

Geld, Währung und Konjunktur

Monnaie et conjoncture

2/1983

Inhalt / Table des matières	1
Übersicht	2
Sommaire	3
Sommario	4
Summary	5
Wirtschafts- und Währungslage	6
Situation économique et monétaire	23
Geldmenge, Wechselkurs und Inflation	40
Das Problem der Währungsabsicherung aus der Sicht der Schweizerischen Nationalbank	51
Änderung der Berechnungsweise der Wechselkursindizes	59
Geld- und währungspolitische Chronik	66
Chronique monétaire	68

Übersicht

Wirtschafts- und Währungslage (S. 6–22)

Nach zwei Jahren nur geringen Wachstums fiel das reale Brutto sozialprodukt in den OECD-Ländern im Jahre 1982 unter den Vorjahresstand. Gegen Ende des vierten Quartals zeichnete sich in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik Deutschland eine konjunkturelle Besserung ab. In den Industriestaaten nahm die Arbeitslosigkeit weiter zu. Die Teuerung liess in allen Ländern deutlich nach. An den Devisenmärkten schwächte sich der US-Dollar gegenüber den wichtigen Währungen ab.

Die schweizerische Wirtschaft stagnierte im vierten Quartal. Die Inlandnachfrage blieb schwach, und die Industrieproduktion wurde erneut eingeschränkt. Die Exporte gingen jedoch nicht mehr weiter zurück. Wegen des milden Wetters war die Bautätigkeit im vierten Quartal unerwartet rege. Die Zahl der Arbeitslosen stieg weiter an. Zu Beginn des neuen Jahres schwächte sich die Teuerung deutlich ab.

Die Schweizerische Nationalbank setzte im 4. Quartal den Anfang 1982 eingeschlagenen geldpolitischen Kurs fort. Im Jahresdurchschnitt nahm die bereinigte Notenbankgeldmenge um 2,6% zu, womit das Geldmengenziel von 3% annähernd erreicht wurde. Infolge der reichlicheren Geldversorgung und der nach wie vor schwachen Konjunkturlage sanken die Zinssätze weiter. Der Schweizerfranken wertete sich gegenüber den meisten wichtigen Währungen auf.

Geldmenge, Wechselkurs und Inflation (S. 40–50)

Dieser vorwiegend empirisch orientierte Beitrag untersucht den Erklärungswert der Quantitäts- und Kaufkraftparitätentheorie für die Entwicklung der Inflation und der Wechselkurse in der Schweiz. Um den langfristigen Aspekten der getesteten Zusammenhänge Rechnung zu tragen, wurden die kurzfristigen Schwankungen mit einer speziellen Technik aus den verwendeten Zeitreihen herausgefiltert. Die Untersuchung kommt zum Ergebnis, dass der Verlauf der Inflation und der Wechselkurse in der Schweiz langfristig sehr wohl in klassischer Tradition, d.h. als monetäres Phänomen, verstanden werden kann.

Probleme der Währungsabsicherung (S. 51–58)

Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 sind die schweizerischen Exporteure und Importeure mit Wechselkursschwankungen konfrontiert, denen sie mit unterschiedlichen Strategien begegnen können. Theoretische Überlegungen und eine einfache empirische Überprüfung zeigen, dass eine konsequente Kursabsicherung am Terminmarkt auf die Dauer kaum teurer ist als eine konsequente Strategie des «Nie-Absicherns». Für eine Firma, welche selten in Fremdwährungen Geschäfte tätigt, stellt das im Herbst 1982 eingeführte Instrument der Devisenkaufs- und -verkaufsoption eine attraktive Absicherungsmöglichkeit dar.

Neue Wechselkursindizes (S. 59–65)

Die Schweizerische Nationalbank, das Bundesamt für Konjunkturfragen und die Eidgenössische Finanzverwaltung entwickelten ein neues Konzept zur Berechnung der realen und nominellen Wechselkursindizes. Beiden Indizes wurde eine neue Basis zugrunde gelegt (Nov. 1977 = 100). Beim nominellen Gesamtindex wurde überdies vom arithmetischen zum geometrischen Mittel übergegangen. Die neuen Indexreihen für die Periode 1977–1982 finden Sie auf den Seiten 60 bis 63.

Hilfsmassnahmen zugunsten hochverschuldeter Länder (S. 66–67)

Im vergangenen Jahr wurde die drohende Zahlungsunfähigkeit einiger hochverschuldeter Länder zum dominierenden Thema der internationalen Währungszusammenarbeit. Gemeinsam mit den Notenbanken der wichtigsten Industrieländer nahm auch die Schweizerische Nationalbank an internationalen Hilfsmassnahmen teil. Im Vordergrund standen Garantiezusagen bei insgesamt vier Überbrückungskrediten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).

Sommaire

Situation économique et monétaire (p. 23–39)

Après deux années de croissance très faible, le produit national brut réel des pays de l'OCDE s'est inscrit en 1982 à un niveau inférieur à celui de l'année précédente. Aux Etats-Unis et en République fédérale d'Allemagne, une tendance à l'amélioration de la conjoncture est apparue vers la fin du quatrième trimestre. Le chômage a augmenté encore dans les pays industrialisés. En revanche, le renchérissement a faibli nettement dans tous les pays. Sur les marchés des changes, le dollar s'est déprécié face aux principales autres monnaies.

L'économie suisse a stagné au quatrième trimestre. La demande intérieure est restée faible et les entreprises ont dû restreindre davantage leur production. Le recul des exportations a pris fin. Grâce au temps clément, l'activité dans l'industrie de la construction a atteint un degré inattendu au quatrième trimestre. Le nombre de chômeurs a continué d'augmenter. Quant au renchérissement, il a faibli nettement au début de 1983.

La Banque nationale suisse a maintenu, au quatrième trimestre, le cap qu'elle avait donné à la politique monétaire au début de 1982. En moyenne, la monnaie centrale ajustée s'est accrue de 2,6% en 1982, un niveau très proche de l'objectif fixé à 3%. La baisse des taux d'intérêt a continué du fait de l'approvisionnement assez ample de l'économie en liquidités et de la conjoncture toujours défavorable. Le franc suisse s'est raffermi vis-à-vis de la plupart des principales monnaies.

Masse monétaire, cours de change et inflation (p. 40–50)

Cette étude, essentiellement empirique, examine dans quelle mesure la théorie quantitative de la monnaie et la théorie de la parité des pouvoirs d'achat expliquent l'évolution de l'inflation et des cours de change en Suisse. Pour tenir compte des aspects à long terme des interactions étudiées, les fluctuations à court terme ont été éliminées des séries statistiques à l'aide d'une technique spéciale. L'étude débouche sur la conclusion que l'évolution de l'inflation et des cours de

change en Suisse peut être très bien expliquée par l'approche classique ou, en d'autres termes, par un phénomène monétaire.

Problèmes de la couverture des risques de change (p. 51–58)

Depuis le passage aux changes flottants, en 1973, les exportateurs et les importateurs suisses se heurtent au problème des fluctuations des cours. Face à ce problème, ils peuvent adopter plusieurs stratégies. Des réflexions théoriques et une analyse empirique simple montrent que le coût d'une couverture systématique à l'aide d'opérations à terme n'est à la longue guère plus élevé que celui résultant d'une absence totale de couverture. Pour l'entreprise qui effectue de temps à autre des transactions en monnaie étrangère, le système des options sur devises, introduit en automne 1982, offre une possibilité intéressante de se couvrir contre les risques de change.

Nouveaux indices du cours de change (p. 59–65)

La Banque nationale suisse, l'Office fédéral des questions conjoncturelles et l'Administration fédérale des finances ont mis sur pied, une nouvelle méthode de calcul des indices du cours de change en termes nominaux et réels. Les deux indices partent d'une nouvelle base (nov. 1977 = 100). En outre, la moyenne géométrique a été préférée à la moyenne arithmétique dans le calcul de l'indice nominal. Les valeurs des deux nouveaux indices pour la période couvrant les années 1977 à 1982 figurent aux pages 60 à 63.

Aides en faveur de pays fortement endettés (p. 68–69)

L'an dernier, la coopération monétaire internationale a été axée principalement en faveur de pays lourdement endettés, en proie à des difficultés de paiement. La Banque nationale suisse et les banques centrales des principaux autres pays industrialisés ont pris part à des mesures internationales d'aide. Pour l'essentiel, elles ont garanti quatre crédits relais accordés par la Banque des Règlements Internationaux.

Sommario

Situazione economica e monetaria (pag. 6–39)

Nei paesi dell'Ocse, a una debole crescita nei due anni precedenti, ha fatto seguito, nel 1982, una contrazione del prodotto lordo. Tuttavia verso la fine dell'anno si sono manifestati segni di miglioramento congiunturale negli Stati Uniti e nella Germania federale. Parallelamente nel complesso dei paesi industriali i tassi di disoccupazione hanno subito un ulteriore aumento, mentre il rincaro è andato ancora attenuandosi. Sui mercati valutari, il dollaro ha perso posizioni rispetto alle altre valute.

In Svizzera, nel quarto trimestre, si è avuta una stagnazione dell'attività economica. La domanda interna è rimasta debole e la produzione industriale si è rallentata. Si è invece arrestata la diminuzione delle esportazioni e l'attività nell'edilizia è stata particolarmente favorita dall'inverno eccezionalmente mite. Benché parzialmente riconducibile agli effetti delle variazioni stagionali, il numero dei disoccupati ha continuato a crescere. Una marcata riduzione dell'incremento dei prezzi si è prodotta all'inizio del 1983.

La Banca nazionale svizzera si è attenuta all'indirizzo di politica monetaria adottato all'inizio del 1982. La crescita annuale media della base monetaria epurata è stata del 2,6%, corrispondendo in pratica all'obiettivo prestabilito (3%).

La diminuzione dei tassi d'interesse si è protratta grazie a un più ampio approvvigionamento monetario e al persistere di una congiuntura poco favorevole. Il franco svizzero è stato in ascesa per rapporto a quasi tutte le principali valute.

Massa monetaria, tasso di cambio e inflazione (pag. 40–50)

Lo studio, a carattere empirico, analizza l'idoneità della teoria quantitativa della moneta e di quella della parità dei poteri d'acquisto a spiegare l'evoluzione dell'inflazione e dei tassi di cambio in Svizzera. Al fine di considerare gli aspetti di lungo periodo delle interazioni studiate, le fluttuazioni a corto sono state eliminate dalle serie statistiche con l'ausilio di una tecnica particolare. Lo studio

giunge alla conclusione che l'evoluzione di lungo periodo dell'inflazione e dei tassi di cambio in Svizzera può essere comodamente descritta mediante la teoria classica, e quindi come fenomeno monetario.

Problemi di copertura dei rischi di cambio (pag. 51–58)

Dal passaggio ai cambi flessibili nel 1973 in poi, gli esportatori e gli importatori svizzeri sono confrontati alle oscillazioni del franco. Differenti strategie sono possibili per far fronte a questo rischio. Riflessioni teoriche e un'analisi empirica semplice indicano che il costo di una copertura sistematica per mezzo di operazioni a termine non risulti, alla lunga, più elevato di quello derivante da un'assidua assenza di copertura.

Il sistema delle opzioni su valute, introdotto nel 1982, offre interessanti possibilità di copertura per l'impresa che effettuasse solo saltuariamente operazioni in moneta estera.

Nuovi indici del corso del franco (pag. 59–65)

La Banca nazionale svizzera, l'Ufficio federale dei problemi congiunturali e l'Amministrazione federale delle finanze hanno elaborato un nuovo metodo di calcolo degli indici, nominale e reale, del franco (nuova base novembre 1977 = 100). Per il calcolo dell'indice nominale la media geometrica è stata preferita a quella aritmetica. I nuovi numeri indici per il periodo 1977–1982 figurano alle pag. 60–63.

Misure di sostegno in favore di paesi fortemente indebitati (pag. 66–69)

L'incombente insolubilità di paesi altamente indebitati è assurta lo scorso anno a tema dominante della cooperazione monetaria internazionale. Unitamente alle banche centrali dei principali paesi industriali, la Banca nazionale svizzera ha partecipato a misure di sostegno, garantendo quattro crediti di transizione della Banca dei regolamenti internazionali.

Summary

Economic and Monetary Developments (pp. 6–39)

Following two years of slow growth, the real gross national product in the OECD countries declined during 1982. Towards the end of the fourth quarter, signs of recovery became visible in the United States and Germany. Unemployment continued to increase in the industrial nations, whereas the inflation rate dropped significantly in all countries. The dollar weakened against the major currencies on the foreign exchange market.

Switzerland's economy stagnated during the fourth quarter. Domestic demand remained weak and industrial production was further curtailed. However, it could be noted that exports stopped declining. Owing to the mild weather, construction activity was unexpectedly brisk during the fourth quarter. The number of unemployed registered another rise. Inflation eased noticeably at the beginning of 1983.

The Swiss National Bank's monetary policy stayed on the course defined in early 1982. The monetary base grew on average by 2.6 percent, close to the 3-percent target set for the last year. Interest rates dropped as a result of more ample liquidity and the continued weak performance of the economy. The Swiss franc appreciated against most major currencies.

Money Supply, Exchange Rate and Inflation (pp. 40–50)

This empirical contribution investigates the significance of the quantity and purchasing-power parity theory as an explanation for the development of inflation and exchange rates in Switzerland. In order to take due account of the long-term aspects of the correlations which were tested, the short-term fluctuations were extracted from the time series employed by applying a special technique. The study comes to the conclusion that the development of inflation and exchange rates in Switzerland in the long term may well be understood in the context of the classic economic tradition, i.e., as a monetary phenomenon.

The Problems of Hedging Currency Risks (pp. 51–58)

Ever since the transition to floating exchange rates in 1973, Swiss exporters and importers have been confronted with exchange rate fluctuations which they can counter by different kinds of strategies. Theoretical analysis and a simple empirical examination show that consistent exchange rate hedging on the forward market is hardly more expensive in the long term than an equally consistent strategy of "never hedging". For firms which rarely transact business in foreign monies, currency options introduced in the autumn of 1982 constitute an attractive possibility of covering foreign exchange risks.

New Exchange Rate Indices (pp. 59–65)

The Swiss National Bank, the Federal Office for Stabilization and Growth Policies and the Federal Finance Administration have developed a new concept for the calculation of the real and nominal exchange rate indices. Both indices now rest on a new base (November 1977 = 100). Furthermore, a change-over was made in the nominal index from the arithmetic to the geometric mean. The new index series for the period 1977–82 can be found on pages 60–63.

Measures in Favour of Heavily Indebted Countries (pp. 66–69)

Last year, the threatening insolvency of several heavily indebted countries formed the principal theme of international monetary co-operation. The Swiss National Bank joined the central banks of the leading industrial nations in extending financial aid. The SNB's support action centered on guarantees for four bridging loans granted by the Bank for International Settlements (BIS).

Wirtschafts- und Währungslage

Bericht des Direktoriums über die Wirtschafts- und Währungslage für die Sitzung
des Bankrats vom 11. März 1983*

A. Die Wirtschaftsentwicklung in den wichtigsten Industrieländern

1. Die Weltwirtschafts- und Währungslage im Überblick

Nach zwei Jahren geringen Wachstums sank das *reale Bruttosozialprodukt* in den OECD-Ländern im vergangenen Jahr durchschnittlich um 0,5%. Die Wirtschaftslage verschlechterte sich vor allem in der zweiten Jahreshälfte. Während das Vereinigte Königreich, Frankreich und Japan noch ein geringfügiges Wachstum erzielten, lag das reale Bruttosozialprodukt in den Vereinigten Staaten, der Bundesrepublik Deutschland und Italien unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Industrieproduktion nahm in allen grossen Industrieländern ab. Gegen Jahresende deuteten in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik Deutschland erste Zeichen einer Nachfragebelebung auf das Ende des konjunkturellen Abschwungs hin.

Als Folge der schlechten Konjunkturlage stieg die Zahl der Arbeitslosen im OECD-Raum weiter an. Sie belief sich im Dezember 1982 auf annähernd 32 Mio. Der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung erhöhte sich von 7,3% im vierten Quartal 1981 auf durchschnittlich 8,8% in den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres.

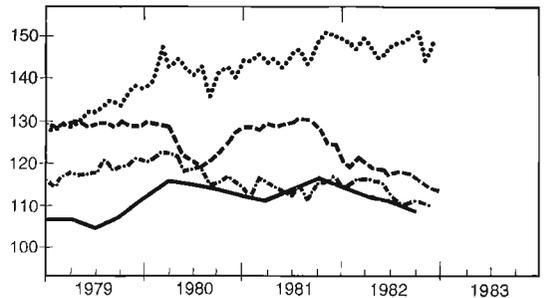
Der rasche Rückgang der Teuerung setzte sich im vierten Quartal fort. Mit 6,5% fiel die durchschnittliche Inflationsrate in den westlichen Industriestaaten im Dezember auf den tiefsten Stand seit Anfang 1973.

Die *Geldpolitik* der grossen Industrieländer war im Jahre 1982 mehrheitlich restriktiv. Die Geldmengenaggregate bewegten sich – ausser in den Vereinigten Staaten – innerhalb der vorgegebenen Zielbereiche. In der zweiten Jahreshälfte unterstützten die amerikanischen Währungsbehörden und die Deutsche Bundesbank den konjunkturbedingten Zinsrückgang durch eine Lok-

kerung des geldpolitischen Kurses. Dagegen zogen die Bank of England und die Banca d'Italia im vierten Quartal die geldpolitischen Zügel an, um einer Tieferbewertung ihrer Währungen entgegenzuwirken. Die Geldmarktsätze stiegen in beiden Ländern deutlich an.

Hauptmerkmal des Geschehens auf den *Devisenmärkten* im vierten Quartal 1982 war die Abschwächung des Dollars und des Pfund Sterlings sowie die kräftige Aufwertung des Yen. Während sich die amerikanische Währung im Januar stabilisierte, hielt die Tieferbewertung des Pfundes auch im neuen Jahr an. Der Schweizerfranken wurde gegenüber den meisten Währungen höher bewertet, schwächte sich aber zu Beginn des neuen Jahres wieder ab. Im Laufe des vierten Quartals traten innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) Spannungen auf, die sich im Januar und Februar etwas legten.

Graphik 1: Industrieproduktion¹



¹ 1975 = 100, saisonbereinigt

..... Japan
 - - - - - Vereinigte Staaten
 - - - - - Frankreich, Vereinigtes Königreich, Italien und Bundesrepublik Deutschland
 ——— Schweiz

Quelle: OECD, Main Economic Indicators

* Der Bericht wurde Mitte Februar abgeschlossen und stützt sich hauptsächlich auf Fakten, die im November und Dezember 1982 sowie im Januar 1983 bekannt wurden.

Tabelle 1: Wechselkursveränderungen ausgewählter Währungen

	Oktober 1982 – Januar 1983 ¹		4. Quartal 1981 – 4. Quartal 1982 ²		
	nominal		nominal		real
	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gegenüber dem US-\$	gewichteter Durchschnitt	gewichteter Durchschnitt
US-\$	–	–1.5	–	+11.5	+10.4
Yen	+4.9	+5.1	–15.5	– 6.9	–11.4
D-Mark	+1.9	+0.8	–11.4	+ 6.1	+ 2.6
fFr.	+1.8	+0.7	–25.2	– 7.7	– 3.9
Lit.	+1.5	+0.3	–20.0	– 3.6	0.0
£	–2.4	–3.7	–12.4	+ 0.9	+ 1.4
sFr.	+3.1	+2.2	–17.0	– 1.8	– 4.5

¹ Durchschnittliche monatliche Veränderung in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

² Durchschnittliche jährliche Veränderung in Prozent (+ = Aufwertung; – = Abwertung)

Quelle: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets

2. Vereinigte Staaten

In den letzten Monaten des vergangenen Jahres deuteten wichtige Indikatoren auf ein Ende der Rezession in den Vereinigten Staaten hin. Der Index der vorlaufenden Indikatoren stieg im Dezember deutlich an, und der monatliche Rückgang der Industrieproduktion kam zum Stillstand. Eine starke Abnahme der Exporte und der Investitionen sowie insbesondere der Lagerbestände führten jedoch im vierten Quartal zu einem Rückgang des *realen Bruttosozialprodukts* um 1,1% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal. Die Belebung der Nachfrage, welche sich in den höheren Auftragseingängen in der Industrie und im steigenden Absatz dauerhafter Konsumgüter abzeichnete, dürfte sich angesichts der tiefen Lagerbestände schnell in höheren Produktionsleistungen niederschlagen. In der zweiten Jahreshälfte zog die Bautätigkeit infolge des Zinsrückgangs an. Eine anhaltende Erholung der amerikanischen Bauwirtschaft, deren Lage sich seit 1979 parallel zum steigenden Zinsniveau verschlechtert hatte, hängt entscheidend von einem weiteren Rückgang der Hypothekarzinsätze ab.

Auf dem Arbeitsmarkt zeichnete sich zu Jahresbeginn eine leichte Besserung ab. Die Arbeitslosenrate sank im Januar auf 10,4%, nachdem sie Ende 1982 noch bei 10,8% gelegen hatte. Die Inflationsrate fiel von 5,1% zu Beginn des vierten Quartals auf 3,7% im Januar.

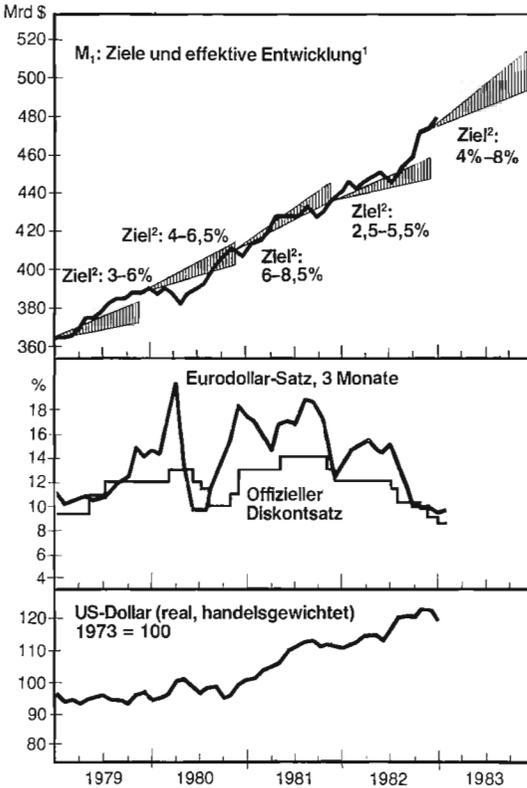
Der starke Rückgang der Exporte trug im vergangenen Jahr wesentlich zur Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten bei. Das Defizit

der Handelsbilanz weitete sich aus und führte zu einem Fehlbetrag der Ertragsbilanz von schätzungsweise 7 Mrd Dollar. Im Jahre 1981 war noch ein Überschuss von über 4 Mrd erzielt worden.

Nach neueren Schätzungen wird sich das *Defizit des amerikanischen Bundeshaushalts* im laufenden Fiskaljahr (Beginn: Oktober 1982) auf rund 200 Mrd Dollar bzw. auf beinahe 6% des Bruttosozialprodukts erhöhen. Bei einem unerwartet kräftigen Konjunkturaufschwung könnte das Defizit infolge steigender Steuereinnahmen kleiner ausfallen.

Das *Federal Reserve Board* lockerte im vierten Quartal den geldpolitischen Kurs. Der Diskontsatz wurde dreimal um je einen halben Prozentpunkt auf 8,5% gesenkt. Die nicht geborgten Reserven der Banken stiegen beträchtlich, so dass sich die Banken trotz sinkendem Diskontsatz nur in geringem Ausmass Refinanzierungskredite beim Federal Reserve System beschafften. Die expansivere Geldpolitik sowie die schwache Kreditnachfrage liessen im vierten Quartal die Zinssätze weiter sinken. Die Renditen längerfristiger Staatspapiere lagen Ende Jahr bei rund 10%.

Die in den letzten beiden Jahren hohen Zinssätze führten bei den amerikanischen Sparbanken, welche Zinshöchstvorschriften unterstellt sind, zu einem starken Mittelabfluss. Aus diesem Grunde wurde den Sparbanken auf Ende 1982 die Einführung neuer Einlageformen, die keiner Zinsbeschränkung unterliegen, gestattet. Durch diese und frühere Lockerungen der Bankengesetzgebung wurde die Interpretation der Geldmengenaggregate erschwert. Da insbesondere die Aus-

Graphik 2: Vereinigte Staaten


¹ Saisonbereinigt (Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis. US-Financial Data)

² Vom 4. Quartal des vorangegangenen Jahres bis zum 4. Quartal des laufenden Jahres

sagekraft von M_1 vermindert wurde, beschloss das Federal Reserve Board, diesem Aggregat weniger Beachtung als früher zu schenken und seine Politik auf die umfassenderen Aggregate zu konzentrieren. Im Gegensatz zu M_1 überstiegen die Wachstumsraten von M_2 und M_3 die Zielvorgaben im vergangenen Jahr nur wenig. Der Anstieg des *Dollarkurses* kam Mitte November zum Stillstand; zwischen Oktober und Januar fiel der nominelle handelsgewichtete Aussenwert der amerikanischen Währung um 4,6%. Im Januar stabilisierte er sich. Die Abschwächung der amerikanischen Währung war in erster Linie auf die expansivere amerikanische Geldpolitik zurückzuführen. Daneben trug auch die sich abzeichnende Passivierung der Ertragsbilanz zum Kursrückgang bei. Im Jahre 1982 erhöhte sich der reale

handelsgewichtete Wechselkurs des Dollars um durchschnittlich 8% gegenüber dem Vorjahr, was die Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Exportwirtschaft schwächte.

3. Bundesrepublik Deutschland

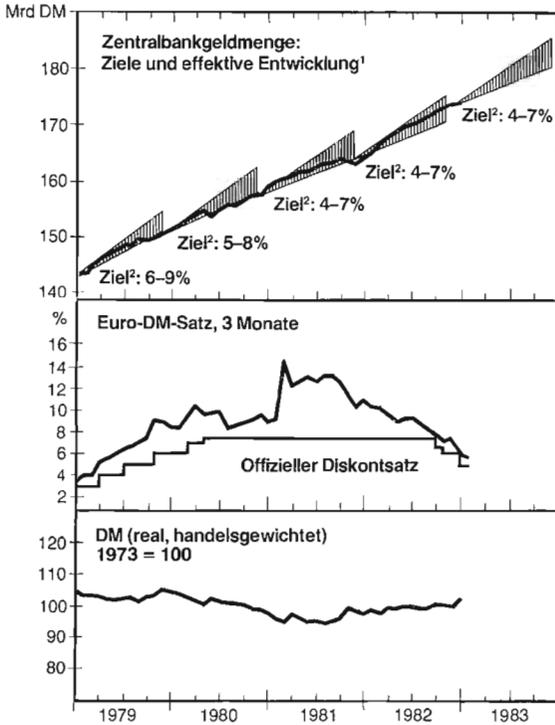
Das *reale Bruttosozialprodukt* fiel 1982 um 1,2% gegenüber dem Vorjahr, was dem zweitstärksten Rückgang der Nachkriegszeit entspricht. Nach einer markanten Konjunkturabschwächung im dritten Quartal 1982 mehrten sich in den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres die Zeichen einer konjunkturellen Erholung. Aus dem Inland gingen mehr Bestellungen ein. Besonders deutlich war die Zunahme in der Investitionsgüterindustrie, was teilweise auf das Auslaufen der staatlichen Investitionszulage auf Ende 1982 zurückgeführt wird. Im hart von der Rezession betroffenen Wohnungsbau lagen die Auftragseingänge leicht höher als im vierten Quartal 1981. Steigende Detailhandelsumsätze deuteten zudem auf eine Belebung des privaten Konsums hin. Der ausgeprägte Rückgang des realen verfügbaren Einkommens in den beiden vergangenen Jahren, aber auch ungünstige Beschäftigungsaussichten hatten 1981 und 1982 zu einer Abnahme des privaten Konsums geführt.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich weiter. Im Januar 1983 erhöhte sich der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung auf 8,7%, gegenüber 6,8% im Januar 1982. Die Zahl der offenen Stellen verminderte sich erneut. Die Jahresteuern fiel im Januar auf 3,9%, nachdem sie zu Beginn des vierten Quartals 1982 noch beinahe 5% betragen hatte.

Die deutsche Ertragsbilanz wies im vergangenen Jahr dank eines hohen Aktivsaldos in der Handelsbilanz erstmals seit 1978 wieder einen Überschuss auf (7,5 Mrd D-Mark). Sowohl die Einfuhren als auch die Ausfuhren bildeten sich im Laufe des Jahres 1982 leicht zurück. Da im vierten Quartal aus dem Ausland erneut weniger Aufträge eingingen, dürften die Exporte in den kommenden Monaten weiter abnehmen.

In der Bundesrepublik Deutschland lag die Zentralbankgeldmenge im vierten Quartal um 6,1% höher als ein Jahr zuvor, womit das Geldmengenziel für 1982 erreicht wurde. Die *Deutsche Bundesbank* setzte im vierten Quartal ihren im Ver-

Graphik 3: Bundesrepublik Deutschland



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte)

² Vom 4. Quartal des vorangegangenen Jahres bis zum 4. Quartal des laufenden Jahres

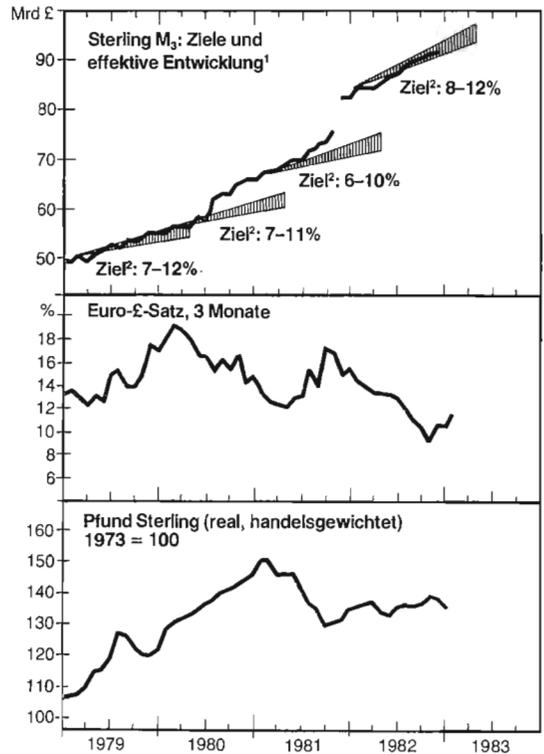
gleich zu 1981 expansiveren geldpolitischen Kurs fort. Nachdem bereits im September die Mindestreservesätze der Banken um 10% reduziert worden waren, senkte sie im Oktober und Dezember 1982 den Diskont- und Lombardsatz je um einen halben Prozentpunkt, was zu einem weiteren Rückgang der Geldmarktzinsen führte. Am Jahresende wurden Dreimonatsgelder zu 6% verzinst. Für das Jahr 1983 beschloss die deutsche Notenbank wiederum eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge um 4 bis 7%.

Die *D-Mark* wurde im Laufe des vierten Quartals 1982 gegenüber dem Dollar und dem Pfund Sterling höher bewertet. Innerhalb des EWS bewegte sich der Kurs ungefähr in der Mitte des Schwankungsbereichs. Im Januar schwächte er sich etwas ab. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs der *D-Mark* lag im Jahre 1982 um durchschnittlich 3% über dem Vorjahreswert.

4. Vereinigtes Königreich

Das *reale Bruttoinlandprodukt* stieg im vierten Quartal um 0,6% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal. Das bescheidene Wachstum beruhte vor allem auf einer Zunahme des Konsums. Trotz höherer Kleinhandelsumsätze, einer spürbaren Belebung der Baunachfrage sowie erneut steigender Ausfuhren schwächte sich die Industrieproduktion in der zweiten Jahreshälfte weiter ab. Im November fiel die Produktion in der verarbeitenden Industrie auf den tiefsten Stand seit 1967. Die Lagerbestände wurden abgebaut, was zusammen mit der schwachen Kreditnachfrage die noch immer pessimistischen Erwartungen der Unternehmer widerspiegelt.

Graphik 4: Vereinigtes Königreich



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Bank of England, Quarterly Bulletin); ab November 1981 sind die Zahlen von Sterling M_3 wegen statistischer Änderungen nicht mehr mit früheren Werten vergleichbar.

² Vom Februar des laufenden Jahres bis April des folgenden Jahres.

Die Zahl der Arbeitslosen stieg auch im vierten Quartal und im Januar 1983 an. Der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung betrug im Januar 12,7%. Die Teuerung verminderte sich im Januar 1983 auf 4,9%; zu Beginn des vierten Quartals 1982 hatte sie noch bei beinahe 7% gelegen.

Der Überschuss der Ertragsbilanz fiel 1982 mit rund 4,6 Mrd Pfund deutlich geringer aus als im Vorjahr (1981: 6,1 Mrd Pfund). Infolge steigender Erdölexporte und leicht sinkender Importe im zweiten Halbjahr bildete sich der Ertragsbilanzüberschuss jedoch weniger stark zurück als zunächst angenommen.

Die *Geldmengenaggregate* befanden sich im vierten Quartal innerhalb der Zielbereiche. Die Wachstumsrate der Geldmenge Sterling M_3 betrug 11%.

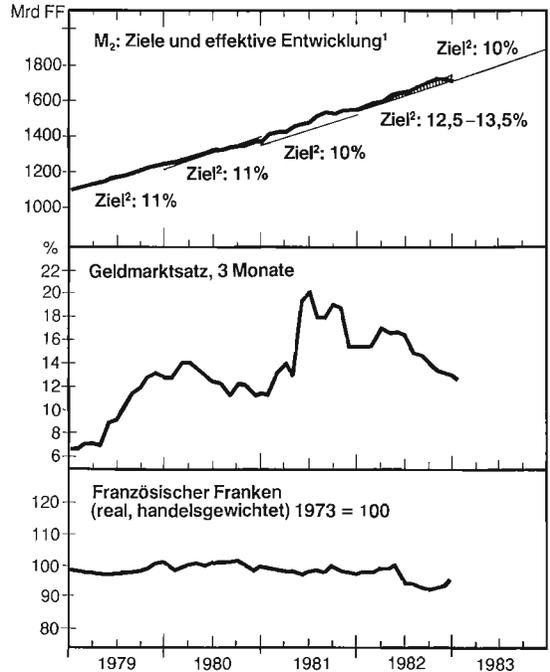
Im vierten Quartal begann sich das *Pfund Sterling* sowohl gegenüber dem Dollar als auch den anderen wichtigen Währungen abzuschwächen. Besonders markant war die Tieferbewertung zwischen November 1982 und Januar 1983. Der Kursrückgang war zum Teil auf die sinkenden britischen Zinssätze und den Preisrückgang beim Erdöl zurückzuführen. Die *Bank of England* reagierte auf die Tieferbewertung des Pfundes, indem sie am Devisenmarkt intervenierte und gleichzeitig am offenen Markt Wertpapiere verkaufte, was die Zinssätze ansteigen liess. Der reale Aussenwert des Pfund Sterling verminderte sich 1982 um 3%.

