

Wirtschafts- und Währungslage

Quartalsbericht des Direktoriums für
die Sitzung des Bankrates vom
12. Juni 1981

Beilage zum
Monatsbericht der
Schweizerischen Nationalbank
Heft Nr. 6, Juni 1981

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

A. Konjunkturlage in den wichtigsten Industrieländern

1. Die Weltwirtschaftslage im Überblick

In den meisten Ländern hat sich der Konjunkturrückgang während der letzten Monate abgeschwächt. Ausser in den Vereinigten Staaten sind allerdings noch kaum Anzeichen des Wiederaufschwungs zu erkennen. Die Weltwirtschaft dürfte am Tiefpunkt der seit ein- und einhalb Jahren andauernden Rezession angelangt sein.

In den Vereinigten Staaten setzte sich im ersten Quartal 1981 der nach der starken, jedoch kurzen Rezession im zweiten Quartal 1980 einsetzende Aufschwung fort. In den westeuropäischen Ländern und in Japan deuten erst einige Frühindikatoren auf eine mögliche konjunkturelle Erholung hin. Im Vereinigten Königreich liegen nach langer und schwerer Rezession Anzeichen einer Wende zum Besseren vor.

Die Konjunkturlage im ersten Quartal 1981 ist das Resultat von zwei grundlegenden Einflüssen. Erstens leiden die ölimportierenden Länder noch immer unter dem zweiten Erdölpreisschock. Die Wirkungen der Erdölteuerung sind allerdings am Abklingen, zumal die Preise seit einem halben Jahr leicht sinken. Zweitens spielt die restriktive Geld- und Finanzpolitik eine grössere Rolle im internationalen Konjunkturgeschehen. Die Geldbehörden verschiedener Länder haben Zielgrössen für ein mässiges Geldmengenwachstum festgelegt.

Die anvisierten Wachstumsraten der Geldaggregate liegen häufig unter den aktuellen Inflationsraten, was ein Indiz für eine restriktive Haltung ist. Die anhaltende Inflation und die Ölpreiserhöhung haben wirtschaftliche Strukturprobleme geschaffen, welche kaum durch eine allgemeine Steigerung der Nachfrage bekämpft werden können. Die Konjunkturentwicklung der nächsten Zeit wird entscheidend davon abhängen, wie lange die restriktive Wirtschaftspolitik beibehalten wird.

Im ersten Quartal 1981 liess der Inflationsdruck im OECD-Raum leicht nach, wobei der markanteste Rückgang im Vereinigten Königreich stattfand. Im Durchschnitt der OECD-Länder betrug die Inflationsrate noch rund 10% nach einem Höhepunkt von 15% im Frühjahr 1980. Hingegen verschlechterte sich die Lage auf den Arbeitsmärkten erneut, und die Arbeitslosenquote stieg im OECD-Raum auf rund 7%.

Infolge der Ölpreissteigerung der letzten Jahre verdoppelten sich die Ertragsbilanzüberschüsse der OPEC-Staaten und erreichten 1980 gesamthaft 115 Mrd Dollar. Von den grössten Defizitländern, Bundesrepublik und Japan, konnte im ersten Quartal 1981 Japan seinen Fehlbetrag verringern und schliesslich eine ausgeglichene Ertragsbilanz erreichen. Der internationale Wäh-

rungsfonds (IWF) rechnet damit, dass sich die Erdöldefizite im laufenden Jahr bei kaum abnehmendem Gesamtbetrag zunehmend auf die kleineren Industrieländer und auf die ölimportierenden Entwicklungsländer verlagern werden.

2. Konjunktorentwicklung in einzelnen Ländern

Seit der starken, aber kurzen Rezession im ersten Halbjahr 1980 hat sich die Wirtschaft der *Vereinigten Staaten* kontinuierlich erholt. Die industrielle Produktion nimmt seit Mitte 1980 fast ununterbrochen zu; gleichzeitig steigt das reale Bruttosozialprodukt. Die auf ein Jahr umgerechnete Zuwachsrate des Bruttosozialprodukts betrug im ersten Quartal 1981 8,4%; damit wurde der Vorjahresstand um 1% überschritten.

Im ersten Quartal wurden die meisten wichtigen Komponenten des Bruttosozialprodukts vom Aufschwung erfasst. Der private Konsum stieg real um rund 5% und die Investitionen um etwa 10% (Jahresraten). Damit lagen der Konsum leicht über und die Investitionen ungefähr auf dem Vorjahresniveau. Auch die Importe stiegen, während die Exporte infolge der schwächeren Auslandskonjunktur zurückgingen. Das Defizit der Handelsbilanz nahm daher im ersten Quartal etwas zu, nachdem es 1980 wesentlich zurückgegangen war.

Das markante Wachstum der Investitionstätigkeit im ersten Quartal deutet auf einen starken Aufschwung der amerikanischen Wirtschaft hin. Andererseits beginnt die restriktive Geldpolitik über teilweise sprunghaft ansteigende Zinssätze auf die Volkswirtschaft zu wirken. Das Zusammentreffen einer restriktiven Geldpolitik mit einer konjunkturellen Aufschwungsphase stellt in der bisherigen Entwicklung der Vereinigten Staaten eher ein Novum dar. Das Wirtschaftsprogramm der Administration Reagan dürfte die Konjunktur kurzfristig nur wenig beeinflussen.

Wie die anderen grösseren Länder Westeuropas bekam die *Bundesrepublik Deutschland* den Konjunkturrückgang im Laufe des vergangenen Sommers zu spüren. In der zweiten Jahreshälfte stagnierte das Bruttosozialprodukt, während die industrielle Produktion leicht zurückging. Die Bundesrepublik bezahlte 1980 ähnlich wie Japan und Italien für Erdöl rund 5% des Bruttosozialprodukts. Gemäss Berechnungen der Bundesbank ist die Ölpreissteigerung für Wachstumsverluste der deutschen Wirtschaft um je 2% im vergangenen und im laufenden Jahr verantwortlich und damit in ihren Folgen dem «ersten Erdölschock» von 1973/74 vergleichbar.

Seit Anfang 1981 hat die industrielle Produktion gemäss provisorischen Schätzungen nun wieder zugenommen. Sie erreichte aber den Vorjahresstand noch nicht. Dasselbe gilt für den Auftragseingang in der Industrie, wobei offenbar die Impulse von der Exportnachfrage ausgingen.

Auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich die Lage in den letzten Monaten weiter. Im ersten Quartal 1981 lag

die Arbeitslosenquote mit 5,5% deutlich über dem Durchschnitt des vergangenen Jahres von 3,8%. Trotz restriktiver Geldpolitik steigt der Index der Konsumentenpreise seit über einem Jahr mit einer nahezu unveränderten Jahresrate von 5,5%. Die deutsche Ertragsbilanz ist seit Frühjahr 1979 in zunehmendem Masse defizitär. Nach 32 Mrd D-Mark im Jahre 1980 betrug der Fehlbetrag im ersten Quartal 1981 bereits 9 Mrd D-Mark. In der zweiten Jahreshälfte wird mit einer Verbesserung gerechnet.

Die Behörden und die Hochschulinstitute rechnen übereinstimmend damit, dass die deutsche Wirtschaft im laufenden Jahr stagnieren wird.

Im *Vereinigten Königreich* fielen die Folgen der Erdölteuerung zeitlich mit einer restriktiven Geldpolitik zusammen. Es kam zum stärksten Konjunkturabschwung seit dem Zweiten Weltkrieg. Unsicherheit in bezug auf die Geldpolitik sowie inflationsbedingte Preisverzerrungen erschwerten den notwendigen wirtschaftlichen Strukturwandel und trugen zur schwachen Investitionstätigkeit in den letzten beiden Jahren bei. Der Investitionsrückgang trug deutlich mehr zur Rezession bei als in den Jahren 1974/75. Ferner fielen während des jüngsten Konjunkturrückganges die staatlichen Nachfrageimpulse wegen der Verminderung des Haushaltsdefizits schwächer aus. Der private Konsum sank weniger als im letzten Abschwung.

Die Ertrags- und die Handelsbilanz weisen Überschüsse auf, seitdem das Vereinigte Königreich Mitte 1980 zum Netto-Ölexporteur wurde. Die Güterexporte haben bisher nicht stark unter der inflations- und wechsellkursbedingten Verschlechterung der Wettbewerbssituation der britischen Industrie gelitten. Die flauere Konjunktur hat zudem zu einem Rückgang der Importe geführt.

