

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Juni

2/2008

26. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht über das Quartalsheft 2/2008
6	Bericht über die Geldpolitik
40	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
44	Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der SNB Hansueli Raggenbass
50	Referat anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre der SNB Jean-Pierre Roth
56	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
60	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Das Wachstum der Weltwirtschaft fiel zu Beginn des Jahres 2008 trotz anhaltender Finanzmarkturbulenzen robust aus, wobei in Europa und Japan zum Teil Sondereffekte zum guten Ergebnis beitrugen. In den USA verhinderte ein positiver Aussenbeitrag ein negatives BIP-Wachstum. Die aufstrebenden Länder Ostasiens expandierten weiterhin mit hoher Dynamik. Die kurzfristigen Wachstumsperspektiven für die Industrieländer bleiben indessen getrübt. Die Konsensprognosen für das BIP-Wachstum 2008 und 2009 wurden seit Februar denn auch weiter nach unten revidiert.

In der Schweiz liess das Wirtschaftswachstum in den ersten Monaten des Jahres 2008 erwartungsgemäss deutlich nach. Die Verlangsamung widerspiegelte in erster Linie die Auswirkungen der internationalen Finanzmarktkrise, die zu einem Rückgang der Wertschöpfung der schweizerischen Banken führte. Die übrigen Branchen entwickelten sich dagegen zufriedenstellend. Auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt blieb günstig. Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum auch in den nächsten Quartalen moderat ausfallen wird. Die SNB rechnet für das Jahr 2008 weiterhin mit einem Anstieg des realen BIP von 1,5–2%.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Juni, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen.

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 40)

Die rund 190 Vertreter aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten März bis Mai 2008 Gespräche führten, meldeten insgesamt weiterhin einen guten Geschäftsverlauf. Dies gilt vor allem für den Detailhandel und andere konsumorientierte Branchen. In der Exportindustrie fiel die Einschätzung der Geschäftslage und der Aussichten heterogener aus als bei der letzten Gesprächsrunde, während die Banken in starkem Masse die Börsenflaute spürten.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 44)

Der Präsident des Bankrates der SNB, Hansueli Raggenbass, blickte an der 100. Generalversammlung vom 25. April auf die bewegte Geschichte des Instituts zurück. Interessanterweise war die SNB sowohl 1907 als auch in den Jubiläumswahren von 1932, 1957 und 1982 mit besonderen Schwierigkeiten konfrontiert. Im Gründungsjahr war es die Bankenpanik in New York, welche auch Rückwirkungen auf die Schweiz zeitigte. 25 Jahre später dominierten die Grosse Depression, die Bankenkrise und die Abwertungsfrage die Geldpolitik, während 1957 die Konjunkturlage und Spannungen im internationalen Währungssystem die Hauptsorge bildeten. Im Jahre 1982 schliesslich stellte die internationale Schuldenkrise die SNB vor neue Herausforderungen.

Der Präsident des Direktoriums, Jean-Pierre Roth, blickte in seinem Referat auf das Jahr 2007 zurück. Das Jahr war in wirtschaftlicher Hinsicht erfolgreich. Die letzten Monate waren jedoch durch grosse Unsicherheiten gekennzeichnet, ausgelöst durch die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten, die im Sommer 2007 ausgebrochen waren. Die Schweiz war davon besonders betroffen, da sie einen offenen Finanzsektor aufweist. Im zweiten Teil des Referats skizzierte Jean-Pierre Roth die Lehren, die aus den Finanzmarkturbulenzen gezogen werden können. Dabei betonte er, dass ob diesen Problemen der Auftrag der SNB, mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten, nicht vergessen werden darf.

SNB Working Papers (S. 56)

Zusammenfassungen von fünf Aufsätzen: Martin Brown und Christian Zehnder, «The emergence of information sharing in credit markets», SNB Working Paper 2008-1; Yvan Lengwiler und Carlos Lenz, «Intelligible factors for the yield curve», SNB Working Paper 2008-2; Katrin Assenmacher-Wesche und M. Hashem Pesaran, «Forecasting the Swiss economy using VECS* models: An exercise in forecast combination across models and observation windows», SNB Working Paper 2008-3; Maria Clara Rueda Maurer, «Foreign bank entry, institutional development and credit access: firm-level evidence from 22 transition countries», SNB Working Paper 2008-4; Marlene Amstad und Andreas M. Fischer, «Are weekly inflation forecasts informative?», SNB Working Paper 2008-5.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2008

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,
die bis Mitte Juni 2008 bekannt wurden.

Inhalt des Berichts über die Geldpolitik

8	Zu diesem Bericht
9	Geldpolitischer Entscheid
11	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
15	2.1 BIP-Entwicklung und Aussichten
17	2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen
20	2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt
21	2.4 Kapazitätsauslastung
23	2.5 Güterpreise
25	3 Monetäre Entwicklung
25	3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen
29	3.2 Wechselkurse
31	3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise
33	3.4 Geldaggregate
35	3.5 Kredite
37	4 Die Inflationsprognose der SNB
37	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
39	4.2 Inflationsprognose 2. Quartal 2008 bis 1. Quartal 2011
38	Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Zu diesem Bericht

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den gesetzlichen Auftrag, eine im Gesamtinteresse des Landes liegende Geld- und Währungspolitik zu führen. Sie gewährleistet Preisstabilität, wobei sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung trägt.

Der SNB ist es ein Anliegen, dass ihre Geldpolitik von einer breiten Öffentlichkeit verstanden wird. Sie wird aber auch vom Gesetz dazu verpflichtet, regelmässig über ihre Politik zu orientieren und ihre Absichten bekannt zu machen. Beides erfolgt im vorliegenden «Bericht über die Geldpolitik». Er beschreibt die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung in der Schweiz und erläutert die Inflationsprognose. Er zeigt, wie die SNB die Wirtschaftslage beurteilt und welche Konsequenzen sie daraus für die Geldpolitik ableitet.

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom Juni 2008 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums von Mitte Juni 2008.

Alle Veränderungsdaten gegenüber der Vorperiode basieren – falls nichts anderes angegeben wird – auf saisonbereinigten Daten und sind auf Jahresbasis hochgerechnet.

Geldpolitischer Entscheid

Seit der letzten vierteljährlichen Lagebeurteilung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) vom März 2008 haben sich die internationalen Rahmenbedingungen unterschiedlich entwickelt. Zum einen fiel das Wachstum der Weltwirtschaft trotz anhaltender Finanzmarkturbulenzen robust aus. Zum anderen stieg der Erdölpreis weiter, was zu allgemein höheren Inflationsraten führte und die Wachstumsaussichten für die Industrieländer trübte.

Vor diesem Hintergrund revidierte die SNB ihr internationales Konjunkturszenario, das ihrer mittelfristigen Inflationsprognose zugrunde liegt, nach unten. Sie rechnet nun für die USA mit einem deutlich geringeren Wirtschaftswachstum für das Jahr 2008 als noch im März und passte – etwas weniger ausgeprägt – auch die Prognosen für Europa nach unten an. Gleichzeitig erwartet die SNB infolge der steigenden Erdölpreise eine nochmals höhere Teuerung in den Industrieländern.

In der Schweiz nahm das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal erwartungsgemäss ab. Die Verlangsamung widerspiegelte in erster Linie die Auswirkungen der internationalen Finanzmarktkrise, die zu geringeren Finanzmarkttransaktionen und zu einem entsprechenden Rückgang der Wertschöpfung des schweizerischen Bankensektors führte. Die übrigen Branchen entwickelten sich dagegen zufriedenstellend. Auf der Nachfrageseite verloren die Exporte deutlich an Schwung, doch blieb die inländische Nachfrage robust.