5. Frankreich

Das *reale Bruttoinlandprodukt* wuchs im Jahre 1982 nach vorläufigen Berechnungen um 1,5%. Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 1982 schwächte sich das Wirtschaftswachstum auch in Frankreich ab. Während der Konsum noch leicht zunahm, gingen die Investitionen deutlich zurück. Nach offiziellen Schätzungen lagen sie im Jahre 1982 real um rund 7% tiefer als im Vorjahr. Die Ausfuhren nahmen weiter ab, wenn auch langsamer als in der ersten Jahreshälfte des vergangenen Jahres. In der zweiten Jahreshälfte 1982 lag die Industrieproduktion unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

Der Anteil der Arbeitslosen an der aktiven Bevölkerung stabilisierte sich indessen im Sommer

Graphik 5: Frankreich



¹ Saisonbereinigt (Quelle: Banque de France, Bulletin trimestriel)

² Vom Dezember des vorangegangenen Jahres bis Dezember des laufenden Jahres

1982 bei rund 9%. Nachdem sich die Teuerung während des viermonatigen Preis- und Lohnstopps abgeschwächt hatte, stieg sie gegen Jahresende wieder etwas an. Mit 9,7% im Dezember lag die Inflationsrate jedoch um rund vier Prozentpunkte tiefer als Ende 1981.

Das Defizit der Ertragsbilanz verdreifachte sich 1982 gegenüber dem Vorjahr. Der negative Saldo von 8,5 Mrd französischen Franken war in erster Linie bedingt durch den hohen Fehlbetrag der Handelsbilanz sowie den weit geringeren Überschuss der Dienstleistungsbilanz.

Im Jahre 1982 weitete sich das *Defizit des Staatshaushalts* gegenüber dem Vorjahr stark aus; sein Anteil am Bruttoinlandprodukt war mit rund 3% im Vergleich zu den meisten Industriestaaten allerdings immer noch gering.

In Frankreich erhöhte sich die Geldmenge M_2 im Dezember 1982 um 12% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat, womit das Geldmengenziel der *Banque de France* für das Jahr

1982 leicht unterschritten wurde. Die Zinssätze auf dem Geldmarkt gingen auch im vierten Quartal leicht zurück. Für das Jahr 1983 legte die Banque de France ein Wachstumsziel für die Geldmenge M_2 von 10% fest. Die Kreditwachstumsraten für die Geschäftsbanken wurden im Vergleich zum Vorjahr leicht gekürzt.

Der *französische Franken* wurde zwischen Oktober und Januar tief bewertet. Die Banque de France stützte die Währung durch Interventionen am Devisenmarkt. Der reale Aussenwert des französischen Frankens lag 1982 im Jahresdurchschnitt um 2,6% tiefer als ein Jahr zuvor.

6. Italien

Nach Anzeichen einer konjunkturellen Belebung zu Beginn des vergangenen Jahres verschlechterte sich in Italien die Konjunkturlage zunehmend. Im dritten Quartal 1982 lag das *reale Bruttoinlandprodukt* um 0,8% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Der private Konsum stagnierte, und die Investitionen nahmen weiter ab. Auch die Ausfuhren, welche in den ersten Monaten des Jahres 1982 noch hohe Zuwachsraten ausgewiesen hatten, fielen zurück. Das reale Bruttoinlandprodukt dürfte damit im Jahre 1982 das Vorjahresniveau kaum mehr erreicht haben. Die Industrieproduktion schwächte sich im Laufe des Jahres ab und lag im Dezember rund 5% unter dem entsprechenden Vorjahreswert.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich. Vor allem in der Grossindustrie wurden Arbeitsplätze abgebaut. Zu Beginn des vierten Quartals 1982 waren rund 9,2% der aktiven Bevölkerung arbeitslos. Im Gegensatz zur markanten Abschwächung der Teuerung in den meisten Industrieländern stieg die Inflationsrate in Italien in der zweiten Jahreshälfte wieder an. Sie betrug im Dezember 16,3% und lag damit nur wenig tiefer als ein Jahr zuvor.

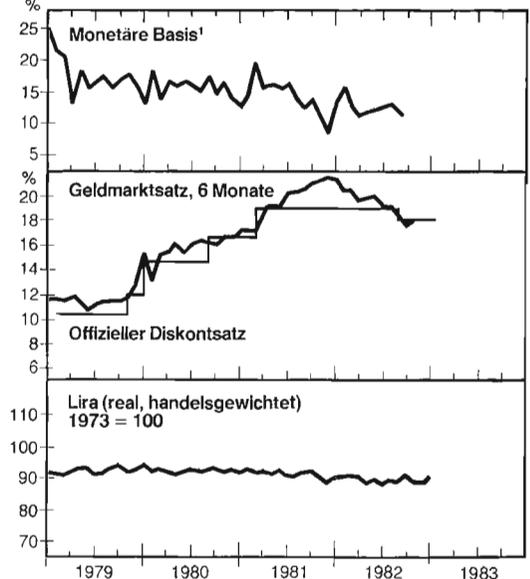
Der italienische Aussenhandel entwickelte sich im Jahre 1982 etwas günstiger als im vorangegangenen Jahr. Zwar war das Defizit der Handelsbilanz annähernd gleich hoch wie im Jahre 1981. Infolge höherer Überschüsse bei den Dienstleistungen fiel der negative Saldo der Ertragsbilanz mit schätzungsweise 5,5 Mrd Dollar jedoch deutlich geringer aus (1981: 7,7 Mrd Dollar).

Der Anteil des *Staatsdefizits* am Bruttoinlandprodukt erhöhte sich im Jahre 1982 auf 15%. Mit Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen strebt die italienische Regierung im laufenden Jahr eine Stabilisierung des Defizits auf dem Niveau des Vorjahres an.

Die *Banca d'Italia* zog im vierten Quartal die geldpolitischen Zügel etwas an, um einer Tieferbewertung der Lira entgegenzuwirken. Die Geldmarktzinssätze stiegen in der Folge leicht an. Im Dezember traten neue geldpolitische Vorschriften in Kraft, die eine sofortige Erhöhung der Mindestreservesätze und eine Aufhebung der Kreditwachstumsbegrenzung auf Mitte 1983 beinhalten.

Die *Lira* war im Dezember eine der stärksten Währungen im EWS, schwächte sich danach aber wieder leicht ab. Der reale handelsgewichtete Aussenwert der italienischen Währung blieb im Jahre 1982 stabil.

Graphik 6: Italien



1 Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Supplemento al bollettino della Banca d'Italia)

7. Japan

Im dritten Quartal 1982 stieg das *reale Bruttoinlandprodukt* um 2,2% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal. Der Konsum und die Investitionen nahmen geringfügig zu, während sich die Exporte abschwächten. Positive Impulse auf die Wirtschaft gingen von den öffentlichen Investitionen aus. Die Industrieproduktion stagnierte im vergangenen Jahr. Der seit Beginn des Jahres 1982 beobachtete Rückgang der Bestellungen in der Maschinenindustrie setzte sich im vierten Quartal fort. Ebenso verminderten sich die Auftragseingänge in der Bauwirtschaft.

Im Laufe des vergangenen Jahres stieg die Zahl der Arbeitslosen in Japan leicht an. Die Arbeitslosenrate lag durchschnittlich bei 2,4% und erreichte damit den höchsten Wert seit 1955. Die Teuerungsrate sank im Dezember auf 1,8%.

Der Überschuss der Handelsbilanz verminderte sich von 8,7 Mrd Dollar auf 7 Mrd Dollar im Jahre 1982. Es wurden sowohl weniger Güter importiert als auch exportiert. Da jedoch gleichzeitig der

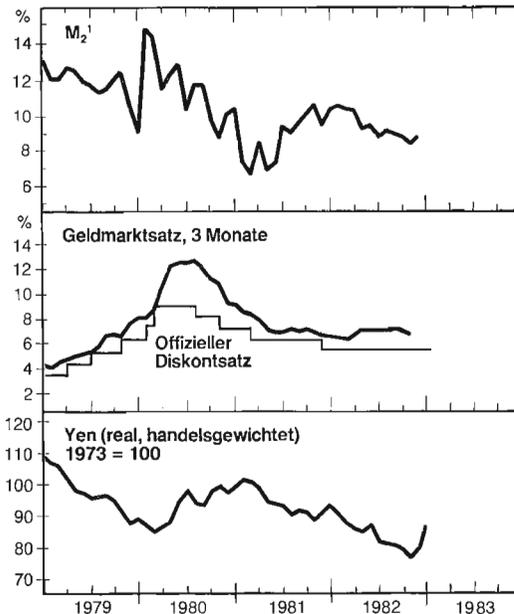
Fehlbetrag der Dienstleistungsbilanz stark zurückging, wies die Ertragsbilanz einen Aktivsaldo auf, der mit 6,9 Mrd Dollar das Vorjahresergebnis um über ein Drittel übertraf.

Für das kommende Fiskaljahr (Beginn: April 1983) rechnet die Regierung mit einem Ausgabenwachstum von lediglich 1,4% und einer Stabilisierung des Budgetdefizits auf dem Vorjahresniveau. Bei einer prognostizierten Teuerungsrate von 3,3% werden im kommenden Fiskaljahr vom *Budget* keine stimulierenden Wirkungen auf die Wirtschaft ausgehen.

Im vierten Quartal nahm die Geldmenge M_2 um 8,5% gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal zu. Trotz einer Erhöhung der Diskontkontingente verharren die Geldmarktsätze auf einem Niveau von 6 bis 7%. Für das Jahr 1983 legte die *Bank von Japan* wieder Kreditwachstulimiten fest. Sie wurden so hoch angesetzt, dass die Kreditfähigkeit der Banken dadurch kaum eingeschränkt wird.

Nachdem der *Yen* während längerer Zeit tief bewertet worden war, begann der Kurs der japanischen Währung Anfang November 1982 wieder zu steigen. Die Aufwertung setzte sich im Dezember und im Januar kräftig fort. Im Jahre 1982 lag der reale handelsgewichtete Aussenwert des *Yen* durchschnittlich um 11,5% unter dem Vorjahresstand.

Graphik 7: Japan



¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode (Quelle: Bank of Japan, Economic Statistics Monthly)

Tabellen 2.1–2.4: Internationale Konjunkturentwicklung

2.1 Reales Bruttosozialprodukt (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1980	1981	1982	1982				
				4.Q.	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.
USA	- 0,4	1,9	- 1,8a	0,3	- 2,5	- 1,6	- 1,9	- 1,1a
BRD	1,8	- 0,2	- 1,2a	0,5	- 0,4	0,2	- 1,8	- 2,1a
Vereinigtes Königreich b)	- 2,6	- 2,8	0,5a	0,3	0,3	0,9	0,4a	0,6a
Frankreich b)	1,2	0,3	1,5a	-	2,0a	1,8a	1,0a	1,0a
Italien b)	3,9	- 0,2	- 0,5a	0,6	1,0	0,1a	- 0,8a	-
Japan	4,2	2,9	-	2,0	2,2	2,3a	2,2a	-
Schweiz	4,6	1,9	- 1,7a	1,9	0,0a	- 0,4a	- 2,5a	-

a) provisorisch b) BIP

2.2 Konsumentenpreise (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1980	1981	1982	1982				1983
				3.Q.	4.Q.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	13,5	10,4	6,1	5,8	4,6	4,7	3,9	3,7
BRD	5,5	5,9	5,3	5,3	4,7	4,7	4,6	3,9
Vereinigtes Königreich	18,0	11,9	8,6	8,0	6,2	6,3	5,4	4,9
Frankreich	13,6	13,4	11,6	10,9	9,5	9,4	9,7	9,6
Italien	21,2	18,7	16,3	16,9	16,7	16,7	16,4	16,4
Japan	8,0	4,9	2,7	2,8	2,3	2,3	1,8	2,0
Schweiz	4,0	6,5	5,6	5,7	5,8	5,8	5,5	4,8

2.3 Arbeitslosigkeit (Arbeitslose in Prozent der Erwerbsbevölkerung, saisonbereinigt)

	1980	1981	1982	1982				1983
				3.Q.	4.Q.	Nov.	Dez.	Jan.
USA	7,2	8,1	9,7	9,9	10,7	10,7	10,8	10,4
BRD	3,8	5,2	7,7	8,0	8,5	8,5	8,5	8,7
Vereinigtes Königreich b)	6,7	10,5	12,3	12,0	12,3	12,3	12,5	12,8
Frankreich ab)	6,5	7,9	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0	8,9
Italien b)	7,6	8,4	9,1	9,2c	9,2c	-	-	-
Japan	2,0	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,7
Schweiz	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9

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

2.4 Ertragsbilanz (Saldo in Mrd US-Dollar, saisonbereinigt)

	1980	1981	1982	1982				
				4.Q.	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.
USA	1,5	4,5	- 6,7a	- 0,9	1,1	2,2	- 4,2	- 5,6a
BRD	-15,2	- 7,4	3,1a	1,4	- 0,8	0,3	0,6	1,8a
Vereinigtes Königreich	6,8	11,7	7,4a	2,8	1,3	1,5	1,6a	-
Frankreich	- 3,9	- 4,5	-12,2a	- 2,0	- 1,9	- 4,1	- 3,4	- 2,4ab
Italien	- 9,0	- 7,7	- 5,5a	- 0,6	-	-	-	-
Japan	-10,7	4,7	6,9a	1,0	0,9	2,5	2,2	1,6a
Schweiz	- 0,5	2,8	3,4a	-	1,5ab	0,6ab	0,4ab	0,9ab

a) provisorisch b) nicht saisonbereinigt

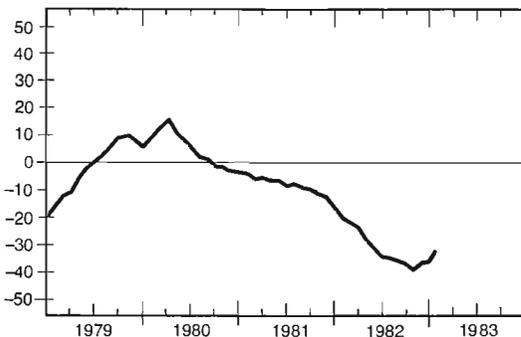
B. Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

1. Überblick

Im vierten Quartal stand die schweizerische Wirtschaft im Zeichen der weltweiten Stagnation. Die Exporte, welche bis zum Herbst 1982 zurückgegangen waren, stabilisierten sich gegen Jahresende, doch der Bestand an Auslandsaufträgen wurde von den Unternehmern nach wie vor als ungenügend beurteilt. Die Inlandnachfrage verharrte auf tiefem Niveau. Infolge schlechter Meldungen aus der Wirtschaft und in Erwartung abnehmender Realeinkommen hielten sich die Konsumenten beim Kauf von Gütern und Dienstleistungen zurück. Die Investitionsbereitschaft blieb angesichts der vorhandenen Überkapazitäten insbesondere in der Industrie gering. Beim Wohnungsbau hingegen deuteten einige Anzeichen auf ein baldiges Ende des Nachfragerückgangs hin. Die industrielle Produktion wurde in Anbetracht der rückläufigen Nachfrage erneut gedrosselt. Entsprechend stark ging die Beschäftigung in der Industrie zurück, während die Personalbestände im Baugewerbe nicht mehr verringert wurden. Die Zahl der Arbeitslosen stieg – zum Teil saisonbedingt – weiter an. Die erfreuliche Kehrseite der Rezession war ein erneuter Rückgang der Teuerung zu Beginn des laufenden Jahres.

Die Nationalbank setzte den Anfang 1982 eingeschlagenen geldpolitischen Kurs fort. Im vierten

Graphik 8: Geschäftsgang in der Industrie¹



¹ Indikator der Konjunkturforschungsstelle KOF-ETH
Quelle: KOF-ETH, Konjunkturtest

Quartal lag die bereinigte Notenbankgeldmenge um 6,4% über dem Niveau der entsprechenden Vorjahresperiode, so dass sich im Durchschnitt des Jahres 1982 eine Zuwachsrate von 2,6% ergab. Für 1983 legte die Nationalbank erneut ein Geldmengenziel von 3% fest. Infolge der reichlicheren Geldversorgung und der konjunkturbedingten Abnahme der Geldnachfrage gingen die Zinssätze zu Beginn des Jahres weiter zurück. Dennoch wurden der Dollar und die D-Mark gegenüber dem Schweizerfranken tiefer bewertet.

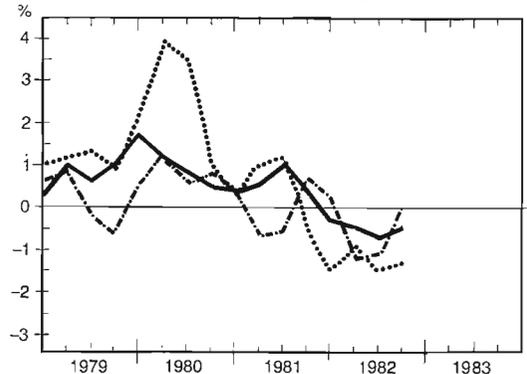
2. Der realwirtschaftliche Bereich

Bruttoinlandprodukt und industrielle Produktion

Die Wirtschaftstätigkeit in der Schweiz stagnierte im vierten Quartal 1982 und zu Beginn des neuen Jahres. Das *reale Bruttoinlandprodukt* verharrte saisonbereinigt ungefähr auf dem Niveau des Vorquartals. Obwohl die Rezession im Ausland anhielt, stabilisierte sich das Exportvolumen im Laufe des vierten Quartals.

Der Geschäftsgang in der Industrie war unterschiedlich. Während die Metall- und Maschinenindustrie eine weitere Verschlechterung ihrer Wirtschaftslage hinnehmen musste, zeichnete sich in anderen Bereichen, wie etwa in der

Graphik 9: Reales Bruttoinlandprodukt¹



¹ Veränderung in % gegenüber Vorquartal, saisonbereinigt

- Reales BIP
 - - - Privater Konsum
 - Anlageinvestitionen
- Quelle: Bundesamt für Statistik

Chemie- und Textilindustrie, eine Konsolidierung ab. Der Auftragsbestand wurde jedoch vor allem von den exportorientierten Unternehmungen immer noch als ungenügend eingestuft. Die Unternehmer passten ihre Produktion der rückläufigen Nachfrage an. Die Auslastung der technischen Kapazitäten blieb unbefriedigend, und der Personalbestand wurde von der Mehrzahl der Unternehmer nach wie vor als zu hoch beurteilt.

Die Bautätigkeit war wegen des milden Wetters gegen Jahresende unerwartet rege. Der Rückgang beim Auftragseingang und beim Auftragsbestand setzte sich jedoch fort. Wichtige Bereiche des Dienstleistungssektors, vorab die Banken und Versicherungsgesellschaften, verzeichneten nach wie vor einen erfreulichen Geschäftsgang. Im Transportgewerbe und im Tourismus hielt der Nachfragerückgang hingegen an.

Privater Konsum

Der private Konsum von Gütern und Dienstleistungen dürfte sich gegenüber dem Vorquartal kaum verändert haben. Die den Konsum massgeblich bestimmenden Faktoren lassen auf eine zunehmende Zurückhaltung der Konsumenten schliessen. Die Haushalte müssen mit sinkenden Realeinkommen rechnen, nachdem viele Arbeitnehmer auf Anfang 1983 nicht mehr in den Genuss des vollen Teuerungsausgleichs kamen. Angesichts der anhaltenden Meldungen über Entlassungen und Betriebsschliessungen gelten auch die Arbeitsplätze als weniger sicher. Gemäss Konsumentenumfrage des Bundesamtes

für Konjunkturfragen vom vergangenen Januar wird der gegenwärtige Zeitpunkt für die Anschaffung dauerhafter Konsumgüter mehrheitlich als ungünstig bezeichnet.

Im Tourismus setzte sich die konjunkturbedingte Abschwächung fort. Im vierten Quartal unterschritt die Zahl der Hotellogiernächte einheimischer Gäste zum Teil wegen der ungünstigen Lage der Feiertage das allerdings sehr gute Ergebnis des entsprechenden Vorjahresquartals um 2,1%.

Investitionen

Die Investitionsnachfrage blieb auch im vierten Quartal insgesamt schwach. Im November und Dezember war die Bautätigkeit zwar sehr lebhaft, da das milde Wetter den Fortgang der Bauarbeiten insbesondere beim Strassenbau begünstigte. Der Auftragseingang in der Bauwirtschaft nahm jedoch ab, so dass sich der Arbeitsvorrat weiter zurückbildete. Am 1. Januar lag er rund 16% tiefer als ein Jahr zuvor. Die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern blieb gering.

Der seit Mitte 1981 zu beobachtende Rückgang der Investitionen war bei den Bauten bisher weit weniger stark als bei den Ausrüstungsgütern. Die vergleichsweise geringe Abnahme der Bauinvestitionen ist der stärkeren Bautätigkeit der öffentlichen Hand und der Entwicklung beim Wohnungsbau zu verdanken. Der Wohnungsbau, der für die Baukonjunktur von entscheidender Bedeutung ist, erlitt im Unterschied zur Rezession von 1975 bisher keinen starken Einbruch. Im Jahre

Tabelle 3: Investitionstätigkeit (Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode)

	1979	1980	1981	1982	1981		1982			
					3.Q.	4.Q.	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.
Import von Investitionsgütern real	9,0	19,0	0,2	- 5,8	5,9	- 6,8	- 2,2	- 4,8	-14,1	- 1,6
Baubewilligte Wohnungen in 96 Städten ¹	41,9	1,7	- 5,9	- 3,6	5,6	- 3,2	-14,1	11,5	-15,4	3,0
Neuerstellte Wohnungen in 96 Städten ¹	9,7	- 1,3	6,3	6,7	- 1,4	3,4	31,9	0,0	- 7,1	7,6
Geplante industrielle Bauten (Raumvolumen) ²	- 5,0	67,1	-29,6	-22,5	-44,5	-36,3	-32,4	-10,6	- 7,6	-37,8
Neubewilligte Baukredite (71 Banken)	28,1	23,0	- 5,3	- 6,5	- 5,3	-16,5	-11,3	-16,5	- 8,4	15,7

¹ Vor 1980: in 92 Städten

² Neu- und Erweiterungsbauten

Quellen: Die Volkswirtschaft; Monatsbericht SNB

1982 lag die Zahl der neuerstellten Wohnungen sogar um rund 7% über dem Vorjahresstand. Da weniger Einfamilienhäuser gebaut wurden, fielen die Wohnbauinvestitionen dennoch real unter das Niveau des Vorjahres. In Anbetracht der sinkenden Hypothekarzinssätze und des tiefen Leerwohnungsbestandes ist beim Wohnungsbau nicht mit einem massiven Rückgang zu rechnen. Dies bestätigt auch die Entwicklung der bewilligten Baukredite, welche saisonbereinigt seit den Sommermonaten wieder zunehmen.

Bei den Ausrüstungsinvestitionen sind kaum Anzeichen einer Belebung zu erkennen. Zwar stiegen im vierten Quartal die Inlandaufträge in der Maschinenindustrie, doch war diese Zunahme einzig auf die Vergabe eines Grossauftrages durch den Bund zurückzuführen. Die Zahl der Planvorlagen für Betriebseinrichtungen verringerte sich hingegen weiter. Namentlich in der Industrie bestand für zahlreiche Unternehmer kein Anlass, die Produktionsanlagen auszubauen. Die Ertragsaussichten sind ungünstig und die technischen Kapazitäten schlecht ausgelastet. Der ausgeprägte Rückgang der Zinssätze am Kapitalmarkt ändert nur wenig an dieser Einschätzung. Die Einsparungen bei den Finanzierungskosten dürften vor allem der Verbesserung der finanziellen Reserven dienen.

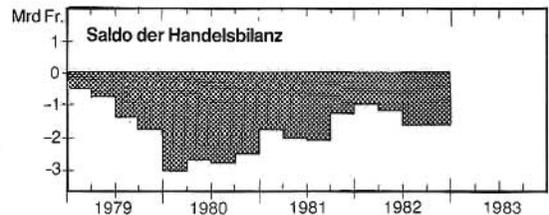
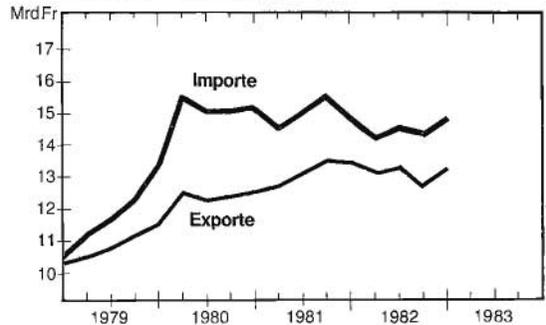
In der Industrie wurden die Materiallager im vierten Quartal abgebaut und bewegten sich deutlich unter dem Vorjahresniveau. In den Augen der Unternehmer sind sie jedoch immer noch zu hoch. Im Kleinhandel lagen die Fertigfabrikatelager und die Vorräte im vierten Quartal nach wie vor über dem entsprechenden Vorjahresstand.

Aussenhandel

Exporte

Das Exportvolumen, welches in den Sommermonaten 1982 noch stark abgenommen hatte, stabilisierte sich im vierten Quartal und zu Beginn des neuen Jahres. Im Ausland hielt die Rezession allerdings an, und insbesondere die internationale Nachfrage nach Investitionsgütern war weiterhin schwach. Die schweizerischen Investitionsgüterexporte bildeten sich im vierten Quartal erneut zurück. In der Maschinenindustrie fielen die Bestellungseingänge aus dem Ausland um 20% unter den entsprechenden Vorjahreswert, was

Graphik 10: Aussenhandel¹



¹ Nominell, saisonbereinigt, ohne Gold und ab 1981 auch ohne Silber und ohne Münzen

Quelle: Eidgenössische Oberzolldirektion

einen weiterhin ungünstigen Verlauf der Investitionsgüterexporte erwarten lässt. Die Ausfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Konsumgütern lag hingegen saisonbereinigt leicht über dem Niveau des Vorquartals.

Die Stabilisierung des Exportvolumens ist vor allem auf eine Belebung der Ausfuhr nach Nordamerika zurückzuführen. In die europäischen OECD-Staaten und in die Entwicklungsländer wurde demgegenüber weniger exportiert. Insbesondere die OPEC-Staaten drosselten infolge der abnehmenden Erträge aus dem Erdölgeschäft ihre Importe aus der Schweiz stark. Zahlreiche hochverschuldete Entwicklungsländer, aber zunehmend auch OPEC-Staaten, werden ihre Einfuhren weiter einschränken müssen, was die von einem Konjunkturaufschwung in den Vereinigten Staaten und der Bundesrepublik Deutschland ausgehende Belebung der schweizerischen Exporte zumindest teilweise kompensieren dürfte.

Importe

Das um Saison- und Sonderfaktoren bereinigte Einfuhrvolumen begann nach einem Rückgang im zweiten und dritten Quartal gegen Jahresende wieder zuzunehmen. Die Einfuhren von Investi-

tions- und Konsumgütern stiegen leicht an, während infolge des Abbaus der industriellen Materiallager im vierten Quartal erneut weniger Rohstoffe und Halbfabrikate importiert wurden als im Vorquartal.

Handelsbilanz und Ertragsbilanz

Im vierten Quartal betrug das Handelsbilanzdefizit rund 1 Mrd Franken und war damit um 100 Mio Franken höher als ein Jahr zuvor. Der konjunkturbedingte Rückgang des Importvolumens wurde durch den Anstieg der Importpreismittelwerte mehr als aufgewogen. Die wertmäßigen Exporte lagen leicht unter dem Stand des vierten Quartals 1981.

Nach Schätzungen der Nationalbank überstieg der Ertragsbilanzüberschuss im vierten Quartal die Ergebnisse der beiden Vorquartale. Dieses Resultat ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr saisonbedingt zunahmen. Insgesamt dürfte der Ertragsbilanzüberschuss im Jahre 1982 6,9 Mrd Franken betragen haben (1981: 5,1 Mrd).

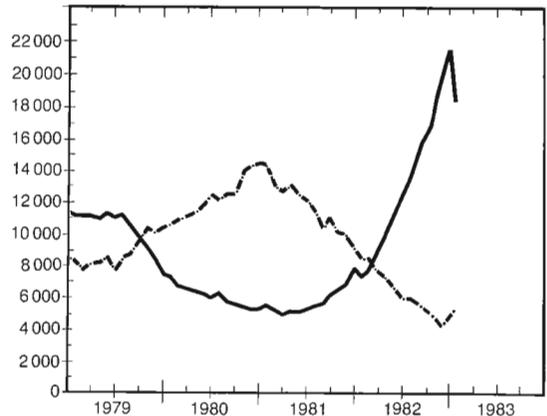
Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung bildete sich im vierten Quartal saisonbereinigt nicht weiter zurück. Insgesamt lag die Zahl der Beschäftigten um 1,4% tiefer als ein Jahr zuvor, was einem Verlust von rund 33 000 Arbeitsplätzen entspricht. Während die Beschäftigung in der Industrie das Vorjahresniveau um 4,4% unterschritt, lagen die Perso-

nalbestände im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor leicht höher als im vierten Quartal 1981.

Die Arbeitslosigkeit stieg im vierten Quartal 1982 und zu Beginn des laufenden Jahres nicht zuletzt aus saisonalen Gründen deutlich an. Im internationalen Vergleich blieb die Arbeitslosenquote im Januar mit 0,9% jedoch weiterhin tief. Die Zahl der gemeldeten offenen Stellen stabilisierte sich im Laufe des vierten Quartals, nachdem sie sich seit Beginn des Jahres 1981 kontinuierlich zurückgebildet hatte. Die Teilarbeitslosigkeit, welche bis zum November sprunghaft angestiegen war, veränderte sich danach nur noch wenig.

Graphik 11: Arbeitslose und offene Stellen¹



¹ Saisonbereinigt
 — Arbeitslose
 - - - Offene Stellen

Quelle: Bundesamt für Industrie, Gewerbe und Arbeit

Tabelle 4: Beschäftigung und Arbeitsmarkt¹

	1979	1980	1981	1982	1982						1983	
					2.Q.	3.Q.	4.Q.	Okt.	Nov.	Dez.		Jan.
Index der Beschäftigten ²	0,7	2,0	1,0	-1,1 ³	-1,0 ³	-2,0 ³	-1,4 ³					
Arbeitslosenquote	0,3	0,2	0,2	0,4	0,3	0,5	0,7	0,5	0,7	0,8	0,9	
Ganzarbeitslose	10333	6255	5889	13220	10290	10261	20038	16185	20349	23579	27864	
Teilarbeitslose	11935	2128	5704	36611	31331	31686	59676	51479	65565	61983	68545	
Offene Stellen	8921	12312	11876	6352	6786	5591	4633	5228	4327	4343	5209	

¹ Nicht saisonbereinigt

² Veränderung in Prozent gegenüber Vorjahresperiode

³ Nach Korrektur der Verschiebung des Erhebungsmonats im Bauhauptgewerbe vom 2. auf den 3. Monat des Quartals

Quelle: Die Volkswirtschaft

Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt deutet darauf hin, dass der Zusammenhang zwischen Beschäftigungsrückgang und Arbeitslosigkeit in den letzten Jahren enger geworden ist. So waren im Januar 1983 rund 16 000 Ganzarbeitslose mehr registriert als ein Jahr zuvor, was etwa der Hälfte des in diesem Zeitraum erfolgten Beschäftigungsabbaus entspricht. In der Rezession von 1974/76 hatte sich der damalige ausgeprägte Beschäftigungsrückgang nur etwa zu einem Zehntel in den Arbeitslosenzahlen niedergeschlagen.

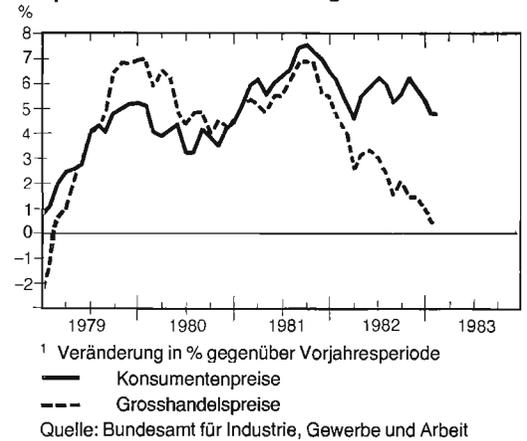
Der über die Zunahme der Arbeitslosigkeit hinausgehende Beschäftigungsabbau wurde im vergangenen Jahr vornehmlich durch eine Rückbildung der Erwerbsquote der inländischen Wohnbevölkerung aufgefangen. Die Zahl der erwerbstätigen Ausländer hingegen stieg weiter an und lag im Dezember 1982 mit rund 648 000 Personen um 1,7% höher als ein Jahr zuvor. Dieser den Erfahrungen der Rezession von 1974/76 entgegengesetzte Verlauf der Ausländerbeschäftigung dürfte zum einen darauf zurückzuführen sein, dass Branchen mit ausgesprochen hohem Ausländeranteil, wie das Gastgewerbe und Teile des Baugewerbes, von der Konjunkturabschwächung weit weniger erfasst wurden als Mitte der siebziger Jahre. Zum anderen dürfte aber auch ins Gewicht fallen, dass der Anteil der den Schweizern auf dem Arbeitsmarkt rechtlich gleichgestellten niedergelassenen am Total der ausländischen Erwerbstätigen zwischen 1973 und 1982 von 31 auf 53% angestiegen ist.

Die Beschäftigungsaussichten für die folgenden drei Monate wurden im vierten Quartal 1982 erneut schlechter beurteilt als in der Vorperiode. Seit Herbst 1979 revidierten die Unternehmungen damit ihre Einschätzung der zukünftigen Beschäftigung sukzessive nach unten.

Preise und Löhne

Im vierten Quartal 1982 lag der Index der Konsumentenpreise um 5,8% höher als ein Jahr zuvor. Zwischen September 1982 und Januar 1983 veränderte sich der Konsumentenpreisindex jedoch kaum, wozu vor allem ein Preisrückgang bei den importierten Gütern beitrug. Zu Beginn des Jahres schwächte sich auch die Jahresteuierung ab; sie betrug im Januar und Februar noch 4,8%.