Neuerdings mehren sich die Anzeichen, dass der Tiefpunkt der Rezession erreicht sein könnte. Zum einen liegen eindeutige Erfolge in der Inflationsbekämpfung vor. Der Preisanstieg im Detailhandel betrug im März gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat noch gut 12%. Über das letzte halbe Jahr gerechnet liegt die jährliche Inflationsrate noch tiefer, nämlich bei 8%. Sodann deuten in letzter Zeit einzelne wichtige Frühindikatoren, wie beispielsweise die Erwartungen der Unternehmer, auf eine konjunkturelle Belebung hin. Ein weiteres Indiz bietet der leichte Anstieg der Industrieproduktion im ersten Quartal 1981, nachdem die Produktion während vieler Monate unablässig gesunken war. Gleichwohl rechnet die Regierung im laufenden Jahr mit einer Abnahme des realen Brutto sozialprodukts in der letztjährigen Grössenordnung, d.h. um rund 2%. Die Arbeitslosigkeit hat nach wie vor zugenommen und lag Ende April knapp über der 10%-Grenze.

Die *französische Wirtschaft* wurde verhältnismässig spät von der schlechteren internationalen Konjunkturlage betroffen. Erst im vergangenen Herbst kam es zu einem Rückgang der industriellen Produktion, der sich zu

Jahresbeginn beschleunigte. Die industrielle Produktion lag im Januar 1981 8% unter dem Vorjahresniveau.

Die verzögerte Reaktion der französischen Konjunktur lässt sich damit erklären, dass die Geldpolitik bis zum Herbst 1980 nur schwach restriktiv war und dass Frankreich anfänglich einen verhältnismässig geringen Anteil des gesamten Erdöldefizites trug. Im zweiten Halbjahr 1979 war die Ertragsbilanz noch ausgeglichen. 1980 resultierte jedoch ein Fehlbetrag von 31 Mrd FF, der 1981 noch zunehmen dürfte. Die Handelsbilanz schloss im Januar/Februar des laufenden Jahres mit einem Defizit von 9,5 Mrd FF ab. Dieses war leicht höher als in der gleichen Periode des Vorjahres.

Parallel zum Rückgang der industriellen Produktion verschlechterte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote erreichte im März 1981 7,4%. Die Arbeitslosigkeit ist in Frankreich ein wirtschaftspolitisches Hauptproblem, steigt doch die Arbeitslosenquote seit mehreren Jahren kontinuierlich an. Gegenwärtig drängen die Angehörigen der geburtenstarken Nachkriegsjahrgänge auf den Arbeitsmarkt, was die Situation noch verschlechtert. Immerhin stieg die Zahl der Beschäftigten in Frankreich.

Die Inflation ist bisher nur geringfügig zurückgegangen. Nach einem im Laufe des Jahres 1980 kaum veränderten Stand von 14% betrug sie im März 1981 – gemessen an den Detailhandelspreisen – noch 12,5%.

Die *italienische Wirtschaft* wuchs im Jahr 1979 und anfangs 1980 kräftig; vor allem weiteten sich die Investitions- und Expornachfrage aus. Mitte 1980 führte der internationale Konjunkturabschwung zu einem deutlichen Rückschlag im Exportbereich. Gleichzeitig stiegen die Ausgaben für Erdöl. Die bis dahin knapp ausgeglichene Handelsbilanz wies im Jahre 1980 ein Defizit von 21,9 Mrd \$ auf. In der Ertragsbilanz entstand ein Fehlbetrag von 10,8 Mrd \$. Der starke Trend zur Passivierung in der Aussenwirtschaftsposition von Italien hat sich im ersten Quartal 1981 noch akzentuiert.

Nach dem kurzen Konjunkturrückgang im vergangenen Sommer erholte sich die italienische Wirtschaft bis im Frühjahr 1981 weitgehend. Die industrielle Produktion hat wieder kräftig zugenommen; sie hat im ersten Quartal 1981 das Niveau des entsprechenden Vorjahresquartals allerdings noch nicht erreicht. Die Arbeitslosenquote blieb 1980 nach einem mehrjährigen leichten Anstieg nahezu konstant bei 7,6%.

Die Inflation stieg von 12% im Jahre 1978 auf 21% im Jahre 1980. Seither verharrt sie auf diesem Niveau. Die Entwicklung von Inflation und Konjunktur widerspiegelt die expansive Geldpolitik der früheren Jahre. Seit 1979 hält die Notenbank das Geldmengenwachstum jedoch weit unter der Inflationsrate. Auch die staatliche Haushaltspolitik soll in Zukunft einer weniger expansiven Linie als bisher folgen. Trotz geplanter Kürzungen der Ausgaben und Erhöhungen der Einnahmen wird der Kreditbedarf des Staates im laufenden Jahr noch 39 000

Tabelle 1: Internationale Konjunkturindikatoren

	Konsumentenpreise (Veränderung in % gegenüber der Vorjahresperiode)									Arbeitslosenrate (saisonbereinigt)						
	1978	1979	1980	1980		1981			1978	1979	1980	1980		1981		
				3. Q.	4. Q.	Jan.	Febr.	März				3. Q.	4. Q.	Jan.	Febr.	März
USA	7.7	11.3	13.5	12.9	12.5	11.7	11.3	10.6	5.9	5.7	7.2	7.6	7.5	7.4	7.4	7.3
BRD	2.7	4.1	5.5	5.4	5.3	5.8	5.5	5.5	5.3a	3.2a	3.9a	4.0a	4.3a	4.6a	4.6a	4.9a
Vereinigtes Königreich	8.3	13.4	18.0	16.4	15.3	13.0	12.5	12.6	5.6b	5.3b	6.7b	6.9b	8.2b	9.1b	9.4b	9.8b
Frankreich	9.1	10.8	13.6	13.6	13.5	12.8	12.6	12.5	5.2a	5.9a	6.5a	6.5a	6.6a	7.0a	7.1a	7.4a
Italien	12.1	14.8	21.2	21.5	21.1	19.4	19.5	20.0	8.3	7.4	7.6	7.5c	7.5c	7.7	-	-
Japan	3.8	3.6	8.0	8.4	7.7	7.4	6.5	6.2	2.0	2.2	2.0	2.1	2.2	2.0	2.1	2.1

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

	Bruttosozialprodukt (Veränderung in % gegenüber der Vorjahresperiode; real)							Ertragsbilanz a) (saisonbereinigt)						
	1978	1979	1980	1980		1981		1978	1979	1980	1980		1981	
				2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.				2. Q.	3. Q.	4. Qu.	1. Qu.
USA	4.8	3.2	-0.2	-0.7	-1.1	-0.3	1.0	-14.3	-0.7	0.1	-2.4	4.5	0.7	
BRD	3.6	4.5	1.8	1.5	0.8	-0.5		9.1	-5.1	-15.9	-3.6	-4.4	-4.6	-4.9
Vereinigtes Königreich b)	2.5	0.8	-1.6	-3.1	-1.9	-3.4		1.4	-3.5	6.4	-0.2	2.1	4.5	
Frankreich b)	3.6	3.2	1.6a	2.2	0.6	-0.2c		3.7	1.2	-7.4	-0.2b	-2.5b	-1.2	-2.3
Italien b)	2.7	4.9	4.0c	6.5c	2.4c	0.5c		6.2	5.1	-10.8	-3.7b	-1.7b	-	
Japan	5.1	5.6	4.2	4.0	4.2	3.5		16.5	-8.8	-10.8	-4.1	-1.8	-0.3	-2.3c

a) in Mrd US\$
b) nicht saisonbereinigt
c) provisorisch

a) Schätzung
b) BIP
c) provisorisch

Mrd Lire betragen. Das rasante Wachstum der öffentlichen Verschuldung wird sich damit fortsetzen.

Trotz starker Abhängigkeit vom importierten Erdöl war in Japan der internationale Konjunkturrückgang weniger ausgeprägt als in den anderen wichtigen Industrieländern. Das reale Bruttosozialprodukt und die industrielle Produktion wachsen gegenwärtig zwar langsamer als im Vorjahr, doch immer noch mit einer Jahresrate von über 2%. Die Regierung erwartet bereits im laufenden Jahr wieder eine Beschleunigung. Dies setzt allerdings voraus, dass die Exporte trotz schwacher internationaler Konjunktur und handelspolitischer Spannungen weiter wachsen.

Das seit Anfang 1979 eingetretene grosse Ertragsbilanzdefizit ging verhältnismässig rasch zurück. Im Fiskaljahr 1980, das am 31. März 1981 zu Ende ging, betrug das Defizit noch 7 Mrd Dollar, rund halb soviel wie im vorangegangenen Jahr. Die Verbesserung ist hauptsächlich auf das kräftige Exportwachstum zurückzuführen. Im Frühjahr 1981 war die Ertragsbilanz sogar ausgeglichen.