Dieses Bild bestätigte sich in den Gesprächen, welche die SNB-Delegierten für Wirtschaftskontakte zwischen März und Mai mit Vertretern verschiedener Branchen und Sektoren führten. Vor allem im Detailhandel und in anderen konsumorientierten Branchen wurde der Geschäftsgang weiterhin zuversichtlich beurteilt. In der Exportindustrie fiel dagegen die Einschätzung der Geschäftslage und der Aussichten heterogener aus als bei der letzten Gesprächsrunde, während die Banken in starkem Masse die Börsen-

flaute spürte. Neben den ungewissen Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen drückten die massiven Preissteigerungen für Agrarprodukte, Energie und industrielle Rohstoffe sowie der starke Rückgang des Dollarkurses auf die Stimmung.

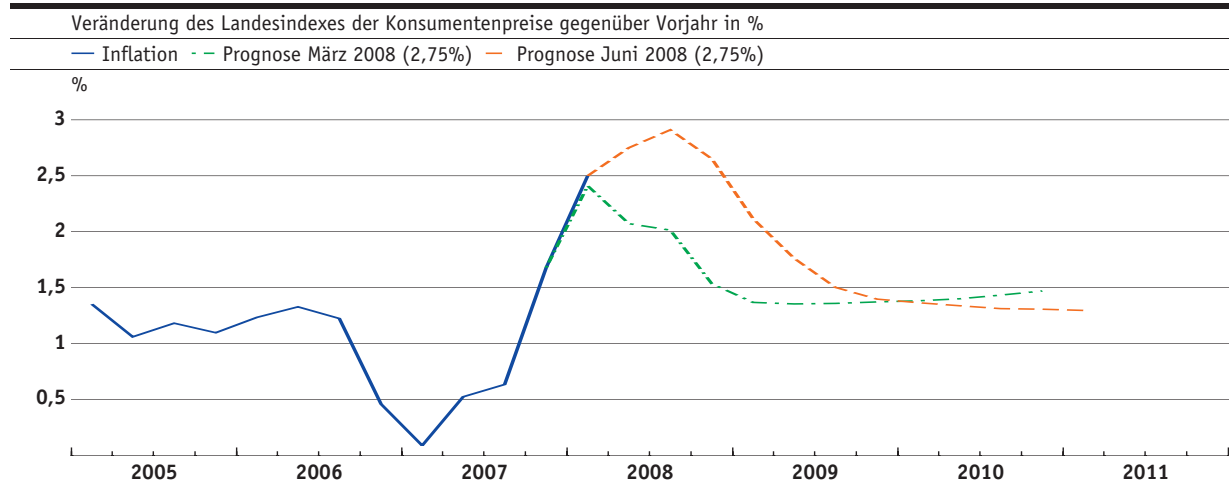
Die SNB rechnet für 2008 weiterhin mit einem Zuwachs des realen BIP von 1,5–2,0% und liess damit ihre Wachstumsprognose gegenüber März unverändert. Gleichzeitig hob sie die Inflationsprognose für dieses Jahr auf 2,7% an, nachdem sie im März noch von 2% ausgegangen war.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Juni, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen und den Dreimonats-Libor bis auf Weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

Ausschlaggebend für diesen Entscheid waren die grossen Unsicherheiten, mit der die Inflationsprognose dieses Mal behaftet war. Ein verstärkter Preisschub ist zu befürchten, wenn die Energiepreise weiter steigen oder der Franken sich abschwächen sollte. Demgegenüber könnte der Inflationsdruck bei einer deutlicheren Abkühlung der internationalen Konjunktur nachlassen.

Unter diesen Umständen blieb die SNB vorsichtig und behielt ihren geldpolitischen Kurs unverändert bei. Die mittelfristigen Teuerungsaussichten lassen dies vorläufig noch zu. Alles deutet darauf hin, dass die zurzeit hohe Inflation vorübergehend ist. Zwar dürfte die Inflation bis Anfang 2009 – unter der Annahme eines konstanten Dreimonats-Libors – über 2% bleiben und damit über dem Bereich liegen, den die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Mit der erwarteten Abflachung des Wirtschaftswachstums verbessern sich aber die Teuerungsaussichten für 2009 und 2010. Die SNB rechnet für das Jahr 2009 mit einer durchschnittlichen Teuerung von 1,7% und für 2010 mit einer solchen von 1,3% im Jahr. Im Vergleich zur Prognose von März verläuft die Inflationsprognose damit in der längeren Frist unter derjenigen vom März.

Inflationsprognose März 2008 mit Libor 2,75% und Juni 2008 mit Libor 2,75%



Inflationsprognose Juni 2008, Libor 2,75%

	2008	2009	2010
Durchschnittliche Jahresinflation in %	2,7	1,7	1,3

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Das Wachstum der Weltwirtschaft fiel zu Jahresbeginn trotz anhaltender Finanzmarkturbulenzen robust aus. In Europa und Japan trugen zum Teil Sondereffekte zu diesem Ergebnis bei: In Europa beflügelten günstige Wetterbedingungen die Bauaktivität, aber auch ein starker Lageraufbau stützte das Wachstum. In Japan zog der private Konsum markant an, was allerdings weitgehend Kalendereffekten zuzuschreiben ist. In den USA verhinderte ein positiver Aussenbeitrag bei schwindender Importnachfrage ein negatives BIP-Wachstum. Die aufstrebenden Länder Ostasiens expandierten weiterhin mit hoher Dynamik.

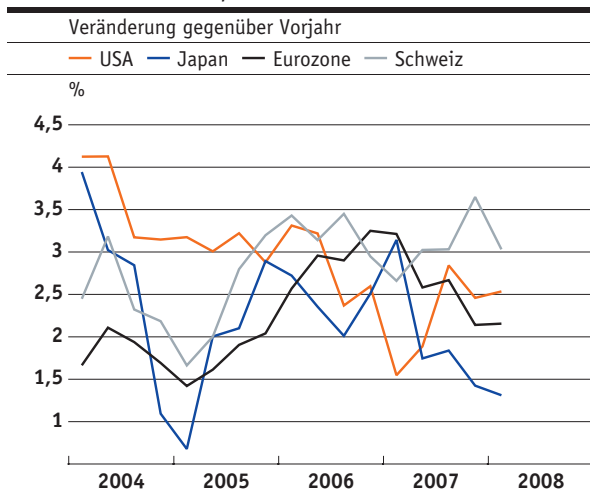
Die Lage auf den Finanzmärkten hat sich seit Mitte März etwas beruhigt, doch bleiben die kurzfristigen Wachstumsperspektiven für die Industrieländer getrübt. Der erneute Höhenflug des Erdölpreises wird die Ausgaben der Haushalte und der Unternehmungen dämpfen. Besonders der amerikanische Konsum dürfte unter höheren Benzin- und Nahrungsmittelpreisen leiden, da die Haushalte gleichzeitig mit fallenden Häuserpreisen und schärferen Kreditbedingungen konfrontiert sind. In der Eurozone dürfte die Aufwertung des Euro den Aussenbeitrag dämpfen. Die Konsensprognosen für das BIP-Wachstum 2008 und 2009 wurden seit Februar denn auch weiter nach unten revidiert.

Anhaltende Wachstumsschwäche in den USA

In den USA fiel das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal mit 0,9% nach 0,6% im vierten Quartal erneut tief aus, blieb aber – entgegen zunehmenden Rezessionsängsten – im positiven Bereich. Neben einem positiven Lagerbeitrag war dies vor allem auf den privaten Konsum zurückzuführen, der sich zwar deutlich verlangsamte, aber dennoch weiter zunahm. Dagegen schwächten sich die Investitionen auf breiter Front ab. Auch die Dynamik der Exporte reduzierte sich deutlich. Aufgrund fallender Importe blieb der Exportüberschuss dennoch ausgeprägt. Die Wachstumsschwäche zeigte sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Im ersten Quartal gingen 240 000 Stellen verloren.