Graphik 12: Preisentwicklung¹



Besonders deutlich kam der rückläufige Inflationstrend auf der Grosshandelsstufe zum Ausdruck. Der Index der Grosshandelspreise übertraf im Januar den entsprechenden Vorjahreswert noch um 0,5% (Januar 1982: 4,7%). Die Preise für Inlandgüter stagnieren seit Juli 1982, während Importwaren auf der Grosshandelsstufe in den vergangenen Monaten sogar laufend billiger wurden. Auch die anhand des Zürcher und des Berner Baukostenindex gemessene Bauteuerung bildete sich stark zurück.

Die Arbeitnehmerverdienste lagen im vierten Quartal um durchschnittlich 5,7% höher als in den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres. Damit konnten die Löhne mit der Teuerung ungefähr Schritt halten.

3. Der monetäre Bereich

Die Entwicklung der Geldmengenaggregate

Die Nationalbank setzte ihren im Frühjahr 1982 eingeschlagenen geldpolitischen Kurs im vierten Quartal fort. Mit durchschnittlich 29,8 Mrd Franken lag die ebreinigte Notenbankgeldmenge in den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres um 6,4% höher als ein Jahr zuvor. Im Jahresdurchschnitt ergab sich dadurch eine Zuwachsrate von 2,6%, womit das Geldmengenziel von 3% weitgehend erreicht wurde.

Für das Jahr 1983 legte die Nationalbank wiederum ein Geldmengenziel von 3% fest, das heisst,

Tabelle 5: Die bereinigte Notenbankgeldmenge (BNBGM) und ihre Komponenten

	Notenumlauf ¹	Veränderung in % ²	Giroguthaben ¹	Veränderung in % ²	Ultimo- kredite ¹	BNBGM ^{1,3}	Veränderung in % ²
1979	21048	8,1	10105	8,7	608	30546	6,8
1980	21740	3,3	7342	-22,3	933	28149	- 7,0
1981	21912	0,8	6742	- 7,7	668	27986	- 0,5
1982	22064	0,7	7102	5,7	467	28699	2,6
1981 4.Q.	21947	-0,9	6715	-11,8	671	27990	- 2,4
1982 1.Q.	21737	-2,1	6672	- 4,4	475	27934	- 1,2
1982 2.Q.	21751	-0,7	7082	8,0	342	28491	1,9
1982 3.Q.	21919	1,5	7052	6,3	399	28571	3,1
1982 4.Q.	22848	4,1	7602	13,2	652	29799	6,4
1982 Okt.	22144	3,4	7098	9,7	392	28850	5,1
1982 Nov.	22339	4,3	7177	12,4	319	29197	6,0
1982 Dez.	24061	4,6	8532	17,1	1244	31349	8,2
1983 Jan.	23146	4,7	8984	34,9	858	31175	10,7
1983 Febr.	22523	4,8	6886	6,3	132	29277	6,3

¹ Durchschnitt aus Tageswerten, in Mio Franken

² Gegenüber Vorjahresperiode, Mittel der monatlichen Veränderungsraten

³ Bereinigte Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben - Ultimokredite

sie beabsichtigt, die bereinigte Notenbankgeldmenge um durchschnittlich 3% gegenüber dem Vorjahr auszudehnen. Zu Beginn des Jahres 1982 hatte die Notenbankgeldmenge verhältnismässig tief gelegen. Da die Nationalbank eine möglichst stetige Geldmengenausweitung anstrebt, werden die Zuwachsraten infolge des Basiseffekts in den ersten Monaten des laufenden Jahres wesentlich über 3% liegen. Im Januar 1983 belief sich die bereinigte Notenbankgeldmenge auf durchschnittlich 31,3 Mrd Franken, womit sie den entsprechenden Vorjahreswert um 10,7% übertraf. Im Februar betrug die Zuwachsraten noch 6,3%.

Der Notenumlauf, der bereits im dritten Quartal 1982 deutlich gestiegen war, verzeichnete in den drei letzten Monaten des vergangenen Jahres die höchsten Zuwachsraten seit 1980. Im Durchschnitt des vierten Quartals lag der Notenumlauf um 4,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand, womit sich im Jahresmittel eine Zunahme von 0,7% ergab. Die Tendenz zu höheren Wachstumsraten des Notenumlaufs setzte sich im neuen Jahr fort.

Auch die Giroguthaben der Wirtschaft, deren Anteil an der Notenbankgeldmenge etwa ein Fünftel beträgt, stiegen im vierten Quartal deutlich an. Im Jahresdurchschnitt wuchsen sie um 5,7%.

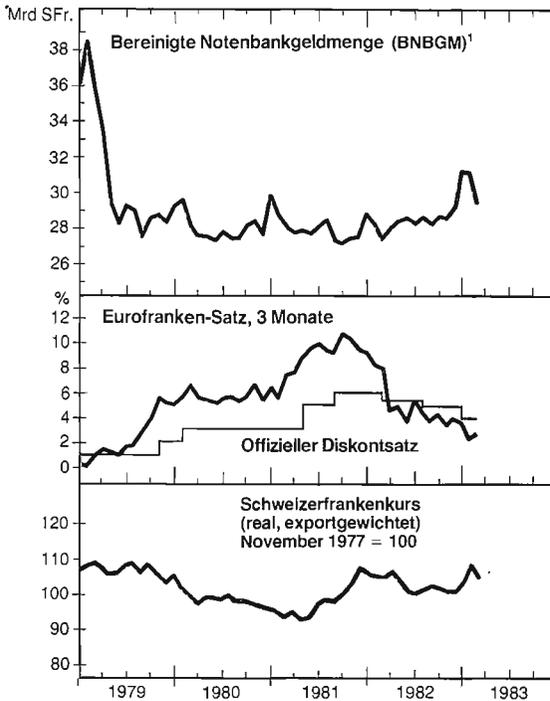
Der Zinsrückgang, der dank der etwas expansiven Geldpolitik der Nationalbank im vierten Quar-

tal anhielt, blieb nicht ohne Einfluss auf die Entwicklung der Geldmengenaggregate M_1 , M_2 und M_3 . Die niedrigen Zinssätze führten zur Umwandlung von Termin- in Sichteinlagen und damit zu einer Beschleunigung des Wachstums von M_1 ; im Monat Dezember lag M_1 um 10,9% über dem Vorjahresstand. Demgegenüber ging die Geldmenge M_2 weiter zurück. Die Geldmenge M_3 übertraf im vierten Quartal dank der starken Zunahme der Spareinlagen ihren Vorjahreswert um 5,2%.

Tabelle 6: Geldmengenaggregate¹

	M_1	M_2	M_3
1979	9,0	10,0	9,4
1980	- 9,0	17,7	6,6
1981	- 3,5	13,1	5,3
1982	3,0	4,1	3,5
1981 4.Q.	- 7,4	14,6	5,1
1982 1.Q.	- 5,8	12,7	3,8
1982 2.Q.	1,4	5,6	2,6
1982 3.Q.	5,0	- 0,3	2,4
1982 4.Q.	11,3	- 1,5	5,2
1982 Okt.	11,0	- 0,5	4,6
1982 Nov.	12,1	- 0,4	5,8
1982 Dez.	10,9	- 3,5	5,2
1983 Jan.	15,9	- 5,0	6,0

¹ Veränderung in % gegenüber Vorjahresperiode, Mittel der monatlichen Veränderungsraten

Graphik 13: Schweiz

¹ Ziele für das durchschnittliche Wachstum der BNBGM gegenüber dem Vorjahr: 1981: 4%, 1982: 3%, 1983: 3%

Finanzmärkte

Geldmarkt

Die Giroguthaben der Wirtschaft bei der Nationalbank beliefen sich in den Monaten Oktober, November und Dezember 1982 durchschnittlich auf 7,1 Mrd, 7,2 Mrd und 8,5 Mrd Franken. Am Jahresultimo stiegen sie auf 14,0 Mrd Franken (Vorjahr: 12,5 Mrd) und blieben dann infolge hoher Überweisungen von Bundesgeldern an die Banken zunächst auf einem ungewöhnlich hohen Niveau. Bereits in der zweiten Monatshälfte normalisierte sich die Liquiditätslage wieder weitgehend, und am Januar-Ultimo lagen die Girobestände der Wirtschaft fast auf dem gleichen Niveau wie Ende November 1982.

Die Finanzierung des zusätzlichen Mittelbedarfs an den Monatsenden war uneinheitlich. Im Oktober und November war die Beanspruchung des Lombards relativ gering, die Ultimofinanzierung

wurde vermehrt über Swapkredite vorgenommen. Am Jahresende trug ausserdem der zum letzten Mal mögliche Abschluss von Carter-Bond-Swaps zur Verflüssigung des Geldmarktes bei. Ende Januar hingegen erneuerte die Nationalbank auslaufende Swapkredite nur teilweise und stellte die zusätzliche Liquidität ausschliesslich über den traditionellen Notenbankkredit (Inlandportefeuille, Lombard, Inlandkorrespondenten) zur Verfügung.

Die Geldmarktsätze sanken Anfang Januar aufgrund der hohen Liquidität des Bankensystems abrupt. Später erfolgte mit der Normalisierung der Liquiditätslage ein leichter Wiederanstieg, der den Rückgang gegenüber dem vierten Quartal 1982 allerdings nicht voll kompensierte. Am Eurofrankenmarkt schwankten die Zinssätze für Dreimonatsdepots im Januar und Februar um 2¾% und lagen damit rund 1 Prozentpunkt unter dem Niveau der Monate November und Dezember. Die Grossbanken passten ihre Vergütungen für Festgelder mit Wirkung ab 3. bzw. 12. Januar an die Entwicklung am Eurofrankenmarkt an. Bereits am 3. Dezember 1982 hatte die Nationalbank den Diskont- und Lombardsatz um je ½ Prozentpunkt auf 4½% bzw. 6% gesenkt.

Der Bund emittierte im vierten Quartal 1982 Geldmarkt-Buchforderungen im Umfang von 615 Mio Franken. Die Verzinsung lag zwischen 2,4% und 2,8%. Im Januar fiel die Rendite der neu ausgegebenen dreimonatigen Geldmarkt-Buchforderungen auf 1,8%.

Devisenmarkt

Der Schweizerfranken wertete sich in der Periode zwischen November 1982 und Januar 1983 gegenüber den meisten wichtigen Währungen auf. Eine Ausnahme bildete der Yen, der bis dahin klar zu tief bewertet worden war. Die Abschwächung des Dollars und der D-Mark fiel im Dezember und in der ersten Hälfte des Monats Januar besonders stark aus. Ende Januar und im Februar kam es zu einer teilweisen Korrektur, indem der Dollar etwas höher bewertet wurde und die D-Mark sich erholt.

Über das ganze Jahr 1982 betrachtet, schwächte sich die schweizerische Währung gegenüber dem Dollar und der D-Mark ab, während sie sich gegenüber dem französischen Franken aufwertete. Die Veränderungen gegenüber dem Pfund Sterling, der Lira und dem Yen waren nur gering-

Tabelle 7: Veränderung des Frankenkurses

	Oktober 1982– Januar 1983 ¹	4. Quartal 1981– 4. Quartal 1982 ²	
	nominal	nominal	real
US-\$	+ 3,1	-17,0	-13,3
Yen	- 1,8	+ 1,3	+ 1,2
D-Mark	+ 1,3	- 5,0	- 3,5
fFr.	+ 1,4	+ 6,6	+ 4,0
Lit.	+ 1,7	+ 2,5	- 8,3
£	+ 5,5	- 2,5	- 2,4

¹ Durchschnittliche monatliche Veränderung in %

² Durchschnittliche jährliche Veränderung in %

(+ = Aufwertung; - = Abwertung)

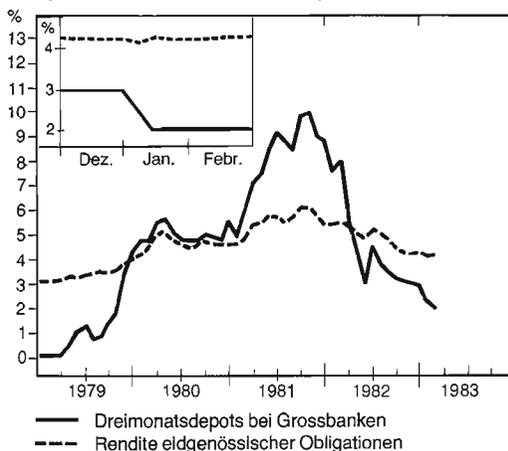
füßig. Unter Berücksichtigung der Differenzen zwischen den nationalen Inflationsraten veränderte sich die Währungslage nicht stark. Eine Ausnahme bildete die italienische Devise, gegenüber der sich der Schweizerfranken 1982 real abwertete. Insgesamt sank der exportgewichtete reale Aussenwert des Schweizerfrankens zwischen den vierten Quartalen von 1981 und 1982 um 3,6%.

Kapitalmarkt

Die Zinssätze am Kapitalmarkt blieben zwischen November 1982 und Februar 1983 ungefähr stabil, so dass sich die Differenz zwischen Geld- und Kapitalmarktsätzen vor allem seit Jahresbeginn vergrösserte. Am Sekundärmarkt lag die Rendite der Bundesobligationen meist zwischen 4,2 und 4,3%. Nach dem Jahreswechsel dürfte namentlich das grosse Programm öffentlich aufgelegter Anleihen einem Zinsrückgang entgegengewirkt haben. Die Anleihen inländischer Schuldner wurden nicht immer gut gezeichnet. Vor allem ab Mitte November lagen die ersten vorbörslichen Kurse häufig unter den Emissionskursen.

Der Bund legte in der Periode von Oktober 1982 bis Januar 1983 zwei Anleihen auf, die er wiederum im Tenderverfahren emittierte. Die erste Anleihe mit Emissionsschluss am 11. November wurde mit einem Coupon von 4¼% ausgegeben. Aufgrund der eingegangenen Offerten wurden 275 Mio Franken zum Kurs von 102% zugeteilt. Bei einer Laufzeit von 15 Jahren ergab dies eine Rendite von 4,07%. Bei der zweiten Anleihe mit Emissionsschluss am 13. Januar wurden bei einem Coupon von 4% 295 Mio Franken zum Emissionspreis von 101% zugeteilt, was bei einer Laufzeit von 12 Jahren einer Rendite von 3,89% entsprach. Im weiteren kündigte der Bund seine

Graphik 14: Zinsentwicklung in der Schweiz



5¾%-Anleihe 1971–86 im Betrag von 450 Mio Franken per 1. Mai 1983 zur vorzeitigen Rückzahlung.

Der Rückgang der Zinssätze bei den Kassenobligationen fiel im Vergleich zur Entwicklung am Anleihenmarkt eindeutiger aus. Im November 1982 und im Januar 1983 senkten die Gross- und Kantonalbanken ihre Sätze um insgesamt rund ½ Prozentpunkt. Ende Januar betrug die Vergütungen je nach Laufzeit 3¼ bis 4¼%. Im vierten Quartal belief sich das Volumen der bewilligungspflichtigen Kapitalexportgeschäfte auf 8,8 Mrd Franken gegenüber 9,0 Mrd Franken im entsprechenden Vorjahresquartal. Während das Emissionsvolumen sowohl bei den öffentlichen Anleihen wie auch bei den Privatplazierungen ausländischer Schuldner weiterhin hoch blieb, bildeten sich die bewilligungspflichtigen Auslandskredite der Banken zurück und erreichten mit 1,5 Mrd Franken nur noch knapp die Hälfte des im vierten Quartal 1981 bewilligten Betrags. Der Rückgang der Kredite an ausländische Schuldner, der bereits im dritten Quartal 1982 eingesetzt hatte, ist teils auf die abgeschwächte Exporttätigkeit, teils auf die vorsichtigere Haltung der Banken im internationalen Kreditgeschäft zurückzuführen.

Das seit Anfang 1982 angewandte Reservations- und Bewilligungsverfahren für öffentliche Anleihen ausländischer Schuldner wird seit 1. Januar 1983 in leicht modifizierter Form weitergeführt. Der Maximalbetrag pro Anleihe beträgt unverändert 100 Mio Franken.

Bankbilanzen und Kredite

Die Bilanzsumme der 71 Banken wuchs 1982 mit 7,2% weniger stark als ein Jahr zuvor. Ein Teil des Wachstums ist überdies dem um 11% höheren Umrechnungskurs für Dollarpositionen zuzuschreiben. Die langsamere Expansion der Bankgeschäfte widerspiegelt die Konjunkturabschwächung ziemlich genau: Die Frankenkredite an Kunden im Ausland, worin auch die Exportkredite enthalten sind, lagen im Dezember um 4% unter dem Vorjahresstand. Die Zuwachsrate des Bestandes der in Franken gewährten Kredite an Nichtbanken fiel im Laufe des Jahres von über 10 auf weniger als 3%, wobei Ende Dezember 1982 inländische Kunden für kommerzielle Zwecke und als Baukredite weniger Ausleihungen beanspruchten als Ende 1981. Am eindrucklichsten zeigte sich die Rezession bei den Betriebskrediten, d.h. den Kontokorrent-Debitoren ohne Dekung, welche um 20% unter den Vorjahresstand fielen.

Erste Anzeichen für eine mögliche Trendwende lassen die Bewilligungen neuer Kredite erkennen. So übertrafen die im Laufe des zweiten Halbjahres 1982 neubewilligten Baukredite die Neubewilligungen während der gleichen Vorjahresperiode vor allem beim allgemeinen Wohnungsbau zusehends stärker. Auch kommerzielle Kredite an Kunden wurden mehr als im Vorjahr zugesagt, so dass im vierten Quartal 1982 das Total der inländischen Kreditzusagen um mehr als 20% höher ausfiel als im Vorjahr.

Die entspannten Geldmarktverhältnisse und die entsprechend veränderte Zinsstruktur bewirkten einen reichlichen Zufluss von Publikumsgeldern, von dem Spargelder, Kassenobligationen und Sichtgelder profitierten, deren Frankenbestände im Besitz von Inländern Ende 1982 alle um rund 15% höher als im Vorjahr lagen. Teilweise standen hinter diesen Zunahmen allerdings auch Umschichtungen, indem Festgelder und Treuhandanlagen abgebaut wurden. Da der Kreditbedarf der Wirtschaft und die Bereitschaft zu neuen Auslandskundenkrediten hinter dem Zufluss der in- und ausländischen Publikumsgelder zurückblieben, wichen die Banken auf das Interbankengeschäft aus. Daraus ergab sich bei den ausländischen Bankendebitoren eine Zunahme um rund 19% und bei den ausländischen Bankenkreditoren eine Abnahme um 20%.

Situation économique et monétaire

Rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 11 mars 1983*

A. Situation économique et monétaire des principaux pays industrialisés

1. Aperçu de l'évolution internationale

Après deux années de faible croissance, le *produit national brut* des pays membres de l'OCDE a diminué, l'an passé, de 0,5% en termes réels. La situation économique s'est détériorée au second semestre surtout. Tandis que le Royaume-Uni, la France et le Japon enregistraient encore une croissance minime par rapport à la période correspondante de 1981, le produit national brut a fléchi aux Etats-Unis, en République fédérale d'Allemagne et en Italie. La production industrielle a reculé dans tous les grands pays industrialisés. Une accélération de la demande, qui laisse présager la fin de la récession, s'est esquissée aux Etats-Unis et en République fédérale d'Allemagne vers la fin de l'année.

Dans la zone de l'OCDE, le nombre de chômeurs a continué d'augmenter en raison de la conjoncture défavorable. Au mois de décembre, il atteignait presque 32 millions. Le taux de chômage moyen s'élevait à 8,8% au quatrième trimestre de 1982, contre 7,3% un an auparavant.

Le renchérissement a continué de ralentir rapidement au quatrième trimestre. Dans les pays industrialisés, son taux moyen a passé à 6,5% au mois de décembre, un niveau qui n'avait plus été observé depuis 1973.

En 1982, les grands pays industrialisés ont mené, en majorité, une *politique monétaire* restrictive. Les taux de croissance des agrégats monétaires ont correspondu aux objectifs fixés, à l'exception des Etats-Unis. Au second semestre, le Système de Réserve Fédérale et la Banque fédérale d'Allemagne ont assoupli le cours de leur politique monétaire en vue de stimuler la baisse des taux d'intérêt due à la conjoncture. Par contre, la Banque d'Angleterre et la Banque d'Italie ont réagi à l'affaiblissement de leur monnaie en accentuant, au quatrième trimestre, le caractère

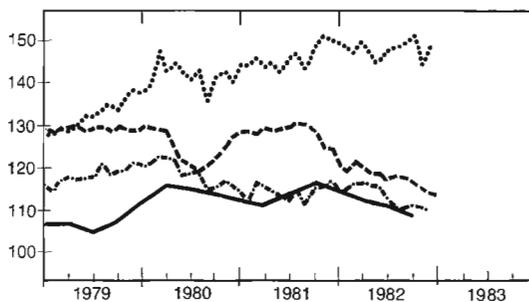
restrictif de leur politique. Une hausse sensible des taux d'intérêt a eu lieu sur les marchés monétaires de ces deux pays.

Au quatrième trimestre, les marchés des changes ont été marqués principalement par la baisse du dollar et de la livre ainsi que par la vive hausse du yen. Le dollar s'est stabilisé au mois de janvier, mais la livre a continué de fléchir. Le franc suisse s'est raffermi par rapport à la plupart des monnaies, puis a faibli au début de 1983. Au sein du Système monétaire européen (SME), des tensions sont apparues au quatrième trimestre; elles ont diminué toutefois aux mois de janvier et de février.

2. Etats-Unis

Durant les derniers mois de l'an passé, d'importants indicateurs ont laissé entrevoir la fin de la récession aux Etats-Unis. En décembre, l'indice composé des indicateurs économiques avancés a progressé sensiblement et la production industrielle a cessé de diminuer par rapport aux mois précédents. Les exportations et les investisse-

Graphique 1: Production industrielle¹



¹ 1975 = 100, variations saisonnières déduites

..... Japon
 --- Etats-Unis
 --- France, Royaume-Uni, Italie et République fédérale d'Allemagne
 — Suisse

Source: OCDE, Principaux indicateurs économiques

* Le rapport, achevé à la mi-février, se fonde principalement sur des informations publiées entre les mois de novembre 1982 et de janvier 1983.

Tableau 1: Evolution des cours de quelques monnaies

	Du mois d'octobre 1982 au mois de janvier 1983 ¹		Du 4e trimestre 1981 au 4e trimestre 1982 ²		
	Nominal		Nominal		Réel
	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Par rapport au dollar	Moyenne pondérée	Moyenne pondérée
Dollar USA	-	-1.5	-	+ 11.5	+10.4
Yen	+4.9	+5.1	-15.5	- 6.9	-11.4
Mark allemand	+1.9	+0.8	-11.4	+ 6.1	+ 2.6
Franc français	+1.8	+0.7	-25.2	- 7.7	- 3.9
Lire	+1.5	+0.3	-20.0	- 3.6	0.0
Livre sterling	-2.4	-3.7	-12.4	+ 0.9	+ 1.4
Franc suisse	+3.1	+2.2	-17.0	- 1.8	- 4.5

¹ Variation mensuelle moyenne en % (+ = revalorisation, - = dépréciation)

² Variation annuelle moyenne en % (+ = revalorisation, - = dépréciation)

Source: Morgan Guaranty Trust, World Financial Markets

ments, en particulier les stocks, ont toutefois fléchi fortement, de sorte que le *produit national brut réel* était, au quatrième trimestre, inférieur de 1,1% à son niveau de la période correspondante de 1981. L'accélération de la demande, qui s'est traduite par un accroissement des entrées de commandes et par une augmentation des ventes de biens durables de consommation pourrait, en raison du niveau bas des stocks, se répercuter rapidement sur la production. Au second semestre, l'activité a augmenté dans le secteur de la construction à la suite de la baisse des taux d'intérêt. Cette industrie, dont la situation s'était détériorée à partir de 1979, avec la hausse des taux d'intérêt, ne pourra connaître une expansion durable sans une nouvelle diminution des taux hypothécaires.

Sur le marché du travail, une légère amélioration a pu être observée au début de l'année. Le taux de chômage s'inscrivait à 10,4% au mois de janvier, contre 10,8% à la fin de 1982. Le taux d'inflation a passé de 5,1% au commencement du quatrième trimestre à 3,7% au mois de janvier.

En 1982, le net fléchissement des exportations a contribué largement à la détérioration de la conjoncture aux Etats-Unis. Le solde négatif de la balance commerciale a augmenté, entraînant un déficit de la balance des revenus d'environ 7 milliards de dollars. L'année précédente, la balance des revenus avait dégagé un excédent de plus de 4 milliards de dollars.

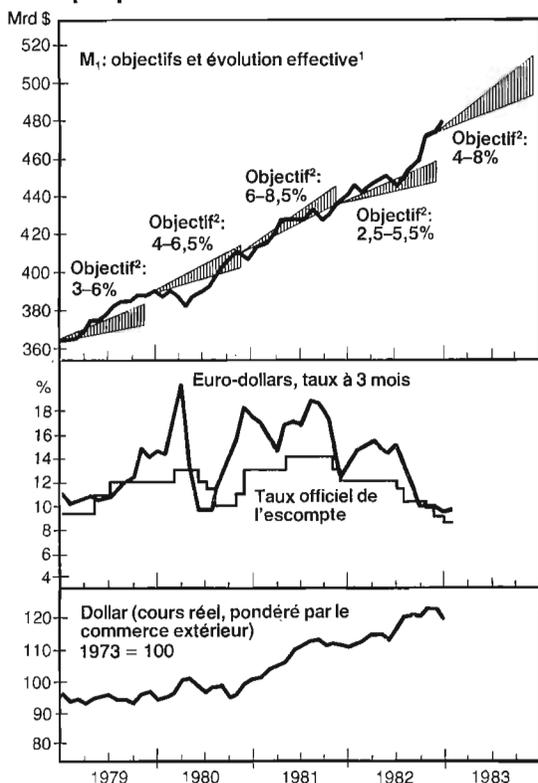
Selon des estimations récentes, les *comptes de l'Etat fédéral* pour l'année budgétaire qui a com-

mencé au mois d'octobre accuseront un déficit de 200 milliards de dollars en chiffre rond, soit près de 6% du produit national brut. Si une expansion conjoncturelle d'une vigueur inattendue se produisait, le déficit pourrait diminuer grâce à un accroissement des recettes fiscales.

Au quatrième trimestre, le *Système de Réserve Fédérale* a assoupli le cours de sa politique monétaire. Il a ramené le taux de l'escompte de 10% à 8,5% en trois étapes. Les réserves non empruntées des banques ont augmenté fortement, de sorte que ces établissements ont peu recouru aux crédits de refinancement du Système de Réserve Fédérale, malgré la réduction du taux de l'escompte. Les taux d'intérêt ont continué à baisser en raison de la politique monétaire plus expansive et de la faiblesse de la demande de crédits. Le rendement des titres à moyen terme émis par l'Etat s'inscrivait à 10% en chiffre rond à la fin de l'année.

Les caisses d'épargne, qui sont soumises à des prescriptions en matière de taux d'intérêt, ont enregistré d'importants retraits de fonds de la clientèle en raison du niveau élevé des taux d'intérêt au cours des deux dernières années. Aussi ont-elles été autorisées, à partir de la fin de 1982, à offrir de nouvelles formes de placement, dont la rémunération n'est pas limitée. Cette modification de la législation bancaire ainsi que des assouplissements apportés antérieurement ont rendu plus difficile l'interprétation de l'évolution des agrégats monétaires. La portée de M_1 , en tant qu'indicateur de la politique monétaire s'étant

Graphique 2: Etats-Unis



¹ Variations saisonnières déduites (source: Federal Reserve Bank of St. Louis, US-Financial Data)

² Du 4e trimestre au 4e trimestre suivant

réduite tout particulièrement, le Système de Réserve Fédérale a décidé de prêter moins d'attention à cet agrégat et d'axer sa politique en fonction des autres agrégats. L'an dernier, M_2 et M_3 , contrairement à M_1 , ont augmenté à des taux ne dépassant que légèrement les objectifs fixés.

La hausse du *dollar* a cessé à la mi-novembre; du mois d'octobre à celui de janvier, le cours nominal pondéré en fonction du commerce extérieur a reculé de 4,6%. Le dollar s'est toutefois stabilisé au mois de janvier. La baisse s'explique surtout par la politique monétaire plus expansive. La détérioration de la balance des revenus a contribué aussi à cette évolution. En moyenne, le cours réel pondéré en fonction du commerce extérieur était, en 1982, de 8% supérieur à son niveau de l'année précédente. Cette hausse a affaibli la capacité concurrentielle des exportateurs américains.

3. République fédérale d'Allemagne

En termes réels, le *produit national brut* a fléchi de 1,2% en 1982. De tous les reculs observés dans l'après-guerre, cette diminution figure, de par son importance, au deuxième rang. Alors que la conjoncture avait faibli sensiblement au troisième trimestre, les signes de reprise se sont multipliés pendant les trois derniers mois de l'année. Les commandes passées par des résidents ont atteint un niveau supérieur à celui du quatrième trimestre de 1981. Dans l'industrie des biens d'équipement, l'accroissement a été particulièrement vigoureux en raison notamment du fait que l'aide accordée par l'Etat en matière d'investissements arrivait à expiration à la fin de l'année. Les entrées de commandes ont progressé quelque peu dans le secteur de la construction de logements où la récession avait été fortement ressentie. En outre, le chiffre d'affaires croissant du commerce de détail reflète une accélération de la consommation privée; la diminution sensible du revenu réel disponible et les perspectives d'emploi défavorables avaient entraîné une réduction de la consommation privée durant les années 1981 et 1982.

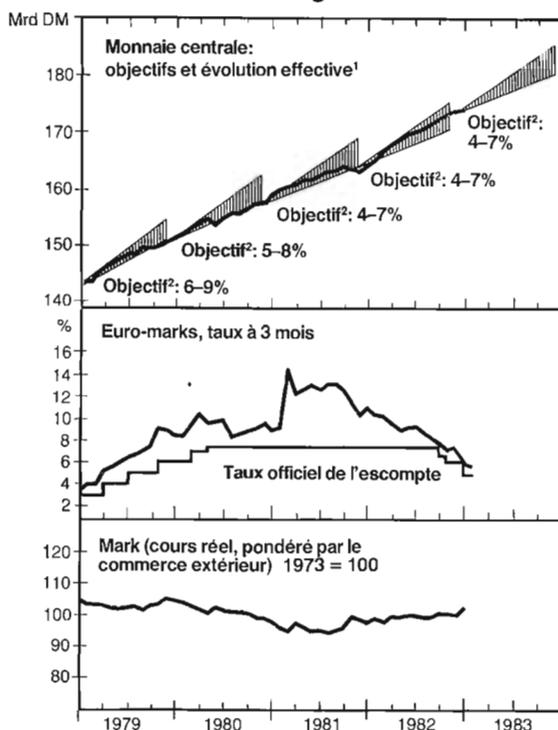
Sur le marché du travail, la situation a continué de se détériorer. Au mois de janvier, le taux de chômage atteignait 8,7%, contre 6,8% un an auparavant. Le nombre de places vacantes a diminué de nouveau. Le renchérissement en un an, qui s'inscrivait à près de 5% au début du quatrième trimestre, a passé à 3,9% au mois de janvier.

En 1982, la balance des revenus s'est soldée par un excédent de 7,5 milliards de marks. Obtenu grâce à l'important solde actif de la balance commerciale, cet excédent est le premier depuis 1978. Aussi bien les importations que les exportations ont diminué légèrement. Comme les entrées de commandes venant de l'étranger ont continué de fléchir au quatrième trimestre, les exportations devraient baisser encore ces prochains mois.

Au quatrième trimestre, la monnaie centrale dépassait de 6,1% le niveau enregistré un an auparavant; l'objectif fixé pour 1982 a donc été atteint. La *Banque fédérale d'Allemagne* a continué de mener une politique plus expansive que l'année précédente. Après avoir réduit les taux des réserves minimales de 10% au mois de septembre, elle a abaissé, aux mois d'octobre et de décembre, d'un demi-point chaque fois les

taux de l'escompte et des avances sur nantissement. Ces décisions ont entraîné une nouvelle baisse des taux d'intérêt à court terme. A la fin de l'année, la rémunération des dépôts à trois mois s'établissait à 6%. Pour 1983, l'institut d'émission se propose, comme l'année précédente, d'augmenter la monnaie centrale de 4 à 7%.

Graphique 3: République fédérale d'Allemagne



¹ Variations saisonnières déduites (source: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihäfte)

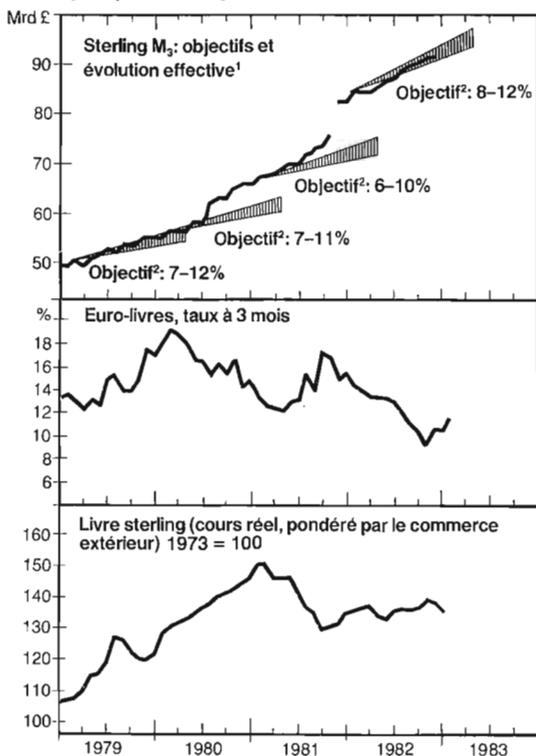
² Du 4e trimestre au 4e trimestre suivant

Face au dollar et à la livre, le *mark* s'est raffermi au quatrième trimestre. Au sein du SME, il a oscillé approximativement au milieu de sa marge de fluctuation. Pendant le mois de janvier, il a faibli légèrement. En 1982, le cours réel pondéré en fonction du commerce extérieur a atteint un niveau moyen dépassant de 3% celui de l'année précédente.

4. Royaume-Uni

En termes réels, le *produit intérieur brut* était, au quatrième trimestre, supérieur de 0,6% à son niveau de la période correspondante de 1981. Cette légère croissance résultait surtout de la progression de la consommation privée. Malgré la hausse du chiffre d'affaires du commerce de détail, l'accélération sensible de la demande de construction et un nouvel accroissement des exportations, la production industrielle a reculé encore durant le second semestre. Au mois de novembre, elle s'inscrivait à un niveau qui n'avait plus été observé depuis 1967. Les stocks ont diminué. Ce fléchissement et la faiblesse de la demande de crédits montrent que les entreprises sont restées pessimistes.