Die Arbeitslosenquote hat sich in letzter Zeit wenig verändert. Im März 1981 lag sie bei 2,5%. Die Inflationsrate ist gegenüber ihrem Höhepunkt von knapp 10% im Herbst 1980 auf gut 7% Ende März 1981 gesunken.

3. Die monetäre Entwicklung in einzelnen Ländern

Die Währungsbehörden der meisten wichtigen Industrieländer setzten ihre restriktive Geldpolitik im ersten Quartal 1981 fort. Die Ausdehnung der monetären Aggregate lag grösstenteils im Rahmen der Zielsetzungen. Die Entwicklung der Zinssätze verlief uneinheitlich.

In den *Vereinigten Staaten* nahm das Wachstum der monetären Aggregate im ersten Quartal leicht zu. Der Zuwachs der Geldmenge M_{1B} (Bargeld plus private Sichteinlagen bei Banken) lag mit 7,5% (Jahresrate) im März und April über dem Zielbereich von 3,5% bis 6%. Bei der Interpretation der jüngsten Geldmengenwachstumsraten ist zu berücksichtigen, dass die wegen des

Steuertermins erhöhten Kassabestände durch das verwendete Saisonbereinigungsverfahren nur teilweise eliminiert worden sind. Für das ganze Jahr wird nach wie vor an den ursprünglichen Geldmengenzielen festgehalten. Diese können aber nur erreicht werden, wenn das Federal Reserve im zweiten Halbjahr eine restriktivere Politik führt. Nachdem das Zinsniveau am Jahresende eine Rekordhöhe erreicht hatte (Prime Rate von 21%), sanken die Zinssätze vor allem am Geldmarkt bis Ende März kontinuierlich. Seither stieg die Federal Fund Rate von 13,5% auf 22% (Mitte Mai), und die Prime Rate wurde auf 20,5% erhöht. Im Mai setzte das Federal Reserve den Diskontsatz auf den neuen Höchststand von 14% fest, wobei ausserdem der zusätzliche Sonderdiskont für grosse Banken auf 3% erhöht wurde.

Tabelle 2: *Internationale monetäre Entwicklung* (Bestände in Mrd Einheiten der Landeswährung) (% = Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

Vereinigte Staaten

	monetäre Basis a)	%	M _{1B}	%	Eurodollarsatz (3-Monatsgelder)
1980 Mai	155.0		386.2		10.3
Juni	155.8	7.8	390.9	4.3	9.8
Juli	157.8	8.6	394.5	4.3	9.9
Aug.	159.0	8.0	402.7	5.3	12.2
Sept.	160.2	8.5	408.0	6.0	14.0
Okt.	162.0	8.3	412.0	7.0	15.2
Nov.	163.1	8.8	415.0	8.0	17.9
Dez.	163.0	7.4	411.9	4.7	17.6
1981 Jan.	162.0	6.9	416.1	7.2	17.6
Febr.	164.0	7.7	417.6	6.6	16.7
März	164.2	7.3	420.6	7.5	14.8
April	165.4	7.5			16.8

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

Vereinigtes Königreich

	monetäre Basis b)	%	Sterling M ₃	%	Eurosterlingsatz (3-Monatsgelder)
1980 Mai	11.2	8.4	58.3	11.6	16.8
Juni	11.1	8.4	58.7	11.5	16.6
Juli	11.3	5.8	61.7	16.1	15.4
Aug.	11.6	9.7	63.5	17.9	16.3
Sept.	11.5	9.2	63.8	17.7	15.6
Okt.	11.3	6.2	65.0	17.8	16.9
Nov.	11.4	4.5	66.4	19.1	14.4
Dez.	11.8	5.5	66.7	19.6	14.9
1981 Jan.	11.2	2.8	67.1	19.2	13.4
Febr.	11.5	5.4	67.8	19.7	12.6
März			68.2	19.9	12.3
April					12.1

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

Bundesrepublik Deutschland

	Zentralbank-Geldmenge c)	%	M ₁	%	Euro-D-Mark-satz (3-Monatsgelder)
1980 Mai	154.1	4.3	235.3	1.5	9.4
Juni	154.7	4.4	235.1	1.8	9.4
Juli	155.4	4.5	236.1	1.7	8.3
Aug.	155.4	4.1	236.7	3.2	8.6
Sept.	156.3	4.6	240.3	3.4	8.8
Okt.	157.0	4.4	242.1	5.8	8.9
Nov.	157.4	4.7	248.1	4.4	9.6
Dez.	159.3	5.8	246.1	5.8	9.1
1981 Jan.	159.6	5.2	247.0	4.3	9.3
Febr.	160.2	5.1	244.9		14.3
März	160.8	4.5			12.4
April					12.5

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

Japan

	monetäre Basis d)	%	M ₂	%	Euroyensatz (3-Monatsgelder)
1980 Mai	19 634		194 800	8.2	12.0
Juni	20 463	13.3	197 800	7.7	11.0
Juli	20 235	12.9	196 600	7.3	12.4
Aug.	20 280	14.8	198 500	8.3	11.6
Sept.	20 177	10.4	197 400	5.7	11.9
Okt.	19 437	8.5	196 700	6.8	8.8
Nov.	19 895	8.1	202 600	8.2	9.9
Dez.	22 958	6.4	206 900	6.8	9.4
1981 Jan.	19 565	5.3	201 800	7.0	8.1
Febr.	19 806	5.4			7.4
März					7.3
April					

d) Quelle: International Financial Statistics, Tabelle Japan

In der *Bundesrepublik Deutschland* wurde die restriktive Geldpolitik trotz politischer Bedenken etwas verschärft. Im Februar beschloss die Bundesbank, die zu den offiziellen Sätzen gewährten Refinanzierungskredite an die Geschäftsbanken nicht mehr weiter auszuweiten. Statt dessen räumte sie den Banken die Möglichkeit ein, Sonderlombardkredite zu Zinssätzen aufzunehmen, die wesentlich über den offiziellen Sätzen lagen. Die Verschärfung der Geldpolitik bewirkte zusammen mit einer besser als erwarteten Konjunkturerwartung einen Anstieg der Zinssätze. Der Zins für Dreimonatsdeposits stieg im Verlaufe des ersten Quartals von 9,5% auf 13,6%. Trotz dieser restriktiveren Politik blieb die jährliche Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge im ersten Quartal mit durchschnittlich 5% im für 1981 anvisierten Zielbereich von 4% bis 7%. Die Wachstumsraten der Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 waren Ende Februar mit 4,5%, 9% bzw. 6,5% gegenüber dem Vorjahr relativ niedrig.

Im *Vereinigten Königreich* wurde die restriktive Geldpolitik im ersten Quartal 1981 konsequent weitergeführt. Die monetäre Basis war Ende Februar um 5,2% grösser als ein Jahr zuvor. Die Zielgrösse M_3 nahm um 19,9% zu und lag damit über dem von der Bank of England anvisierten Zielbereich von 7% bis 11%. Bei der Interpretation der Jahreswachstumsrate muss allerdings berücksichtigt werden, dass die Geldmenge M_3 im Vorjahr zurückgegangen war und deshalb die Zuwachsrate hoch ausgefallen ist. Im letzten Quartal 1980 und im ersten Quartal 1981 hat sich die absolute Zunahme von M_3 drastisch verlangsamt. Die auf Jahresbasis umgerechneten Wachstumsraten betragen für die Zeit von August 1980 bis Februar 1981 13,8% und für die Zeit von November 1980 bis Februar 1981 nur 8,4%. Mit dem Rückgang der Inflationsrate reduzierten sich auch die kurzfristigen Zinssätze. Der Eurosatz für Dreimonatsgelder sank von 16,3% im August 1980 auf 12,3% im März 1981.

In *Frankreich* beginnt sich das Wachstum der Geldmenge M_2 leicht abzuschwächen. Mit 9,7% wurde im Monat Dezember das Ziel von 11% leicht unterschritten. Für das Jahr 1981 hat die Banque de France ein Wachstumsziel von 10% für M_2 formuliert.

Das Wachstum der monetären Basis betrug im Dezember 1980 im Vergleich zum Vorjahresmonat 15,4%. Da sich der französische Franken im Herbst 1980 im oberen Bereich der Bandbreite für die EWS-Währungen befand, senkte die Banque de France ihre Leitzinssätze. Infolgedessen hielt auch die Entspannung auf dem französischen Geldmarkt weiter an. Die Sätze für Tagesgelder verharrten sowohl im letzten Quartal 1980 als auch im ersten Quartal 1981 bei 11%.