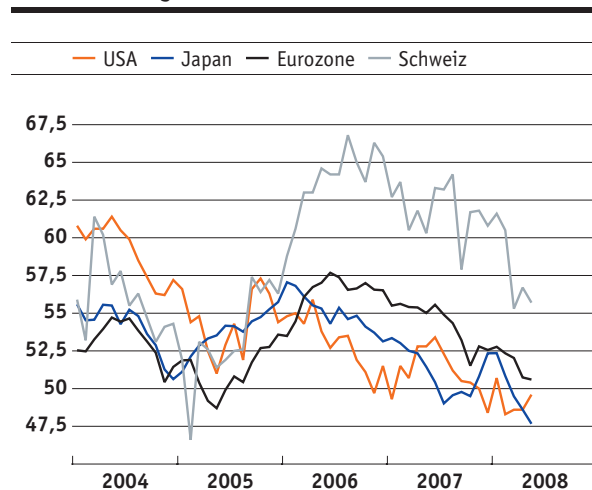
Das Wirtschaftswachstum dürfte auch im weiteren Jahresverlauf schwach bleiben. Zwar sollten die Steuerrückvergütungen an die Haushalte den Konsum stützen. Allerdings dürften die massiv gestiegenen Benzinpreise, negative Vermögenseffekte sowie die schlechtere Arbeitsmarktlage den Konsum weiter belasten. So fiel das Konsumentenvertrauen bis Mai weiter und befindet sich weit unter dem langfristigen Durchschnitt. Die nochmals verschärften Kreditbedingungen sowie die zunehmend unsicheren Konjunkturaussichten dürften auch die Unternehmensinvestitionen beeinträchtigen, während die rückläufigen Häuserpreise weitere Korrekturen der Wohnbauinvestitionen erwarten lassen. Dagegen

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



Quellen: SNB, Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Thomson Datastream

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

werden vom Aussenhandel dank der anhaltenden Dollarschwäche und der nach wie vor gefüllten Auftragsbücher positive Impulse ausgehen. Die BIP-Konsensprognose für 2008 fiel von Februar bis Mai von 1,6% auf 1,3% und für 2009 von 2,6% auf 1,9%.

Überraschend robustes Wachstum in der Eurozone

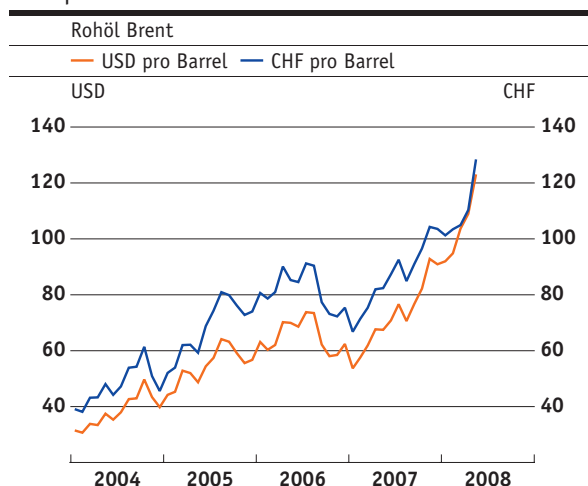
Das Wirtschaftswachstum in der Eurozone zog im ersten Quartal mit 3,2% unerwartet kräftig an. Somit verursachten die Finanzmarkturbulenzen bisher geringere Bremseffekte als befürchtet. Das Wachstum war jedoch ungleichmässig verteilt. Deutschland verzeichnete einen Anstieg des realen BIP von 6,3% – den stärksten seit knapp zwölf Jahren. Dagegen kühlte sich das Wachstum in Spanien deutlich auf 1,1% ab. Die starke Nachfrage in der Eurozone war durch die Exporte und die Investitionen getrieben. Ein Teil des Investitionswachstums ist jedoch auf einen Einmaleffekt zurückzuführen, da Bauinvestitionen aufgrund des milden Winterwetters vorgezogen wurden. Zudem wurde das Wachstum durch einen Lageraufbau gestützt. Der Privatkonsum, der im gegenwärtigen Aufschwung bisher unterdurchschnittlich expandiert hatte, legte nur leicht zu, nachdem er im vierten Quartal gefallen war. Die Produktionsfaktoren blieben stark ausgelastet, obschon die Kapazitätsauslastung in der Industrie im ersten Quartal erneut leicht abnahm und keine weitere Anspannung auf dem Arbeitsmarkt zu verzeichnen war.

Ungeachtet des robusten Wachstums zu Jahresbeginn haben sich die konjunkturellen Aussichten in der Eurozone eingetrübt. Insbesondere im zweiten Quartal dürfte das Wachstum schwach ausfallen, da sich die Einmaleffekte des ersten Quartals nicht wiederholen. Der starke Euro belastet die Aussennachfrage, der hohe Erdölpreis die Binnennachfrage. Trotz steigender Tariflöhne sorgen sich die Konsumenten gemäss Stimmungsumfragen vermehrt um ihre Kaufkraft. Auch schätzen sie die Arbeitsmarktperspektiven ungünstiger ein. Infolge restriktiver Kreditbedingungen der Banken im ersten Quartal dürfte sich die Investitionstätigkeit der Unternehmungen allmählich abschwächen. Die Wachstumsverlangsamung dürfte in den einzelnen Mitgliedsländern der Eurozone unterschiedlich ausfallen. Insbesondere Deutschland scheint gegenwärtig relativ widerstandsfähig, wogegen in Spanien und Irland eine markante Abkühlung im Immobilienmarkt die Aussichten eintrübt. Die BIP-Konsensprognose blieb für 2008 nahezu unverändert bei 1,5%, sank indessen für 2009 um 0,3 Prozentpunkte auf 1,6%.

Kräftiges Wachstum in Asien

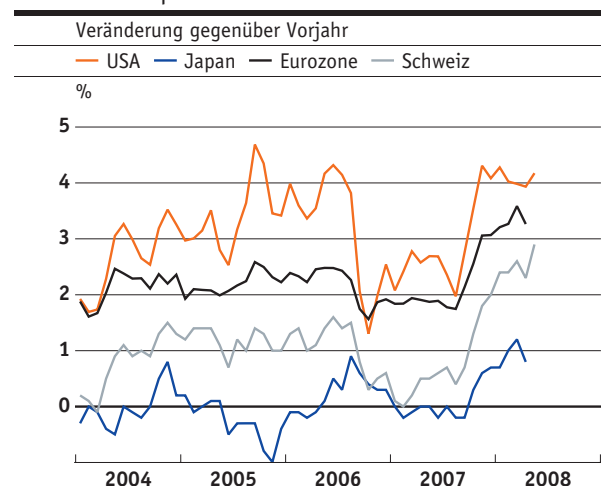
Die asiatischen Volkswirtschaften expandierten zu Jahresbeginn weiterhin kräftig. In Japan zog das reale BIP-Wachstum im ersten Quartal auf 4,0% an, nach 2,9% im vierten Quartal 2007. Als Konjunkturmotor erwiesen sich erneut die Exporte, die trotz US-Nachfrageschwäche erneut mit zwei-

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

stelliger Rate expandierten. Die Wohnbauinvestitionen erholten sich von der Schwächephase, die durch verschärfte Bauvorschriften im Sommer 2007 ausgelöst worden war, während die Ausrüstungsinvestitionen an Schwung verloren. Insgesamt dürfte das Wachstum im ersten Quartal aufgrund des Schaltjahreffekts, um den das japanische BIP im Gegensatz zu den USA und der Eurozone nicht bereinigt wurde, überzeichnet sein. Infolgedessen ist für das zweite Quartal kompensatorisch mit einem deutlich geringeren Wachstum zu rechnen. Die weiteren Aussichten sind verhalten. Die japanischen Unternehmen dürften angesichts marginmindernder Materialkostensteigerungen und erhöhter Unsicherheit vorderhand zurückhaltend investieren, auch wenn sie weiterhin von einem günstigen ausenwirtschaftlichen Umfeld profitieren. Die gegenwärtige Yenstärke gegenüber dem US-Dollar mindert zwar die Konkurrenzfähigkeit der japanischen Exporteure, dämpft aber gleichzeitig den Anstieg der Rohstoffimportpreise und stützt dadurch nicht zuletzt die schwächeren Segmente der Wirtschaft, namentlich die binnenorientierten Unternehmungen sowie die Privathaushalte. Insgesamt ist für 2008 mit einem geringeren Wachstum als im Vorjahr zu rechnen. Die BIP-Konsensprognose für 2008 betrug im Mai nahezu unverändert 1,3%, während das Wachstum für 2009 um 0,6 Prozentpunkte auf 1,6% nach unten revidiert wurde.