Graphique 4: Royaume-Uni



¹ Variations saisonnières déduites (source: Bank of England, Quarterly Bulletin); depuis le mois de novembre 1981, les données concernant M₃ sterling ne sont plus comparables à celles des mois précédents en raison de modifications d'ordre statistique.

² Du mois de février au mois d'avril de l'année suivante

Le nombre de chômeurs a continué d'augmenter au quatrième trimestre et au mois de janvier. Le taux de chômage atteignait 12,7% à la fin de ce mois. Après s'être inscrit à presque 7% au début du quatrième trimestre, le taux de renchérissement a passé à 4,9% au mois de janvier.

En 1982, l'excédent de la balance des revenus a été nettement inférieur à celui de l'année précédente, puisqu'il s'est chiffré à environ 4,6 milliards de livres, contre 6,1 milliards en 1981. Les exportations de pétrole ayant augmenté au second semestre et les importations ayant diminué quelque peu, l'excédent de la balance des revenus a fléchi moins que prévu.

Au quatrième trimestre, les *agrégats monétaires* étaient conformes à l'objectif fixé. Le taux de croissance de la masse monétaire M_3 sterling se chiffrait à 11%.

Durant les trois derniers mois de l'année, la *livre* s'est affaiblie aussi bien par rapport au dollar que vis-à-vis des autres monnaies importantes. La dépréciation a été particulièrement marquée entre les mois de novembre et de janvier. Elle était due en partie à la baisse des taux d'intérêt au Royaume-Uni et au recul des prix du pétrole. La *Banque d'Angleterre* a réagi face à ce mouvement de la livre en intervenant sur le marché des changes et en vendant des titres sur le marché, ce qui a provoqué une hausse des taux d'intérêt. En 1982, le cours réel pondéré de la livre a baissé de 3%.

5. France

Le *produit intérieur brut réel* a augmenté de 1,5% l'an passé, selon des estimations provisoires. Au début du second semestre, la croissance économique a ralenti en France également. Si la consommation a progressé encore quelque peu, les investissements ont diminué nettement. Selon des estimations officielles, leur volume, en 1982, était inférieur de 7% à celui de l'année précédente. Les exportations ont continué de fléchir, mais leur recul a été plus lent qu'au premier semestre. La production industrielle n'a pas atteint, au second semestre, le niveau enregistré pour la période correspondante de 1981.

Le taux de chômage s'est stabilisé toutefois durant l'été, puis est resté à environ 9%. Le renchérissement, qui avait ralenti durant les quatre

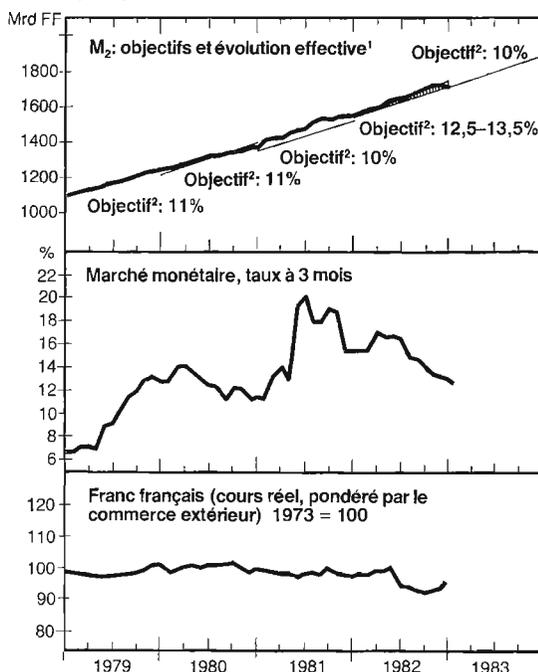
mois de blocage des prix et des salaires, s'est accéléré légèrement vers la fin de l'année. S'inscrivant à 9,7% au mois de décembre, son taux était inférieur d'environ 4 points au niveau observé un an auparavant.

De 1981 à 1982, le déficit de la balance des revenus a triplé pour atteindre 8,5 milliards de francs français. L'augmentation s'explique principalement par l'aggravation du déficit de la balance commerciale et par la forte diminution de l'excédent de la balance des services.

Le *déficit des comptes de l'Etat* a augmenté sensiblement de 1981 à 1982; sa part au produit intérieur brut s'élevait à 3% en chiffre rond, un taux encore faible comparé à la situation dans la plupart des autres pays industrialisés.

Au mois de décembre la masse monétaire M_2 dépassait de 12% le niveau enregistré un an auparavant; ainsi la croissance de l'agrégat a été inférieure à l'objectif visé par la *Banque de France*. Sur le marché monétaire, un nouveau repli

Graphique 5: France



¹ Variations saisonnières déduites (source: Banque de France, Bulletin trimestriel)

² Du mois de décembre au mois de décembre suivant

des taux d'intérêt a eu lieu au quatrième trimestre. Pour 1983, la Banque de France s'est fixé comme objectif une expansion de 10% de la masse monétaire M_2 . Par rapport à l'année précédente, elle a réduit quelque peu les taux d'accroissement autorisés des crédits bancaires.

Le franc français a faibli sur les marchés des changes entre les mois d'octobre et de janvier. Les autorités monétaires ont soutenu le franc par des interventions. En 1982, le cours réel pondéré était, en moyenne, inférieur de 2,6% au niveau de l'année précédente.

6. Italie

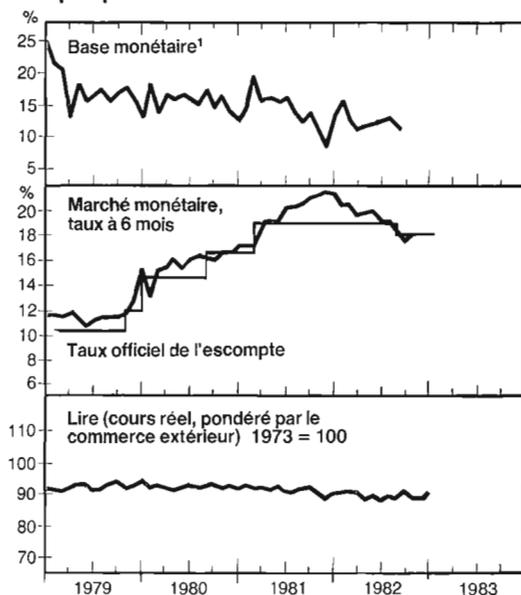
Les signes qui annonçaient une accélération de la conjoncture au début de 1982 se sont estompés et la situation s'est détériorée graduellement. En termes réels, le produit intérieur brut a diminué de 0,8% du troisième trimestre de 1981 à la période correspondante de 1982. La consommation privée a stagné et les investissements ont continué de fléchir. Les exportations, dont le taux de croissance était encore élevé pendant les premiers mois de 1982, ont reculé également. Par conséquent, le produit intérieur brut réel n'a semble-t-il pas atteint, en 1982, le volume de l'année précédente. La production industrielle s'est affaiblie dans le courant de l'année; au mois de décembre, elle était inférieure d'environ 5% au niveau enregistré un an auparavant.

Sur le marché du travail, la situation s'est détériorée. Des emplois ont été supprimés, en particulier dans les grandes entreprises industrielles. Au début du quatrième trimestre, 9,2% de la population active n'avaient pas d'emploi. Tandis que l'inflation faiblissait sensiblement dans la plupart des pays industrialisés, le taux de renchérissement a augmenté de nouveau en Italie au cours du second semestre. S'inscrivant à 16,3% au mois de décembre, il n'était que peu inférieur à celui observé un an auparavant.

En 1982, les exportations ont augmenté légèrement. Néanmoins, le déficit de la balance commerciale a été presque aussi élevé qu'en 1981. Le solde passif de la balance des revenus a passé, selon des estimations, de 7,7 milliards de dollars à 5,5 milliards, grâce à l'excédent accru de la balance des services.

Les comptes de l'Etat se sont soldés, l'an dernier, par un déficit atteignant 15% du produit intérieur brut. En majorant les impôts et en réduisant les dépenses, le gouvernement s'efforce cette année de stabiliser le déficit au niveau de 1982.

Graphique 6: Italie



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Supplemento al bollettino della Banca d'Italia)

Au quatrième trimestre, la Banque d'Italie a mené une politique monétaire un peu plus restrictive pour empêcher que la lire ne baisse encore. Les taux d'intérêt ont alors haussé légèrement sur le marché monétaire. Des dispositions intéressantes de la politique monétaire ont été adoptées au mois de décembre. Il s'agit notamment d'une majoration, avec effet immédiat, des taux des réserves minimales et de l'abrogation, à compter du milieu de 1983, de la limitation de l'accroissement du crédit.

La lire, qui a été une des plus fortes monnaies du SME au mois de décembre, a faibli quelque peu par la suite. Le cours réel pondéré en fonction du commerce extérieur est resté stable en 1982.

7. Japon

Au troisième trimestre, le *produit intérieur brut réel* dépassait de 2,2% le niveau de la période correspondante de 1981. La consommation et les investissements ont augmenté faiblement, mais les exportations ont fléchi. Les investissements publics ont donné des impulsions à l'économie. L'an passé, la production industrielle a stagné. La diminution des commandes, observée depuis le début de l'année dans l'industrie des machines, a continué au quatrième trimestre. Dans le secteur de la construction, les entrées de commandes ont fléchi également.

Le nombre de chômeurs a augmenté quelque peu au cours de l'année dernière. En moyenne, le taux de chômage a passé à 2,4%, soit le niveau le plus élevé depuis 1955. Quant au taux de renchérissement, il a diminué pour s'inscrire à 1,8% au mois de décembre.

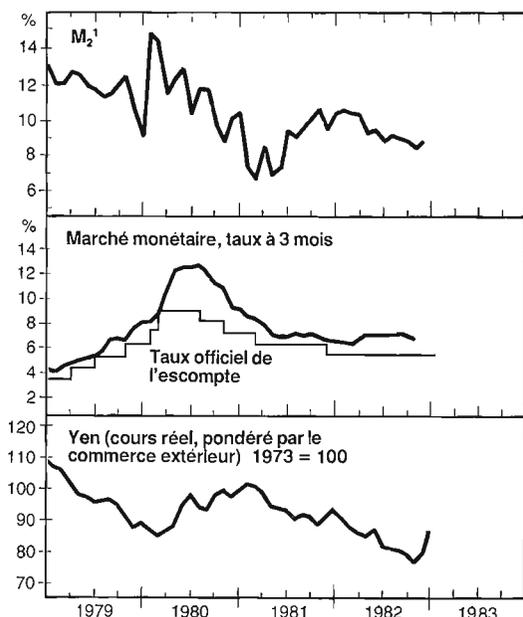
L'excédent de la balance commerciale s'est chiffré à 7 milliards de dollars en 1982, contre 8,7 milliards l'année précédente. Aussi bien les importations que les exportations ont reculé.

Comme le déficit de la balance des services a fléchi fortement, l'excédent de la balance des revenus s'est élevé à 6,9 milliards de dollars, montant dépassant d'un tiers le résultat de 1981. Pour l'année budgétaire qui commence au mois d'avril prochain, le gouvernement envisage une augmentation des dépenses de 1,4% seulement et une stabilisation du déficit. Le renchérissement prévu pour cette période étant de 3,3%, le *budget* n'exercera pas d'effets stimulants sur l'activité économique.

Du quatrième trimestre de 1981 à la période correspondante de 1982, la masse monétaire M_2 a augmenté de 8,5%. Bien que la *Banque du Japon* ait relevé ses plafonds de réescompte, les taux d'intérêt sont restés entre 6 et 7% sur le marché monétaire. Comme les années précédentes, l'institut d'émission a fixé pour 1983 des limites à l'accroissement du crédit bancaire; ces limites sont toutefois si élevées que les octrois de crédits ne seront guère restreints.

Après une assez longue phase de baisse, le *yen* s'est raffermi au début du mois de novembre. La hausse a continué vigoureusement aux mois de décembre et de janvier. En 1982, le cours réel pondéré en fonction du commerce extérieur était, en moyenne, inférieur de 11,5% au niveau de l'année précédente.

Graphique 7: Japon



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente (source: Bank of Japon, Economic Statistics Monthly)

Tableaux 2.1–2.4: Indicateurs conjoncturels internationaux

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

	1980	1981	1982	1982				
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	- 0,4	1,9	- 1,8a	0,3	- 2,5	- 1,6	- 1,9	- 1,1a
Rép. féd.								
d'Allemagne	1,8	- 0,2	- 1,2a	0,5	- 0,4	0,2	- 1,8	- 2,1a
Royaume-Uni b)	- 2,6	- 2,8	0,5a	0,3	0,3	0,9	0,4a	0,6a
France b)	1,2	0,3	1,5a	-	2,0a	1,8a	1,0a	1,0a
Italie b)	3,9	- 0,2	- 0,5a	0,6	1,0	0,1a	- 0,8a	-
Japon	4,2	2,9	-	2,0	2,2	2,3a	2,2a	-
Suisse	4,6	1,9	- 1,7a	1,9a	0,0a	- 0,4a	- 2,5a	-

a) Chiffre provisoire b) BIP

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

	1980	1981	1982	1982				1983
				3e trim.	4e trim.	nov.	déc.	janv.
Etats-Unis	13,5	10,4	6,1	5,8	4,6	4,7	3,9	3,7
Rép. féd.								
d'Allemagne	5,5	5,9	5,3	5,3	4,7	4,7	4,6	3,9
Royaume-Uni	18,0	11,9	8,6	8,0	6,2	6,3	5,4	4,9
France	13,6	13,4	11,6	10,9	9,5	9,4	9,7	9,6
Italie	21,2	18,7	16,3	16,9	16,7	16,7	16,4	16,4
Japon	8,0	4,9	2,7	2,8	2,3	2,3	1,8	2,0
Suisse	4,0	6,5	5,6	5,7	5,8	5,8	5,5	4,8

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

	1980	1981	1982	1982				1983
				3e trim.	4e trim.	nov.	déc.	janv.
Etats-Unis	7,2	8,1	9,7	9,9	10,7	10,7	10,8	10,4
Rép. féd.								
d'Allemagne	3,8	5,2	7,7	8,0	8,5	8,5	8,5	8,7
Royaume-Uni b)	6,7	10,5	12,3	12,0	12,3	12,3	12,5	12,8
France ab)	6,5	7,9	8,9	9,0	9,0	9,0	9,0	8,9
Italie b)	7,6	8,4	9,1	9,2c	9,2c	-	-	-
Japon	2,0	2,2	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,7
Suisse	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9

a) Calculs de l'OCDE b) Sans les jeunes sortant de l'école c) Premier mois du trimestre

2.4 Balance des revenus (solde en milliards de dollars, variations saisonnières déduites)

	1980	1981	1982	1982				
				4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Etats-Unis	1,5	4,5	- 6,7a	- 0,9	1,1	2,2	- 4,2	- 5,6a
Rép. féd.								
d'Allemagne	-15,2	- 7,4	3,1a	1,4	- 0,8	0,3	0,6	1,8a
Royaume-Uni	6,8	11,7	7,4a	2,8	1,3	1,5	1,6a	-
France	- 3,9	- 4,5	-12,2a	- 2,0	- 1,9	- 4,1	- 3,4	- 2,4ab
Italie	- 9,0	- 7,7	- 5,5a	- 0,6	-	-	-	-
Japon	-10,7	4,7	6,9a	1,0	0,9	2,5	2,2	1,6a
Suisse	- 0,5	2,8	3,4a	-	1,5ab	0,6ab	0,4ab	0,9ab

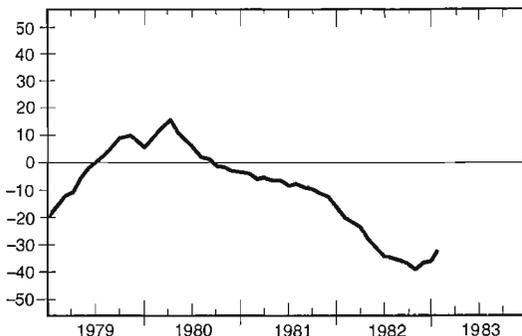
a) Chiffre provisoire b) Variations saisonnières non déduites

B. Situation économique et monétaire de la Suisse

1. Aperçu

Au quatrième trimestre, l'économie suisse a été marquée par la stagnation de la conjoncture internationale. Les exportations, qui avaient fléchi jusqu'à l'automne, se sont stabilisées vers la fin de l'année, mais les entreprises considéraient toujours comme insuffisant leur portefeuille de commandes d'origine étrangère. La demande intérieure est restée à un niveau bas. Comme les nouvelles économiques étaient mauvaises et qu'il fallait s'attendre à une réduction des revenus réels, les consommateurs se sont montrés prudents dans leurs achats de biens et de services. La propension à investir est restée faible, dans l'industrie surtout, en raison des capacités techniques excédentaires. En revanche, le recul de la demande dans le secteur de la construction de logements pourrait prendre fin prochainement, selon certains indices. L'industrie a restreint encore la production, étant donné la diminution de la demande. L'emploi a par conséquent fléchi dans ce secteur; il a toutefois cessé de baisser dans celui de la construction. A la suite de variations saisonnières notamment, le nombre de chômeurs a augmenté de nouveau. Le ralentissement de l'inflation, une conséquence positive de la récession, a continué au début de l'année en cours.

Graphique 8: Marche des affaires dans l'industrie¹



¹ Indicateur synthétique de l'EPFZ

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

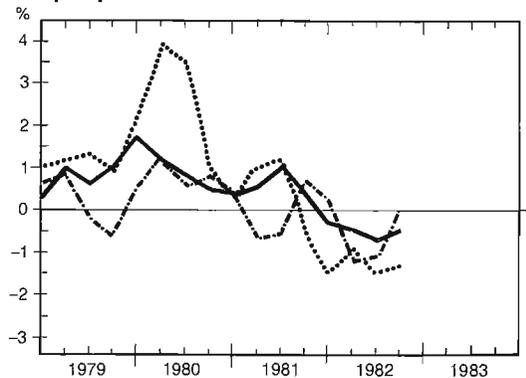
La Banque nationale a maintenu le cap qu'elle avait fixé à sa politique monétaire au début de 1982. Au quatrième trimestre, la monnaie centrale ajustée dépassait de 6,4% le niveau observé un an auparavant. Ainsi, le taux moyen de croissance s'est chiffré à 2,6% en 1982. Pour 1983, l'institut d'émission a fixé de nouveau un objectif d'expansion monétaire de 3%. En raison de l'approvisionnement en liquidités assez abondant et de la diminution de la demande de monnaie, due à la conjoncture, les taux d'intérêt ont fléchi encore au début de l'année. Néanmoins, le dollar et le mark ont baissé face au franc.

2. Evolution de l'économie

Produit intérieur brut et production industrielle

En Suisse, l'activité économique a stagné au quatrième trimestre et au début de l'année en cours. Après correction des variations saisonnières, le *produit intérieur brut réel* est resté approximativement au niveau du trimestre précédent. Bien que la récession ait continué à l'étranger, le volume des exportations s'est stabilisé au quatrième trimestre.

Graphique 9: Produit intérieur brut réel¹



¹ Variation en % par rapport à l'année précédente, variations saisonnières déduites

— PIB réel
 - - - - consommation privée
 investissements

Source: Office fédéral de la statistique

Dans l'industrie, l'évolution des affaires a varié d'une branche à l'autre. Alors que la situation se détériorait encore dans la métallurgie et dans l'industrie des machines, des signes de consolidation sont apparus dans d'autres branches, telles l'industrie chimique et le textile. Les carnets de commandes, en particulier dans les entreprises axées sur l'exportation, étaient toujours considérés comme insuffisants. Les entreprises ont adapté leur production à la demande décroissante. L'utilisation des capacités techniques est restée insuffisante et, dans la majorité des entreprises, l'effectif du personnel était jugé trop élevé. Vers la fin de l'année, l'activité dans la construction atteignait une intensité inattendue, en raison du temps clément. Néanmoins, les entrées de commandes et les commandes en portefeuille ont diminué encore dans cette branche. En revanche, la marche des affaires est restée réjouissante dans une partie importante du secteur des services, en particulier dans les banques et les compagnies d'assurances. Le fléchissement de la demande a continué toutefois dans les secteurs des transports et du tourisme.

Consommation privée

La consommation privée de biens et de services semble ne s'être guère modifiée par rapport au trimestre précédent. Les principaux facteurs qui déterminent cet élément de la demande traduisent une prudence croissante des consomma-

teurs. Les ménages s'attendent à une baisse de leur revenu réel, puisque de nombreux salariés n'ont pas reçu une compensation intégrale du renchérissement au début de 1983. Etant donné les licenciements et les fermetures d'entreprises annoncés, l'emploi est jugé moins stable. Selon une enquête que l'Office fédéral des questions conjoncturelles a menée au mois de janvier parmi les consommateurs, la majorité des personnes interrogées considéraient la période actuelle comme peu favorable à l'achat de biens durables de consommation.

Dans le tourisme, l'affaiblissement dû à la conjoncture s'est poursuivi. Au quatrième trimestre, le nombre de nuitées de la clientèle suisse était inférieur de 2,1% au niveau observé un an auparavant. Toutefois, ce recul était dû en partie au fait que les jours de fête coïncidaient avec des fins de semaine; en outre, le résultat enregistré au quatrième trimestre de 1981 était très bon.

Investissements

La demande est restée faible au quatrième trimestre. Certes, l'activité dans la construction a été très intense aux mois de novembre et de décembre, les conditions météorologiques ayant favorisé la poursuite des travaux, en particulier sur les routes. Toutefois, les entrées de commandes ont diminué dans l'industrie de la construction, de sorte que les réserves de travail ont de nouveau reculé. Le 1er janvier, elles étaient

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

	1979	1980	1981	1982	1981					
					1981		1982			
					3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
Importations de biens d'équipement	9,0	19,0	0,2	- 5,8	5,9	- 6,8	- 2,2	- 4,8	-14,1	- 1,6
Logements dont la construction a été autorisée, dans 96 villes ¹	41,9	1,7	- 5,9	- 3,6	5,6	- 3,2	-14,1	11,5	-15,4	3,0
Logements construits, dans 96 villes ¹	9,7	- 1,3	6,3	6,7	- 1,4	3,4	31,9	0,0	- 7,1	7,6
Projets de constructions industrielles (volume) ²	- 5,0	67,1	-29,6	-22,5	-44,5	-36,3	-32,4	-10,6	- 7,6	-37,8
Promesses de crédit de construction (71 banques)	28,1	23,0	- 5,3	- 6,5	- 5,3	-16,5	-11,3	-16,5	- 8,4	15,7

¹ Avant 1980: dans 92 villes

² Constructions nouvelles et agrandissements

Sources: La Vie économique; Bulletin mensuel BNS

inférieures d'environ 16% au niveau enregistré un an auparavant. La demande de biens d'équipement est demeurée modeste.

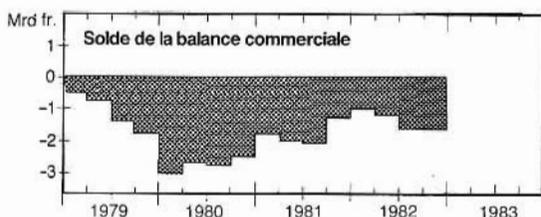
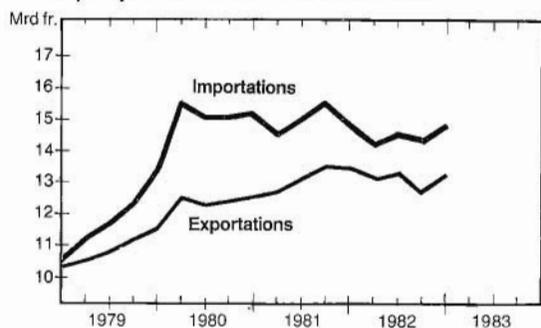
La diminution de la demande, qui peut être observée depuis le milieu de 1981, a été jusqu'à présent beaucoup moins forte dans les investissements en construction que dans ceux en biens d'équipement. L'écart s'explique par l'accroissement des travaux publics et par l'évolution de la construction de logements. Ce dernier secteur, qui a une influence prépondérante sur la conjoncture dans l'ensemble de la construction, n'a pas subi un recul marqué, contrairement à ce qui s'était produit lors de la récession de 1975. En 1982, le nombre de logements terminés a même dépassé d'environ 7% celui de l'année précédente. Toutefois, le volume construit a diminué, car le nombre de nouvelles maisons familiales a fléchi. Comme les taux hypothécaires sont en baisse et que peu de logements sont vacants, il n'y a pas lieu de s'attendre à une diminution massive de la construction de logements. Les promesses de crédit accordées en vue de cons-

truire confirment cette impression, puisqu'elles ont augmenté de nouveau, à partir de l'été dernier, après correction des variations saisonnières.

Les investissements en biens d'équipement ne semblent guère s'accélérer. Si les commandes passées par la clientèle suisse à l'industrie des machines ont augmenté au quatrième trimestre, l'accroissement provenait uniquement d'une commande importante de la Confédération. Le nombre de plans déposés concernant des installations d'exploitation a diminué de nouveau. Dans l'industrie notamment, de nombreuses entreprises n'avaient aucune raison d'agrandir leur équipement, car les perspectives de bénéfices étaient défavorables et l'utilisation des capacités techniques n'était pas satisfaisante. La forte baisse des taux d'intérêt sur le marché des capitaux n'a guère modifié ce jugement. Les économies réalisées sur les coûts de financement paraissent avoir servi avant tout à renforcer les réserves.

Dans l'industrie, les stocks de matériaux ont diminué au quatrième trimestre. Leur niveau, inférieur à celui de la période correspondante de 1981, était néanmoins considéré comme excessif par les entreprises. Dans le commerce de détail par contre, les stocks ont continué d'augmenter, en comparaison annuelle.

Graphique 10: Commerce extérieur¹



¹ Variations saisonnières déduites; sans l'or et, dès 1981, sans l'argent et les monnaies

Source: Direction générale des douanes fédérales

Commerce extérieur

Exportations

Le volume des ventes à l'étranger, qui avait diminué fortement l'été dernier, s'est stabilisé au quatrième trimestre et au début de l'année en cours. Les exportations de biens d'équipement ont fléchi de nouveau, étant donné la persistance de la récession mondiale et la demande toujours faible. Au quatrième trimestre, leur niveau était inférieur à celui de la période correspondante de 1981. Dans l'industrie des machines, les entrées de commandes d'origine étrangère ont reculé de 20%, de sorte que les perspectives d'exportations de biens d'équipement restent défavorables. En revanche, les livraisons à l'étranger de matières premières et produits semi-ouvrés ainsi que de biens de consommation ont augmenté légèrement du troisième au quatrième trimestre, après déduction des variations saisonnières.

La stabilisation des exportations, en volume, s'explique surtout par l'accélération des ventes en Amérique du Nord. Par contre, les livraisons dans les pays européens de l'OCDE et dans les pays en développement ont continué de diminuer. Les Etats membres de l'OPEP ont restreint fortement leurs importations de produits suisses, à la suite de la diminution des recettes pétrolières. De nombreux pays en développement lourdement endettés et des pays de l'OPEP devront réduire davantage leurs importations; les effets qui en résulteront sur les exportations suisses compenseront vraisemblablement, en partie au moins, l'accroissement dû à la reprise de la conjoncture aux Etat-Unis et en République fédérale d'Allemagne.

Importations

Après avoir diminué aux deuxième et troisième trimestres, le volume des importations a augmenté vers la fin de l'année, déduction faite des variations saisonnières et des facteurs spéciaux. Les achats de biens d'équipement et de consommation ont augmenté quelque peu du troisième au quatrième trimestre, tandis que ceux de matières premières et produits semi-ouvrés fléchissaient encore, l'industrie suisse ayant réduit ses stocks de matériaux.

Balance commerciale et balance des revenus

Au quatrième trimestre, le déficit de la balance commerciale atteignait 1 milliard de francs en chiffre rond; par rapport à la même période de l'année précédente, il a augmenté de 100 millions de francs. La diminution du volume des importations, liée à la conjoncture, a été plus que compensée par la hausse des valeurs moyennes. Les exportations, en valeur, étaient légèrement inférieures au niveau observé un an auparavant. Selon des estimations de la Banque nationale, l'excédent de la balance des revenus, au quatrième trimestre, était plus élevé que les soldes enregistrés les deux trimestres précédents; ce résultat s'explique principalement par l'accroissement saisonnier des recettes touristiques. Pour l'ensemble de l'année, l'excédent est estimé à 6,9 milliards de francs.

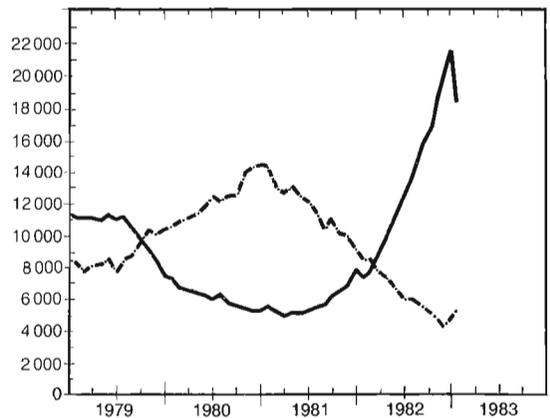
Emploi et marché du travail

Après correction des variations saisonnières, l'emploi a cessé de diminuer d'un trimestre à l'autre. Au quatrième trimestre, le nombre de personnes occupées était inférieur de 1,4% à celui des trois derniers mois de 1981, ce qui correspond à la suppression d'environ 33 000 emplois. L'effectif du personnel a fléchi de 4,4% dans l'industrie, tandis qu'il augmentait légèrement dans le secteur de la construction et dans celui des services.

En raison de variations saisonnières notamment, le chômage a augmenté au quatrième trimestre et au début de 1983. Le taux de chômage, qui s'élevait à 0,9% au mois de janvier, restait toutefois encore modeste sur le plan international. Le nombre des places vacantes annoncées s'est stabilisé au cours du quatrième trimestre, après avoir diminué continuellement depuis le début de 1981. Le chômage partiel, qui avait augmenté massivement jusqu'au mois de novembre, a peu varié par la suite.

L'évolution sur le marché du travail montre que la corrélation entre la diminution de l'emploi et l'accroissement du chômage a augmenté ces dernières années. Ainsi, le nombre de chômeurs

Graphique 11: Chômeurs et places vacantes¹



¹ Variations saisonnières déduites

— Chômeurs

- - - Places vacantes

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

Tableau 4: Emploi et marché du travail¹

	1979	1980	1981	1982	1982				1983		
					2e trim.	3e trim.	4e trim.	oct.	nov.	déc.	janv.
Indice de l'emploi ²	0,7	2,0	1,0	-1,1 ³	-1,0 ³	-2,0 ³	-1,4 ³				
Taux de chômage	0,3	0,2	0,2	0,4	0,3	0,5	0,7	0,5	0,7	0,8	0,9
Chômeurs	10333	6255	5889	13220	10290	10261	20038	16185	20349	23579	27864
Chômeurs partiels	11935	2128	5704	36611	31331	31686	59676	51479	65565	61983	68545
Places vacantes	8921	12312	11876	6352	6786	5591	4633	5228	4327	4343	5209

¹ Séries non corrigées des variations saisonnières

² Variation en % par rapport à l'année précédente

³ Après correction du fait que le mois de relevé dans le secteur principal de la construction a été déplacé du 2e au 3e mois du trimestre
Source: La Vie économique

enregistrés au mois de janvier dépassait d'environ 16 000 le niveau observé un an auparavant, ce qui correspond à peu près à la moitié de la réduction de l'emploi pendant cette période. Or le fléchissement de l'emploi durant la récession de 1974 à 1976 ne s'était répercuté qu'à raison d'un dixième environ sur le nombre de chômeurs.

En 1982, la part de la réduction de l'emploi dépassant l'augmentation du chômage a été résorbée principalement par une diminution de la population active suisse. La population active étrangère a par contre continué d'augmenter; en décembre, elle s'élevait à environ 648 000 personnes, soit un accroissement de 1,7% par rapport au même mois de 1981. Cette évolution de la population active étrangère, inverse de celle qui avait été observée pendant la récession de 1974 à 1976, a deux causes: l'affaiblissement de la

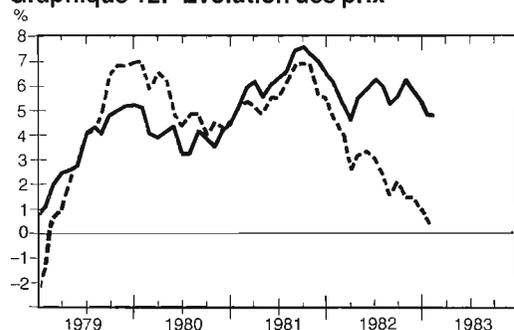
conjoncture a touché beaucoup moins qu'au milieu des années septante certaines branches, telles l'industrie hôtelière et une partie du secteur de la construction, où les travailleurs étrangers sont particulièrement nombreux; en outre, les titulaires de permis d'établissement, qui jouissent des mêmes droits que les Suisses sur le marché du travail, ont passé de 31% à 53% de la population active étrangère entre 1973 et 1982.

Au quatrième trimestre, les perspectives d'emploi pour les trois mois suivants étaient considérées par les entreprises interrogées comme plus mauvaises que celles de la période précédente. Depuis l'automne de 1979, ces estimations ont été constamment orientées à la baisse.

Prix et salaires

Au quatrième trimestre, l'indice des prix à la consommation dépassait de 5,8% le niveau atteint un an auparavant. Du mois de septembre au mois de février, il n'a guère varié, du fait surtout de la baisse des prix des produits importés. Au début de 1983, le renchérissement en un an s'est atténué; il était de 4,8% aux mois de janvier et de février.

La tendance au ralentissement de l'inflation s'est reflétée surtout dans les prix de gros. Au mois de janvier, la hausse en un an de cet indice était de 0,5%, contre 4,7% au début de 1982. Les prix de gros des marchandises suisses ne se sont guère modifiés depuis le mois de juillet, et ceux des produits importés ont baissé ces derniers mois. Selon les indices calculés pour les villes de Zurich et de Berne, la hausse des coûts de la construction a fléchi fortement.

Graphique 12: Evolution des prix¹

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente

— Prix à la consommation

- - - Prix de gros

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

Du quatrième trimestre de 1981 à la même période de 1982, les gains des travailleurs ont augmenté de 5,7%, un taux qui correspond approximativement à celui du renchérissement.