Nach den Präsidentschaftswahlen wurden zur Verteidigung des Aussenwertes verschiedene Massnahmen ergriffen. Unter anderem wurde die Devisenkontrolle verschärft, aber auch die Zinssätze wurden drastisch heraufgesetzt. Der Eurofrancsatz für Dreimonatsgelder stieg vom 8. bis 23. Mai von 14% auf 24%.

In *Japan* nahm das Wachstum der monetären Basis im Verlaufe des Jahres 1980 kontinuierlich ab. Es ging von 13,5% im ersten Quartal 1980 auf 6,2% im Februar 1981 zurück. Die Geldaggregate M_1 und M_2 entwickelten sich unterschiedlich; M_1 lag auch im Januar noch um 1,7% unter dem Vorjahresstand, und M_2 wies im gleichen Monat noch einen um 7% höheren Stand auf als im Vorjahr. Mit der sinkenden Inflationsrate ging auch das Zinsniveau zurück. Der offizielle Diskontsatz wurde ebenfalls herabgesetzt.

4. Die Währungslage

Die Stärke des amerikanischen Dollars charakterisierte einmal mehr das internationale Währungsgeschehen. Die Höherbewertung der US-Währung fiel im ersten Quartal 1981 besonders auf, weil das britische Pfund und der japanische Yen, die zuvor ebenfalls fest gewesen waren, langsam schwächer wurden. Der Anstieg des US-Dollars verlangsamte sich allerdings seit Januar 1981, wozu die von verschiedenen Notenbanken ergriffenen Massnahmen, vor allem in bezug auf die Zinssatzpolitik, beitrugen.

Die Entwicklung des Dollarkurses gegenüber den wichtigsten Währungen verlief parallel zu den Schwankungen der Dollar-Zinssätze in dieser Zeitspanne. Diese Schwankungen scheinen derzeit die Hauptursache für die kurzfristigen Veränderungen des US-Dollarkurses zu sein. Diese parallele Entwicklung von Dollarkurs und Zinssätzen bedeutet jedoch nicht, dass der Dollarkurs schwächer wird, wenn das Zinsniveau sinkt.

Die Stellung der verschiedenen Währungen im Europäischen Währungssystem (EWS) hat sich in den letzten Monaten verändert. Am Jahresbeginn erreichte die D-Mark beinahe den unteren Interventionspunkt. Nachdem die Bundesbank Massnahmen zur Erhöhung der Zinssätze ergriffen hatte, wertete sich die D-Mark gegenüber den anderen EWS-Währungen wieder auf. Die anhaltende Schwäche der Lira veranlasste die italienischen Behörden, ihre Währung gegenüber den Leitkursen des EWS um 6% abzuwerten. Unter den übrigen europäischen Währungen lag der belgische Franken beinahe immer im unteren Bandbreitenbereich. Er musste auf dem Devisenmarkt teilweise stark gestützt werden. Nach den Präsidentschaftswahlen in Frankreich waren massive Interventionen innerhalb des EWS notwendig, um den französischen Franken in den festgelegten Bandbreiten zu halten.

Der handelsgewichtete Dollarkurs stieg in den ersten vier Monaten um 4,5%; das Pfund sank dagegen um 4,7%. Verglichen mit der Entwicklung im Vorjahr festigte sich der Dollar gegenüber den europäischen Währungen, während er sich gegenüber dem Yen und – wenn auch in etwas geringerer Masse – gegenüber dem Pfund abschwächte.

Die Entwicklung der realen, also um die Unterschiede in den nationalen Inflationsraten bereinigten, Wechselkurse ergibt folgendes Bild: Die Wirtschaft Japans und des Vereinigten Königreichs erlitten starke Einbußen in ihrer internationalen Konkurrenzfähigkeit. Die reale Aufwertung des Yen betrug innert Jahresfrist 16,9% und diejenige des Pfundes 15,5%. Eine leichte reale Aufwertung lässt sich auch für die US-Währung feststellen, während sich die D-Mark und der Schweizerfranken real abschwächten.

Tabelle 3: Wechselkursveränderungen¹ ausgewählter Währungen

in %	Januar bis April 1981		1. Quartal 1980 bis 1. Quartal 1981		
	nominal		nominal		real
	gegenüber US-\$	Durchschnittswerte ²	gegenüber US-\$	Durchschnittswerte	Durchschnittswerte
US-\$	-	4.5	-	2.2	6.1
Yen	- 5.5	- 3.1	15.6	23.3	16.9
D-Mark	- 7.5	0.9	- 17.8	- 4.4	- 6.5
FF	- 9.9	- 1.6	- 17.2	- 3.4	- 1.2
Lit.	- 12.5	- 4.7	- 21.7	- 7.2	- 0.8
Pfund	- 9.5	- 3.4	2.3	13.2	15.5
SFr.	- 8.2	- 0.2	- 14.2	- 1.7	- 5.7

¹ Monatsdurchschnitte

² handelsgewichtet (Quelle: Morgan Guarantee Trust)

B. Die Konjunkturlage in der Schweiz

1. Die Entwicklung im monetären Bereich

Geldaggregate

Die von Ultimoeinflüssen bereinigte Notenbankgeldmenge betrug im April 27,8 Mrd Franken; sie lag damit um 0,6% höher als ein Jahr zuvor. Der durchschnittliche Wert dieses geldpolitischen Indikators für das erste Trimester 1981 liegt mit 28,3 Mrd Franken ziemlich genau bei seinem Vorjahresstand. Die nach wie vor starke inländische Konjunktur, die hohen Inflationsraten und die Schwäche des Schweizerfrankens sprachen für eine restriktive Handhabung des geldpolitischen Instrumentariums. Aufgrund der bisherigen Entwicklung ist damit zu rechnen, dass das Wachstumsziel von 4% für die von Ultimoeinflüssen bereinigte Notenbankgeldmenge im Jahre 1981 nicht erreicht wird.

Der Anstieg des Zinsniveaus führte im ersten Quartal 1981 erneut zu Umschichtungen bei den Bankeinlagen. Besonders markant fiel die Substitution von Sichteinla-

gen durch Termineinlagen aus. Die Zinserhöhung auf Spareinlagen verhinderte ein weiteres Abwandern dieser Gelder auf alternative Anlagen. Die Spargeldeinlagen stagnierten im ersten Quartal, was für diese Zeitperiode immerhin ungewöhnlich ist. Normalerweise steigen die Spargeldeinlagen am Jahresanfang.

Zusammen mit dem steigenden Kreditvolumen bestimmte diese Umlagerung die Entwicklung der Geldmengenaggregate. M₁ hat im ersten Quartal vor allem saisonbedingt erneut abgenommen und betrug Ende März 56,1 Mrd Franken. Innert Jahresfrist ist M₁ um 1,8% gesunken. Die auf die Vorjahreswerte bezogenen Wachstumsraten für M₂ und M₃ betragen Ende März 6,4% bzw. 2,4%. Damit haben sich die Wachstumsraten der verschiedenen Geldmengenaggregate weiter angenähert.

Geldmarkt

Als Folge des restriktiven geldpolitischen Kurses der Nationalbank und der gestiegenen Eurodollarsätze kam es am inländischen Geldmarkt zu markanten Zinssatzerhöhungen. So stiegen die Eurofrankenansätze Anfang März auf über 9½%. Bis Ende März sanken sie vorübergehend auf 7½% und erreichten im April wiederum 10%. Die Nationalbank erhöhte den Diskontsatz in drei Schritten von 3% auf 5% und den Lombardsatz von 4% auf 6½%. Im Vordergrund stand dabei die Sorge um die wachsende Inflation. Gleichzeitig konnte aber auch die Zinsdifferenz zwischen den offiziellen und den Marktsätzen verringert werden. Parallel zur Erhöhung der offiziellen Sätze setzten die Banken auch den Privatlombardsatz und die Sätze für Pflichtlagerwechsel dreimal herauf.

Vor dem Februarultimo war der Geldmarkt angespannt. Am Monatsende betragen die Giroguthaben der Wirtschaft 8,3 Mrd Franken und lagen damit ungefähr auf dem von der Notenbank anvisierten Stand von rund 8 Mrd Franken. Für ihren zusätzlichen Liquiditätsbedarf hatten die Banken vornehmlich die traditionellen Notenbankkredite (Inlandportefeuille, Lombard, Inlandkorrespondenten) beansprucht.

Der Quartalsultimo verlief nicht ohne Überraschungen. Die Nationalbank hatte den Banken schon frühzeitig bekanntgegeben, sie visiere einen Stand der Giroguthaben der Wirtschaft von 11,5 Mrd Franken an. Tatsächlich unterschritten die Giroguthaben am Quartalsende dieses Ziel um 1 Mrd Franken. Die Bereitstellung der Liquidität erfolgte durch kurzfristige Swaps im Umfang von rund 2,4 Mrd Franken und durch traditionelle Notenbankkredite von 3,4 Mrd Franken.