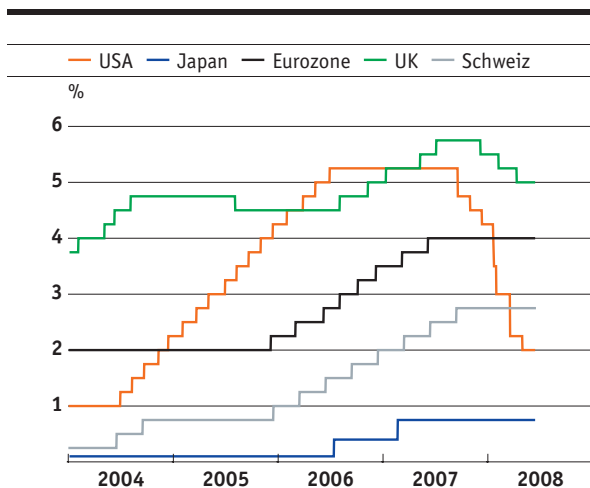
In China stieg das reale BIP im ersten Quartal um 10,6% gegenüber dem Vorjahr. Wesentliche Im-

pulse kamen erneut von den Investitionen. Insbesondere die Bauinvestitionen zogen vor dem Hintergrund eines Immobilienbooms weiter an. Die Verlagerung von den Exporten hin zum privaten Konsum setzte sich fort. Letzterer wird durch einen soliden Beschäftigungszuwachs und staatliche Anreize begünstigt. Schwere Winterstürme dämpften die Aktivität in der Industrie, doch zeichnete sich in den Monaten März und April eine Erholung ab. Korea, Taiwan, Hongkong und Singapur legten im ersten Quartal dank anhaltend hoher Exportdynamik durchschnittlich um 6,1% gegenüber dem Vorjahr zu, doch dürften die Konjunkturabkühlung in den Industrieländern sowie anhaltend hohe Energie- und Nahrungsmittelpreise im Laufe des Jahres Spuren hinterlassen. China dürfte dank hoher Eigendynamik weniger empfindlich reagieren. Die konjunkturellen Auswirkungen des schweren Erdbebens in der chinesischen Provinz Sichuan im Mai werden vorderhand als gering eingeschätzt. Die Konsensprognose von Mai rechnet für China im 2008 denn auch mit einem Wachstum von 10,0% und für 2009 mit einer leichten Abschwächung auf 9,3%.

Hohe Teuerung

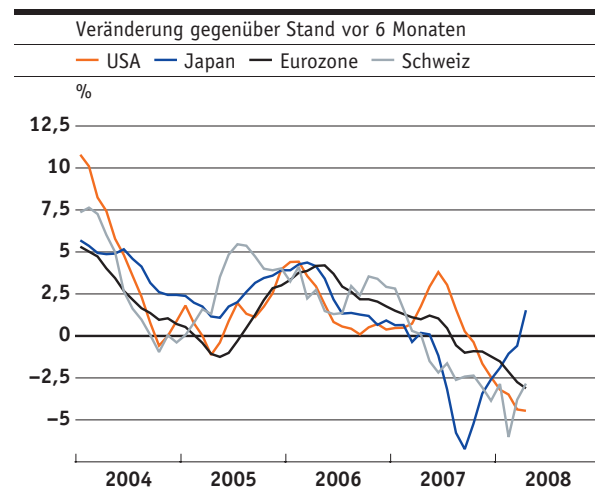
Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerung verharrte zwischen Januar und April weltweit auf hohem Niveau und erhöhte sich in Europa und Asien sogar weiter. Treibende Kräfte waren wiederum die Energie- und Nahrungsmittel-

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

preise. In den USA gab die Jahresteuering von 4,3% im Januar nur leicht auf 3,9% im April nach. Während der massive Anstieg der Lebensmittelpreise die Vorjahresteuering erhöhte, reduzierte sich der Teuerungsbeitrag der Energie aufgrund eines Basiseffekts. Daneben ging auch die Kernteuerung, welche die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, im gleichen Zeitraum von 2,5% auf 2,3% zurück. Dennoch machen die gestiegenen Inflationserwartungen deutlich, dass die Inflationsrisiken weiterhin nach oben gerichtet sind. Im Gegensatz zu den USA zog die Jahresteuering in der Eurozone zwischen Januar und April weiter auf 3,3% an und erreichte im März zwischenzeitlich ein 16-Jahreshoch bei 3,6%. Die Kernrate dagegen ging leicht auf 1,6% zurück. Die Teuerungserwartungen auf Produzentenstufe blieben erhöht. In Japan zog die Jahresteuering bis April nur geringfügig um 0,1 Prozentpunkte auf 0,8% an. Die Kernteuerungsraten verharrte im negativen Bereich. Deutlich stiegen die Teuerungsraten indessen in einer Vielzahl asiatischer Volkswirtschaften. In China, wo die Teuerung vor allem von steil steigenden Preisen für Schweinefleisch getrieben wird, erreichte die Jahresteuering im April 8,5%. In Korea, Taiwan, Hongkong und Singapur kletterte die Teuerungsraten auf durchschnittlich über 4%.

Unterschiedliche Geldpolitik

Die Situation an den internationalen Finanzmärkten hat sich seit dem Eingriff der amerikanischen Zentralbank Mitte März zur Vermeidung des Kollapses der Investmentbank Bear Stearns in vielen Bereichen spürbar verbessert. In den meisten Märkten ging die Volatilität deutlich zurück. Zuletzt hat sich auch die Anspannung an den Geldmärkten ein wenig gelöst. Dies dürfte vor allem auf die verstärkten Massnahmen verschiedener Notenbanken zur Erhöhung der Liquidität im Interbankenmarkt zurückzuführen sein. Daneben hat das Fed seine Geldpolitik weiter gelockert.

Die amerikanische Zentralbank, die bereits im Januar den Leitzins massiv um 125 Basispunkte gesenkt hatte, reduzierte den Zielsatz seither nochmals um insgesamt 100 Basispunkte auf 2,0%. Dagegen signalisierte die Europäische Zentralbank im Juni angesichts der gestiegenen Inflationsgefahren eine erhöhte Alarmbereitschaft. Sie belies den Hauptrefinanzierungssatz zwar unverändert bei 4,0%, deutete aber für Juli die Möglichkeit einer Zinsanhebung an. Die japanische Zentralbank betonte die konjunkturellen Risiken und liess den Tagesgeldsatz unverändert bei 0,5%. Demgegenüber straffte die chinesische Zentralbank die Geldpolitik weiter und erhöhte den Mindestreservesatz um insgesamt 1,5 Prozentpunkte auf 16,5%.

