lombard, Inlandkorrespondenten) sowie – an den Quartalsenden – in geringerem Umfang auch durch den Abschluss von Carter-Bond-Swaps und durch kurzfristige Swapkredite gedeckt wurde. Durch das im Mai eingeführte Anmeldesystem war die Nationalbank über die geplante Beanspruchung des traditionellen Notenbankkredits jeweils im voraus orientiert. Zeigte sich, dass die

Liquidität am Ultimo über das von ihr gewünschte Mass anzusteigen drohte, verzichtete sie in entsprechendem Umfang auf die Erneuerung fällig gewordener Swaps.

Dieses Muster war auch in den Monaten November, Dezember und Januar zu beobachten. Die traditionellen Notenbankkredite nahmen in den letzten Ausweisperioden jeweils um mehr als 4,5 Mrd Franken zu; der Devisenrückgang um 1,7 Mrd Franken im November bzw. 1,3 Mrd im Januar war weitgehend durch den Verzicht auf die Erneuerung fällig gewordener Swapkredite bedingt. Am Jahresultimo wurde der zusätzliche Mittelbedarf zudem durch den Abschluss von Carter-Bond-Swaps, Devisenkäufe und Swapkredite im Umfang von knapp einer Mrd Franken gedeckt.

Bei der Emission von dreimonatigen Geldmarktbuchforderungen des Bundes in den Monaten November, Dezember und Januar wurden je rund 200 Mio Franken zugeteilt. Die Renditen wurden aufgrund der eingegangenen Offerten auf 7,75%, 8,0% und 7,12% festgesetzt. Sie lagen damit ebenfalls deutlich unter denjenigen der Vormonate.

#### Devisenmarkt

Zwischen Ende Oktober 1981 und Ende Januar 1982 stieg der Aussenwert des Schweizerfrankens gegenüber allen wichtigen Währungen mit Ausnahme des Yen. Gegen Jahresende wertete er sich gegenüber den EWS-Währungen stark auf. Diese Entwicklung veranlasste die Schweizerische Nationalbank, im November und Dezember am Devisenmarkt zu intervenieren, um eine zu heftige und rasche Höherbewertung der schweizerischen Valuta zu verhindern.

Tabelle 14: *Veränderungen des Schweizerfrankenkurses<sup>1</sup> gegenüber den wichtigsten Währungen*

	Oktober 1981– Januar 1982	4. Quartal 1980– 4. Quartal 1981	
	nominal	nominal	real
US-Dollar	+ 8.9	– 5.7	– 8.3
Yen	– 3.4	+ 0.4	+ 3.4
D-Mark	+ 15.9	+ 9.7	+ 11.2
fFr.	+ 22.5	+ 17.0	+ 13.4
Lit.	+ 20.0	+ 19.7	+ 13.3
£	– 0.5	+ 16.2	+ 14.5

<sup>1</sup> Monatsdurchschnitt; Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode

Trotz der relativ starken Höherbewertung des Schweizerfrankens seit August 1981 lag sein Aussenwert, gemessen am Dollar, im vierten Quartal unter dem Vorjahresstand. Dagegen blieb er im Vergleich zum Yen stabil und stieg gegenüber der D-Mark, dem französischen Franken, der Lira und dem Pfund Sterling.

Der reale exportgewichtete Index des Schweizerfrankens stieg innert Jahresfrist um 9,6%. Infolge der realen Wechselkursanpassungen verschlechterte sich die Wettbewerbsstellung der schweizerischen Produzenten im Jahre 1981 stark gegenüber den europäischen Konkurrenten und etwas gegenüber den japanischen; gegenüber den amerikanischen Unternehmungen verbesserte sie sich.

## Kapitalmarkt

Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Obligationen sank in den letzten zwei Monaten des vergangenen Jahres von rund 6% auf ein Niveau von knapp 5,5%, auf dem sie bis Anfang Februar verharrte. Die Rendite auf Anleihen ausländischer Schuldner lag in der Regel um 1,5 Prozentpunkte höher. Die Zinsstruktur ist zwar noch immer invers; da aber die kurzfristigen Sätze bedeutend stärker fielen als die langfristigen, hat sich das Gefälle verringert. Der Rückgang der langfristigen Sätze deutet darauf hin, dass die Anleger abnehmende kurzfristige Zinssätze erwarten.

Die schrumpfende Marge zwischen Kapital- und Geldmarktsätzen sowie die Vermutung, der Höhepunkt der Zinsentwicklung sei erreicht, liessen viele Zeichner aus ihrer kurzfristigen Warteposition heraustreten. Die Zeichnungsergebnisse von Anleihen inländischer Schuldner waren entsprechend gut und erlaubten eine Reduktion der Couponsätze von rund  $\frac{3}{4}$  Prozentpunkten. Auch die Anleihen ausländischer Schuldner wurden teilweise stark überzeichnet. Dies lässt sich daraus ableiten, dass die ersten vorbörslichen Kurse über den Emissionspreisen lagen.