Die internen Liquiditätsziele der Banken dürften angesichts der hohen Geldmarktsätze nach unten revidiert worden sein. Nicht schlüssig beantwortet werden kann jedoch die Frage, weshalb die Banken nicht noch stärker auf den billigeren traditionellen Notenbankkredit zurückgegriffen haben. Immerhin ist festzuhalten, dass der traditionelle Notenbankkredit mit 3,4 Mrd Franken noch nie so stark beansprucht wurde. Zudem ist zu berücksichtigen,

sichtigen, dass die Banken bei ihren Dispositionen die Lombardfazilitäten als eiserne Reserve betrachten und daher deren Benutzung nicht primär von den herrschenden Zinskonditionen abhängt.

Der Aprilultimo verlief ohne Schwierigkeiten. Die Giro Guthaben der Wirtschaft erreichten 7,8 Mrd Franken bei einem anvisierten Stand von 8 Mrd Franken.

Der starke Anstieg der Beanspruchung des traditionellen Notenbankkredites und die damit verbundene Erschwerung der Ultimoplanung haben das Direktorium der Nationalbank bewogen, versuchsweise für jedes Monatsende ein Anmeldesystem für die geplante Benützung des Diskont- und Lombardkredits einzuführen.

Die ausgeprägten Veränderungen der Eurofrankensätze zwangen die Grossbanken, ihre Festgeldsätze mehrmals zu ändern:

Tabelle 4: *Festgeldsätze*

Zeitperiode	Laufzeit		
	3-5 Monate	6-11 Monate	12 Monate
2. 2.81- 8. 2.81	5	5	5
9. 2.81-15. 2.81	5½	5½	5½
16. 2.81-24. 2.81	6	6	6
25. 2.81- 1. 3.81	6½	6½	6½
2. 3.81-18. 3.81	7½	7½	7½
19. 3.81- 9. 4.81	7	7	7
10. 4.81-23. 4.81	7½	7½	7½
24. 4.81- 5. 5.81	8	8	7¾
6. 5.81-	8½	8½	8¼

Am 12. Februar gab der Bund erstmals Geldmarkt-Buchforderungen mit einer Laufzeit von 6 Monaten aus; die Rendite belief sich dabei auf 5,73%. Die Renditen der in den Monaten März, April und Mai emittierten Geldmarkt-Buchforderungen des Bundes betrugen 7,39%, 7,77% bzw. 8,75% (Laufzeit März und April: drei Monate; Mai: sechs Monate).

Devisenmarkt

Der Dollar/Franken-Kurs, der stark gestiegen war, verharrte zwischen Februar und April auf einem Niveau von etwas weniger als zwei Franken. Ende April jedoch überschritt er zwei Franken. Wie bei den übrigen Währungen beeinflusste die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und den USA die kurzfristige Entwicklung des Dollar/Franken-Kurses. Gegenüber den übrigen wichtigen Währungen veränderte sich der Schweizerfrankenkurs nur wenig; er sank gegenüber dem japanischen Yen um 2,2% und gegenüber der D-Mark um 0,7%. Gegenüber dem Pfund, dem französischen Franken und der Lira gewann er an Terrain (1,5%, 1,8% bzw. 5,3%).

Die Stabilität des Schweizerfrankens im ersten Trimester 1981 kommt deutlich in der Entwicklung seines handlungsgewichteten Kurses zum Ausdruck. Zwischen Januar und April 1981 verringerte sich dieser lediglich um 0,2%. Der reale handlungsgewichtete Wechselkurs des Schweizerfrankens ist innert Jahresfrist um 5,7% gesunken. Diese Berechnung stützt sich auf Daten der Nationalbank und unterscheidet sich von jener der Morgan Guarantee Trust. Die Unterschiede in den Ergebnissen rühren von einer differierenden Anzahl Länder her.

Kapitalmarkt

Auch in der Zeit vom März bis Mai 1981 lagen die langfristigen Zinssätze unter den kurzfristigen. Zwar war auf dem Kapitalmarkt ebenfalls eine markante Zinssatzsteigerung zu beobachten – die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen stieg zwischen Anfang März und Mitte Mai um nicht weniger als 0,6 Prozentpunkte auf über 5,8% –, doch die kurzfristigen Sätze erhöhten sich in derselben Periode weit ausgeprägter, so dass die Zinsdifferenz grösser wurde.

Die Liquiditätsverknappung äusserte sich einerseits in einem Anstieg der Geldmarktsätze, andererseits verhinderte sie, dass der deutliche Anstieg der Inflationsrate im Februar zu höheren langfristigen Inflationserwartungen und damit zu starken Zinssteigerungen im langfristigen Bereich führte. Diese Interpretation wird gestützt durch das unerwartet gute Zeichnungsergebnis der Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft von Ende März: Offenbar sind die Anleger in der Ansicht, es seien keine weiteren grossen Zinssatzsteigerungen mehr zu erwarten, teilweise aus ihren Wartepositionen herausgetreten.

Das Angebot an Neuemissionen war im Zeitraum März bis Mai eher klein. Im März aufgelegte Neuemissionen wurden teilweise über-, teilweise unterzeichnet. Im April verzichteten verschiedene Schuldner auf ihre geplante Anleihe oder verschoben sie auf einen späteren Zeitpunkt. Dies deutet darauf hin, dass einzelne Schuldner bereits ein sinkendes Zinsniveau erwarten. Die Umsätze am Sekundärmarkt waren zeitweilig sehr gering. Da die Zinsentwicklung ohne erratische Schwankungen verlief, sah sich die Notenbank nicht veranlasst, kurspflegend am Kapitalmarkt einzugreifen.

Im März und im Mai emittierte die Schweizerische Eidgenossenschaft je eine Anleihe im Auktionsverfahren. Aufgrund der eingegangenen Offerten wurde der Anleihebetrag auf 270 (bzw. 240) Mio Franken festgelegt, was einen Emissionspreis von 101,2% (bzw. 99,0%) ergab. Zusammen mit einer Verzinsung von 5¼% entsprach dies bei einer Laufzeit von 12 Jahren einer Rendite von 5,61% (bzw. 5,87%).

In Anpassung an das allgemein steigende Zinsniveau erhöhten die meisten Banken ihre Vergütungen auf Kassenobligationen. Ab 12. Februar hatten die Sätze der Gross- und Kantonalbanken für Kassenobligationen mit einer Laufzeit von 3-4 Jahren 5% (unverändert) und für

solche mit Laufzeiten von 5–8 Jahren 5¼% (vorher 5%) betragen; per 9. März wurden die Sätze auf 5½% (3–4 Jahre), 5¾% (5–6 Jahre) bzw. 6% (7–8 Jahre) festgesetzt. Ebenso wurden auf Anfang März – teilweise Anfang April – von vielen Banken die Hypothekarsätze um einen halben Prozentpunkt angehoben. Dabei kam es nicht selten zu einer Differenzierung der Sätze zwischen Neu- und Althypotheken. Für die Neuhypotheken ergeben sich damit seit September 1980 Erhöhungen bis zu einem ganzen Prozentpunkt. Im Mai beschlossen der Revisionsverband bernischer Banken und Sparkassen und die Zürcher Kantonalbank eine weitere Erhöhung der Sätze für Althypotheken mit Wirkung ab 1. September 1981 um einen halben Prozentpunkt. Eine Erhöhung der Hypothekarsätze im gleichen Ausmass wollen auch Banken anderer Regionen vornehmen.

Am 19. März legte die Nationalbank für das zweite Quartal ein Emissionsprogramm für öffentliche Anleihen ausländischer Schuldner fest. Das Ziel dieses Programms bestand in einer besseren Koordination und einer zeitlich ausgeglicheneren Beanspruchung des Marktes.

Während die Zeichnungsergebnisse der öffentlichen Anleihen ausländischer Schuldner im März noch überwiegend gut waren, deuten die aufgrund der ersten vorbörslichen Kurse ermittelten Renditen darauf hin, dass die in den Monaten April und Mai aufgelegten Auslandsanleihen häufig nicht voll gezeichnet wurden. Die Entwicklung der Rendite öffentlicher Anleihen ausländischer Schuldner verlief parallel zu derjenigen der übrigen Kapitalmarktvergütungen in der Schweiz.