Konsensprognosen

Tabelle 1.1

	Wirtschaftswachstum ¹				Teuerung ²			
	Februar		Mai		Februar		Mai	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
USA	1,6	2,6	1,3	1,9	2,9	2,0	3,8	2,4
Japan	1,4	1,9	1,3	1,6	0,5	0,5	0,8	0,5
Eurozone	1,6	1,9	1,5	1,6	2,5	2,0	3,1	2,1
Deutschland	1,7	1,9	1,7	1,5	2,1	1,7	2,6	1,9
Frankreich	1,6	1,9	1,5	1,7	2,2	1,8	2,7	1,9
Italien	1,0	1,4	0,6	1,0	2,5	2,0	3,0	2,3
Vereinigtes Königreich	1,7	2,0	1,7	1,6	2,4	2,0	2,7	2,2
Schweiz	2,0	1,9	2,2	1,7	1,6	1,3	1,9	1,2

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: Consensus Forecasts, Februar 2008, Mai 2008. Bei den Konsensprognosen handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei über 240 Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in mehr als 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandprodukts, der Preise und anderer volkswirtschaftlicher Daten. Publiziert werden die Daten von Consensus Economics Inc., London.

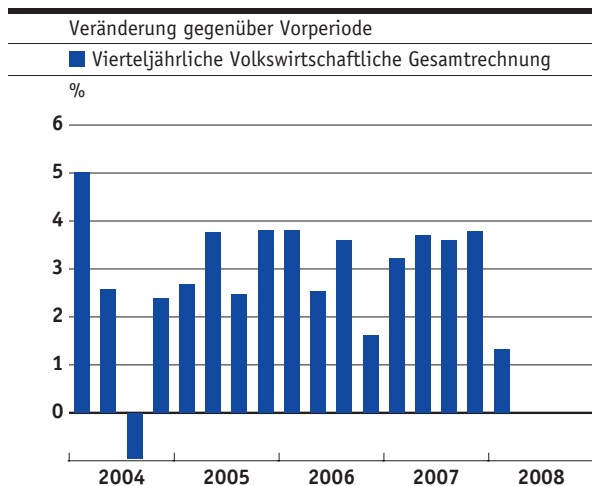
2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

2.1 BIP-Entwicklung und Aussichten

Deutliche Wachstumsverlangsamung

In den ersten Monaten des Jahres kühlte sich die Wirtschaft in der Schweiz erwartungsgemäss deutlich ab. Gemäss Schätzungen des SECO stieg das reale BIP im ersten Quartal um 1,3% gegenüber der Vorperiode, nach 3,8% im vierten Quartal 2007. Diese Verlangsamung widerspiegelte in erster Linie die Auswirkungen der internationalen Finanzmarktkrise. So nahm die Wertschöpfung der Banken im ersten Quartal um 11,5% ab, nachdem sie in den letzten drei Monaten des Vorjahres noch stark angestiegen war. Die Abnahme geht auf deutlich geringere Finanzmarkttransaktionen und einen entsprechenden Einbruch bei den Bankkommissionen zurück. Einen negativen BIP-Wachstumsbeitrag leistete auch die leicht rückläufige Industriewertschöpfung. Dies zeigte sich auch in der Produktionsstatistik des Bundesamtes für Statistik (BFS), die für das erste Quartal eine Abnahme der Industrieproduktion auswies. In den inlanderorientierten Sektoren – Handel, Hotellerie und Gastgewerbe sowie Transporte und Kommunikation – blieb das Wachstum dagegen kräftig.

Grafik 2.1
Reales BIP



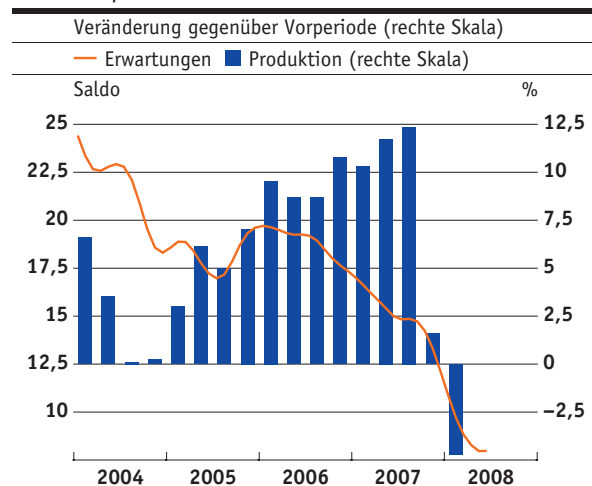
Quelle: SECO

Auf der Nachfrageseite wirkten sich der Rückgang der Bauinvestitionen sowie der stark negative Lagerbeitrag dämpfend aus. Dagegen nahmen der private und der öffentliche Konsum weiter deutlich zu, während die Ausrüstungsinvestitionen sogar verstärkt wuchsen. Auch der Wachstumsbeitrag des Aussenhandels fiel positiv aus. Die Abschwächung der Auslandnachfrage und die Aufwertung des Franken verursachten zwar einen Rückgang der Exporte. Im Vergleich dazu gingen die Importe jedoch spürbar stärker zurück.

Weiterhin moderates Wachstum in Sicht

Für die kommenden Quartale rechnet die Nationalbank weiterhin mit einem abgeschwächten Wirtschaftswachstum. Einerseits werden die Unsicherheiten auf den Finanzmärkten den Wachstumsbeitrag des gewichtigen Bankensektors schmälern und die verhaltende Konjunktur in Europa und in den USA die Auslandnachfrage dämpfen. Andererseits wird die schweizerische Exportwirtschaft von den steigenden Einkommen in mehreren aufstrebenden Ländern sowie in den erdölexportierenden Ländern profitieren. Entsprechend dürfte sich die Lage in der verarbeitenden Industrie nicht mehr signifikant abschwächen. Die neusten Umfrageergebnisse liefern denn auch erste vorsichtige Signale einer Stabilisierung, nachdem die Indikatoren während mehrerer Monate einem negativen Trend gefolgt waren. Falls die Kaufkraft nicht durch weitere unerwartete Preis-

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

Reales BIP und Komponenten
Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2004	2005	2006	2007	2006			2007				2008
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Privater Konsum	1,6	1,8	1,5	2,1	2,6	-0,5	1,4	3,1	2,3	3,1	1,1	1,6
Staatlicher Konsum	0,8	0,5	-1,4	0,1	-6,3	4,6	1,8	-0,5	0,6	-2,8	-0,2	0,8
Anlageinvestitionen	4,5	3,8	4,1	2,7	4,3	2,9	6,0	0,7	12,1	-10,7	1,8	4,8
Bau	3,9	3,5	-1,4	-2,9	-0,0	0,4	2,9	-0,6	-14,4	-5,8	7,2	-2,4
Ausrüstungen	5,0	4,0	8,9	7,2	7,9	4,9	8,5	1,8	37,2	-14,0	-2,0	10,5
Inländische Endnachfrage	2,1	2,1	1,7	2,0	1,8	0,9	2,5	2,1	4,3	-1,0	1,1	2,2
Inlandnachfrage	1,9	1,8	1,4	0,3	4,9	-4,2	4,6	-4,8	3,3	-1,1	8,4	-6,9
Exporte total	7,9	7,3	9,9	9,9	-1,3	11,9	18,6	12,2	4,2	9,6	0,2	3,0
Güter	7,3	5,8	11,1	8,4	-1,0	14,2	18,0	12,4	-1,0	8,3	-4,0	3,9
ohne EESKA ¹	7,3	6,5	11,3	8,4	7,8	6,6	18,5	9,2	4,1	7,5	-2,9	-2,7
Dienstleistungen	9,7	11,2	6,8	13,7	-2,1	6,2	20,4	11,7	19,2	12,8	11,6	0,9
Gesamtnachfrage	3,8	3,6	4,3	3,7	2,6	1,3	9,6	1,3	3,6	2,9	5,2	-3,2
Importe total	7,3	6,7	6,9	5,2	2,9	-3,8	30,0	-3,1	3,5	1,3	8,2	-12,3
Güter	5,8	5,6	7,8	4,6	1,9	-8,7	40,6	-5,5	2,9	-2,2	6,4	-9,9
ohne EESKA ¹	5,9	5,3	7,4	6,4	0,7	-5,6	29,8	6,7	0,9	-0,5	5,3	-9,7
Dienstleistungen	14,7	11,6	2,7	8,0	7,5	22,1	-9,6	9,8	6,3	19,4	17,0	-22,3
BIP	2,5	2,4	3,2	3,1	2,5	3,6	1,6	3,2	3,7	3,6	3,8	1,3