3. Evolution monétaire

Agrégats monétaires

Au quatrième trimestre, la Banque nationale a maintenu le cap qu'elle avait fixé à sa politique monétaire au début de 1982. La monnaie centrale ajustée, qui s'inscrivait à 29,8 milliards de francs en moyenne au quatrième trimestre, dépassait de 6,4% le niveau observé un an auparavant. En moyenne annuelle, le taux de croissance s'est établi à 2,6%. L'objectif a donc été atteint dans une large mesure.

Pour 1983, la Banque nationale s'est fixé un objectif monétaire de 3%. Ainsi, elle entend, comme l'année précédente, accroître de 3% en moyenne la monnaie centrale ajustée. Au début de 1982, la monnaie centrale s'inscrivait à un niveau relativement bas. Comme l'institut d'émission s'efforce d'augmenter la monnaie centrale de façon aussi stable que possible, des taux de croissance nettement supérieurs à 3% seront enregistrés pendant les premiers mois de l'année, en raison d'un effet de base. Au mois de

janvier, la monnaie centrale ajustée se chiffrait à 31,3 milliards de francs en moyenne, montant dépassant de 10,7% celui de janvier 1982. Au mois de février, le taux de croissance s'établissait à 6,3%.

Les billets en circulation, qui avaient augmenté sensiblement à partir du troisième trimestre de 1982, se sont accrus pendant les trois derniers mois de l'année à des taux qui n'avaient plus été observés depuis 1980; en moyenne, les billets en circulation étaient, au quatrième trimestre, supérieurs de 4,1% au niveau de la même période de 1981. Leur croissance moyenne, en 1982, s'est

Tableau 6: Agrégats monétaires¹

	M ₁	M ₂	M ₃
1979	9,0	10,0	9,4
1980	- 9,0	17,7	6,6
1981	- 3,5	13,1	5,3
1982	3,0	4,1	3,5
1981 4e trim.	- 7,4	14,6	5,1
1982 1er trim.	- 5,8	12,7	3,8
2e trim.	1,4	5,6	2,6
3e trim.	5,0	- 0,3	2,4
4e trim.	11,3	- 1,5	5,2
oct.	11,0	- 0,5	4,6
nov.	12,1	- 0,4	5,8
déc.	10,9	- 3,5	5,2
1983 janv.	15,9	- 5,0	6,0

¹ Variation en % par rapport à l'année précédente, moyenne des taux mensuels de variation

Tableau 5: Monnaie centrale ajustée (MCA)

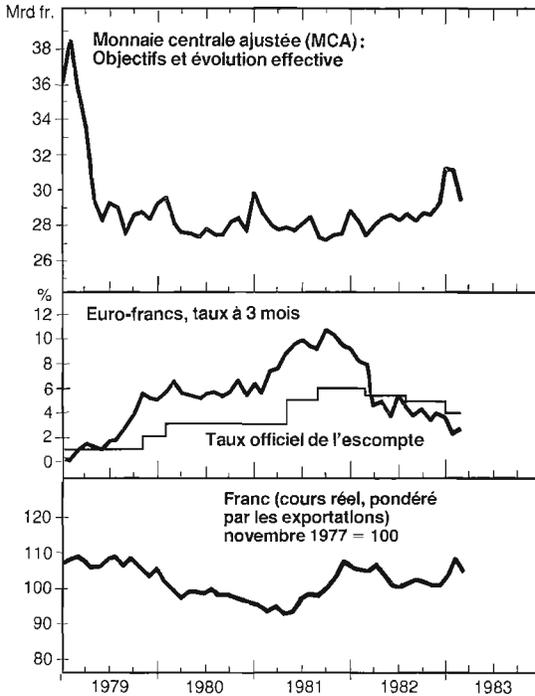
	Billets en circulation ¹	Variation en % ²	Avoirs en comptes de virements ¹	Variation en % ²	Crédits destinés aux échéances ¹	MCA ^{1,3}	Variation en % ²
1979	21 048	8,1	10 105	8,7	608	30 546	6,8
1980	21 740	3,3	7 342	-22,3	933	28 149	- 7,0
1981	21 912	0,8	6 742	- 7,7	668	27 986	- 0,5
1982	22 064	0,7	7 102	5,7	467	28 699	2,6
1981 4e trim.	21 947	-0,9	6 715	-11,8	671	27 990	- 2,4
1982 1er trim.	21 737	-2,1	6 672	- 4,4	475	27 934	- 1,2
2e trim.	21 751	-0,7	7 082	8,0	342	28 491	1,9
3e trim.	21 919	1,5	7 052	6,3	399	28 571	3,1
4e trim.	22 848	4,1	7 602	13,2	652	29 799	6,4
oct.	22 144	3,4	7 098	9,7	392	28 850	5,1
nov.	22 339	4,3	7 177	12,4	319	29 197	6,0
déc.	24 061	4,6	8 532	17,1	1 244	31 349	8,2
1983 janv.	23 146	4,7	8 984	34,9	858	31 175	10,7
févr.	22 523	4,8	6 886	6,3	132	29 277	6,3

¹ Moyenne des valeurs journalières, en millions de francs

² Par rapport à l'année précédente, moyenne des taux mensuels de variation

³ Monnaie centrale ajustée = billets en circulation + avoirs en comptes de virements - crédits destinés aux échéances

Graphique 13: Suisse



¹ Objectifs fixés en termes de croissance moyenne de la MCA par rapport à l'année précédente: 1981: 4%; 1982: 3%; 1983: 3%.

chiffrée à 0,7%. Le rythme d'expansion s'est élevé encore au début de 1983.

Les avoirs de l'économie en comptes de virements, qui forment environ un cinquième de la monnaie centrale, ont augmenté aussi sensiblement au quatrième trimestre. En 1982, leur croissance moyenne a été de 5,7%.

La baisse des taux d'intérêt, qui s'est poursuivie au quatrième trimestre grâce à une politique monétaire un peu plus expansive, a influé sur l'évolution des agrégats monétaires M_1 , M_2 et M_3 . Le niveau des taux d'intérêt étant peu élevé, la clientèle a transformé des fonds à terme en dépôts à vue, ce qui a accéléré la croissance de M_1 ; au mois de décembre, cet agrégat dépassait de 10,9% le montant enregistré un an auparavant. Par contre, la masse monétaire M_2 a continué de diminuer. Les dépôts d'épargne ayant augmenté fortement, M_3 a progressé de 5,2% du quatrième trimestre de 1981 à la période correspondante de l'année suivante.

Marchés monétaire et financier

Marché monétaire

En moyenne, les avoirs que l'économie entretient à la Banque nationale s'inscrivaient à 7,1 milliards de francs en octobre, à 7,2 milliards en novembre et à 8,5 milliards en décembre. A la fin de l'année, ils atteignaient 14 milliards de francs, contre 12,5 milliards un an auparavant. Ils sont restés à un niveau exceptionnellement élevé par la suite, car d'importants montants ont été transférés des comptes de la Confédération à ceux des banques. Au cours de la seconde moitié du mois, les liquidités ont été ramenées à un volume plus normal; à l'échéance mensuelle, les avoirs de l'économie en comptes de virements étaient presque à leur niveau de fin novembre.

Le mode de financement des échéances a varié d'un mois à l'autre. Aux mois d'octobre et de novembre, le recours aux avances sur nantissement a été relativement peu élevé et les swaps ont joué un rôle accru. A la fin de l'année, l'institut d'émission a conclu en outre des swaps liés aux bons Carter, une possibilité à laquelle les banques ont pu recourir pour la dernière fois. A la fin du mois de janvier par contre, la Banque nationale n'a renouvelé que partiellement les swaps échus et les besoins de liquidités ont été couverts uniquement par les crédits traditionnels (crédits d'escompte, avances sur nantissement et correspondants en Suisse).

Les banques disposant d'abondantes liquidités au début du mois de janvier, les taux d'intérêt ont baissé fortement sur le marché monétaire. Avec le retour à un niveau normal des liquidités, ils ont augmenté quelque peu, mais la baisse par rapport au quatrième trimestre n'a pas été compensée intégralement. Sur le marché des euro-francs, les taux des dépôts à trois mois ont oscillé durant les mois de janvier et de février aux environs de 2¾%, niveau inférieur d'un point à celui des mois de novembre et de décembre. Tenant compte de cette évolution, les grandes banques ont adapté, les 3 et 12 janvier, les rémunérations qu'elles servent sur les dépôts à terme fixe. Avec effet au 3 décembre, la Banque nationale avait déjà ramené de 5% à 4½% le taux de l'escompte et de 6½% à 6% celui des avances sur nantissement.

Au quatrième trimestre, les émissions de créances comptables à court terme sur la Confé-

Tableau 7: Variation du franc suisse

	Du mois d'octobre 1982 au mois de janvier 1983 ¹		Du 4e trimestre 1981 au 4e trimestre 1982 ²	
	Nominal	Nominal	Réel	Réel
Dollar USA	+ 3,1	-17,0	-13,3	
Yen	- 1,8	+ 1,3	+ 1,2	
Mark allemand	+ 1,3	- 5,0	- 3,5	
Franc français	+ 1,4	+ 6,6	+ 4,0	
Lire	+ 1,7	+ 2,5	- 8,3	
Livre sterling	+ 5,5	- 2,5	- 2,4	

¹ Variation mensuelle moyenne en %

² Variation annuelle moyenne en %

(+ = revalorisation; - = dépréciation)

dération ont porté sur un montant de 615 millions de francs. Les rémunérations ont varié entre 2,4% et 2,8%. Le rendement des créances à trois mois, émises en janvier, a été de 1,8%.

Marché des changes

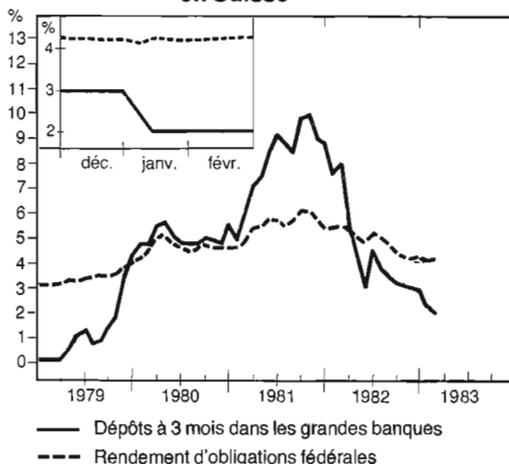
Face à la plupart des monnaies importantes, le franc s'est raffermi entre les mois de novembre et de janvier. Il a faibli par rapport au yen seulement, monnaie dont le cours était jusque-là beaucoup trop bas. La baisse du dollar et du mark a été particulièrement forte en décembre et pendant la première moitié de janvier. Vers la fin de ce mois et au début du mois suivant, une correction partielle a pu être observée puisque le dollar a haussé quelque peu et le mark s'est revalorisé.

Si l'on considère l'ensemble de l'année 1982, le franc suisse a faibli par rapport au dollar et au mark, mais s'est raffermi face au franc français. Il n'a varié que très peu vis-à-vis de la livre, de la lire et du yen. Compte tenu des écarts entre les taux d'inflation des pays, la valeur du franc ne s'est pas modifiée beaucoup. La lire fait toutefois exception puisque le franc a baissé, en termes réels, par rapport à cette monnaie. Du quatrième trimestre de 1981 à la période correspondante de 1982, le cours réel du franc pondéré en fonction du commerce extérieur a fléchi de 3,6%.

Marché des capitaux

Sur le marché des capitaux, les taux d'intérêt sont restés à peu près stables entre les mois de novembre et de janvier, de sorte que l'écart s'est creusé, en particulier au début de l'année, entre

Graphique 14: Evolution des taux d'intérêt en Suisse



les taux à court terme et ceux à moyen et long terme. Sur le marché secondaire, le rendement des obligations fédérales s'est inscrit généralement entre 4,2 et 4,3%. Le volume élevé des emprunts offerts en souscription publique au début de 1983 a vraisemblablement fait obstacle à la baisse des taux d'intérêt.

Les souscriptions aux emprunts émis par des débiteurs suisses n'ont pas toujours couvert les montants offerts. A partir de la mi-novembre surtout, les premiers cours avant bourse ont été souvent inférieurs aux prix d'émission.

Pendant la période allant du mois d'octobre à celui de janvier, la Confédération a lancé deux emprunts selon le système des enchères. Le premier, d'une durée de 15 ans, a été émis à 4¼% jusqu'au 11 novembre. Sur la base des offres reçues, 275 millions de francs ont été attribués à un prix de 102%; le rendement s'est inscrit à 4,07%. Quant au deuxième emprunt, il a été placé à 4%, jusqu'au 13 janvier. 295 millions de francs ont été attribués à 101%. La durée étant de 12 ans, le rendement s'est établi à 3,89%. Par ailleurs, la Confédération a dénoncé au remboursement anticipé, le 1er mai, l'emprunt 5¾% 1971-1986 d'un montant de 450 millions de francs.

La baisse des rémunérations servies sur les obligations de caisse a été plus nette que celle des taux d'intérêt sur le marché des emprunts. Aux mois de novembre et de janvier, les grandes banques et les banques cantonales ont réduit

leurs taux d'environ un demi-point au total; elles offraient entre 3¼ et 4¼%, selon la durée des titres, à la fin du mois de janvier.

Les autorisations d'exporter des capitaux se sont chiffrées à 8,8 milliards de francs au quatrième trimestre, contre 9 milliards un an auparavant. Tandis que les émissions d'emprunts et les placements de «notes» restaient à un niveau élevé, les octrois de crédits bancaires à l'étranger ont diminué à 1,5 milliard de francs, soit la moitié à peine du montant enregistré pour les trois derniers mois de 1981. Le recul, qui avait commencé au troisième trimestre, s'explique par le fléchissement des exportations et par la prudence accrue dont les banques ont fait preuve dans leurs opérations internationales de crédit.

La procédure de réservation et d'autorisation, introduite au début de 1982 pour les émissions publiques d'emprunts étrangers, a été légèrement modifiée à compter du 1er janvier 1983. Le montant maximal de chaque emprunt a été maintenu à 100 millions de francs.

Bilans et crédits bancaires

En 1982, la somme des bilans des 71 banques a augmenté de 7,2%, taux inférieur à celui de l'année précédente. Pourtant, la valeur en francs des positions en dollars s'est accrue du fait de la hausse de 11% du cours de la monnaie américaine. Le ralentissement de l'expansion des opérations bancaires reflète assez bien l'affaiblissement de la conjoncture. Les crédits en francs accordés à des clients domiciliés à l'étranger, qui comprennent les crédits à l'exportation, ont diminué de 4%. Le taux de croissance des crédits en francs accordés à la clientèle a passé, au cours de l'année, de plus de 10% à moins de 3%; de fin 1981 à fin 1982, les crédits commerciaux et les crédits de construction octroyés à la clientèle suisse ont diminué. La récession a influé tout particulièrement sur les crédits d'exploitation, c'est-à-dire sur les comptes courants débiteurs en blanc; ces crédits ont reculé de 20%.

Les premiers signes annonçant un changement probable de tendance sont apparus dans l'évolution des promesses de crédit. Ainsi, les crédits de construction ouverts durant les six derniers mois de 1982 ont dépassé de plus en plus nettement les chiffres enregistrés un an auparavant; l'aug-

mentation a été particulièrement forte dans la catégorie des bâtiments d'habitation en général. Les promesses ont augmenté également dans le domaine des crédits commerciaux. Au total, les promesses octroyées à des personnes domiciliées en Suisse ont atteint un montant supérieur de 20% au volume enregistré un an auparavant. La détente sur le marché monétaire et les modifications qu'elle a entraînées dans la structure des taux d'intérêt ont provoqué des afflux importants de fonds de la clientèle sous la forme de dépôts d'épargne, d'obligations de caisse et de dépôts à vue. Les fonds libellés en francs et confiés par la clientèle suisse sous ces trois formes ont augmenté d'environ 15% l'an passé. Toutefois, l'accroissement provenait en partie de transferts, les fonds à terme et les placements fiduciaires ayant été réduits. L'afflux de fonds de la clientèle ayant dépassé l'expansion des crédits à la clientèle – besoins peu élevés de l'économie et prudence accrue dans les octrois de crédit à des clients domiciliés à l'étranger – les banques se sont tournées vers les opérations interbancaires. Ainsi, les avoirs dans des banques à l'étranger ont augmenté de 19% environ et les engagements envers des banques à l'étranger ont diminué de 20%.

Geldmenge, Wechselkurs und Inflation

Einige Resultate aus empirischen Untersuchungen für die Schweiz

Dr. Peter Buomberger* und Dr. Bruno Müller*

“Empirical research should continue, not only by testing new hypothesis and estimating new models but also by examining older theories and relationships in the light of new data as it is generated.”

(Genberg 1978)

1. Einleitung

Die Schweiz ist eines der wenigen Länder, die sich im vergangenen Jahrzehnt vom internationalen Inflationszug abzukoppeln vermochten. Zur Zeit fester Wechselkurse und unmittelbar danach unterschied sich die schweizerische Teuerungsrate nur wenig vom weltweiten Durchschnitt. Nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods sank die Inflationsrate in der Schweiz jedoch relativ schnell, während sie in anderen westlichen Industrieländern weiterhin auf hohem Niveau verharrte. Mitte 1979 begann die Inflation in der Schweiz wieder zu steigen; sie erreichte im Jahre 1981 einen Durchschnitt von 6,5%. Doch auch damit lag die schweizerische Teuerung – wie Tabelle 1 zeigt – noch unter dem Durchschnitt der EG-Länder und der Teuerung in den Vereinigten Staaten.

Die Tatsache, dass nach der Wechselkursfreigabe die Inflationsrate in der Schweiz so rasch zurückging und auf relativ tiefem Niveau verharrte, wurde häufig mit Erstaunen zur Kenntnis genommen. Neben der Geldpolitik wurden eine Vielzahl von «Sonderfaktoren» zur Erklärung her-

angezogen. Das Ziel der vorliegenden Untersuchung liegt nun darin, die Entwicklung der Inflation und der Wechselkurse am Beispiel der Schweiz einigen einfachen klassischen Hypothesen gegenüberzustellen. Im Vordergrund steht dabei die empirische Überprüfung der Quantitäts- und der Kaufkraftparitätentheorie.

Die Quantitäts- und die Kaufkraftparitätentheorie sind aus dreierlei Gründen attraktiv als Grundlage für empirische Arbeiten. *Erstens* wurden sie bisher nur selten für die Schweiz überprüft, obwohl sie die zentralen Aussagen der monetaristischen Denkweisen über den Inflationsprozess und das Wechselkursverhalten darstellen. *Zweitens* weisen sie eine theoretische und empirische Kohärenz auf wie wohl selten eine Hypothese in der Ökonomie. Unter theoretischer und empirischer Kohärenz verstehen wir dabei, dass die beiden Hypothesen als «steady state»-Charakteristikum einer Vielzahl von expliziten theoretischen Modellen erscheinen und dass eine grosse Anzahl von Studien über die verschiedensten Zeitperioden und für die verschiedensten Länder empirische Evidenz für die beiden Hypothesen geliefert haben (vgl. Officer, 1976, sowie Saïdi und Swoboda, 1981 a). *Drittens* bildet die Quantitätstheorie die zentrale mittel- bis langfristige Richtlinie der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank.

2. Die Quantitäts- und Kaufkraftparitätentheorie

In der ursprünglichen Form stellt die Quantitätstheorie eine Beziehung zwischen nomineller Geldmenge und nominellem Transaktionsvolumen her (Hume, 1752). In der einfachsten Version führt eine Änderung der nominellen Geldmenge zu einer proportionalen Änderung des Preisniveaus, während das reale Transaktionsvolumen nicht beeinflusst wird. Milton Friedman (1956) formulierte die Quantitätstheorie in einem aufsehenerregenden Artikel neu. Er beschrieb sie im Gegensatz zu den Klassikern im 18. Jahrhun-

Tabelle 1: Die Entwicklung der Inflation in der Schweiz im internationalen Vergleich

	1961–1970	1971–1975	1976–1980	1981
EG-Länder	3,6	9,1	9,7	11,5
USA	2,8	6,7	9,0	10,4
Schweiz	3,3	7,7	2,3	6,5

(Anstieg des Index der Konsumentenpreise in Prozent, Jahresraten)

* Forschungsabteilung der Schweizerischen Nationalbank

dert als eine Theorie der Geldnachfrage.¹ In den letzten Jahren ist nun aber die Interpretation der Quantitätstheorie im ursprünglichen Sinne wieder in den Vordergrund getreten. Mit dem Aufkommen rationaler Erwartungsmodelle bildete sich allmählich eine neue Gleichgewichtstheorie heraus, die sehr viel Ähnlichkeit mit der klassischen Theorie besitzt (Sargent, 1979). Es ist deshalb nicht erstaunlich, dass dieser neue Ansatz wieder eine proportionale Beziehung zwischen nomineller Geldmenge und Preisniveau als langfristige Gleichgewichtsbedingung postuliert. Neu ist, dass dieser Zusammenhang nur in der langen Frist erfüllt sein muss.²

Der quantitätstheoretische Zusammenhang lässt sich wie folgt veranschaulichen: Ausgangspunkt bildet die Verkehrsgleichung,

$$MU = PY, \quad (1)$$

wobei M die nominelle Geldmenge, U die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (oder genauer: die Einkommenskreislaufs-Geschwindigkeit), P das Preisniveau (BSP-Deflator) und Y das reale Volkseinkommen (als Proxy für das Transaktionsvolumen) repräsentieren.

In einer einfachen Version unterstellen wir eine langfristig konstante Umlaufgeschwindigkeit. Mit dieser Annahme wird die obige Identitätsbeziehung zur empirisch überprüfbareren Theorie. Bei konstanter Umlaufgeschwindigkeit gilt folgende Beziehung für die Änderungsraten:³

$$\hat{P} = \hat{M} - \hat{Y} \quad (2)$$

Die Inflationsrate (\hat{P}) entspricht demnach gemäss Quantitätstheorie längerfristig dem Geldmengenwachstum (\hat{M}) abzüglich der Wachstumsrate des Volkseinkommens (\hat{Y}). Den rechten Teil der Gleichung

bezeichnen wir dabei als Überschusswachstum der Geldmenge.

Eine etwas differenziertere Beziehung ergibt sich, wenn man von der üblichen Geldnachfrage ausgeht und postuliert, dass im langfristigen Gleichgewicht der Nominalzins unverändert bleibt.

Die Geldnachfrage wird in der Regel durch folgende Funktion wiedergegeben:

$$\frac{M}{P} = f(i, Y), \quad (3)$$

wobei i für den Nominalzins steht und M, P und Y wiederum die nominelle Geldmenge, das Preisniveau und das reale Volkseinkommen darstellen.

Berechnen wir wiederum die Änderungsraten, so erhalten wir bei gegebenem Nominalzins folgende längerfristige Beziehung:

$$\hat{P} = \hat{M} - e\hat{Y} \quad (4)$$

Dabei ist e die Einkommenselastizität der Geldnachfrage. Bei einer Einkommenselastizität von 1 sind die beiden Ansätze (4) und (2) identisch. Da gemäss ökonomischen Schätzungen für die Schweiz die Einkommenselastizitäten der Nachfrage nach Notenbankgeld und der Geldmenge M_1 in der Nähe von 1 liegen (Rich und Béguelin, 1982), werden wir in unserer empirischen Untersuchung mit Gleichung (2) arbeiten.

Die Kaufkraftparitätentheorie weist verschiedene Parallelen zur Quantitätstheorie auf. *Erstens* widerspiegelt sie ebenfalls eine Proportionalitätsbeziehung, was durch die folgende Gleichung veranschaulicht werden kann:

$$\frac{P}{P^*} = k w \quad (5)$$

P inländischer Preisindex
 P* ausländischer Preisindex
 k Konstante
 w nomineller Wechselkurs (Einheiten inländischer Währung pro Einheit ausländischer Währung).

Gleichung (5) sagt aus, dass sich die Preisindizes zweier Länder proportional zum nominellen Wechselkurs verhalten. *Zweitens* wurde die Kaufkraftparitätentheorie ursprünglich als eine Theo-

¹ "The quantity theory is in the first instance a theory of the demand for money. It is not a theory of output, or of money income, or of the price level. Any statement about these variables requires combining the quantity theory with some specifications about the conditions of supply of money and perhaps about other variables as well." (Friedman, 1956: 4)

² Vgl. z.B. Lucas (1980: 1005): "This interpretation of the quantity theory of money as a set of predictions about the long-run average behaviour of a general equilibrium system is different from, though not inconsistent with, Milton Friedman."

³ Ein «Dach» (^) symbolisiert Wachstumsraten, d.h.

$$\hat{P} = \frac{\frac{dP}{dt}}{P} = \frac{d}{dt} \ln P$$

rie formuliert, die in der kurzen Frist gilt (Bilson, 1979). Sie wird aber heute ebenfalls meist nur noch als langfristige Gleichgewichtsbedingung eingeführt. *Drittens* gibt es auch bei der Kaufkraftparitätentheorie Fälle, in denen sie nicht mehr gilt. Während die Quantitätstheorie eine stabile Geldnachfrage voraussetzt, bedingt die Kaufkraftparitätentheorie stabile Verhältnisse im realen Sektor. Änderungen von Güterangebot oder -nachfrage können langfristig die Kaufkraftrelationen beeinflussen. Änderungen im Geldangebot hingegen beeinträchtigen in der Regel weder die Gültigkeit der Quantitäts- noch der Kaufkraftparitätentheorie.⁴

In der folgenden empirischen Arbeit verwenden wir wiederum die Änderungsraten. Gleichung (5) lässt sich wie folgt umformen:

$$\hat{P} - \hat{P}^* = \hat{w} \tag{6}$$

Die Beziehung (6) besagt, dass die Inflationsdifferenzen den Wechselkursänderungsraten entsprechen.

3. Die Testmethode

Die Quantitäts- und Kaufkraftparitätentheorie sind schon oft empirisch überprüft worden. Ein interessanter empirischer Test wurde von Lucas (1980) vorgelegt. Er verglich die amerikanische Inflationsrate mit dem Wachstum der Geldmenge für die Periode von 1955 bis 1975, wobei er die Zeitreihen mit einem Filter glättete. Der Filter bildet gleitende, gewogene Durchschnitte. Die für

die Berechnung der Durchschnitte verwendeten Gewichte folgen einer zweiseitig geometrisch abnehmenden Reihe. Formal lässt sich der Filter wie folgt darstellen:

$$X_t(\alpha) = \beta \sum_{k=-\infty}^{+\infty} \alpha^{|k|} X_{t+k} \tag{7}$$

wobei $\beta = \frac{1-\alpha}{1+\alpha}$, $0 \leq \alpha < 1$

und X_t die gefilterte Zeitreihe symbolisiert.⁵

Durch eine a priori Wahl des Parameters α , der einen Wert zwischen 0 und 1 annehmen kann, können wir die Stärke des Filters variieren. Im Extremfall, wenn wir $\alpha = 0$ wählen, wird die ursprüngliche Reihe nicht verändert, d.h. der Filter ist wirkungslos. Bewegt sich α im anderen Extremfall gegen 1, gelangen wir zum einfachen arithmetischen Mittel der ungefilterten Zeitreihe.

Uns interessiert nun einerseits die Frage, ob mit gefilterten Daten eine theoretisch erwartete Übereinstimmung zweier Zeitreihen gefunden werden kann und andererseits wie stark diese Reihen gefiltert werden müssen (d.h. wie hoch wir α vorgeben müssen), bis die gesuchte Übereinstimmung deutlich sichtbar wird. Zur Illustration tragen wir die gefilterten Werte in ein Diagramm ein, auf dessen Achsen die beiden Zeitreihen abgetragen sind. Stimmen die gefilterten Werte der beiden Zeitreihen überein, so müssen sie auf einer 45°-Linie liegen, welche durch den Ursprung des Diagramms geht.

Vor der Präsentation der Untersuchungen soll noch eine Eigenschaft des Filters erwähnt werden, die ihn für unsere Untersuchung speziell interessant macht. Empirische Zusammenhänge lassen sich sowohl im Zeitbereich wie auch im Häufigkeitsbereich, d.h. mit Hilfe der Spektralanalyse, interpretieren. In der Ökonomie scheint die Interpretation mit Hilfe der Spektralanalyse an Bedeutung zu gewinnen. Sie ermöglicht es, stationäre Zeitreihen als eine gewichtete Summe von Schwingungen mit unterschiedlicher Periodenlänge zu repräsentieren. Durch den oben beschriebenen Filter werden die Gewichte der Schwingungen mit kleiner Periode (hoher Frequenz) reduziert; je grösser wir den Parameter α wählen, desto stärker ist die Reduktion, so dass bei grossem α die gefilterte Zeitreihe schliesslich

⁴ Modelle, in welchen monetäre Störungen die langfristigen Preisverhältnisse ändern, bilden die Ausnahme. Ein Beispiel für eine solche gibt Niehans (1981).

⁵ Theoretisch kann der Filter nur angewendet werden, wenn die Zeitreihen unendlich lang sind. Der Fehler, den man begeht, wenn nur eine beschränkte Periode berücksichtigt wird, ist jedoch nach Lucas (1980) vernachlässigbar klein, sofern der Untersuchungszeitraum ein angemessenes Intervall umfasst oder der Parameter α keine grossen Werte annimmt. Für unsere Untersuchung verwendeten wir 31 Werte für die Mittelbildung. Die modifizierte Formel lautet somit

$$X_t(\alpha) = \beta \sum_{k=-15}^{+15} \alpha^{|k|} X_{t+k}$$

$$\beta = \frac{1}{\sum_{k=-15}^{+15} \alpha^{|k|}}$$

von den langfristigen Komponenten dominiert wird. Genau diese Eigenschaft ist für unsere Untersuchung von Bedeutung, da wir langfristige Phänomene untersuchen.

Die angewandte empirische Methode zeichnet sich vor allem durch Einfachheit, Übersichtlichkeit und Robustheit aus: Eigenschaften, welche wir hoch bewerten. Der Nachteil besteht darin, dass bei diesem nicht strukturellen Ansatz Signifikanztests im statistischen Sinn nicht ohne zusätzliche Annahmen möglich sind. Der «Test» besteht lediglich in der Qualität der Graphiken, welche mittels der gefilterten Zeitreihen gezeichnet werden. Ein Vergleich der Qualität der Graphiken mit denjenigen von Lucas soll teilweise über diesen Mangel hinweghelfen.

4. Die empirischen Ergebnisse zur Quantitätstheorie

4.1. Einführende Bemerkungen

Wie in der Einleitung bereits erwähnt, setzt die Gültigkeit der Quantitätstheorie im Sinne von Friedman eine stabile Geldnachfrage voraus. Bei der Wahl der Untersuchungsperiode und der De-

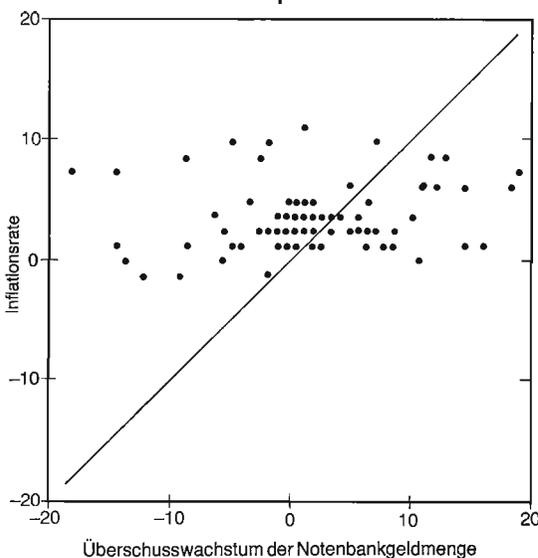
finition der Geldmenge ist aus empirischer Sicht auf diese Stabilität zu achten. Um uns nicht unnötig einzuschränken, haben wir mehrere Geldmengenaggregate in die Untersuchung einbezogen. Da die Geldpolitik in der Schweiz auf Geldaggregate im engeren Sinn ausgerichtet ist, legen wir den Akzent auf die monetäre Basis und die Geldmenge M_1 (Bargeldumlauf plus Sichteinlagen bei Banken). Die meisten empirischen Arbeiten gehen davon aus, dass der Übergang von festen zu flexiblen Wechselkursen einen Strukturbruch darstellt, der auch die Geldnachfrage änderte. Wir tragen dieser Möglichkeit Rechnung, indem wir zum Vergleich die Untersuchung getrennt nach herrschendem Wechselkurssystem durchführen.

4.2. Die Resultate

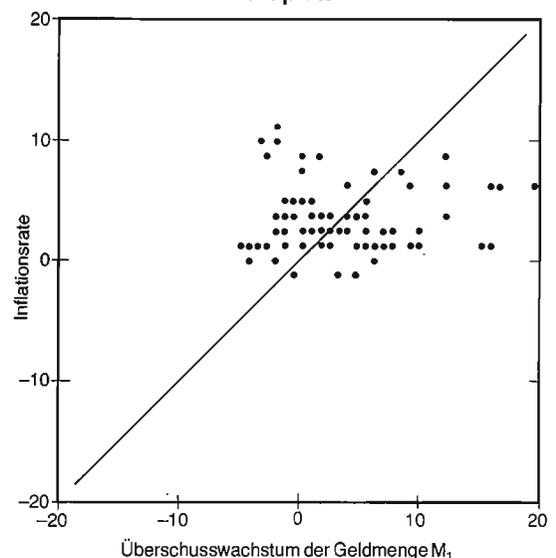
In den Graphiken 1 und 2 sind die ungefilterten Werte (d.h. $\alpha = 0$) der untersuchten Zeitreihen abgetragen, wobei in Graphik 1 das Überschusswachstum der Notenbankgeldmenge und in Graphik 2 das Überschusswachstum der Geldmenge M_1 der Inflationsrate gegenübergestellt wurde. Die in die Untersuchung einbezogene Zeitperiode

Graphiken 1 und 2: Geldmenge und Inflation ($\alpha = 0$). 1954.IV bis 1978.IV, Quartalswerte

Graphik 1



Graphik 2



beträgt dreissig Jahre (1951.I bis 1982.III). Gerechnet wurde mit Quartalswerten der jeweiligen Zeitreihen. Durch die Mittelbildung gehen 30 Werte verloren, so dass die gefilterten Reihen das Intervall von 54.IV bis 78.IV umfassen.