2. Die Entwicklung im realwirtschaftlichen Bereich

Übersicht

Nach wie vor zeichnete sich die schweizerische Wirtschaft im ersten Quartal 1981 durch Vollbeschäftigung

und eine hohe Produktion aus. Auch der private Konsum ist weiter gestiegen; die Detailhandelsumsätze übertreffen regelmässig die Erwartungen. In der Entwicklung des schweizerischen Aussenhandels machte sich allerdings die teilweise schlechtere Konjunkturlage im Ausland bemerkbar. Die Teuerung stieg im laufenden Jahr weiter an. Die der Konjunktorentwicklung üblicherweise vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums im zweiten Halbjahr 1981 hin.

Privater Konsum

Der private Konsum nahm im ersten Quartal 1981 erneut zu. Die Einkommenserwartungen sind nach wie vor gut. Die Befragung des Detailhandels durch das Wirtschaftsforschungsinstitut an der ETH Zürich ergab, dass der Umsatz des Detailhandels in den letzten Monaten laufend über den Erwartungen lag.

Die nominellen Kleinhandelsumsätze lagen im ersten Quartal 1981 um 4,9%, die Konsumgüterimporte um 12,2% über dem Vorjahresniveau.

Der Absatz von Automobilen nahm weiterhin zu. Bei den übrigen dauerhaften Konsumgütern scheint sich jedoch – gemessen an der Importentwicklung – eine Abschwächung der Nachfrage abzuzeichnen.

Die schweizerische Hotellerie blickt auf eine erfolgreiche Wintersaison 1980/81 zurück. Die Frequenzen des Vorjahres wurden noch übertroffen. Die günstige Entwicklung hielt auch im ersten Quartal 1981 an. Die Zahl der Logiernächte nahm im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode um 7,1% zu; die von Inländern gebuchten Übernachtungen stiegen um 2,7%, die der ausländischen Gäste um 10,8%. Zu diesem Resultat trugen nicht zuletzt der Frankenkurs und die guten Witterungsverhältnisse bei. Die meisten Fremdenverkehrsorte erwarten auch für die Sommersaison höhere Frequenzen als im Vorjahr.

Tabelle 5: *Privater Konsum* (Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	1978	1979	1980	1980		1981			
				III.	IV.	Jan.	Febr.	März	
Kleinhandelsumsätze	real	-0.2	-0.1	2.0	1.7	3.7	0.0	-4.6	-4.6
	nominal	0.5	3.7	7.3	7.2	8.8	6.6	3.1	4.8
Konsumgüterimporte	volumen-								
	mässig	7.0	7.2	14.4	8.6	1.5	-11.8	-1.6	9.1
	wertmässig	-0.6	8.7	23.5	19.0	14.0	6.6	12.9	17.0

Investitionen

Die verfügbaren Indikatoren deuten darauf hin, dass die Investitionstätigkeit im ersten Quartal 1981 insgesamt über dem Niveau des Vorjahresquartals lag. Die verschiedenen Komponenten haben sich jedoch unterschiedlich entwickelt. Die Bauinvestitionen nahmen weiter zu, während die Ausrüstungsinvestitionen eine abnehmende Tendenz aufwiesen. Die Arbeitsvorräte im Baugewerbe sind nochmals gestiegen. In der Maschinenindustrie ist der Arbeitsvorrat von 7,8 auf 7,4 Monate zurückgegangen.

Die *Baukonjunktur* befindet sich zurzeit auf einem Höhepunkt. Zwar lag die Produktion im ersten Quartal 1981 etwas unter dem Stand des Vorjahresquartals, doch war dies vor allem Witterungseinflüssen zuzuschreiben. Der Auftragseingang nahm im Vorjahresvergleich noch einmal leicht zu, und die Auftragsbestände übertrafen am 1. April 1981 ihren Vorjahresstand real um rund 13% (Hochbau +15%, Tiefbau +9%). Die Erhebung des Bundesamtes für Konjunkturfragen weist einen Anstieg der Bauvorhaben für das laufende Jahr von 16% nominell im Vergleich zum Vorjahr aus (Bautätigkeit 1980/79: +19% nominell, +10% real). Da die Baukapazitäten bereits 1980 weitgehend ausgelastet waren und die Beschäftigung im Baugewerbe im Vorjahresvergleich nur um rund 2% zunahm, wird sich einerseits ein Aufschub der Realisation verschiedener Bauvorhaben ins nächste Jahr als notwendig erweisen, andererseits wird mit neuen Preissteigerungen zu rechnen sein.

Einzelne vorlaufende Indikatoren (neubewilligte Baukredite, Projektaufträge für Architekturbüros) lassen eine Abschwächung der Bauproduktion im Jahre 1982 erwarten. Die Hauptgründe für die sich abzeichnende Abschwächung liegen in den erheblich gestiegenen Bau- und Grundstückpreisen sowie den höheren Zinssätzen. Wiederholt sich das Muster früherer Zyklen, wird in erster Linie der Wohnungsbau negativ auf die Kostensteigerungen reagieren.

Die Industrie plant – gemäss der Investitionsumfrage des Instituts für Wirtschaftsforschung an der ETH – die Bautätigkeit in diesem Jahr gegenüber 1980 etwas zu erhöhen. Auf eine weitgehend stagnierende Investitionstätigkeit weisen die von den zuständigen Behörden geprüften Planvorlagen für Betriebseinrichtungen hin. Diese erreichten gerade noch das Total des Vorjahresquartals. Die Investitionsgüterimporte lagen in den ersten vier Monaten 1981 real um 1,7% unter dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode.

Die *Lagerinvestitionen* dürften im ersten Quartal 1981 insgesamt leicht zugenommen haben. Die Tendenzangaben, die vom Institut für Wirtschaftsforschung an der ETH publiziert werden, wiesen auf einen leichten Anstieg vor allem der Fertigfabrikatelager hin. Während die Materiallager etwa auf dem Niveau des Vorquartals verharrten, nahmen die Lager im Detailhandel ebenfalls zu. Die höheren Lager widerspiegeln, soweit sie unerwünscht sind, die Konjunkturverlangsamung. Die Vermutung liegt aber nahe, dass die Lager des Gross- und Detailhandels teilweise auch in Erwartung steigender Preise erhöht worden sind, während bei den Rohmaterialien eher mit Preissenkungen zu rechnen war und deren Lager daher möglichst klein gehalten wurden.

Nachdem die in Dollar und Pfund Sterling berechneten Rohwarenpreisindices bereits seit mehreren Monaten eine sinkende Tendenz aufwiesen, ging im März 1981 auch der auf Schweizerfrankenbasis berechnete Rohwarenpreisindex (berechnet vom Institut für Wirtschaftsforschung in Hamburg, in Zusammenarbeit mit dem Institut für Wirtschaftsforschung der ETHZ) zurück. Zwei Gründe scheinen für den derzeitigen Rückgang der Rohwarenpreise verantwortlich: Erstens nahm die Nachfrage nach industriellen Produkten infolge der weltwirtschaftlichen Flaute ab. Zweitens machten hohe Zinsen Anlagen in Rohmaterialien teuer und damit relativ unattraktiv.

Tabelle 6: *Investitionen* (Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	1978	1979	1980	1980		1981		
				III.	IV.	Jan.	Febr.	März
Importe von Investitionsgütern real	19.7	9.0	19.0	20.3	21.8	-0.8	-3.5	-1.3
Baubewilligte Wohnungen in 92 Städten (quartalsweise)	11.4	41.9	1.7	-18.1	-0.3			-9.2
Neuerstellte Wohnungen in 92 Städten (quartalsweise)	-2.4	9.7	-1.3	15.2	-5.1			14.4
Industrielle Bauten: Geplantes Raumvolumen (quartalsweise)	29.7	-1.6	53.9	39.1	40.1			-15.0
Neubewilligte Baukredite (quartalsweise)	33.1	28.1	23.0	24.7	12.6			-2.8

Aussenhandel

Die seit Sommer 1980 festzustellende Abschwächung im Aussenhandel setzte sich auch im ersten Quartal 1981 fort. Der Rückgang der Importe betrug in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres im Vergleich zur Vorjahresperiode real 5,2% und der entsprechende Rückgang der Exporte 1,4%. Damit verringerte sich auch das Handelsbilanzdefizit. Es betrug im ersten Trimester 1981 2,9 Mrd Franken (1. Trimester 1980: -3,4 Mrd Franken).

Die Verringerung der Importe wurde vor allem durch die Abnahme der Einfuhren von Energieträgern (-22,3% real) sowie Rohstoffen und Halbfabrikaten (-5,7% real) bestimmt. Während bei den Energieträgerimporten neben Einsparungen vor allem Lagerbewegungen (Heizöl) ausschlaggebend waren, gilt der Rückgang der Einfuhr von Vorprodukten als typisch für die erste Phase einer konjunkturellen Abschwächung.