1 EESKA: Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten
Quelle: SECO

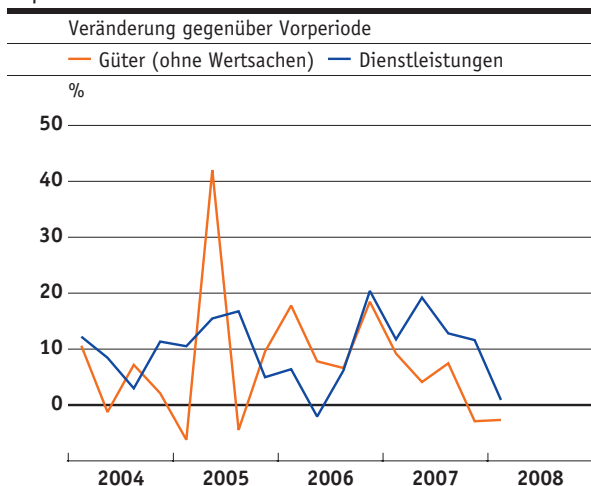
erhöhungen vermindert wird, dürfte ferner die günstige Entwicklung der Beschäftigung und der Einkommen die inländische Nachfrage stützen.

Diese Sicht wird durch die Gespräche, welche die SNB-Delegierten in den Monaten März bis Mai mit rund 190 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, gestützt. Die Gesprächspartner sprachen insgesamt weiterhin von einem guten Geschäftsverlauf. Dies gilt vor allem für den Detailhandel und andere konsumorientierte Branchen wie das Gastgewerbe. In der Exportindustrie fiel die Einschätzung der Geschäftslage und der Aussichten allerdings heterogener aus als bei der letzten Gesprächsrunde. Auch sprachen die meisten Gesprächspartner von einem verlangsamten Geschäftsgang. Dies gilt auch für die Banken, die in starkem Masse die Börsenflaute spüren.

Die meisten Gesprächspartner rechnen für das zweite Halbjahr 2008 mit einer weiter verlangsamten Umsatzentwicklung. Neben den ungewissen Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen drücken die massiven Preissteigerungen für Agrarprodukte, Energie und industrielle Rohstoffe sowie der starke Rückgang des Dollarkurses auf die Stimmung. Trotz der insgesamt gestiegenen Unsicherheit hielten die Unternehmen jedoch mehrheitlich an ihren Investitionsplänen fest und sahen teilweise auch eine weitere Erhöhung des Personalbestandes vor.

Die SNB rechnet für das Jahr 2008 unverändert mit einem realen BIP-Wachstum zwischen 1,5% und 2%. In diesem Szenario kommt es zu einer allmählichen Reduktion der gegenwärtig hohen Auslastung der Produktionsfaktoren.

Grafik 2.3
Exporte



Quelle: SECO

2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

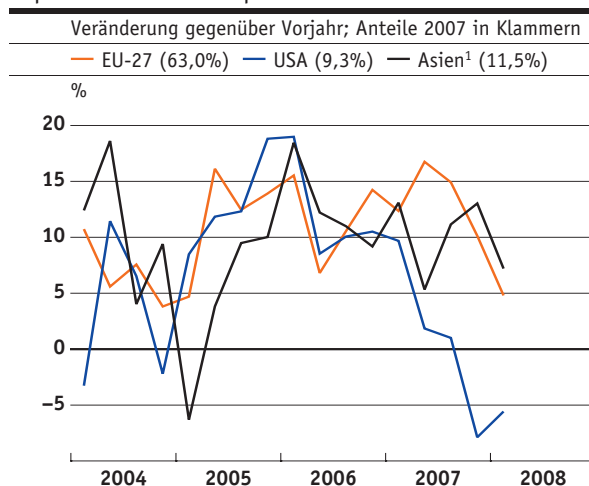
Erstmals seit 2006 rückläufige Exporte

Das abgeschwächte Wachstum der Weltwirtschaft sowie eine Aufwertung des Frankens lasteten im ersten Quartal auf der realen Exporttätigkeit, so dass die Exporte erstmals seit fast zwei Jahren wieder schrumpften. Während die Ausfuhren von Waren zum zweiten Mal in Folge sanken, verlangsamte sich das Wachstum bei den Diensten deutlich. Die Tatsache, dass der Monat März weniger Arbeitstage aufwies als letztes Jahr, beeinträchtigte nicht nur zusätzlich das Verlaufswachstum der Exporte, sondern führte auch im Vorjahresvergleich zu einem klaren Rückgang der Zuwachsrate von 7,1% auf 3,4%.

Auf der Wareenseite (ohne Wertsachen) nahmen die Ausfuhren von Halbfabrikaten moderat zu, doch wurde dies durch die rückläufigen Exporte von Investitions- und Konsumgütern mehr als wettgemacht. Nach Regionen gegliedert entwickelte sich die Auslandnachfrage weiterhin uneinheitlich. Auf der einen Seite gingen die Ausfuhren in die Länder der EU zurück. Auch die Exporte in die Länder Südostasiens schrumpften leicht. Auf der anderen Seite stiegen die Ausfuhren in erdölexportierende Länder und nach China erneut an. Eine Wiederbeschleunigung erfuhren zudem die Warenlieferungen nach Japan sowie, allerdings fast ausschliesslich im Investitionsgüterbereich, in die USA.

Die Dienstleistungsexporte verloren im ersten Quartal deutlich an Schwung. Wie schon in der Vor-

Grafik 2.4
Exporte nach Handelspartnern



1 Asien: Japan, China, Südkorea, Hongkong, Singapur, Taiwan, Malaysia, Thailand, Philippinen, Indonesien
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV)

periode sanken die Kommissionserträge aus Bankgeschäften mit ausländischen Kunden. Hinzu kamen rückläufige Einnahmen aus dem Transithandel sowie von Lizenzen und Patenten. Begünstigt durch gute Wetterverhältnisse stiegen hingegen die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr weiterhin an.

Markant sinkende Importe

Nach drei Jahren mit fast durchwegs positiver Dynamik bildeten sich im ersten Quartal die realen Importe markant zurück und sanken leicht unter den Stand des Vorjahresquartals (-0,3%). Dabei wurden sowohl merklich weniger Waren als auch Dienste aus dem Ausland bezogen. Bei den Dienstleistungsimporten gingen insbesondere die Ausgaben für Lizenzen und Patente stark zurück. Stützend wirkten hingegen die Ausgaben für Tourismus, die ähnlich hoch ausfielen wie im Vorquartal.

Die rückläufigen realen Warenimporte (ohne Wertsachen) standen im Widerspruch zur robusten Entwicklung der Binnennachfrage im ersten Quartal. Zum Teil kann die bekanntermassen erratiche Entwicklung der Importe von Flugzeugen als Erklärung herangezogen werden, welche klar rückläufig waren. Darüber hinaus setzte sich auch die Schwäche bei den gewichtigen Einfuhren von nicht-dauerhaften Konsumgütern im Bereich Pharmazeutika fort.