Die beiden Graphiken scheinen die Aussage, dass die Quantitätstheorie keine Hinweise auf kurzfristige Phänomene gibt, ziemlich gut zu reflektieren. Offensichtlich besteht in der kurzen Frist kein statistischer Zusammenhang zwischen der Inflationsrate und dem Überschusswachstum der Geldmenge, unabhängig davon, welche Definition von Geld verwendet wird. Zwei weitere Punkte sind aus diesen Streubildern ersichtlich; beide betreffen die Varianz der untersuchten Zeitreihen. Zum einen wird deutlich, dass die Varianz des Überschusswachstums der Notenbankgeldmenge grösser ist als diejenige des Überschusswachstums der Geldmenge M_1 : die Punkte in Graphik 1 weisen die grössere horizontale Streuung auf als diejenigen in Graphik 2. Zum anderen kann man aus den Graphiken ablesen, dass sowohl die Varianz des Überschusswachstums der Notenbankgeldmenge als auch diejenige der Geldmenge M_1 grösser ist als die Varianz der Inflationsraten: beide Streubilder weisen einen «länglichen» Charakter auf.

Die Graphiken 3–6 und 7–10 sind mit gefilterten Zahlenreihen ($\alpha = 0.8$ bzw. 0.95) erstellt worden. Um den erwähnten Vergleich mit den Resultaten von Lucas (1980) anstellen zu können, sind in den Graphiken 6 bzw. 10 die entsprechenden Bilder für die Daten der Vereinigten Staaten eingefügt worden (Zeitperiode 1955–1975; Quartalswerte). In allen Graphiken, mit Ausnahme von Graphik 3, wurde derselbe Massstab verwendet.

Nach den einleitenden Bemerkungen braucht es nicht mehr viele Worte der Erklärung. Aus den Graphiken geht deutlich hervor, dass der Filter mit einem α von 0.8 (Graphiken 3–6) die Zahlenreihen noch nicht so weit transformiert, dass man von einem Bild sprechen kann, welches die quantitätstheoretischen Erwartungen bestätigt. Dies gilt vor allem für die Graphiken 4 und 5. In Graphik 3 ($\alpha = 0.8$) kann man gegenüber Graphik 1 ($\alpha = 0$) eine Tendenz in der Streuung der Punkte in Richtung der 45° -Linie ersehen. Vergleicht man Graphik 4 mit Graphik 6 (Lucas-Untersuchung), so stellt man keine grossen Unterschiede im optischen Eindruck fest. In beiden Graphiken liegen die eingetragenen Punkte relativ breit ge-

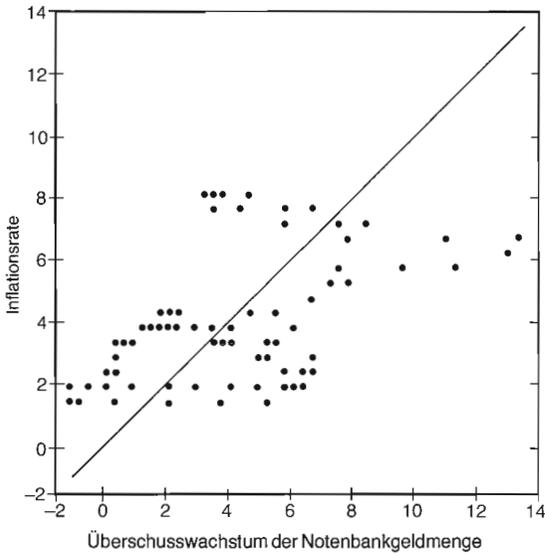
streut um die 45° -Linie; Werte im oberen linken und unteren rechten Teil der Graphik fehlen, andererseits ist in beiden Graphiken noch kein klarer Trend zur 45° -Linie erkennbar. Die Punktwolke von Lucas ist weniger dicht, da er erstens nur eine Zeitperiode von rund zwanzig Jahren untersucht und zweitens – aus Gründen der Übersichtlichkeit – nur Werte für jeweils das zweite Quartal jedes Jahres eingetragen hat.

In den Graphiken 7–10 ($\alpha = 0.95$) hingegen tritt der quantitätstheoretische Zusammenhang deutlich in Erscheinung, am deutlichsten in Graphik 7. Die Werte liegen in allen Graphiken relativ nahe bei einer 45° -Linie. In Graphik 7 beträgt die maximale Distanz 1.3 Prozentpunkte, d.h., das gleitende Mittel der Inflation lag um 1.3 Prozentpunkte über demjenigen des Überschusswachstums der Notenbankgeldmenge. Es lässt sich auch feststellen, dass bei niedrigen Inflationsraten das Wachstum der Notenbankgeldmenge tendenziell etwas höher lag. Ein Vergleich der Graphik 8 mit Graphik 10 (US-Daten) zeigt, dass der Zusammenhang zwischen M_1 und der Inflationsrate in den USA etwas enger sein dürfte als in der Schweiz. Lucas (1980) bezeichnet seine Graphik als klare Evidenz für die Gültigkeit der Quantitätstheorie in der längeren Frist. Beurteilt aufgrund derselben Kriterien (optischer Eindruck), darf man diesen Schluss wohl auch aus den Graphiken 7–9 ziehen. Allerdings gilt dies vorwiegend für den Zusammenhang zwischen Inflation und Notenbankgeldmenge bzw. Geldmenge M_1 . In bezug auf die Geldmenge M_2 scheint der Zusammenhang weniger deutlich.

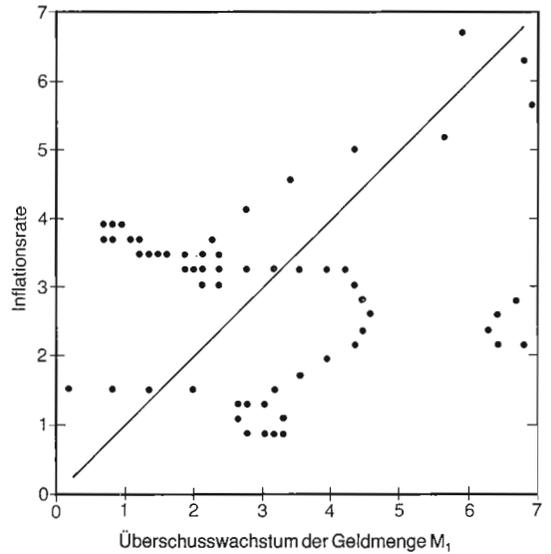
Für die Graphiken 11–14 wurde die untersuchte Zeitperiode in zwei Abschnitte unterteilt, nämlich eine Periode mit festen Wechselkursen (1954.IV bis 1972.IV) und eine Periode mit flexiblen Wechselkursen (1973.I bis 1978.IV). Dabei wurde ein α von 0.9 vorgegeben. In allen vier Graphiken liegen die eingezeichneten Punkte in relativer Nähe der 45° -Linie. Die Inflationsrate korreliert offensichtlich am stärksten mit der Notenbankgeldmenge in der Periode flexibler Wechselkurse. Obwohl auch in den anderen Graphiken die Korrelation offen zutage tritt, ist sie nicht so eng wie im erwähnten Fall.

Graphiken 3 bis 6: Geldmenge und Inflation ($\alpha = 0.8$). 1954.IV bis 1978.IV, Quartalswerte

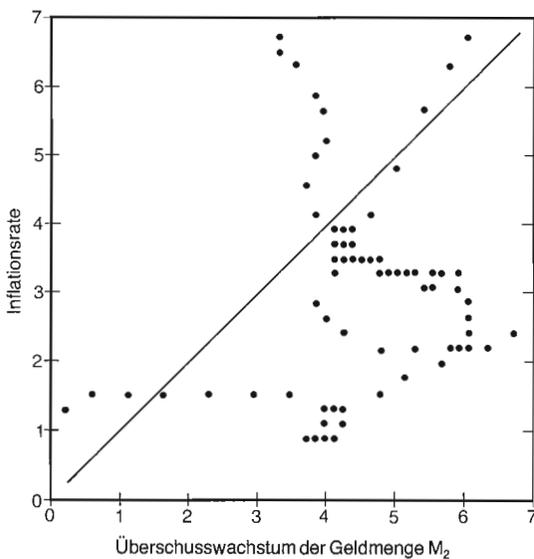
Graphik 3



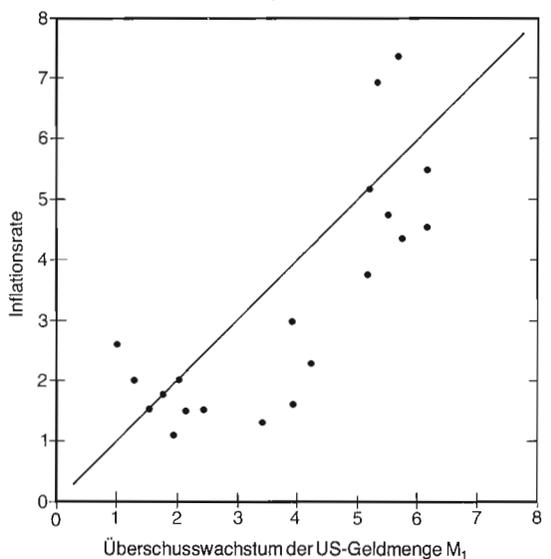
Graphik 4



Graphik 5

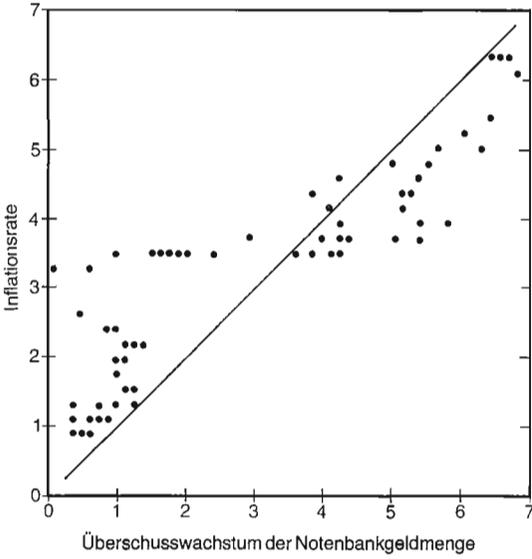


Graphik 6

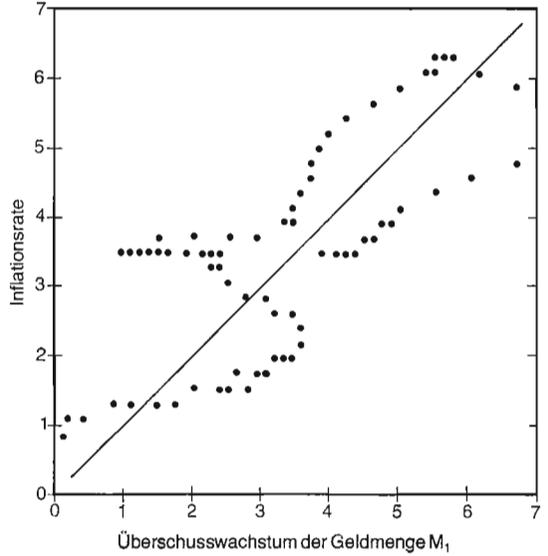


Graphiken 7 bis 10: Geldmenge und Inflation ($\alpha = 0.95$). 1954.IV bis 1978.IV, Quartalswerte

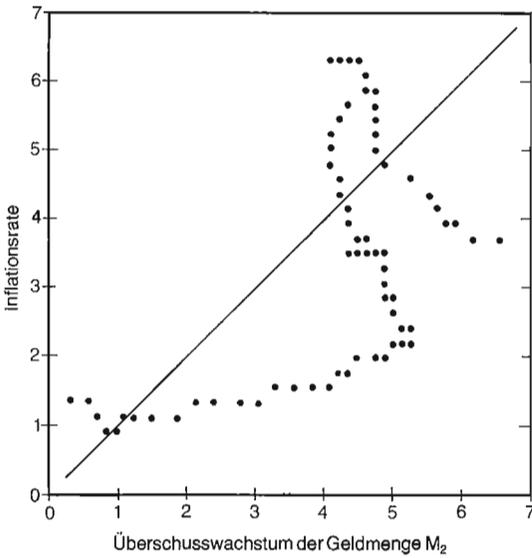
Graphik 7



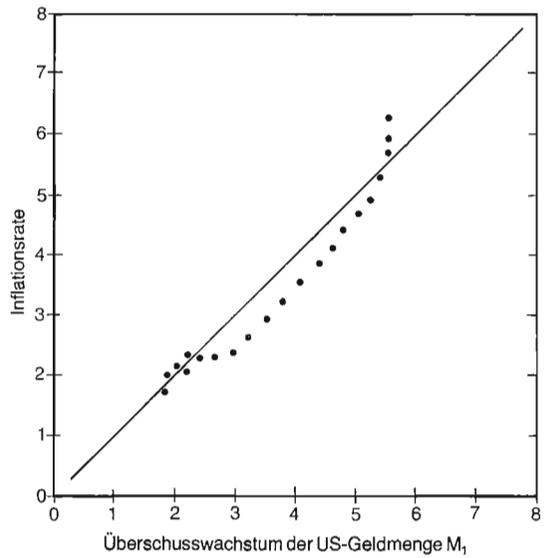
Graphik 8



Graphik 9

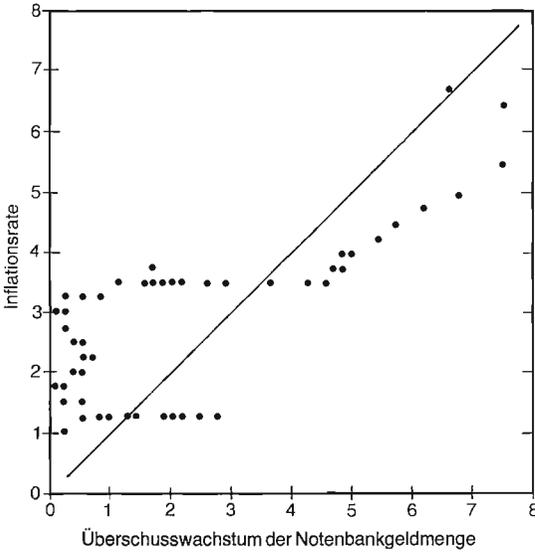


Graphik 10

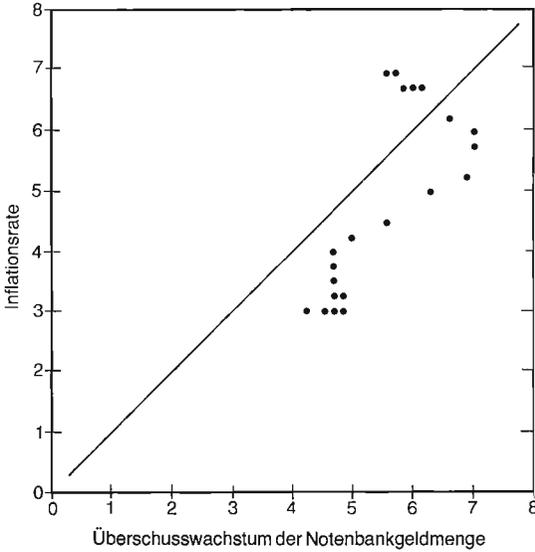


Graphiken 11 bis 14: Geldmenge und Inflation ($\alpha = 0.9$). Feste versus flexible Wechselkurse

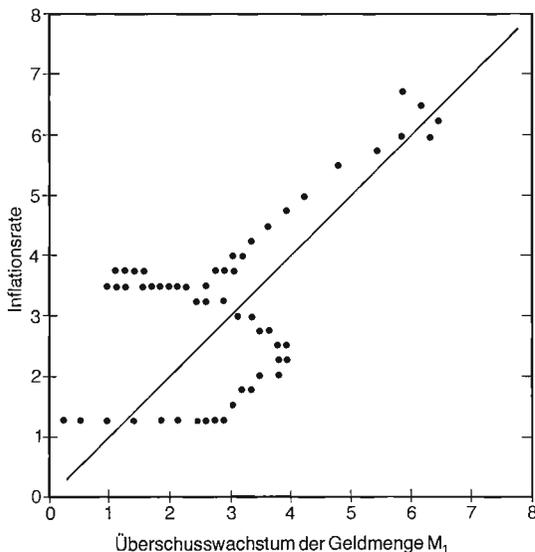
Graphik 11: 1954.IV bis 1972.IV



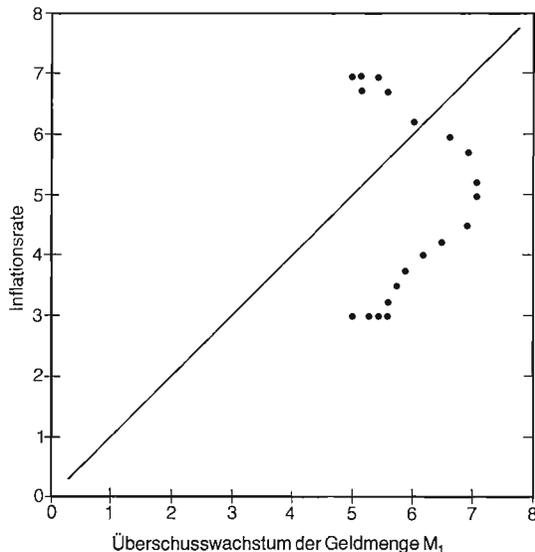
Graphik 12: 1973.I bis 1978.IV



Graphik 13: 1954.IV bis 1972.IV



Graphik 14: 1973.I bis 1978.IV



5. Die empirischen Ergebnisse zur Kaufkraftparitätentheorie

5.1. Einführende Bemerkungen

Wie in der Einleitung erwähnt, können sich die Kaufkraftrelationen unter Umständen langfristig ändern, wenn im realen Sektor Störungen auftreten. Dieses Problem wird jedoch durch zwei Faktoren entschärft. Zum einen werden durch eine Verschiebung des Güterangebots (bzw. der -nachfrage) die relativen Preise nur geändert, wenn die Güternachfrage bzw. das -angebot unelastisch auf relative Preisänderungen reagiert. Empirisch scheinen auf vielen Märkten Angebot oder Nachfrage in der langen Frist jedoch elastisch zu reagieren. Zum zweiten gehen wir in unserer Untersuchung von Änderungsraten aus. Eine einmalige Anpassung der Preisverhältnisse wird deshalb unsere Statistik nicht wesentlich beeinflussen.

Es ist noch darauf hinzuweisen, dass die Kaufkraftparitätentheorie nur gilt, wenn die verwendeten Preisindizes gewisse Homogenitätseigenschaften aufweisen. Diese sind jedoch bei den üblichen Indexkonstruktionen (Laspeyres, Paasche usw.) erfüllt. Um eine gewisse Kompatibilität zu den vorhergehenden Untersuchungen zu erreichen, wurde wiederum der Index der Konsumentenpreise verwendet.

5.2. Die Resultate

In die Untersuchung einbezogen wurden die Wechselkurse und die Preisverhältnisse zwischen der Schweiz und den sechs Ländern Japan, Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, England, den Vereinigten Staaten und Italien. Zunächst soll die Filterwirkung am ausgewählten Beispiel Schweiz-Japan dargestellt werden.

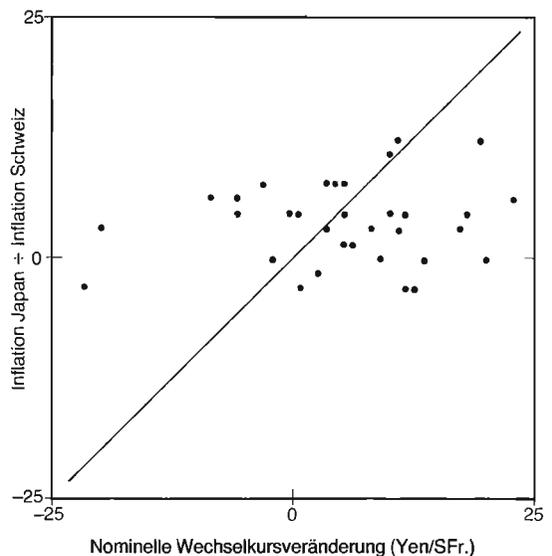
Die Relation des Schweizerfrankens zum japanischen Yen eignet sich unseres Erachtens besonders gut zur Überprüfung der Kaufkraftparität, da die beiden Länder in mehrerer Hinsicht ähnliche Charakteristika aufweisen. Erstens sind beide Landeswährungen konvertibel und seit 1973 flexibel; sie waren in der untersuchten Zeitperiode keinem Währungsverband angeschlossen. Zweitens sind beide Währungen zwar potentielle, aber nicht eigentliche Reservewährungen. Die in die

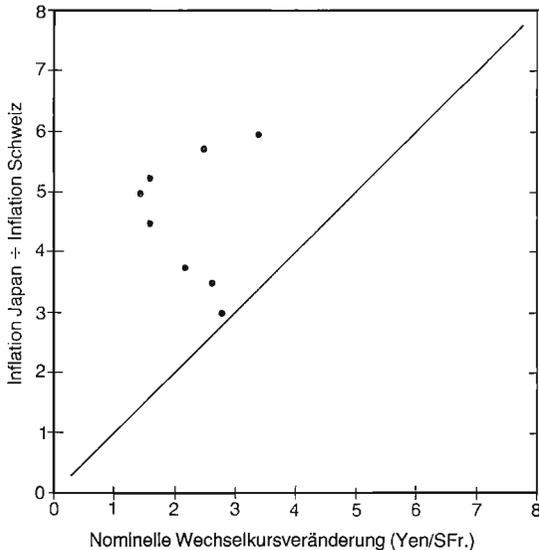
Untersuchung einbezogene Zeitperiode umfasst die Periode von 1973.I bis 1982.IV. Bei der Mittelbildung gehen 30 Werte verloren. Die gefilterten Reihen sind entsprechend kürzer, so dass sich das Intervall auf die Periode vom vierten Quartal 1976 bis zum vierten Quartal 1978 reduziert.

In *Graphik 15* sind die ungefilterten Werte (d.h. $\alpha = 0$) der Inflationsdifferenzen und der nominalen Wechselkursveränderungen eingetragen. Wie beim analogen Bild für die Quantitätstheorie (*Graphiken 1 und 2*) ergibt *Graphik 15* einen deutlichen Hinweis darauf, dass auch die Kaufkraftparitätentheorie keine kurzfristigen Phänomene erklärt. Die Inflationsraten waren zwar in Japan höher als in der Schweiz, während sich der Yen gegenüber dem Schweizerfranken tendenziell abwertete. Der Zusammenhang ist jedoch sehr lose. Es lässt sich keine Tendenz zur 45°-Linie erkennen.

Graphiken 16 und 17 sind mit gefilterten Zeitreihen erstellt worden, d.h., es wurden für α Werte von 0.8 und 0.95 vorgegeben. In *Graphik 16* ist deutlich die Formierung der Punkte zu einer Linie sichtbar. In *Graphik 17* nähert sich die Linie der Punkte vermehrt der 45°-Achse. Vergleicht man diese Bilder mit den entsprechenden Bildern zur Quantitätstheorie, so stellt man vor allem zwei Unterschiede fest: Erstens ist die Annäherung an

Graphik 15: Inflation und Yen-Kurs ($\alpha = 0$)



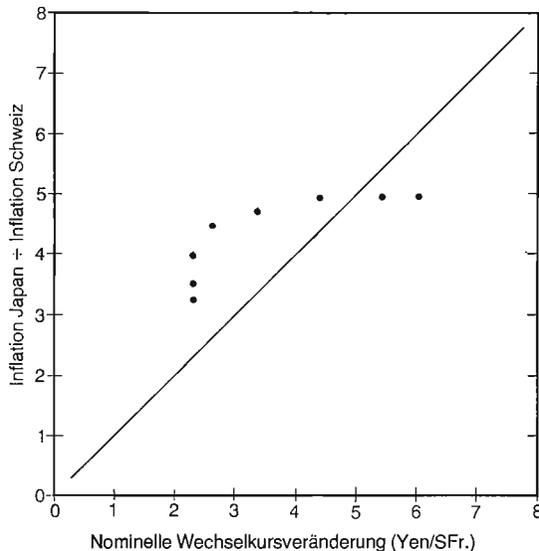
Graphik 16: Inflation und Yen-Kurs ($\alpha = 0.8$)

die 45°-Linie ($\alpha = 0.95$) beim zweiten Test (Kaufkraftparitäten) nicht so deutlich wie beim ersten (Quantitätstheorie, Graphik 12), und zweitens formieren sich die Punkte beim zweiten Test bereits bei $\alpha = 0.8$ zu einer Linie. Aus der ersten Beobachtung lässt sich schliessen, dass der quantitätstheoretische Zusammenhang in der langen Frist besser ersichtlicher wird als die Kaufkraftparitätentheorie. Dies ändert nichts an der Tatsache, dass die Evidenz in beiden Fällen deutlich zum Ausdruck kommt. Die Formierung der Punkte zu einer Linie in Graphik 16 ist eine Folge davon, dass bereits die leicht gefilterten Änderungen der Kaufkraftparitäten eine hohe Autokorrelation aufweisen; eine Feststellung, welche für die Analyse solcher Abweichungen von Interesse sein dürfte.⁶

5.3. Die Kaufkraftparität im Mehrländervergleich

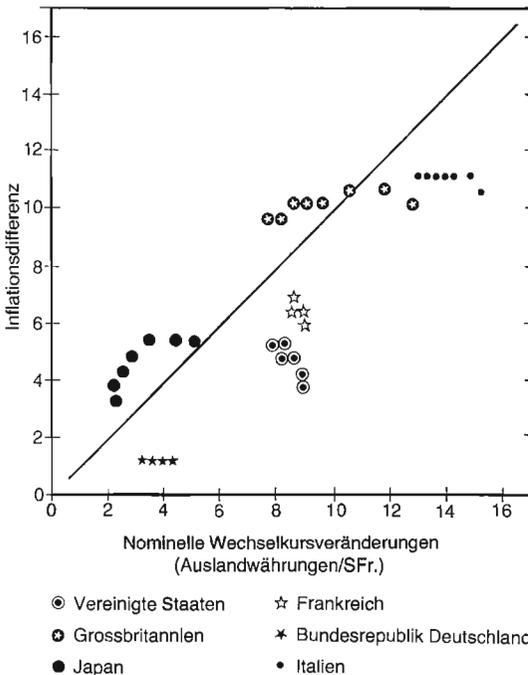
Im Beispiel für die Kursrelation zwischen Japan und der Schweiz hat der Filter mit einem Wert von 0.95 für den Gewichtungsfaktor eine gute Übereinstimmung gebracht. Der Test wird nun auf die Wechselkurse des Schweizerfrankens gegenüber mehreren Währungen ausgedehnt. In Graphik 18 sind die gefilterten Reihen der Wechselkursveränderungen und der Inflationsdifferenzen zwischen der Schweiz und den sechs Ländern USA, Grossbritannien, Japan, Frankreich, Bundesrepublik Deutschland und Italien eingetragen.

Die Graphik zeigt, dass sich die Punkte um die 45°-Linie gruppieren. Die Länder mit den höchsten Inflationsraten (Italien und Grossbritannien) weisen dementsprechend die stärksten Abweichungen ihrer Währungen auf. Die Tatsache, dass die Punkte sich lediglich um die 45°-Linie formieren und nicht genau auf diese zu liegen kommen, macht deutlich, dass die Kaufkraftparitätentheorie nur der Tendenz nach erfüllt ist. Einzig für die Währungen Grossbritanniens und Frankreichs lassen sich keine signifikanten Kaufkraftdifferenzen feststellen. Eine leichte reale Aufwertung des Schweizerfrankens ergab sich gegenüber der D-Mark, dem US-Dollar und der italienischen Lira (Punkte liegen mehrheitlich unter der 45°-Linie). Der japanische Yen gewann längerfristig gegenüber dem Schweizerfranken real an Wert.

Graphik 17: Inflation und Yen-Kurs ($\alpha = 0.95$)

⁶ Eine gewisse Autokorrelation wird durch die Filterung selbst verursacht. Ein mit obigem Filter transformierter «White Noise»-Prozess hat eine theoretische Autokorrelation erster Ordnung von $\frac{2\alpha}{1+\alpha^2}$. Die bei den Kaufkraftparitäten beobachtbare Autokorrelation ist jedoch wesentlich höher, so dass sie nicht als statistisches Artefakt erklärt werden kann.

Graphik 18: Inflation und Wechselkurs des Schweizerfrankens ($\alpha = 0.95$)



Die *Graphiken 15–18* illustrieren, dass erst bei starker Filterung, d.h. grossem α , die Punkte in den Graphiken nahe bei der 45°-Linie liegen. Der von der Kaufkraftparitätentheorie postulierte Zusammenhang zwischen Inflationsdifferenzen und Wechselkursveränderungen ist somit nur als längerfristiges Phänomen zu verstehen.

6. Schlussbemerkungen

Ausgangspunkt der vorliegenden empirischen Untersuchung bildet die Quantitäts- und Kaufkraftparitätentheorie. Als Hypothese wird unterstellt, dass diese nur in der langen, nicht jedoch in der kurzen Frist Gültigkeit besitzen.

Die den beiden Theorien zugrunde liegenden Beziehungen sind anhand schweizerischer Daten mit einer speziellen Filtertechnik untersucht worden. Diese wurde von Lucas (1980) übernommen, der damit die Quantitätstheorie für die USA überprüfte. Der Vorteil der Methode besteht hauptsächlich darin, dass sie die Probleme bei der Unterscheidung zwischen langer und kurzer

Frist auf analytisch zweckmässige Weise anzugehen vermag.

Zusammenfassend zeigen die vorgelegten Resultate, dass die Entwicklung der Inflation und der Wechselkurse in der Schweiz seit 1973 sehr wohl in klassischer Tradition, d.h. als monetäres Phänomen, verstanden werden kann. In der langen Frist korrelieren sowohl die Inflationsrate mit dem Überschusswachstum der Geldmenge als auch die nominellen Wechselkursänderungen mit den Inflationsdifferenzen. Im weitern geht aus den vorgelegten Untersuchungen hervor, dass der Zusammenhang zwischen Geldmenge – und zwar definiert als Notenbankgeldmenge – und der Inflation seit 1973 eher enger geworden ist, als er zur Zeit fester Wechselkurse war.

In der kurzen bis mittleren Frist sind aber die Quantitäts- und Kaufkraftparitätentheorie nicht in der Lage, die Preis- und Wechselkursentwicklung zu erklären. Beide Theorien sind somit als Grundlage für kurzfristige Prognosen ungeeignet. Bei den Abweichungen der Wechselkurse von den Kaufkraftparitäten ist zudem der Hinweis auf eine starke Autokorrelation aufgetaucht, eine Tatsache, welche bei der Theoriebildung berücksichtigt werden sollte.

Literatur

- Bilson, J.F.O. (1979), Recent Developments in Monetary Models of Exchange Rate Determination, *IMF Staff Papers*, Vol. 26, S. 201–223.
- Friedman, M. (1956), The Quantity Theory of Money – A Restatement, in Friedman, M. (Hg.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago, S. 3–21.
- Hume, D. (1752), *Political Discourses*, Edinburgh.
- Lucas, R.E. Jr. (1980), Two Illustrations of the Quantity Theory of Money, *American Economic Review*, Vol. 70, S. 1005–1014.
- Niehans, J. (1981), Static Deviations from Purchasing Power Parity, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 7, S. 57–68.
- Officer, H. (1976), The Purchasing-Power-Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article, *IMF Staff Papers*, Vol. 23, S. 1–60.
- Rich, G., und Béguelin, J.-P. (1982), Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s, An Experiment in Pragmatic Monetary Policy, Discussion Paper, Schweizerische Nationalbank, Zürich.
- Saïdi, N., und Swoboda, A.K. (1981a), Exchange Rates, Prices and Money: Switzerland in the 1920s and 1970s, Discussion Paper, Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales, Genève.
- (1981b), Nominal and Real Exchange Rates: Issues and Some Evidence, Discussion Paper, Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales, Genève.
- Sargent, T. (1979), *Macroeconomic Theory*, New York.

Das Problem der Währungsabsicherung aus der Sicht der Schweizerischen Nationalbank

Dr. Mario A. Corti*

Seit dem Übergang zum System flexibler Wechselkurse sind bereits mehr als zehn Jahre verflossen. Mit der Zäsur vom 23. Januar 1973 haben sich die monetären Rahmenbedingungen der schweizerischen Wirtschaft tiefgreifend geändert. Einerseits erlaubte die Freigabe des Frankenkurses der Notenbank, die Kontrolle über das Geldmengenwachstum in den Griff zu bekommen und damit eine wesentliche Voraussetzung für die Wiedergewinnung der Preis- und Kostenstabilität zu schaffen. Andererseits aber stellten und stellen die häufig unerwarteten und oft heftigen Kurschwankungen unsere auslandverflochtenen Unternehmen vor immer wieder neue Währungsprobleme.

Diese Probleme sind in der Regel um so schwieriger, je weniger eine Firma in der Lage ist, langfristig zu denken und zu handeln. Ein sehr grosses, kapitalkräftiges Unternehmen mit regelmässig anfallenden Auslandsaufträgen und verschiedensten Mittelbeschaffungsmöglichkeiten in Fremdwährung wird es normalerweise leichter haben als ein binnenorientierter Mittelbetrieb, der nur sporadisch mit dem Problem der Währungsabsicherung konfrontiert wird. Um so wichtiger ist es deshalb gerade für einen Mittelbetrieb, die Natur des Währungsrisikos gedanklich zu durchdringen und die möglichen Absicherungsmaßnahmen sorgfältig an seine spezifischen Gegebenheiten anzupassen.

Damit ist bereits angedeutet, dass auch die Schweizerische Nationalbank keine Patentrezepte zur Lösung des Absicherungsproblems vermitteln kann. Hingegen wird nachstehend versucht, auf einige Überlegungen und Erkenntnisse hinzuweisen, die es erleichtern sollen, das Problem der Währungsabsicherung in angemessener Perspektive zu betrachten. Obwohl die Situation des Exporteurs im Vordergrund steht, gelten

die meisten Aussagen mutatis mutandis für den mit Währungsrisiken konfrontierten Importeur.

Im Rahmen dieser Tagung wurde bereits dargestellt, wie mannigfaltig und schwer erfassbar die Bestimmungsfaktoren flexibler Wechselkurse sind und welche ansehnliche Zahl von Instrumenten dem Zwecke der Währungsabsicherung dienen kann. Ich möchte mich deshalb ganz bewusst auf einige Teilaspekte der Währungsabsicherung am Devisenterminmarkt beschränken, wobei drei Fragen näher untersucht werden sollen:

- (I) Welche grundsätzlichen Kurssicherungsstrategien stehen einem in Fremdwährung fakturierenden Exporteur am Devisenterminmarkt zur Verfügung?
- (II) Wie unterscheiden sich die ertragsmässigen Ergebnisse der möglichen Kurssicherungsstrategien?
- (III) Warum und wie ergänzt das neuartige Instrument der Devisenoption die bestehenden Kurssicherungsfaszilitäten?

Nicht eingetreten wird in diesem Referat auf die Möglichkeiten und Grenzen der Nationalbank, Wechselkursfluktuationen in Schranken zu halten. Im folgenden wird somit angenommen, dass die Wechselkurse frei schwanken und dass die Notenbank ihre Geldmengenpolitik auf das Ziel der Preisstabilität ausrichtet.