Bei der im Dezember im Auktionsverfahren emittierten 5,75%-Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft wurde aufgrund der eingegangenen Offerten ein Anleihensbetrag von 255 Mio Franken festgelegt. Die Rendite dieser Anleihe belief sich bei einer Laufzeit von 9 Jahren und einem Emissionspreis von 102,5 auf 5,40%.

Die für die Emissionskontrolle eingesetzte Kommission hat das Emissionsprogramm des ersten Quartals 1982 ohne Kürzungen genehmigt. Gegenüber den Bewilligungen des Vorjahresquartals fiel der Neugeldbetrag mit 2600 Mio Franken um 405 Mio höher, der Konversionsbetrag mit 290 Mio Franken um 430 Mio tiefer aus.

Seit dem zweiten Quartal 1981 erstellte die Nationalbank für öffentliche Emissionen von Anleihen ausländischer Schuldner quartalsweise ein Emissionsprogramm. Die bei der Einführung des Programms genannten Ziele – bessere Koordination der Emissionen und gleichmässigerer Beanspruchung des Marktes – konnten weitgehend erreicht werden. Das System hat jedoch Wettbewerbsverzerrungen mit sich gebracht, die auf die Dauer die Funktionsfähigkeit des Marktes zu beeinträchtigen drohten. Mit Wirkung ab 1. Januar 1982 hat deshalb die Nationalbank ihr Vorgehen modifiziert. Merkmal der neuen Regelung ist, dass der Beginn der Emissionen koor-

diniert und auf das Aufstellen eines eigentlichen Emissionsprogramms verzichtet wird. Ein Anstieg des Emissionsvolumens dürfte sich durch die Änderung nicht ergeben.

## Entwicklung der Bankbilanzen und Kredite

Die Banken wurden mit Beschluss der Eidgenössischen Bankenkommission vom 30. April 1981 verpflichtet, erstmals per 31. Dezember 1981 die in Kontoform gehaltenen Edelmetalle in die Bilanz aufzunehmen. Erwartungsgemäss bewirkte diese Neuerung eine markante Bilanzsummenausweitung. Das Jahreswachstum der Bilanzsumme der 71 Banken erhöhte sich von 8,8% Ende November auf 14,8% Ende Dezember 1981. Ohne die neu verbuchten Edelmetalle hätte sich Ende 1981 lediglich ein Jahreswachstum von 9,3% ergeben. Die nachfolgenden Ausführungen und Zahlenangaben verstehen sich stets ohne die neu in die Bilanz aufgenommenen Edelmetallgeschäfte.

Das bilanzwirksame Bankgeschäft nahm im Jahre 1981 insgesamt weniger zu als 1980. Dem Anstieg der Bilanzsumme um 9,3% stand im Vorjahr ein solcher um 10,9% gegenüber. Eine eigentliche Stagnation, als Folge der erhöhten Länderrisiken und der knapperen Liquiditätsverhältnisse, verzeichnete das Auslandsgeschäft. Hatten die Kredite an das Ausland (Schweizerfranken und Fremdwährungen, einschliesslich die Ausleihungen der Niederlassungen im Ausland) in den beiden vorangegangenen Jahren 1980 und 1979 um 6,6 Mrd bzw. 11,9 Mrd Franken zugenommen, so ergab sich 1981 nur eine Zunahme um 1,2 Mrd oder um 2,6%. Aber auch die Kredite an Kunden in der Schweiz stiegen 1981 mit 10,8% weniger als im Vorjahr (12,5%). Die Entwicklung der Kreditbewilligungen im vierten Quartal 1981 deutet darauf hin, dass das Wachstum der inländischen Kredite weiter zurückgehen wird. Ein Einbruch wie zur Zeit der Rezession von 1975 zeichnet sich jedoch vorderhand nicht ab.

Die Entwicklung im Schweizerfrankenbereich stand 1981 deutlich im Zeichen der generell knappen Finanzierungsverhältnisse. Dabei verlagerte sich die Kreditfähigkeit verstärkt auf das Inland. Vom Zuwachs der Frankenkredite im Umfange von 21,2 Mrd Franken (1980: + 21,8 Mrd) wurden 1981 93% (1980: 89%) an im Inland domizillierte Kunden gewährt. Die Finanzierung des neuen Kreditvolumens bereitete auch 1981 den Banken erhebliche Mühe.