Zu Beginn des zweiten Quartals deutete sich eine Wiederbelebung des Warenhandels an. So beschleunigten sich im April die totalen Warenexporte wieder. Die stärksten Impulse wurden in den Bereichen Halbfabrikate und Konsumgüter ver-

zeichnet. Dank der robusten Binnennachfrage gewann auch die Importtätigkeit auf breiter Basis wieder an Schwung.

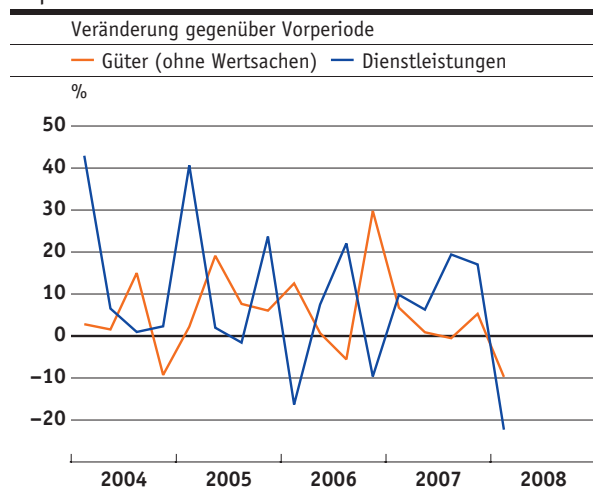
Stützendes, aber verhaltenes Konsumwachstum

Der private Konsum blieb im ersten Quartal eine Wachstumsstütze. Auf das Jahr hochgerechnet betrug das Wachstum der Konsumausgaben 1,6%. Die Dynamik blieb damit deutlich unter dem durchschnittlichen Verlaufswachstum des vergangenen Jahres (2,4%).

Eine Wachstumsverlangsamung zeigte sich beim Warenkonsum. Der Aufwärtstrend bei den Detailhandelsumsätzen kam im ersten Quartal zum Stillstand. Die Ausgaben für Lebensmittel stiegen zwar weiter; dies nicht zuletzt deshalb, weil Ostern in diesem Jahr im März zu liegen kam. Gleichzeitig schwächte sich die Nachfrage nach langlebigen Gütern spürbar ab. Davon zeugen die gedämpfte Aufwärtstendenz bei den Neuzulassungen von Personenwagen und die rückläufigen Importe von langlebigen Gütern. Ausgezeichnet blieb dagegen die Lage im Binnentourismus. Die Hotelübernachtungen inländischer Gäste nahmen im ersten Quartal unverändert stark zu.

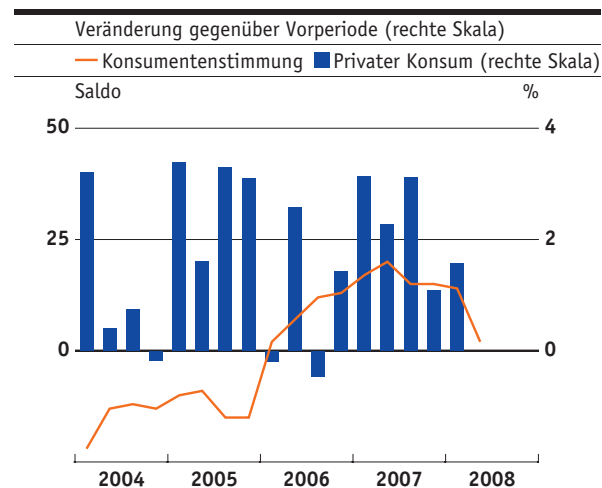
Der verhaltene Start der Konsumausgaben ins neue Jahr erfolgte vor dem Hintergrund eines abgeschwächten Konsumentenvertrauens. Der vom SECO erhobene Sammelindex der Konsumentenstimmung erreichte im April mit +2 Punkten einen deutlich tieferen Wert als in der Vorerhebung im Januar (+14 Punkte). Zwei Faktoren trübten die Stimmung

Grafik 2.5
Importe



Quelle: SECO

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: SECO

der Haushalte. Zum einen waren dies die Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten, die zu einer nach unten revidierten Einschätzung der allgemeinen Wirtschaftslage in der Schweiz führten. Zum anderen war es die überraschend hohe Teuerung der letzten Monate, welche sich negativ auf die Einschätzung der realen Kaufkraft der Konsumenten auswirkte.

Für die künftige Entwicklung der realen Einkommen sind die Haushalte hingegen weiterhin optimistisch. Dies deckt sich mit der Einschätzung der SNB, die für das laufende Jahr von einem Wachstum der realen Arbeitnehmereinkommen von 2,9% ausgeht (2007: +4,4%). Sowohl das Wachstum der Reallöhne (inklusive variable Lohnbestandteile) als auch der Beschäftigung wird voraussichtlich klar positiv bleiben.

Weiterhin rückläufige Bauinvestitionen

Die Bauinvestitionen, die im Laufe von 2007 um 2,9% schrumpften, nahmen im ersten Quartal weiter ab. Das Wachstum betrug gegenüber dem Vorjahresquartal -4,2% und gegenüber dem vierten Quartal 2007 -2,9%. Der neuerliche Rückgang ist wiederum ausschliesslich auf die schwächere Wohnbautätigkeit zurückzuführen. Dies kommt in der rückläufigen Zahl der Wohnungen im Bau zum Ausdruck. Die Quartalsumfrage des Schweizerischen Baumeisterverbands deutet hingegen darauf hin, dass der Geschäftsbau weiter wuchs. Ferner expandierte der Tiefbau schwungvoll.

Der gegenwärtige Rückgang der Wohnbautätigkeit bahnte sich bereits ab dem Frühling 2006

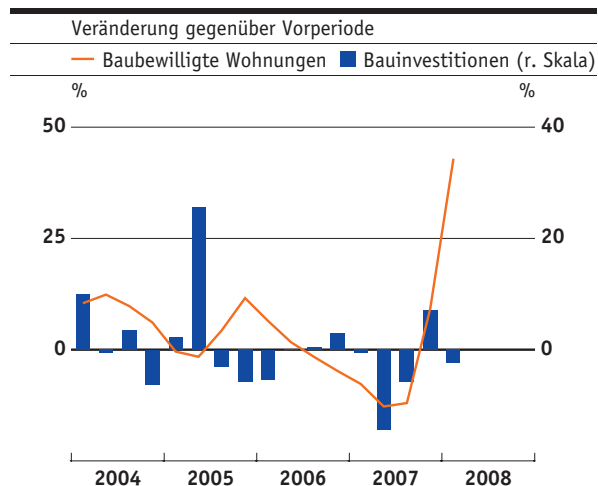
durch die deutliche und kontinuierliche Abnahme der Wohnbaubewilligungen an. Im Jahre 2007 sanken die Wohnbaubewilligungen um fast 10%. Dieser Trend wurde im ersten Quartal unterbrochen: Die Wohnbaubewilligungen stiegen stark an. In den kommenden Quartalen dürfte die höhere Anzahl Wohnbaubewilligungen zu einer allmählichen Abschwächung des Abwärtstrends bei den Wohnbauinvestitionen führen.

Vorübergehendes Aufflackern der Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen legten im ersten Quartal kräftig zu. Das Verlaufswachstum von 10,5% war allerdings nicht breit abgestützt. Die starke Zunahme war hauptsächlich auf die dynamischen Investitionen in Präzisionsinstrumente zurückzuführen. Dagegen entwickelten sich die Investitionen in Maschinen mehr oder weniger flach und diejenigen in IT-Produkte und Dienstleistungen waren rückläufig.