I Welche Kurssicherungsstrategien stehen einem Exporteur am Devisenterminmarkt zur Verfügung?

Ein Exporteur, der wiederkehrende Deviseneingänge in konvertiblen Währungen erwartet, hat verschiedene Möglichkeiten der Kurssicherung. Verzichtet er auf eine jeweils kongruente Verschuldung in Fremdwährung oder auf eine Absicherung bei der Exportrisikogarantie (ERG), so hat er am Devisenterminmarkt die Wahl zwischen drei Verhaltensweisen. Er kann

- überhaupt nie absichern (stets per Kassa konvertieren);

* Schweizerische Nationalbank, Zürich. Gekürzte und leicht überarbeitete Fassung eines Referats, gehalten am 24. September 1982 im Rahmen des Aussenwirtschaftlichen Seminars 1982 des Schweizerischen Instituts für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Marktforschung, St. Gallen.

- immer absichern (auf Termin verkaufen);
- selektiv absichern (je nach Einschätzung der Aussichten).

Es stellt sich somit die Frage, welches Vorgehen am erfolgversprechendsten ist. Eine Absicherung eliminiert die Unsicherheit über den künftigen Wechselkurs, und hierin liegt ihr Nutzen; sie ist aber gleichzeitig mit Kosten verbunden. Über die tatsächlichen Kosten einer Kurssicherung bestehen jedoch häufig Unklarheiten. Nach einer auch heute noch verbreiteten Auffassung entsprechen diese Kosten dem Terminabschlag, d.h. also der Differenz zwischen dem heutigen Kassakurs und dem (unter schweizerischen Verhältnissen) normalerweise tieferen Terminkurs. Begründet wird diese Betrachtungsweise mit dem Hinweis, nach Abschluss eines Devisentermingeschäfts sei nur noch der vereinbarte Terminkurs massgebend; die laufende Entwicklung des Kassakurses hingegen sei für den Exporteur irrelevant geworden.

Diese «buchhalterische» Betrachtungsweise stellt die Einzeltransaktion in den Vordergrund. Von «ökonomischen» Kosten einer Kurssicherungsstrategie kann aber auf die Dauer nur dann gesprochen werden, wenn im Schnitt und über längere Zeit gemessen der in Franken konvertierte, akkumulierte Devisenerlös bei einer bestimmten Strategie tiefer liegt als bei einer anderen möglichen Strategie. In diesem Lichte gesehen ist es keineswegs offensichtlich, dass eine Absicherung am Terminmarkt ins Gewicht fallende Kosten mit sich bringt. Diese These soll in diesem Referat begründet werden.

Betrachtet wird das Währungsgeschehen der letzten zehn Jahre, das durch starke Schwankungen von Wechselkursen und Zinssätzen geprägt war. Dabei bleibe dahingestellt, welche Faktoren letztlich diese Veränderungen bewirkten: der in Fremdwährung fakturierende Exporteur musste damit leben und danach trachten, sich gegen negative Wechselkurseinflüsse bestmöglich zu schützen.

Es wird des weiteren angenommen, der Exporteur habe am Ende jeder Absicherungsperiode mit einem gleichbleibenden Fremdwährungseingang rechnen können. Die Unsicherheit bezieht sich also ausschliesslich auf den zukünftigen Kassakurs, nicht aber auf den Umfang oder den Zeitpunkt der erwarteten Zahlungseingänge; diese vereinfachende Annahme erlaubt es, die Re-

sultate der drei Kurssicherungsstrategien sauber zu vergleichen. Dabei werden bei der dritten Strategie, die einen ganzen Fächer von Möglichkeiten umfasst, zwei Extremfälle unterschieden. «Gut» ist jene selektive Strategie, die den unter den gegebenen Umständen bestmöglichen Durchschnittskurs erreichte; «schlecht» ist jene selektive Strategie, die den unter den gegebenen Umständen ungünstigsten Durchschnittskurs erzielte.

Massgebend für die Qualität einer Strategie sind einerseits der erreichte Durchschnittskurs aus den Konversionen von Fremdwährung in Franken und andererseits die Streuung um diesen Kurs. Grundmass der Streuung ist die statistische Varianz, d.h. also die mittlere quadratische Abweichung der erfassten Werte von ihrem Durchschnittswert. In den *Tabellen 1 und 2* wird diese Streuung auf zwei Arten ausgedrückt: durch die Standardabweichung und durch den Variationskoeffizienten. Die Standardabweichung ist nichts anderes als die Quadratwurzel aus der Varianz, m.a.W. die Streuung wird in den gleichen Einheiten, nämlich Franken, wie der Durchschnittskurs selbst ausgedrückt. Der Variationskoeffizient schliesslich ist einfach das Verhältnis der Standardabweichung zum Durchschnittskurs. Die vorteilhafteste Absicherungsstrategie wäre somit jene, die den höchsten Durchschnittskurs und gleichzeitig die geringste Streuung aufweist.

II Wie unterschieden sich die Ergebnisse der möglichen Kurssicherungsstrategien?

Die Ergebnisse der verschiedenen Kurssicherungsstrategien wurden anhand der tatsächlichen Kassa- und Terminkurse der letzten Jahre durchgerechnet. Dabei wurden die Dollarterminkurse gegen Schweizerfranken für drei und zwölf Monate erfasst und mit den jeweils drei bzw. zwölf Monate später beobachteten Kassakursen verglichen. Untersucht wurde ein verhältnismässig langer Zeitraum (Mitte 1973 bis Mitte 1982 im Falle des Dreimonatstermindollars, Beginn 1975 bis Mitte 1982 im Falle des Jahrestermindollars). Die Daten stammen von der Devisenabteilung der Schweizerischen Nationalbank (11-Uhr-Kurse auf dem Interbankmarkt).

Tabelle 1 zeigt, dass die Strategien «Nie absichern» und «Immer absichern» praktisch zum

**Tabelle 1: Absicherung des Dollars auf drei Monate*
(1973.6 – 1982.6, etwa 2200 Werktage)**

	Nie absichern	Immer absichern	Selektiv «gut» absichern	Selektiv «schlecht» absichern
Durchschnittskurs	2.2336	2.2360	2.2918	2.1738
Standardabweichung	0.4942	0.5239	0.5184	0.4963
Variationskoeffizient	0.2213	0.2342	0.2262	0.2283
Minimum	1.464	1.431	1.580	1.431
Maximum	3.426	3.462	3.462	3.167
Differenz	1.962	2.031	1.882	1.736

* Der Autor dankt Herrn Dr. Jean-Pierre Béguelin, Forschungsabteilung der Schweizerischen Nationalbank, für seine Hilfe bei den Berechnungen der hier vorgelegten Ergebnisse.

**Tabelle 2: Absicherung des Dollars auf ein Jahr*
(1975.1 – 1982.6, etwa 1850 Werktage)**

	Nie absichern	Immer absichern	Selektiv «gut» absichern	Selektiv «schlecht» absichern
Durchschnittskurs	2.0735	2.1140	2.2167	1.9701
Standardabweichung	0.3765	0.5180	0.4445	0.4295
Variationskoeffizient	0.1801	0.2450	0.2005	0.2180
Minimum	1.464	1.325	1.533	1.325
Maximum	2.755	3.455	3.455	2.755
Differenz	1.291	2.13	1.922	1.430

* Für die Jahre 1973 und 1974 sind die Daten bei der Nationalbank noch nicht in geeigneter Form gespeichert.

gleichen durchschnittlichen Ergebnis, nämlich zu einem Kurs des Dollars von 2.23 Franken, führten. Der Vorteil vollkommener Voraussicht (selektiv «gut» absichern) betrug etwa 6 Rappen pro Dollar, der Nachteil falscher Prognosen (selektiv «schlecht» absichern) etwa gleichviel. Keine ins Gewicht fallenden Unterschiede sind bezüglich der Streumasse festzustellen.

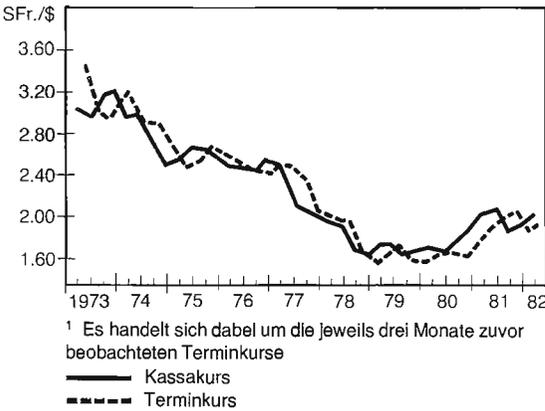
Auch bei der Absicherung auf zwölf Monate lauten die in Tabelle 2 dargestellten Ergebnisse recht ähnlich. Der Unterschied zwischen «Immer» und «Nie» absichern beträgt 4 Rappen oder lediglich etwa 2% des erzielten Durchschnittskurses. Dieses Resultat wirkt etwas überraschend, wenn man sich vor Augen hält, dass anderweitige, nicht mit Währungsproblemen verknüpfte Geschäftsrisiken wesentlich grössere Umsatzeinbussen bewirken können.

Ebenso bemerkenswert ist die Tatsache, dass perfekte Prognosen am Devisenmarkt zwar viel Geld wert sind, aber vielleicht doch etwas weniger, als man auf den ersten Blick annehmen könnte. Beim Jahrestermindollar hätten im betrachteten Zeitraum perfekte Prognosen einen

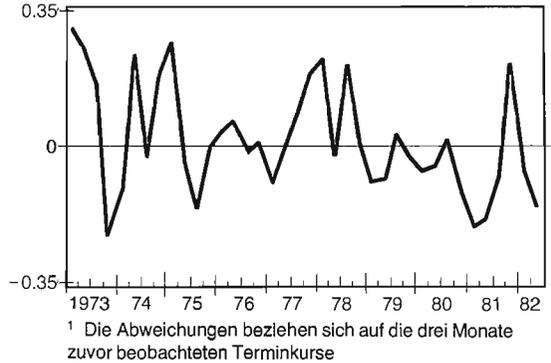
Kursvorteil von im Schnitt etwa 13 Rappen pro Dollar gebracht (2.2167 minus 2.0988, dem Mittel aus 2.0735 und 2.1140). Diese Verbesserung entspricht knapp 6% des mit einer konsistenten (und in diesem Sinne «passiven») Absicherungsstrategie erzielbaren Durchschnittskurses. Völlig falsche Prognosen, die zu einer im nachhinein schlechtestmöglichen Verhaltensweise führten, hätten einen Kursnachteil von im Schnitt ebenfalls etwa 13 Rappen pro Dollar gebracht. Nimmt man nun an, ein selektiv absichernder Exporteur prognostiziere auf die Dauer etwa zur Hälfte «gut», zur anderen Hälfte jedoch «schlecht», dann liegen die Resultate seiner selektiven Strategie schliesslich nicht weit entfernt von jenen eines Exporteurs mit konsequenter, d.h. «passiver» Verhaltensweise.

Die mit den oben vorgelegten Ergebnissen im Einklang stehende Hypothese, wonach Devisenterminkurse zwar nicht unbedingt gute, aber systematisch unverzerrte Prognosen für die zukünftigen Kassakurse liefern, wurde in der ökonomischen Literatur wiederholt überprüft. Sie konnte bis heute nicht schlüssig widerlegt werden.

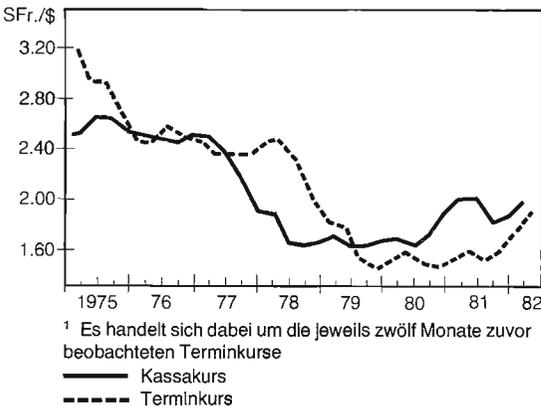
Grafik 1: Kassa- und Dreimonatsterminkurse¹ des Dollars



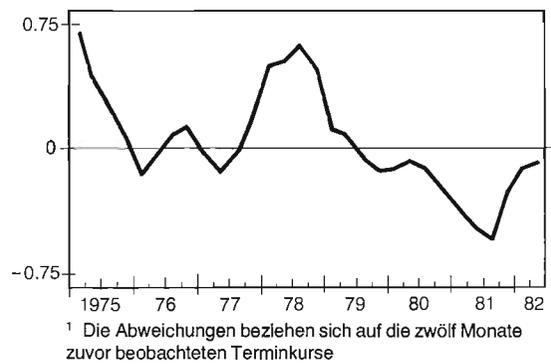
Grafik 2: Abweichungen der Kassakurse von den Dreimonatsterminkursen¹ des Dollars



Grafik 3: Kassa- und Jahresterminkurse¹ des Dollars



Grafik 4: Abweichungen der Kassakurse von den Jahresterminkursen¹ des Dollars



Die Geister scheiden sich aber an der Qualität des in den einzelnen Untersuchungen verwendeten Datenmaterials, an der Berechnungsart der zugrundeliegenden Transaktions- und Informationskosten, an den Annahmen bezüglich der Risikoeinstellung der Marktteilnehmer und anderem mehr. Das letzte Wort bezüglich der «Richtigkeit» dieser Hypothese ist somit noch nicht gesprochen.

Immerhin sei angedeutet, weshalb einiges für die Hypothese spricht. Warum prognostizieren Terminkurse die zukünftigen Kassakurse systematisch unverzerrt? Mit andern Worten, weshalb bildet der Swapsatz (die Zinsdifferenz) im Schnitt und auf die Dauer gesehen eine vernünftige Prognose der künftigen Wechselkursverände-

rung? Im Kern ist dies der Tatsache zuzuschreiben, dass die Zinssätze weitgehend die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer widerspiegeln. Geht man davon aus, dass die Realverzinsung des Kapitals in vergleichbaren Industrieländern normalerweise keine grossen Unterschiede aufweist, dann entsprechen die Zinsdifferenzen im wesentlichen den Unterschieden in den Inflationserwartungen. Da sich nun aber die Binnenentwertung einer Währung früher oder später stets auch in ihrer Aussenentwertung niederschlagen muss, liefern die Terminkurse eine systematisch unverzerrte (und für die Benutzer erst noch kostenlos!) Prognose der künftigen Kassakurse.

Grafik 1 vergleicht die (vor jeweils drei Monaten

beobachteten) Terminkurse des Dollars mit den geltenden Kassakursen. Die Abweichungen, d.h. also die Prognosefehler, sind in *Grafik 2* dargestellt. Ein Blick auf die beiden Grafiken bestätigt, dass systematische Prognosefehler kaum vorzuliegen scheinen. Zum gleichen Schluss führt die Betrachtung der *Grafiken 3 und 4*, welche die absoluten Werte und die Prognosefehler der Terminkurse auf zwölf Monate enthalten.

Die weitgehende Übereinstimmung der ertragsmässigen Ergebnisse der Strategien «Nie absichern» und «Immer absichern» bedeutet selbstverständlich nicht, dass die erzielten Durchschnittskurse *eo ipso* auch wirtschaftlich «tragbar» sind. Diese Kurse mögen im Gegenteil, je nach momentanem Blickwinkel, einzelnen Marktteilnehmern «über-» oder «unterbewertet» erscheinen; eine allfällige Über- oder Unterbewertung des Kursniveaus stellt jedoch ein währungspolitisches Problem dar, das mit der Prognosefähigkeit des Terminkurses in bezug auf den künftigen Kassakurs – und damit mit dem hier behandelten Problem der Absicherung gegen Kursfluktuationen – in keinem direkten Zusammenhang steht.

Recht oft kann der kleine und mittlere Exporteur eine im bisherigen Sinne definierte «konsequente» Kurssicherungsstrategie deshalb nicht durchführen, weil er keine regelmässige Folge von Transaktionen, sondern lediglich einzelne Geschäfte abzuschliessen hat. Er kann also, durch den Zwang der Umstände bedingt, nur «zeitweise» Fremdwährung konvertieren. Dies ist nun ohne Zweifel ein erheblicher Nachteil, kann er sich doch nicht mehr auf das Gesetz der grossen Zahl verlassen. Er ist im Gegenteil mit drei möglichen Problemen konfrontiert:

- Sichert er die (unregelmässig anfallenden) Transaktionen am Devisenterminmarkt immer ab, dann hat er zwar eine genaue Kalkulationsgrundlage. Die Gefahr ist aber echt, dass er im Schnitt unter den Durchschnittskurs einer grossen Konkurrenzfirma, die täglich am Marke tätig ist, zu liegen kommt; denn die zeitliche Verteilung der Fremdwährungseingänge kann unter Umständen so ungünstig liegen, dass immer nur gerade die «schlechten» Kurse abgesichert werden.
- Verzichtet er umgekehrt auf eine Absicherung, dann fehlt ihm nicht nur die Kalkulationsgrundlage, sondern er setzt sich auch der noch viel

grösseren Gefahr eines starken Kurszerfalls nach unten aus; eine Gefahr, die er als Klein- oder Mittelbetrieb nie akzeptieren sollte. Auch diese Strategie kann im übrigen leicht zu einem im Schnitt ungünstigen Kurs führen, je nach zeitlichem Anfall der Fremdwährungseingänge.

- Verlässt er sich schliesslich für seinen Absicherungsentscheid auf Kursprognosen, um seine Fremdwährungseingänge nur teilweise abzuschliessen, dann wird er feststellen, dass Prognosen nicht eben billig und vor allem in der kurzen Frist oft unzutreffend sind.

Alles in allem sind deshalb die Klagen kleiner und mittlerer Exporteure über die «Kosten der Terminabsicherung» durchaus verständlich. Dabei muss jedoch immer ganz klar bleiben, dass die «Kosten» nicht etwa zwangsläufig mit der Terminabsicherung *per se* verbunden sind; vielmehr fehlen beim Klein- und Mittelbetrieb zuweilen die nötigen Voraussetzungen, um über lange Zeit hinweg eine konsequente Kurssicherungsphilosophie zu verfolgen und damit die ertragsmässige Äquivalenz der Strategien «Immer absichern» und «Nie absichern» überhaupt herzustellen.

Es ist somit nicht einfach, eine zweckmässige Lösung für den nur sporadisch mit der Absicherungsfrage konfrontierten Exporteur zu finden. Eine mögliche Lösung, mit der sich die Schweizerische Nationalbank seit Mitte 1978 intensiv befasst hat, bietet das Instrument der Devisenoption. Im Gegensatz zum konventionellen Devisenterminkontrakt, der durch beidseitigen Erfüllungszwang gekennzeichnet ist, offeriert die Devisenoption dem Inhaber, wie bereits der Name sagt, eine *Wahlmöglichkeit*. Diese kann für ihn von grossem Nutzen sein.

III Warum und wie ergänzt das neuartige Instrument der Devisenoption die bestehenden Kurssicherungsmöglichkeiten?

Eine Devisenverkaufsoption (currency put option) gibt dem Inhaber gegen Bezahlung einer (nicht rückerstattbaren) Prämie das Recht, nicht aber die Pflicht, einen vorbestimmten Betrag an Fremdwährung zu einem vorbestimmten Kurs und zu einem vorbestimmten Zeitpunkt gegen Franken verkaufen zu dürfen. Im Ausübungszeitpunkt wird deshalb der Exporteur prüfen, ob der

geltende Kassakurs oder aber der seinerzeit vereinbarte Terminkurs höher liegt. Tritt der erste Fall ein, so wird er auf die Ausübung der Option verzichten und zum (höheren) Kassakurs konvertieren. Im zweiten Fall wird er seine Option ausüben und die Fremdwährung zum (höheren) Terminkurs tauschen.

Der Optionsinhaber verfügt damit über einen grossen Vorteil: Er liegt – ohne Prognosen irgendwelcher Art anstellen zu müssen – garantiert auf der «besseren» Seite des Marktes. Die Resultate der Absicherungsstrategie «Selektiv gut absichern» sind ihm somit sicher, ohne dass er tiefschürfende Währungsanalysen durchführen musste. Sein Durchschnittskurs (vor Abzug der Prämie) wird höher liegen als jener einer Strategie des «Immer» oder «Nie» Absicherns.

Es liegt nun aber auf der Hand, dass es auf einem freien Markt nichts umsonst geben kann. Deshalb wird eine Optionsprämie die unbestreitbaren Vorteile der Option so neutralisieren, dass der Durchschnittskurs nach Abzug der Prämie auf einen Wert fällt, der in der Regel in der Nähe des Durchschnittskurses einer «passiven» Kursicherungsstrategie liegen dürfte. Mit anderen Worten: Der finanzielle Vorteil der mit einer Verkaufsoption unweigerlich verbundenen «perfekten» Prognose wird durch die Prämie wieder vollumfänglich «weggesteuert». Im Schnitt und auf die Dauer steht deshalb zu erwarten, dass der Nettodurchschnittskurs einer Strategie «Immer mittels Verkaufsoption absichern» nicht wesentlich abweicht von den Ergebnissen der Strategien «Immer» oder «Nie» absichern. Theoretisch sollte die Schwankungsbreite der mittels Option abgesicherten Kurse kleiner werden; die empirischen Zahlen in diesem Referat (Termin-dollar auf drei und zwölf Monate) geben dafür allerdings noch wenig Anhaltspunkte.

Zuweilen wird bezweifelt, ob Devisenoptionen wirklich eine echte Verbesserung der Kurssicherungsmöglichkeiten bieten können. Diese Frage ist jedoch zu bejahen. Allerdings nicht in dem Sinne, dass dem Exporteur bei marktkonformer Optionsprämie ein finanzieller Vorteil übrigbleiben würde. Sondern vielmehr in dem Sinne, dass dem Exporteur – verglichen mit der herkömmlichen Wahl zwischen «Nichtstun» und «Absicherung am Terminmarkt» – tatsächlich eine neue Dimension der Kurssicherung eröffnet wird. Diese Dimension kann vor allem dann nutzbringend

eingesetzt werden, wenn Fremdwährungseingänge (a) entweder nur sporadisch anfallen und/oder (b) im Absicherungszeitpunkt ihrem Umfang nach nicht genau bekannt sind.

a) Der kleine und mittlere Exporteur, der nur von Zeit zu Zeit absichert, dürfte in der Regel eine Devisenverkaufsoption einem Devisenverkaufskontrakt vorziehen. Dies deshalb, weil sein Risiko in jedem Fall auf den Betrag der Prämie begrenzt ist und weil er bei stark steigendem Kassakurs nicht auf einen möglichen Kursgewinn verzichten muss. Entscheidend für ihn ist natürlich die Höhe der Optionsprämie. Nachdem der gewerbsmässige Handel mit Devisenoptionen in der Schweiz und im Ausland erst vor kurzem aufgenommen wurde, kann über die Höhe der Prämie noch nicht viel gesagt werden. Immerhin deutet bis jetzt nichts auf radikale Abweichungen von der im Schnitt und auf die Dauer theoretisch zu erwartenden Prämie hin. Damit besteht für den nur sporadisch absichernden Exporteur eine echte Chance: nämlich die, ertragsmässig Durchschnittskurse erzielen zu können, die sonst grossen und regelmässig absichernden Firmen vorbehalten bleiben müssen. Je breiter und tiefer der Markt für Devisenoptionen, desto besser stehen natürlich die diesbezüglichen Chancen des kleinen und mittleren Exporteurs.

b) Unsicherheit über den Umfang künftiger Zahlungseingänge birgt ein spezielles Risiko, das sog. Währungs eventualrisiko in sich. Dieses ist realisiert, wenn nach Abschluss eines Terminverkaufskontraktes der Zahlungseingang geringer als erwartet ausfällt und der Kassakurs im Erfüllungszeitpunkt des Terminkontrakts über dem seinerzeit vereinbarten Terminkurs liegt. Der Exporteur muss dann seinen Verkaufskontrakt mit Verlust glattstellen, indem er Devisen am Kassamarkt kauft und zum seinerzeit vereinbarten, tieferen Terminkurs an seine Bank liefert. Devisenverkaufsoptionen bringen hier eine elegante Lösung, die insbesondere im Falle von Offertstellungen erhebliche Vorteile bringt: man kann den Kurs absichern, obwohl noch keine Gewissheit über die künftigen Zahlungseingänge besteht. Die Schweizerische Nationalbank hat von 1978 bis 1981 mit ihren Devisenbezugsrechten (DBR) erste Schritte in diese Richtung unternommen und begründet deshalb im Grundsatz den im Herbst 1982 eingeführten Handel in Devisenkaufs- und -verkaufsoptionen.

Es wäre allerdings irreführend, wenn das neue Instrument der Devisenoption zur Lösung aller bisher nicht bewältigten Absicherungsprobleme empfohlen würde. Zunächst bleibt abzuwarten, in welchem Umfang es in verschiedenen Marktphasen gelingt, genügend Aussteller von Devisenoptionen zu finden. Im Gegensatz zum Devisenterminmarkt setzt nämlich der Devisenoptionenmarkt voraus, dass gewisse Marktteilnehmer (die Aussteller von Optionen) bereit sind, gegen Erhalt einer Prämie das Währungsrisiko von anderen Marktteilnehmern (den Erwerbenden von Optionen) zu übernehmen. Angebot und Nachfrage werden dabei durch den Optionspreis, d.h. durch die Höhe der Prämie, ins Gleichgewicht gebracht. Darüber hinaus ist festzustellen, dass für Devisenoptionen vorläufig mancherlei Beschränkungen gelten: so die verfügbaren Währungen, die Laufzeiten, die möglichen Ausübungszeitpunkte und -kurse u.a.m.

Die Erfahrung wird zeigen, bis zu welchem Grad Devisenoptionen die in sie gesetzten Erwartungen zu erfüllen vermögen. Für eine abschliessende Beurteilung ist der Zeitpunkt noch nicht gekommen; Bestrebungen im Ausland zeigen aber, dass auch dort mit einem Aufschwung dieses neuen Kurssicherungsinstruments gerechnet wird.

Schlussfolgerungen

Das Problem der Währungsabsicherung stellt sich für jede Firma in einem etwas anderen Lichte. Patentrezepte gibt es aus der Sicht der Schweizerischen Nationalbank keine. Verzichtet ein in Fremdwährung fakturierender Exporteur auf eine laufzeitmässig kongruente Verschuldung in dieser Währung und gleichzeitig auf eine Währungsgarantie der ERG, dann steht ihm zur Absicherung seiner Kursrisiken in erster Linie der Devisenterminmarkt zur Verfügung.

Dieses Referat hat sich mit drei praktischen, für den am Terminmarkt operierenden Exporteur wichtigen Fragen beschäftigt: (1) Welche grundsätzlichen Strategien kann er am Devisenterminmarkt verfolgen? (2) Wie unterscheiden sich deren ertragsmässige Ergebnisse? (3) Welchen Stellenwert soll er dem neuen Instrument der Devisenoption zuordnen?

Einfache theoretische Überlegungen und beschränkte empirische Überprüfungen führten zur Formulierung folgender Erkenntnisse:

- Wer über genügend viele Abrechnungsperioden gleichmässige Zahlungseingänge hat und eine konsistente Strategie verfolgen kann, ist rein ertragsmässig gesehen weitgehend indifferent zwischen «Immer absichern» und «Nie absichern». Dadurch ist er grundsätzlich nicht auf den Devisenterminmarkt angewiesen. Er wird aber vorsichtshalber – vor allem als kleine Firma – regelmässig absichern, wenn er keine «bösen» Überraschungen erleben möchte (Zerfall des Kassakurses in unerwartet hohem Ausmass), innerbetrieblich über präzise Kalkulationsgrundlagen verfügen will und bereit ist, als Preis dafür auf «gute» Überraschungen (als Folge eines unerwarteten Anstiegs des Kassakurses über den seinerzeit vereinbarten Terminkurs) zu verzichten. Per Saldo sind jedoch die Kurssicherungskosten am Terminmarkt nicht unzumutbar «hoch», sondern eher annähernd gleich Null, weil sich auf die Dauer «Gewinne» und «Verluste» kompensieren, die aus der mangelnden Prognosepräzision des Terminkurses in bezug auf den künftigen Kassakurs entstehen.
- Wer selektiv absichert, beansprucht im Prinzip, kurzfristige Wechselkursprognosen so einsetzen zu können, dass der Durchschnittskurs über jenem einer «passiven» Strategie liegt. Dies dürfte auf die Dauer den wenigsten Exporteuren gelingen; hätten sie diese Fähigkeit, so könnten sie getrost auf eine industrielle Tätigkeit verzichten und ihr Einkommen mit Devisengewinnen erzielen!
- Wer schliesslich einerseits zugibt, keine speziellen Prognosefähigkeiten zu besitzen, andererseits aber nie den Vorwurf entgangener Gewinne zu hören bekommen möchte, dem steht die Devisenoption zur Verfügung. Viele Exporteure gehören vermutlich in diese letztgenannte Kategorie; deshalb ist zu erwarten, dass das Marktpotential für Devisenoptionen bei einer einigermaßen marktconformen Prämie beträchtlich sein könnte. Klar muss dabei bleiben, dass der Durchschnittskurs nach Abzug der Prämie im besten Fall dem Durchschnittskurs einer «passiven Strategie» entsprechen dürfte.

Schwieriger zu lösen sind die Probleme jener

Exporteure, die zwar nicht selektiv absichern wollen, de facto aber dazu gezwungen sind, weil ihr Fremdwährungsengang aus grösseren, sporadischen Einzelgeschäften und nicht aus einer Reihe regelmässig anfallender Transaktionen besteht. Eine mögliche Verbesserung der bestehenden Kurssicherungsmöglichkeiten zeichnet sich für diese Exporteure ebenfalls mit den neu geschaffenen Devisenoptionen ab. Bei marktkonformer Prämie steht nämlich zu erwarten, dass Optionen im Falle von Einzeltransaktionen dem konventionellen Terminkontrakt überlegen sind. Dies deshalb, weil sie das Währungsrisiko ausschalten, das Risiko des Inhabers auf den Betrag der Prämie beschränken und die Möglichkeit zur Realisierung allfälliger Kursgewinne belassen. Auch im Falle von Offertstellungen in Fremdwährung können Optionen nützliche Dienste zur Absicherung des Währungsrisikos leisten. Erst die Erfahrung wird allerdings zeigen, ob all diese hohen Erwartungen in der harten Alltagspraxis auch erfüllt werden können.

Änderung der Berechnungsweise der Wechselkursindizes

Dr. Herbert Seiterle*

Im vergangenen Jahr entwickelten die Schweizerische Nationalbank, das Bundesamt für Konjunkturfragen und die Eidgenössische Finanzverwaltung ein gemeinsames Konzept zur Berechnung der realen und nominellen Wechselkursindizes. Bei den realen Indizes wurde eine neue Basis gewählt und dem Wunsch nach rascherer Information Rechnung getragen. Der Berechnung der nominellen Indizes wurde die gleiche Basis wie bei den realen zugrunde gelegt und beim nominellen Gesamtindex vom arithmetischen zum geometrischen Mittel übergegangen. Die Gründe für diese Änderungen werden im folgenden dargestellt.

Bisher veröffentlichten zwei schweizerische Stellen Wechselkursindizes – das Bundesamt für Konjunkturfragen nach Berechnungen der Eidgenössischen Finanzverwaltung und die Schweizerische Nationalbank. Die Reihen unterschieden sich hauptsächlich durch ihren Basiszeitraum. Die Berechnungen der neuen Indizes werden nun von der Eidgenössischen Finanzverwaltung durchgeführt und ab Februar 1983 übereinstimmend vom Bundesamt für Konjunkturfragen und der Schweizerischen Nationalbank publiziert.

Die realen Indizes

Der reale Wechselkursindex der Währung i ist eine Masszahl für den realen Wert des Schweizerfrankens gegenüber der Währung i und berechnet sich nach der Formel¹

$$R_{it}^0 = \frac{W_{i0}}{W_{it}} \cdot \frac{P_{i0}}{P_{it}} \cdot \frac{P_{0t}}{P_{00}}$$

* Bankwirtschaftliche Abteilung der Schweizerischen Nationalbank

¹ Symbolik

W_{it}	Wechselkurs der Währung i im Zeitraum t , gemessen als Anzahl Einheiten inländischer Währung pro Einheit ausländischer Währung
P_{it}	Index der Konsumentenpreise des Landes der Währung i im Zeitraum t
g_{it}	Anteil des Landes der Währung i am Gesamtexport in Schweizerfranken in die 15 wichtigsten Exportländer im Zeitraum t
$i = 0$	Schweizerfranken, $i = 1, \dots, 15$ Ausländwährungen
$t = 0$	Basiszeitraum

Der reale Gesamt-Wechselkursindex wird als exportgewichtetes arithmetisches Mittel der einzelnen realen Wechselkursindizes berechnet:

$$R_t^0 = \sum_{i=1}^{15} R_{it}^0 \cdot g_{it}$$

Ein Gesamtindex R_t^0 von beispielsweise 110 sagt aus, dass der gütermässig gleiche Export aufgrund der Entwicklung der realen Wechselkurse im Basiszeitraum 0 zu einem um 10% stärkeren Strom von realen Frankeneinnahmen geführt hätte, als er es im Zeitraum t getan hat.

Die Berechnungsmethode der realen Wechselkursindizes blieb unverändert. Das zugrunde liegende Konzept und die ökonomische Aussagekraft dieser Masszahlen sind in der Beilage zum Monatsbericht 5/1978 der Schweizerischen Nationalbank und im Mitteilungsblatt für Konjunkturfragen 3/1982 beschrieben und erörtert. Der frühere Basiszeitraum (Durchschnitt 1974 = 100) war ursprünglich gewählt worden, weil er die erste ruhigere Periode nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen repräsentierte. Logisch ideal wäre aber ein Basiszeitraum $t = 0$, in welchem zwischen der Schweiz und jedem einzelnen der wichtigen Exportländer Kaufkraftparität herrschte. Ein Einzelindex R_{it}^0 von 100 würde dann auf Kaufkraftparität gegenüber dem Exportland mit der Währung i hindeuten, während Werte grösser bzw. kleiner als 100 Über- bzw. Unterbewertung des Schweizerfrankens gegenüber der betreffenden Währung signalisierten. Entsprechendes würde für den Gesamtindex R_t^0 gelten. Unterstellt man die empirisch gut bestätigte Annahme, dass die Wechselkurse längerfristig um die Paritätswechselkurse schwanken, so bewirkt die ideale Wahl des Basiszeitraumes zudem, dass die Anteile $g_{it} \cdot R_{it}^0$ der Einzelwährungen am Gesamtindex R_t^0 längerfristig durch die Exportanteile g_{it} bestimmt werden, was bedeutet, dass keine dauernde Unter- bzw. Überrepräsentanz einer Währung auftritt, bloss weil diese im Basiszeitpunkt unter- bzw. überbewertet war.