Die Entwicklung der inländischen Frankenkredite schwächte sich vor allem im vierten Quartal 1981 ab. Ende Dezember 1981 betrug die Jahreszuwachsrate 11,4% gegenüber 12,6% im Vorjahr. Unter Berücksichtigung der Preisentwicklung ergibt sich im Jahresvergleich eine deutliche Verlangsamung. Auf Hypotheken entfielen im Jahr 1981 noch zwei Drittel der neuen Kredite, obschon vor allem in der zweiten Jahreshälfte Neuengagements angesichts der inversen Zinsstruktur nur noch mit grosser Zurückhaltung eingegangen wurden. Auch die kommerziellen Kredite entwickelten sich im Jahr 1981 schwä-

Tabelle 15: *Herkunft und Verwendung der Schweizerfranken bei den 71 Banken in den Jahren 1980 und 1981*<sup>1</sup>  
(in Mio Franken)

Position	1980		1981	
	Herkunft	Verwendung	Herkunft	Verwendung
Liquide Mittel <sup>2</sup>		684	894	
Interbankengeschäft				
– Bankendebitoren		3 182		4 497
– Bankenkreditoren	7 870		6 879	
Wechsel und Geldmarktpapiere	869		166	
Kundengeschäft Inland				
– Ausleihungen <sup>3</sup>		19 333		19 620
– Publikumsgelder <sup>4</sup>	10 140		11 180	
Kundengeschäft Ausland				
– Ausleihungen <sup>3</sup>		2 477		1 533
– Publikumsgelder <sup>4</sup>	1 402		681	
Kapitalmarkt				
– Wertschriften, Beteiligungen		1 823	85	
– Obligationen, Pfandbriefdarlehen	3 296		4 105	
Grundkapital, Reserven	2 179		1 775	
Übrige Aktiven und Passiven <sup>5</sup>		2 202	1 241	
Saldo Fremdwährungen	3 945			1 356

<sup>1</sup> Mittelherkunft: Zunahmen der Passiven und Abnahmen der Aktiven; Mittelverwendung: Zunahmen der Aktiven und Abnahmen der Passiven

<sup>2</sup> Kassa, Giro- und Postcheckguthaben

<sup>3</sup> Kontokorrent-Debitoren (ohne Edelmetalle), feste Vorschüsse und Darlehen, Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften, Hypothekaranlagen

<sup>4</sup> Kreditoren auf Sicht (ohne Edelmetalle) und Zeit, Spareinlagen, Depositen- und Einlagehefte, Kassenobligationen

<sup>5</sup> Einschliesslich aller Edelmetallkonti (Bankendebitoren und -kreditoren, Kontokorrent-Debitoren sowie Kreditoren auf Sicht)

ciner als im Vorjahr. Dagegen nahmen die Kredite an öffentlich-rechtliche Körperschaften nach dem letztjährigen Rückgang wieder relativ stark zu.

Die deutlichsten Spuren hinterliessen die hohen Zinssätze im Bausektor. Die Beanspruchung der Baukredite nahm im Jahr 1981 trotz hoher Bauteuerung weniger zu als im Vorjahr. Zudem wurden weniger Neubewilligungen erteilt als 1980; allein im vierten Quartal 17 % weniger als im Vorjahr. Der Stand der noch nicht beanspruchten Baukredite begann sich im vierten Quartal 1981 sukzessive zurückzubilden und lag Ende 1981 wieder auf dem Stand von Dezember 1980, wobei der starke Rückgang der Neubewilligungen für Einfamilienhäuser und Villen ausschlaggebend war.

Die Kundengelder auf der Passivseite der Bilanz entwickelten sich im Jahre 1981 ähnlich wie im Vorjahr. Die

Anlagen konzentrierten sich zu drei Vierteln auf Festgelder, d. h. auf Geldmarktanlagen mit hoher, über der Inflationsrate liegender Verzinsung. Die restlichen Mittel flossen in Kassenobligationen. Der Bestand an Spar- und Sichtgeldern ging weiter zurück, wobei sich der Abfluss bei den Spargeldern im Vergleich zum Vorjahr beschleunigte.

Das Treuhandgeschäft der 71 Banken nahm im Jahre 1981 ebenfalls weniger stark zu als im Vorjahr. Die Jahreszuwachsrate betrug Ende 1981 28,3% gegenüber 62,6% ein Jahr zuvor. Die Abschwächung konzentrierte sich auf das Fremdwährungsgeschäft, während die aus dem In- und Ausland stammenden Treuhandanlagen in Schweizerfranken noch stärker stiegen als im Vorjahr. Infolge des Rückgangs der inländischen Zinssätze flossen jedoch den Banken im vierten Quartal keine neuen Treuhandfranken mehr zu.