Mit Ausnahme der Chemie (+ 2,9% real) und der Nahrungs- und Genussmittel (+ 7,3% real) nahmen die Exporte aller wichtigen Wirtschaftszweige gegenüber dem Vorjahresquartal ab oder stagnierten. Eine Stabilisierung ihres Exportvolumens verzeichnete nach einer langen Phase sinkender Ausfuhren die Uhrenindustrie (+ 0,3% real bei einem Anstieg der Preismittelwerte von + 12,8%).

Der Export in die einzelnen Wirtschaftsräume entwickelte sich uneinheitlich. Überdurchschnittlich stark nahmen die Lieferungen nach dem Vereinigten Königreich und in die Staatshandelsländer ab. Im Falle des Vereinigten Königreichs übertrafen die rezessionsbedingten

Ausfälle die positiven Effekte des tiefen Pfund/Franken-Kurses erheblich. Die Hoffnungen, die in Ausfuhren in die OPEC-Länder gesetzt worden waren, erfüllten sich bisher nicht ganz (+ 10,0% nominell).

Ertragsbilanz

In den Jahren 1975 bis 1978 schloss die Ertragsbilanz mit jährlichen Überschüssen von rund 8 Mrd Franken ab. Dann führten 1979 der Konjunkturaufschwung, der erneute Ölpreisschub und die Festigung des Dollarkurses zu einer Trendwende vor allem der Handelsbilanz. Für die Ertragsbilanz ergab sich 1979 eine Reduktion des Überschusses auf gut 4 Mrd Franken, und 1980 war ein Defizit von knapp 900 Mio Franken zu verzeichnen. Im laufenden Jahr dürfte sich bereits wieder ein Überschuss einstellen.

Die Bilanz des gesamten Güterverkehrs verschlechterte sich 1980 um 6,5 Mrd auf ein Defizit von 12 Mrd Franken. Dagegen erhöhten sich die Überschüsse aus dem Fremdenverkehr und den Kapitalerträgen um je eine halbe Mrd Franken. Damit ergab sich ein Leistungsbilanzaktivum von knapp einer Milliarde Franken, während die Bilanz der einseitigen Übertragungen mit 1,8 Mrd Franken zu Gunsten des Auslandes abschloss.

Die Schätzung der noch von der Kommission für Konjunkturfragen zu genehmigenden Ertragsbilanz stellte dieses Jahr zwei neue Probleme: Erstens haben spekulative Edelmetallkäufe und die Verlagerung des gesamten Welthandels mit Rohedelsteinen in die Schweiz die nominelle Handelsbilanz stark aufgebläht. Die zuständigen Bundesstellen (OZD, BAWI, BFS) und die SNB haben sich darauf geeinigt, in ihren Publikationen auf die

Tabelle 7: *Aussenhandel*

	1978	1979	1980	1981				
				IV.	I.	Februar ⁴	März ⁴	April ⁴
Einfuhr ¹	42 299.9	48 730.3	60 859.3	15 511.4	14 566.7	4 970.8	5 413.8	4 991.2
Ausfuhr ¹	41 779.5	44 024.5	49 607.6	13 320.4	12 590.8	4 187.2	4 611.9	4 283.3
Handelsbilanzsaldo I ¹	- 520.4	- 4 705.8	- 11 251.7	- 2 191.0	- 1 975.9	- 783.6	- 801.9	- 707.9
Handelsbilanzsaldo II ^{1, 3}		- 4 617.4	- 9 331.9	- 1 848.3	- 2 232.5	- 780.9	- 865.5	- 654.4
Einfuhr nominal ^{2, 3}	- 1.6	+ 14.4	+ 20.5	+ 13.0	+ 4.1	+ 5.9	+ 5.9	+ 0.8
Ausfuhr nominal ^{2, 3}	+ 1.1	+ 4.3	+ 11.1	+ 8.7	+ 6.8	+ 5.8	+ 8.8	+ 8.5
Preismittelwerte Einfuhr ^{2, 3}	- 10.4	+ 6.9	+ 11.8	+ 9.1	+ 9.4	+ 10.3	+ 7.4	+ 7.5
Preismittelwerte Ausfuhr ^{2, 3}	- 3.6	+ 1.1	+ 5.9	+ 7.3	+ 9.0	+ 11.7	+ 6.8	+ 8.2
Einfuhr real ^{2, 3}	+ 9.8	+ 7.0	+ 7.8	+ 3.6	- 4.9	- 4.0	- 1.4	- 6.2
Ausfuhr real ^{2, 3}	+ 4.9	+ 3.2	+ 4.9	+ 1.3	- 2.0	- 5.3	+ 1.9	+ 0.2

¹ in Mio SFr.

² Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr

³ Ab 1979 unter Ausklammerung der Zollpositionen «Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine» sowie «Antiquitäten und Kunstgegenstände»

⁴ Ab 1. 1. 1981 ohne Silber und Silbermünzen

Quelle: Monatsstatistik des Aussenhandels (Eidg. Oberzolldirektion)

Handelsbilanz ohne Gold und Silber, aber inkl. Edelsteine abzustellen. Für die Berechnung der Aussenhandelsmittelwerte und des realen Sozialprodukts wurden ebenfalls einheitliche Lösungen vereinbart. Zweitens ermöglichen die Depotstatistik, die sektorale Gliederung der Aktiven und Passiven der Banken nach In- und Ausland eine Schätzung der Kapitalerträge auf neuer Basis. Ferner veranlasste das enorme Wachstum der Treuhandgeschäfte bei gleichzeitigem Rückgang gewisser inländischer Publikumsgeelder (und damit der Zinserträge der Banken) die zuständigen Behörden, eine Neuschätzung vorzunehmen. Das Ergebnis bestätigte die Grössenordnung der bisherigen Schätzungen.

Öffentliche Hand

Anfang April wurde die Staatsrechnung des Bundes für 1980 veröffentlicht. Die Finanzrechnung schloss mit einem Defizit von 1,071 Mio Franken ab. Das Ergebnis war um 220 Mio Franken besser als budgetiert.

Die Einnahmen stiegen gegenüber 1979 um 9,5%, während die Ausgaben um 4,7% wuchsen. Von 1976 bis 1980 betrug das durchschnittliche Wachstum der Bundesausgaben 2,3%, bei einer durchschnittlichen Zunahme des Bruttosozialproduktes von 3,7%. Da auch die Kantone und Gemeinden eine zurückhaltende Haushaltspolitik betrieben, ging die Staatsquote (Anteil der Staatsausgaben am Bruttosozialprodukt) in diesem Zeitraum stetig zurück (von 42,0% 1976 auf 39,9% 1979).

Preise und Löhne

Die gegenwärtige Inflationsphase nahm im Jahre 1979, gleichzeitig mit dem Konjunkturaufschwung, ihren Anfang. Ursache war die überhöhte Geldmengenerweiterung im Zeitraum 1977 bis 1979. Die darauf folgende Abschwächung des Schweizerfrankens verstärkte den Einfluss der ausländischen Teuerung auf das inländische Preisniveau. Sowohl auf der Konsum- als auch auf der Grosshandelsstufe verteuerten sich während längerer Zeit die Preise der importierten Güter stärker als die der im Inland produzierten.

Der Teuerungsanstieg (gemessen an der Indexentwicklung) verlief seit 1979 allerdings nicht kontinuierlich, sondern beschleunigte sich im ersten Semester 1979 und seit März 1980. Massgebend für diese Entwicklung waren die Preisschwankungen beim Heizöl und bei den Nahrungsmitteln.

Im Verlauf des ersten Quartals 1981 verteuerten sich die Konsumgüter um durchschnittlich 2,6%. Im April ging der Index der Konsumentenpreise wegen Preisermässigungen beim Heizöl und saisonbedingter Verbilligung von Nahrungsmitteln leicht zurück, so dass der Indexanstieg in den ersten vier Monaten 2,4% ausmachte (auf Jahresbasis: 7,4%).

Mit Abstand am stärksten verteuerten sich seit Anfang 1981 die Nahrungsmittel (+ 4,9%). Überdurchschnittlich war der Preisanstieg auch in den Gruppen

«Körper- und Gesundheitspflege» (3,5%) sowie «Heizung und Beleuchtung» (3,2%).

Der kräftige Anstieg der Teuerung zu Beginn des laufenden Jahres schlug sich auch in der Jahreszuwachsrate nieder. Sie nahm von 5,1% (Januar) auf 6,3% (März) zu und fiel im April, zum Teil aus saisonalen Gründen, vorübergehend auf 5,6% zurück. Das Inflationsniveau erreichte damit ungefähr die Höhe des dritten Quartals 1975.