Diese Zusammenhänge legen es nahe, einen Basiszeitraum zu suchen, in welchem die realen Wechselkurse der wichtigsten Exportländer mög-

103,8	104,5	106,2	101,8	104,2	104,0	111,2	120,9	105,8	114,5	108,9	115,9	109,3	87,9	116,0	106,6
108,2	104,7	106,3	101,3	104,2	106,6	110,5	120,3	107,0	114,3	109,6	114,7	108,3	84,2	114,2	106,7
109,5	107,7	107,6	99,9	105,3	108,2	114,1	125,1	109,6	116,2	111,1	116,7	110,2	85,9	116,3	108,1
107,3	107,7	107,6	96,7	106,1	108,7	117,0	128,6	110,2	117,6	111,0	118,7	111,1	88,9	119,2	108,6
108,4	105,1	106,7	93,0	104,2	106,7	115,9	127,4	109,0	116,4	109,0	118,8	110,6	86,4	117,0	106,9
109,5	104,7	107,7	96,6	104,8	107,5	122,9	130,2	109,3	118,8	109,0	119,9	109,4	88,2	119,4	108,4
107,6	103,0	105,9	96,2	101,8	104,0	123,4	128,2	107,9	115,9	106,6	115,1	107,7	85,2	117,5	106,4
105,7	101,5	103,7	95,2	99,4	101,7	130,4	126,3	106,2	115,1	104,2	113,5	105,7	84,5	115,2	104,7
106,8	106,8	104,2	94,7	99,5	101,3	131,5	128,2	106,2	117,7	104,7	114,5	107,2	86,3	117,7	105,4
1980															
105,2	106,9	103,7	90,1	97,5	97,9	129,3	127,9	105,5	115,2	103,3	114,1	103,6	83,8	116,7	103,5
103,0	104,5	101,4	85,6	95,4	94,4	128,5	122,8	104,4	109,4	100,9	106,1	100,3	81,5	112,3	106,6
101,2	101,6	99,5	81,9	92,6	92,4	121,3	114,9	100,3	104,6	99,1	100,3	96,8	78,8	103,3	97,2
102,5	103,0	101,0	79,6	93,0	93,3	120,7	116,5	101,5	104,6	100,7	101,8	97,6	81,7	103,0	97,8
103,7	103,5	102,1	80,4	94,2	94,6	116,1	121,0	103,3	106,8	101,6	105,6	99,4	85,1	108,3	99,3
103,9	103,3	102,4	80,1	94,0	94,8	112,5	119,9	103,6	106,4	101,1	106,3	100,3	84,4	109,3	99,2
103,6	102,0	103,1	79,9	93,2	94,8	116,5	121,5	103,3	106,4	101,2	106,9	100,1	85,8	111,5	99,7
103,5	101,7	103,3	78,2	92,4	94,4	115,9	118,5	102,7	104,4	100,6	105,2	98,6	84,8	108,4	98,8
104,0	102,1	104,1	77,2	92,6	92,7	110,0	119,0	102,6	104,0	101,6	106,4	96,5	85,6	108,3	98,7
104,5	102,3	105,4	75,2	92,4	92,2	105,5	116,7	103,2	102,5	102,5	105,5	94,4	85,1	105,9	98,3
104,8	102,5	106,1	73,0	93,0	91,1	104,0	113,6	104,3	101,2	104,0	104,5	93,5	84,1	101,9	97,9
104,5	101,5	105,1	72,1	92,0	90,0	99,8	110,6	104,1	100,6	103,0	101,0	92,9	83,1	98,0	96,5
1981															
101,7	102,1	105,2	69,2	91,6	89,3	94,4	107,7	104,3	97,7	102,1	98,3	90,7	82,2	96,4	95,6
104,4	101,9	105,1	67,7	91,6	88,4	90,5	100,9	104,6	94,7	102,3	95,8	87,1	82,2	89,7	94,4
105,8	102,1	104,7	70,0	92,4	89,8	93,4	101,2	105,5	94,6	101,7	96,9	88,4	82,3	90,9	95,1
105,5	101,0	103,8	67,9	91,3	90,1	92,8	97,7	104,7	92,9	100,8	94,1	87,2	80,9	88,1	94,0
107,5	101,5	105,7	67,7	93,7	90,5	91,1	94,1	106,9	92,1	103,0	94,4	87,2	80,8	84,1	94,6
111,4	104,3	109,3	71,3	95,9	93,2	92,6	93,2	111,0	95,1	106,3	97,3	89,7	83,9	83,7	97,4
112,0	105,5	111,1	74,4	95,9	94,4	95,6	92,2	112,4	96,5	107,4	96,8	91,0	84,7	82,2	98,5
112,0	106,0	111,4	74,8	96,0	94,2	95,1	90,9	112,6	96,0	107,2	94,8	90,4	84,1	80,1	98,3
112,2	105,8	111,8	79,7	95,8	94,8	98,3	94,6	112,1	98,0	107,9	96,2	98,1	85,5	84,7	99,9
116,7	110,2	114,5	83,5	101,2	100,3	105,9	100,7	113,5	104,1	109,6	102,0	107,2	90,3	90,8	104,1
121,8	114,7	119,3	85,1	106,3	104,4	108,9	104,9	117,9	108,2	115,4	106,5	112,2	94,9	96,1	108,6
122,0	115,4	118,8	82,9	105,8	103,2	104,6	102,3	117,6	105,3	114,9	103,8	112,1	93,5	94,2	107,6
1982															
122,0	115,2	118,1	82,3	105,6	102,2	106,3	101,2	117,5	102,6	113,6	102,8	110,0	92,2	93,0	106,3
124,8	116,4	118,8	82,2	105,4	101,6	109,0	99,3	117,8	101,4	114,3	101,2	108,5	91,2	90,5	106,2
135,4	119,5	119,8	83,5	106,8	103,0	111,8	99,0	118,2	101,1	114,5	101,0	109,7	93,7	90,9	107,7
132,1	116,9	116,4	81,0	104,0	101,4	108,9	95,8	115,8	98,5	111,4	99,0	107,3	91,1	87,7	104,8
128,7	113,3	113,3	80,0	101,3	98,8	107,3	97,0	113,5	109,5	109,5	98,3	106,3	89,0	88,6	102,9
127,9	113,2	111,9	77,9	103,9	98,0	107,8	93,9	112,3	95,5	108,4	101,5	104,8	88,5	82,7	101,7
128,6	114,2	112,6	78,6	107,5	98,5	109,7	92,7	112,7	96,0	109,2	109,4	104,8	88,7	81,8	102,6
129,0	114,9	113,6	78,9	108,4	97,4	110,6	90,5	112,9	101,1	109,5	109,6	105,4	88,7	81,8	103,0
128,2	114,8	113,3	78,9	109,2	96,3	109,4	88,6	111,7	102,3	109,5	109,0	105,3	88,4	80,9	102,7
127,8	113,2	112,7	78,2	108,4	95,0	110,9	86,4	110,7	104,4	108,9	109,3	117,3	88,1	79,6	102,3
127,9	112,2	112,5	80,1	107,5	95,2	108,5	84,7	110,7	103,4	108,8	110,2	121,3	89,8	79,0	102,3
130,8	114,7	113,6	86,5	108,1	95,8	106,3	91,4	113,6	107,2	110,0	116,9	126,8	99,5	84,8	104,9

* provisorisch

109,4	110,6	108,4	112,7	115,0	119,7	113,4	132,6	108,6	120,9	111,6	154,1	117,5	105,2	128,3	114,3
105,5	112,1	108,4	112,7	115,8	123,6	113,5	132,7	109,4	121,2	111,8	156,8	116,8	101,5	127,4	114,7
110,9	114,8	108,8	111,5	116,4	124,9	115,7	136,7	110,6	122,4	112,4	157,7	117,2	103,1	129,4	115,4
110,7	114,5	108,7	107,6	116,9	124,9	118,3	140,1	110,8	123,6	111,9	160,0	117,9	106,4	133,6	115,7
110,5	114,5	108,4	108,2	116,6	123,9	118,3	140,2	110,3	122,6	111,1	161,0	118,3	106,0	132,8	115,4
111,7	115,6	107,9	112,7	118,0	125,9	123,7	143,1	110,6	124,5	110,7	165,4	119,0	108,6	136,3	117,2
110,9	115,7	107,9	114,7	117,1	127,2	127,4	143,3	111,0	123,3	108,9	166,4	118,8	107,7	135,3	116,9
109,0	114,7	105,7	114,0	114,6	125,7	133,7	142,0	109,1	123,0	106,6	166,4	117,7	106,8	135,5	115,4
110,3	120,7	106,4	114,0	115,3	127,3	135,3	144,8	109,0	125,5	107,5	169,0	119,9	110,4	137,5	116,7
1980															
109,9	121,5	106,2	110,9	114,9	126,6	134,2	144,8	108,6	124,3	107,0	169,0	119,4	110,0	138,0	115,9
109,2	119,8	104,7	106,7	113,5	123,9	134,1	140,0	108,3	120,3	105,3	160,0	116,9	107,7	134,4	113,8
106,2	117,8	103,1	103,1	111,0	122,2	127,0	132,1	104,7	116,4	103,4	152,8	113,2	104,3	125,0	110,6
107,1	119,7	104,8	103,1	112,2	124,7	128,1	134,0	106,5	116,5	104,9	155,4	114,3	108,6	125,4	112,0
108,0	121,1	105,7	104,5	114,0	127,0	123,5	139,9	107,9	119,1	105,7	163,2	113,2	106,2	132,3	113,8
108,2	120,9	106,2	104,8	114,2	128,0	120,0	139,8	107,9	119,9	106,1	162,4	117,1	113,7	134,6	114,2
108,8	121,1	106,7	105,0	114,4	129,8	123,7	142,2	108,2	121,0	106,2	164,4	117,9	116,7	136,9	115,1
108,2	120,5	106,4	102,3	113,9	128,6	122,0	139,2	107,3	118,8	105,7	162,4	116,1	116,2	133,2	113,9
109,4	121,4	107,1	101,6	115,0	130,1	117,8	140,8	108,0	119,1	106,3	164,4	116,3	118,3	134,2	114,5
111,1	122,7	108,8	99,8	116,2	131,9	113,4	139,7	109,4	119,0	107,9	164,9	115,9	118,8	132,6	115,0
111,5	122,9	109,1	96,7	116,7	131,8	110,9	136,2	109,6	117,2	108,5	162,9	114,4	117,2	127,5	114,2
111,1	121,8	108,4	109,1	116,0	131,3	105,7	132,9	109,1	116,8	107,5	161,4	113,3	117,2	123,3	112,9
1981															
108,0	122,1	108,3	91,6	115,7	131,4	100,0	129,9	109,1	116,2	107,6	160,0	112,1	117,2	121,0	112,3
110,9	121,9	108,1	89,5	115,7	131,3	94,8	121,8	109,0	112,0	107,3	156,8	108,5	116,7	112,8	110,8
112,3	123,8	107,6	93,3	117,2	134,4	97,6	122,9	110,3	113,1	106,8	159,5	109,9	118,3	114,4	112,0
112,1	124,0	107,6	93,3	117,5	136,9	98,0	119,8	110,6	111,9	106,7	159,5	109,2	117,8	111,6	112,0
113,1	125,6	109,0	92,8	120,7	138,5	96,1	115,4	112,3	110,7	108,1	159,5	108,9	117,2	106,6	112,4
117,2	129,5	112,6	97,6	123,9	143,3	97,2	115,3	116,0	115,0	111,5	164,4	111,8	121,0	106,2	115,6
119,2	131,2	114,2	101,8	125,4	145,2	99,6	114,5	117,8	117,4	112,8	167,4	113,5	123,8	105,0	117,3
117,8	130,3	113,2	101,6	125,1	143,9	96,9	111,9	116,5	114,9	111,4	165,9	112,3	122,7	101,5	115,9
118,9	131,1	114,1	108,7	126,2	146,8	101,8	117,3	117,3	118,7	112,3	174,5	122,4	125,6	108,4	119,0
124,6	137,7	117,1	115,3	135,2	158,6	110,4	126,5	119,9	126,5	115,1	185,2	134,8	134,5	116,7	125,5
130,6	144,3	122,3	118,0	142,6	167,0	112,5	132,1	124,3	131,4	120,4	194,6	141,0	141,7	123,2	131,1
131,7	145,2	122,1	115,7	142,8	166,8	108,4	129,4	124,0	128,6	120,1	194,6	140,2	141,7	121,2	130,4
1982															
132,3	146,0	122,0	115,0	143,2	166,8	109,6	128,3	123,9	128,3	119,8	195,3	139,8	141,7	119,4	130,1
135,4	148,1	122,7	114,7	144,2	167,9	111,9	127,2	124,8	127,3	120,8	197,4	139,8	140,9	116,3	130,4
146,9	153,0	123,7	117,4	147,6	171,4	114,8	128,2	126,2	128,8	121,8	201,8	141,8	146,4	116,6	132,7
144,2	149,6	120,0	115,3	144,5	169,1	111,9	123,9	123,4	125,3	118,3	200,3	138,5	143,2	112,2	129,4
140,0	144,8	116,4	113,4	140,2	164,6	109,3	125,6	119,9	123,6	115,0	196,7	136,3	140,2	113,1	126,6
139,1	144,5	114,8	109,6	143,4	163,5	108,8	121,6	117,6	120,2	113,4	203,3	133,1	139,5	106,0	124,6
140,3	146,4	115,4	110,2	146,2	165,7	109,5	120,3	118,2	122,3	114,0	218,1	133,9	140,9	105,0	125,8
140,6	147,2	115,4	109,9	148,8	165,7	110,4	117,2	117,6	127,8	113,7	220,8	133,6	140,9	104,4	125,8
141,0	148,0	115,0	109,3	150,0	165,7	110,7	114,8	116,7	130,3	113,3	221,7	133,7	140,2	103,0	125,5
141,3	147,7	114,4	108,7	149,5	166,1	112,3	112,4	115,7	133,2	112,8	223,2	150,8	140,7	101,4	125,5
141,2	146,7	114,2	111,6	149,1	167,8	108,4	110,6	115,4	133,0	112,4	226,2	156,9	143,6	100,1	125,6
144,7	149,6	115,8	120,7	151,7	171,0	106,3	119,7	118,5	138,3	114,2	242,7	164,6	163,1	107,3	129,9

lichst ihrem langfristigen Durchschnitt entsprechen. Die Werte für November 1977 erfüllten diese Bedingung am ehesten, weshalb dieser Monat als Basiszeitraum gewählt wurde.

Da jeweils abgewartet werden muss, bis sämtliche zur Preisbereinigung notwendigen Konsumpreisindizes bekannt sind, wird der monatliche reale Index mit einiger Verzögerung publiziert. Um dem Bedürfnis nach Aktualität zu genügen, werden wöchentlich provisorische Indizes berechnet, die auf Wochendurchschnittskursen und extrapolierten Preisindizes beruhen. Tabelle 1 gibt die neuen realen Indexreihen der Monatswerte ab 1977 wieder.

Die nominellen Indizes

Der nominelle Wechselkursindex der Währung i stellt eine Masszahl des nominellen Wertes des Schweizerfrankens gegenüber der Währung i dar und berechnet sich nach der Formel²

$$N_{it}^0 = \frac{W_{i0}}{W_{it}}$$

Als Gesamtindex wurde bisher das exportgewichtete arithmetische Mittel der Einzelindizes ausgewiesen:

$$A_t^0 = \sum_{i=1}^{15} N_{it}^0 g_{it}$$

Dieses Konzept für den Gesamtindex hatte einen schwerwiegenden Mangel: Entwerten sich seit der Basisperiode einzelne Währungen gegenüber dem Schweizerfranken überdurchschnittlich, so führt dies zu überdurchschnittlich hohen Einzelindizes N_{it} . Da die Exportanteile g_{it} über die Zeit einigermaßen konstant bleiben, dominieren dann diese Währungen den weiteren Verlauf des Gesamtindex.

Dieser Effekt sei anhand eines Zahlenbeispiels illustriert. Der Einfachheit halber wird von nur zwei Handelspartnern mit zu jedem Zeitpunkt gleichen Exportanteilen ausgegangen ($g_{1t} = g_{2t} = 1/2$).

Im Basiszeitpunkt liegt der Index bei 100. Bleibt nun der Wechselkurs gegenüber der Währung 1 konstant, während der Wechselkursindex des Frankens gegenüber der Währung des zweiten Handelspartners im Laufe einiger Jahre auf 300 ansteigt, ergibt die arithmetische Mittelung einen

gewichteten Wechselkursindex von 200 ($100 \times 1/2 + 300 \times 1/2$). Wertet sich der Schweizerfranken gegenüber der Währung 2 in den folgenden Monaten um weitere 10%, d.h. auf einen Indexstand von 330 auf, während der Index der Währung 1 stabil bleibt, so steigt der gewichtete Wechselkursindex auf 215. In der zweiten Zeitspanne hat sich der Gesamtindex somit um 7,5% erhöht, während die durchschnittliche Indexerhöhung der beiden Währungen nur 5% beträgt.

Wegen des langfristigen Zusammenhangs von Wechselkursen und Preisen geben Vergleiche nomineller Wechselkurse, die zeitlich weit auseinander liegen (mehrere Jahre), keine interessante ökonomische Information (etwa bezüglich der Situation der Exporteure). Bei der Konzeption eines nominellen Wechselkursindex kann daher nur die Wiedergabe einer *kurzfristigen Entwicklung* angestrebt werden.

Es scheint nun nahezuliegen, den Gesamtindex in Zeitabständen umzubasieren, die kurz genug sind, um das Auftreten starker Dominierung zu vermeiden. Der Extremfall besteht darin, den Index jeden Monat auf der Basis des Vormonats zu berechnen. Dieses Vorgehen bedingt bereits für den Vorjahresvergleich elf Indexverknüpfungen und ist damit nicht mehr vertretbar. Eine andere Lösung stellt die Basierung auf dem Vorjahresmonat dar, was jedoch andere als Vorjahresvergleiche verunmöglicht.

Da die Exportanteile g_i einigermaßen zeitkonstant sind, bietet der *geometrisch* gemittelte Gesamtindex

$$G_t^0 = \prod_{i=1}^{15} N_{it}^{0g_{it}}$$

einen eleganten Ausweg. Es lässt sich nämlich zeigen, dass seine Veränderung in allen kurzfristigen Vergleichen eine gute Approximation an die Veränderung des jeweils passenden neubasierten arithmetischen Index ist.

Diese Tatsache sei an unserem Beispiel illustriert: Ausgehend vom Indexstand 100 würde sich der geometrische Index in der ersten Zeitspanne auf 173,2 ($100^{1/2} \times 300^{1/2}$) und in der zweiten auf 181,7 ($100^{1/2} \times 330^{1/2}$) erhöhen. Während der zweiten Zeitspanne hätte sich der Gesamtindex somit um 4,9% erhöht. Diese Zuwachsrate liegt sehr nahe bei der entsprechenden Zahl von 5% für den auf dem Anfang der Zeitspanne 2 basierten arithmetischen Index ($1/2 \times (100 + 110) - 100$).

² Vgl. Fussnote 1

Die geometrische Mittelung vermeidet den Dominierungseffekt und ermöglicht Vergleiche über jeden Zeitraum bis zu maximal 2 Jahren.

Der geometrische Index ist zudem in höherem Masse als der heutige mit den entsprechenden Indizes für die Vereinigten Staaten und für die Bundesrepublik Deutschland vergleichbar. Das Federal Reserve System und die Deutsche Bundesbank gingen nämlich bereits in den Jahren 1978 bzw. 1979 von der arithmetischen zur geometrischen Mittelung über.

Die nominellen Indizes werden nur noch als monatliche Durchschnittswerte publiziert. Wie beim realen Index wurde die Basis auf November 1977=100 gesetzt. Tabelle 2 enthält die neuen nominellen Indexreihen ab 1977.

Geld- und währungspolitische Chronik

Zur Mitwirkung der Schweizerischen Nationalbank an Hilfsmassnahmen zugunsten einzelner Schuldnerländer

Die Zahlungsschwierigkeiten einer Reihe hochverschuldeter Länder wurden im Jahre 1982 zum dominierenden Thema der internationalen Währungszusammenarbeit. Unmittelbarer Anlass zur Sorge war die drohende Ausweitung der akut gewordenen Verschuldungsprobleme mehrerer Länder zu einer eigentlichen Krise des internationalen Bankensystems.

Im Laufe des vergangenen Jahres verlängerte sich die bereits bestehende Liste der Länder mit Zahlungsschwierigkeiten in beunruhigendem Ausmass. Waren es in einer ersten Phase vor allem osteuropäische Staaten, insbesondere Polen, Rumänien und Ungarn, welche die Aufmerksamkeit der Finanzwelt auf sich lenkten, so standen seit August zunehmend die Probleme der am höchsten verschuldeten Länder Lateinamerikas – Mexiko, Brasilien und Argentinien – im Mittelpunkt. Gegen Jahresende schliesslich waren es die Zahlungsprobleme Jugoslawiens, welche immer drängender wurden.

Die Ursachen der Schwierigkeiten, gegenüber dem Ausland einen geordneten Schuldendienst aufrechtzuerhalten, weichen von Land zu Land naturgemäss erheblich voneinander ab. In den meisten Fällen war es jedoch das Zusammenspiel zweier Faktoren, welches die Länder an den Rand der Zahlungsunfähigkeit trieb: einerseits ehrgeizige und nicht immer sorgfältig vorbereitete Wachstumsprogramme der Schuldnerländer, die meist mit einer destabilisierenden Geld- und Fiskalpolitik einhergingen, und andererseits eine ungünstige Entwicklung der aussenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Zuge der weltweiten Rezession.

Die scharfe und unerwartet lang anhaltende Rezession in den Industrieländern beschränkte die Exportmöglichkeiten der Schuldnerländer empfindlich und gab den latent vorhandenen protektionistischen Strömungen zusätzlich Auftrieb. Das Sinken wichtiger Rohstoffpreise mit Ein-

schluss des Erdölpreises verschlechterte die Austauschbedingungen vieler Entwicklungs- und Schwellenländer, und die als Folge einer konsequenten Politik der Inflationsbekämpfung bis in die zweite Jahreshälfte 1982 anhaltend hohen amerikanischen Zinssätze sowie der hohe Dollarkurs liessen den Schuldendienst zu einer oft kaum mehr tragbaren Last werden.

Am augenfälligsten spitzte sich die Krise im Falle Mexikos zu. Im August des vergangenen Jahres stand fest, dass dieses Land ohne umfassende Hilfe von aussen nicht mehr in der Lage war, seine innert Jahresfrist stark angewachsene und zum Teil sehr kurzfristig strukturierte Aussen-schuld von über 80 Mrd Dollar wie vereinbart zu verzinsen und die fälligen Kapitalrückzahlungen zu leisten. Mexiko wurde damit zum bisher grössten Testfall internationaler Währungszusammenarbeit. Zwar hatte diese – beispielsweise im Falle Ungarns – bereits früher gespielt; neu waren jedoch das enorme Ausmass der Aussen-schuld und die breit gefächerte Ausgestaltung der internationalen Hilfe, die in kurzer Zeit alle wesentlichen Finanzierungsträger vereinigte.

In der Regel hatten Geschäftsbanken den Hauptanteil der Kredite gewährt. Entsprechend waren sie auch in erster Linie angesprochen bei der Erstreckung bzw. Umschuldung fälliger Verpflichtungen. Man erwartete von ihnen nicht nur die Aufrechterhaltung bestehender Engagements, sondern auch eine massvolle Aufstockung – massvoll gemessen an den Kreditexpansionsraten der Vergangenheit. Die eigentliche Schlüsselrolle in allen Sanierungsbemühungen des vergangenen Jahres fiel dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zu. Dies deshalb, weil der IWF die einzige Institution ist, die wirtschaftliche Sanierungsprogramme nicht nur sorgfältig vorbereiten, sondern mit Hilfe einer ganzen Reihe von Auflagen, die an die Kreditgewährung geknüpft werden, auch durchsetzen kann. Im Zentrum des wirtschaftspolitischen Stabilisierungskonzeptes steht in der Regel die Sanierung der Staatsfinanzen und die Reduktion des Ertragsbilanzdefizits auf längerfristig tragbare Proportionen.

Zusammen mit den Notenbanken der wichtigsten Industrieländer war auch die Schweizerische Nationalbank aufgerufen, einen solidarischen Beitrag zu leisten. Dies geschah vor allem durch eine Beteiligung der Nationalbank an verschiedenen Überbrückungskrediten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zugunsten von Ländern, die bereits Verhandlungen mit dem IWF aufgenommen hatten. Beträgsmässig am bedeutendsten war die Überbrückungshilfe an Mexiko. Im August einigten sich die Vertreter von zwölf Notenbanken kurzfristig auf einen Kredit in der Höhe von 1,85 Mrd Dollar. Der BIZ-Kredit soll 1983 aus den Ziehungen Mexikos auf den IWF zurückbezahlt werden.

Obwohl die Ausgestaltung der verschiedenen Überbrückungskredite in den Einzelheiten jeweils unterschiedlich ausfiel, so galt im Grundsatz doch, dass die BIZ diese Kredite selbst finanzierte. Mit einer Substitutionsklausel holte sich jedoch die BIZ die Garantie der beteiligten Notenbanken – darunter auch jene der Schweizerischen Nationalbank – ein. Diese Garantie bedeutet, dass im Falle der Nichterfüllung der Verpflichtungen des Schuldnerlandes gegenüber der BIZ die beteiligten Notenbanken im Ausmass ihrer Garantiezusage in die Rechte und Pflichten der BIZ eintreten. Bis heute musste die BIZ keine der gesprochenen Garantien beanspruchen.

Sieht man von der Währungshilfe an Jugoslawien ab, die sich zu Beginn des Jahres 1983 immer noch im Verhandlungsstadium befand, so beteiligte sich die SNB 1982 an insgesamt vier Überbrückungskrediten der BIZ. Diese Kredite bildeten regelmässig einen wichtigen Bestandteil der umfangreichen, durch den IWF ausgearbeiteten und mit den Schuldnerländern abgestimmten Anpassungs- und Finanzierungspakete, an denen die Geschäftsbanken, die Weltbank und teilweise auch einzelne Regierungen beteiligt waren.

Der Umfang der BIZ-Überbrückungskredite und die Höhe der schweizerischen Beteiligung geht aus folgender Übersicht hervor:

Land	Überbrückungskredit* \$ Mio	SNB-Beteiligung \$ Mio
Mexiko	1 850	25
Ungarn	300**	50
Brasilien	1 450	30
Argentinien	500	20

Bei allen Währungskrediten bzw. Garantiezusagen, welche die SNB über die BIZ erteilte, übernahm die Schweizerische Eidgenossenschaft eine Garantie für den Anteil der SNB einschliesslich der Zinsverpflichtungen. Dies geschah jeweils durch einen formellen Entscheid des Bundesrates im Rahmen des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen.

Die Lösung der gegenwärtigen Schuldenkrise verlangt in erster Linie von den betroffenen Ländern wirtschaftspolitische Massnahmen, die zu einem binnen- und aussenwirtschaftlichen Gleichgewicht zurückführen. Eine liberale Handelspolitik der Industriestaaten kann wesentlich dazu beitragen, die Anpassungskosten in den Schuldnerländern auf ein erträgliches Mass zu reduzieren. In der Zwischenzeit geht es darum, durch sorgfältig abgestimmte Finanzierungs-massnahmen Zeit zu gewinnen.

* Teilweise fand eine Parallelfianzierung zwischen der BIZ und anderen Währungsbehörden, so jenen der USA, statt.

** An zusätzlichen, zeitlich teilweise vorgelagerten BIZ-Fazilitäten im Betrag von 210 Mio Dollar hat sich die Schweizerische Nationalbank nicht beteiligt.

Chronique monétaire

Participation de la Banque nationale suisse à des mesures d'aide en faveur de pays fortement endettés

En 1982, les difficultés de paiements de maints pays fortement endettés ont constitué le thème dominant de la coopération monétaire internationale. L'inquiétude était due au fait que les problèmes d'endettement de plusieurs pays devenaient brûlants et menaçaient de déboucher sur une véritable crise du système bancaire international.

Au cours de l'année 1982, la liste des pays se heurtant à des difficultés de paiement s'est allongée dans une mesure inquiétante. Dans une première phase, des pays de l'Europe orientale principalement – la Pologne, la Roumanie et la Hongrie notamment – ont retenu l'attention des milieux financiers; à partir du mois d'août, les problèmes des pays les plus endettés de l'Amérique latine – le Mexique, le Brésil et l'Argentine – ont occupé le devant de la scène. Enfin, les difficultés de paiement de la Yougoslavie sont devenues préoccupantes vers la fin de l'année.

Les causes des difficultés à maintenir le service de la dette extérieure à un niveau supportable varient fortement d'un pays à l'autre. Dans la majorité des cas, deux facteurs se sont conjugués et ont amené les pays au bord de l'insolvabilité. Le premier est le lancement, dans les pays débiteurs, de programmes de développement ambitieux, souvent mal préparés et accompagnés de politiques monétaire et budgétaire déstabilisantes. Quant au second, il découle de la récession mondiale qui a influé sur l'évolution du commerce international.

La récession, forte et d'une durée inattendue dans les pays industrialisés, a limité sensiblement les possibilités d'exporter des pays débiteurs et ravivé les tendances protectionnistes latentes. La baisse du prix d'importantes matières premières – y compris des produits pétroliers – a modifié les termes de l'échange au détriment de nombreux pays en développement et pays dits avancés. En

outre, les taux d'intérêt dont le niveau est resté élevé aux Etats-Unis jusque dans la seconde moitié de 1982, en raison de la politique monétaire axée résolument sur la lutte contre l'inflation, et la fermeté du dollar sur les marchés des changes ont alourdi le service de la dette dans une mesure telle qu'il a atteint une charge souvent à la limite du supportable.

Le cas du Mexique a été le plus frappant. Au mois d'août de l'année dernière, il ne faisait aucun doute que ce pays était dans l'impossibilité, sans une importante aide étrangère, d'assurer aux dates prévues le paiement des intérêts sur la dette extérieure et le remboursement du principal arrivant à échéance. La dette extérieure mexicaine, qui était en partie à très court terme, avait augmenté fortement au cours des douze mois précédents pour atteindre plus de 80 milliards de dollars. Ainsi, le Mexique a constitué pour la coopération monétaire internationale un test d'une ampleur jamais encore observée. La coopération monétaire internationale avait certes déjà joué en faveur de la Hongrie notamment; le cas du Mexique dépassait toutefois les autres par le volume considérable de la dette extérieure et par l'ampleur de l'aide internationale qui a été mise sur pied très rapidement, avec le concours de grandes banques, de banques centrales et des institutions financières internationales.

Généralement, les crédits avaient été accordés en majeure partie par des banques commerciales. Par conséquent, celles-ci étaient les premières sollicitées pour qu'elles prolongent ou renouvellent leurs créances arrivées à échéance. On attendait d'elles non seulement qu'elles maintiennent le volume de leurs créances mais encore qu'elles l'augmentent dans une mesure qui tienne compte du taux de croissance des crédits dans la phase précédente. Le Fonds monétaire international (FMI) a joué un rôle clé dans tous les processus d'assainissement qui ont été engagés l'an dernier. Ce rôle s'explique par le fait que le FMI est la seule institution qui puisse mettre sur pied un plan d'assainissement économique et le

faire appliquer grâce aux conditions auxquelles elle lie l'octroi de crédits. Parmi les principaux volets des plans de redressement figurent généralement l'assainissement des finances publiques et la diminution, à un niveau supportable à moyen terme, du déficit de la balance des revenus.

Comme les banques centrales d'autres importants pays industrialisés, la Banque nationale suisse a apporté une contribution; pour l'essentiel, elle a participé à plusieurs crédits relais que la Banque des Règlements Internationaux (BRI) a octroyés à des pays qui avaient déjà engagé des négociations avec le FMI. De toutes ces aides temporaires, la plus importante, en volume, a été celle qui a été accordée au Mexique. Au mois d'août, les représentants de douze banques centrales sont convenus d'ouvrir un crédit de 1850 millions de dollars en faveur de ce pays. Il est prévu que le crédit accordé par la BRI sera remboursé en 1983 grâce à des tirages du Mexique sur le FMI.

Ces crédits relais ne sont pas identiques en tous points. En règle générale, la BRI les a financés elle-même. Grâce à une clause de substitution, elle a obtenu toutefois des garanties de banques centrales, notamment de la Banque nationale suisse. Jusqu'à concurrence de sa participation, chacune des banques centrales en question s'est ainsi engagée à reprendre les droits et les obligations de la BRI au cas où les pays débiteurs ne rempliraient pas leurs engagements envers celle-ci. Jusqu'à présent, la BRI n'a dû recourir à aucune de ces garanties.

Abstraction faite de l'aide monétaire à la Yougoslavie – les négociations étaient toujours en cours au début de 1983 – la Banque nationale a participé, en 1982, à quatre crédits relais accordés par la BRI. Ces crédits constituent un complément important aux programmes de redressement économique et de financement que le FMI a mis au point en accord avec les pays débiteurs; des

banques commerciales, la Banque mondiale et, dans certains cas, des gouvernements ont participé également à ces programmes.

Le tableau ci-dessous indique le volume des crédits relais accordés par la BRI et les participations, sous la forme de garanties, de la Banque nationale:

Pays	Crédits relais*	Garantie accordée par la BNS
	en millions de dollars	en millions de dollars
Mexique	1 850	25
Hongrie	300**	50
Brésil	1 450	30
Argentine	500	20

Pour chacune de ses participations, la Banque nationale a reçu une garantie de la Confédération suisse. Ces garanties reposent sur des décisions que le Conseil fédéral a prises selon l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales.

Pour surmonter leurs graves problèmes d'endettement, les pays concernés doivent adopter des mesures de politique économique qui ramènent les équilibres tant interne qu'externe. Une politique de libre-échange, dans les pays industrialisés, peut contribuer grandement à maintenir à un niveau supportable les coûts d'ajustement dans les pays débiteurs. Dans l'intervalle, il faut gagner du temps en fournissant judicieusement des moyens financiers.

* Des autorités monétaires, celles des Etats-Unis notamment, ont financé une part de certains crédits.

** La BNS n'a pas participé aux autres crédits accordés par la BRI à ce pays. Ces crédits, octroyés en partie avant le prêt de 300 millions, ont porté sur une somme de 210 millions de dollars.