In den kommenden Monaten ist mit einer höheren Teuerungsrate in der Grössenordnung von 6% bis 6,5% zu rechnen. Entscheidend für die kurzfristige Teuerungsentwicklung sind die Preisausschläge beim Heizöl und die Preise für Nahrungsmittel. Im Herbst ist ferner mit weiteren Mietpreissteigerungen zu rechnen, was sich im Novemberindex auswirken wird.

Auch auf der Grosshandelsstufe setzte der beschleunigte Preisauftrieb Anfang 1979 ein. Im Gegensatz zur Entwicklung des Konsumentenpreisindex wurden nicht die Nahrungsmittelpreise zu einem entscheidenden Teuerungsfaktor, sondern die Energiepreise, die Preise für Textilien, für Holz und Kork sowie für Papier.

Seit Jahresanfang haben sich die Produkte auf der Grosshandelsstufe um 3% verteuert. Dies ist der stärkste Preisanstieg seit 1974. Am stärksten steigen gegenwärtig die Preise für Baustoffe (+ 6,3% seit Jahresanfang) und die landwirtschaftlichen Produkte (+ 3,9%). Die Jahresteuierungsrate betrug im Durchschnitt der ersten vier Monate 5%.

Das Zusammentreffen des Teuerungsanstiegs bei den Grosshandels- und Konsumentenpreisen Anfang 1979 ist eher zufällig. Ein längerfristiger Vergleich der Entwicklung dieser beiden Indexreihen zeigt keinen systematischen Zusammenhang. In der Regel schwanken jedoch die Grosshandelspreise stärker als die Konsumentenpreise. Auf der Konsumstufe wirken die Dienstleistungspreise dämpfend auf die Preisschwankungen.

Über das Ausmass der Preissteigerungen im Bausektor herrscht Unklarheit. Die Wohnbaukostenindizes der Städte Zürich, Bern und Luzern weisen eine Teuerung von 5% bis 9% (Oktober 1980 bis April 1981) aus. Diese Indizes sind aufgrund ihrer Erhebungsmethodik nicht repräsentativ und unterschätzen die Preisentwicklung. Das Bundesamt für Konjunkturfragen rechnet für das laufende Jahr mit einer Preissteigerung von 6% bis 8% (1980: 10%) im schweizerischen Durchschnitt. Auch diese Grössenordnung scheint bei praktisch ausgelasteter Baukapazität eher tief.

Die Lohnentwicklung im ersten Quartal ist deshalb besonders interessant, weil sie Rückschlüsse auf die Lohnabschlüsse von Ende 1980 ermöglicht. Die Monatsverdienste der Arbeitnehmer nahmen im ersten Vierteljahr um nominell 4,9% im Vorjahresvergleich zu. Gemessen an der durchschnittlichen Teuerungsrate von 1980 von 4% ergibt sich somit eine mittlere Reallohnerhöhung

von ungefähr 1% auf Anfang 1981. Der starke Preisanstieg von durchschnittlich 5,8% im ersten Quartal 1981 machte die Reallohnverbesserung allerdings bereits zunichte. Ob sich dadurch das real verfügbare Einkommen

der privaten Haushalte verringert hat, ist schwer abzuschätzen, da der Reallohn einbuße Steuerermässigungen gegenüberstehen.

Tabelle 8: *Preise und Löhne* (Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode)

	1978 ¹	1979 ¹	1980 ¹	1980 IV. ¹⁾	1981			
					Jan.	Febr.	März	April
Index der Konsumentenpreise								
– Total	1.0	3.6	4.0	4.0	5.1	6.0	6.3	5.6
– Inlandgüter	1.6	1.7	3.4	4.0	4.8	5.1	5.1	5.1
– Auslandgüter	–0.6	9.5	5.9	4.3	5.9	8.6	9.9	7.0
Index der Grosshandelspreise								
– Total	–3.4	3.8	5.1	4.5	5.0	5.3	5.2	4.9
– Inlandwaren	–1.4	1.9	4.4	4.6	4.9	5.0	5.4	5.2
– Importwaren	–8.3	8.5	6.8	4.2	5.1	6.1	4.7	4.1
Arbeitnehmerverdienste, Monatsverdienste								
– nominal	2.9	2.2	4.6	4.9			4.9	
– real	1.9	–1.4	0.6	0.9			–0.9	

¹ Jahres- bzw. Quartalsdurchschnitte

Beschäftigung

Der hohe Beschäftigungsgrad der schweizerischen Wirtschaft hielt in den letzten Monaten an. Die Gesamtbeschäftigung vergrösserte sich im vierten Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 54 000 Personen und lag damit um 2,1% höher als Ende 1980. In absoluten Zahlen war die Zunahme im Dienstleistungssektor mit 23 000 am grössten, gefolgt von den Bereichen Industrie und Bauwirtschaft.

Die grössere Nachfrage bei ausgetrocknetem Arbeitsmarkt führte im Jahre 1980 zu einer Zunahme der Überzeitarbeit. Die Zahl der bewilligten Überstunden lag über dem Vorjahresniveau; sie nimmt aber seit dem zweiten Quartal 1980 leicht ab und betrug im vierten Quartal 1980 noch 0,09 Stunden pro Beschäftigten und Woche (2. Quartal: 0,11 Stunden).

Überzeit ist ein bedeutender Kostenfaktor für Unternehmungen. Sie wird in der Regel nur eingeführt, wenn die Produktionsvorleistung über den normalen Auslastungsgrad ausgedehnt wird. Aus einer Statistik über geleistete Überstunden sollten folglich Hinweise über die Auslastung des Produktionspotentials abgeleitet werden können.

Die Entwicklung der Zahl der bewilligten Überstunden im Industriesektor (Überstunden pro Arbeitnehmer und Woche) in den Jahren 1970–1980 lässt sich grob in zwei Abschnitte unterteilen. Die erste Periode umfasst die Jahre der Hochkonjunktur (1970–1974). In diesen Jahren war die Überzeitarbeit mit 0,7 Stunden pro Arbeiter und Woche hoch. 1975 begann die zweite Periode. Die Zahl der bewilligten Überstunden fiel auf 0,25 und stagniert seither, mit Ausnahme der Jahre 1977 und 1978 (0,33 und 0,39 Stunden). Diese Abweichung ist auf die damals

Tabelle 9: *Beschäftigung*

	1978	1979	1980	1980 IV.	1981			
					Jan.	Febr.	März	April
Index der Beschäftigung (%)	1.1	0.8	2.1	2.2				
Arbeitslosenquote	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Arbeitslose	10 483	10 333	6 255	5 524	8 815	6 525	5 315	5 017
Teilarbeitslose	9 196	11 935	2 128	1 758	3 550	3 605	2 685	2 217
Offene Stellen	8 290	8 921	12 312	13 623	14 064	13 335	13 281	13 135

vorherrschende wirtschaftliche Unsicherheit zurückzuführen. Im Jahre 1977 zeichnete sich nach zweijähriger Rezession erstmals eine leichte konjunkturelle Erholung ab. Die Unternehmer begegneten der zusätzlichen Nachfrage durch Anordnung von Überzeit. Zusätzliches Personal wurde nur zurückhaltend eingestellt, da die Unternehmer vorerst ihre Kapazitäten nicht dauernd erhöhen wollten. Die Zahl der Ganzarbeitslosen ging in diesen beiden Jahren denn auch auffallend wenig zurück (1500 Personen im Jahresdurchschnitt) bei einem relativ hohen Bestand von 12 000 Arbeitslosen.

Nach 1978 war die Zahl der geleisteten Überstunden, trotz starkem wirtschaftlichem Aufschwung, wieder gering. In diesen Jahren modernisierten die Unternehmer ihren Produktionsapparat. Im Zuge dieses Erneuerungs-

und Erweiterungsprozesses wurde auch der Personalbestand ausgedehnt. Die Zahl der Ganzarbeitslosen ging in den Jahren 1979 und 1980 deutlich zurück. Alles deutet darauf hin, dass die gegenwärtig im Vergleich zu den frühen siebziger Jahren geringe Überzeitarbeit nicht ein Zeichen schlechten Geschäftsganges ist.

In den ersten Monaten des laufenden Jahres ist die Arbeitslosenquote unverändert geblieben, obschon die Zahl der Ganzarbeitslosen aus saisonalen Gründen im Januar zunahm. Seither sinkt die Arbeitslosigkeit wieder. Die Kurzarbeit ist unbedeutend. Seit Jahresanfang nimmt sie allerdings in der Textilindustrie zu. Die Zahl der betroffenen Mitarbeiter stieg in den ersten drei Monaten von gut 250 auf 1100 und macht damit nun gut 40% aller Teilarbeitslosen aus.