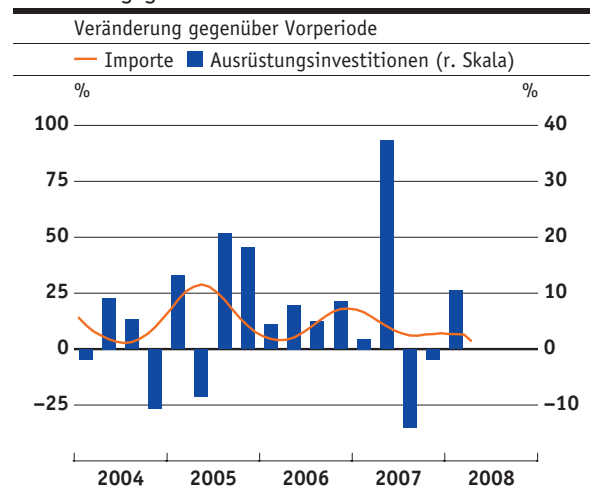
Die technische Kapazitätsauslastung der schweizerischen Wirtschaft ist seit dem Winter 2007/2008 leicht rückläufig. Sie bleibt jedoch weiterhin auf hohem Niveau. Aufgrund des langsameren Wirtschaftswachstums dürfte sich die Kapazitätsauslastung in den kommenden Quartalen weiter zurückbilden. Entsprechend ist mit einer Verlangsamung des Aufwärtstrends bei den Ausrüstungsinvestitionen zu rechnen.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

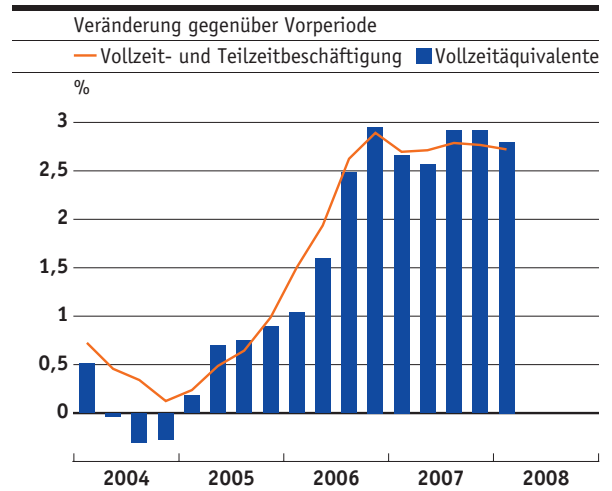
Weiterhin starkes Beschäftigungswachstum

Die starke Arbeitsmarktdynamik setzte sich auch in den ersten Monaten des neuen Jahres fort. Die Zahl der Beschäftigten stieg gegenüber der Vorperiode um 2,7%. Im Vorjahresvergleich betrug der Anstieg 2,8%. Auf Vollzeitstellen umgerechnet erhöhte sich das Arbeitsvolumen um 2,8%, nach einem Zuwachs von 2,9% in der Vorperiode. Das grösste Beschäftigungswachstum wurde in der Industrie beobachtet (4,3%). Besonders stark war die Zunahme des Personalbestandes im Bereich der Uhren und der Präzisionsinstrumente. Im Dienstleistungssektor stieg die Beschäftigung um 2,4%. Die Versicherungen (5%), die Informatik (4,7%), der öffentliche Sektor (3,8%) und der Grosshandel (2%) waren die Haupttreiber. Trotz der erwähnten rückläufigen Wertschöpfung wurden auch im Kreditgewerbe (1,5%) neue Arbeitsplätze geschaffen.

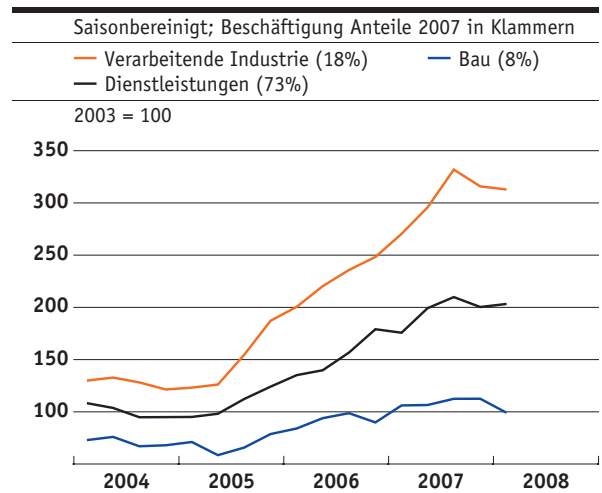
Grafik 2.9 zeigt, dass die rege Entwicklung der Beschäftigung seit nunmehr drei Jahren andauert. Zwischen dem ersten Quartal 2005 und dem ersten Quartal 2008 betrug das durchschnittliche Beschäftigungswachstum 1,9%, nachdem die Beschäftigung zwischen 1991 und 2004 im Durchschnitt stagniert hatte. Diese beachtliche Entwicklung ist nicht zuletzt auf die Erweiterung des Arbeitsangebots im Zuge der Implementierung der bilateralen Abkommen zurückzuführen. Letztere erleichtert den Firmen die Suche und Einstellung neuer Mitarbeiter. Im ersten Quartal stieg die Anzahl ausländischer Arbeitskräfte erneut stärker als jene der inländischen Arbeitskräfte.

In den kommenden Monaten dürfte es zu einer Abkühlung der Beschäftigungsentwicklung kommen. Sämtliche Indikatoren der Arbeitsnachfrage bleiben zwar auf hohem Niveau, was in der kurzen Frist für einen weiteren robusten Anstieg der Beschäftigung spricht. Es zeigen sich jedoch erste Signale einer Trendwende. Der vom BFS erhobene Index der offenen Stellen nahm sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor leicht ab. Der Index der Beschäftigungsaussichten war ebenfalls leicht rückläufig.

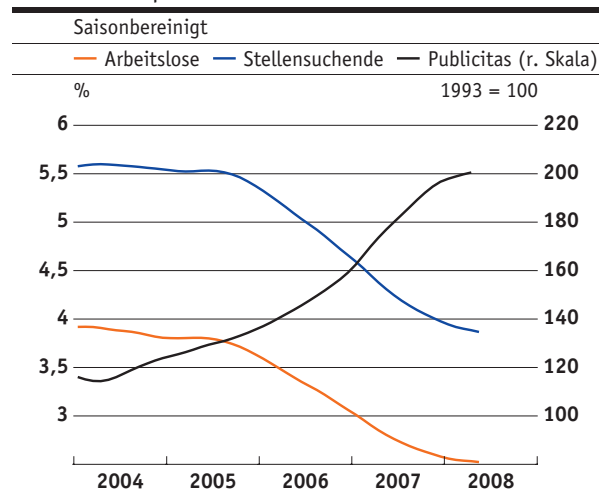
Grafik 2.9
Beschäftigung



Grafik 2.10
Index der offenen Stellen



Grafik 2.11
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafiken 2.9 und 2.10:
Quelle: BFS

Grafik 2.11:
Bei den regionalen Arbeitsämtern registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in % der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quellen: Publicitas, SECO

Stabilisierung der Arbeitslosigkeit auf tiefem Niveau

Nachdem die um Saisoneinflüsse bereinigte Zahl der Arbeitslosen während der vergangenen vier Jahre permanent rückläufig gewesen war, nahm sie zwischen Februar und Mai nicht mehr weiter ab und verharrte bei 100 000 Personen. Die Arbeitslosenquote stabilisierte sich somit im Mai bei 2,5%. Die Zahl der Stellensuchenden, welche neben den eingeschriebenen Arbeitslosen auch diejenigen Personen umfasst, welche an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einem Zwischenverdienst nachgehen, bildete sich noch geringfügig zurück. Ende Mai lag ihre Quote bei 3,9%.

Angesichts des in den letzten Quartalen starken Beschäftigungswachstums kann die Stabilisierung der Arbeitslosigkeit als ein Signal für das Erreichen der Sockelarbeitslosigkeit interpretiert werden. Die bestehenden offenen Stellen betreffen mehrheitlich hoch qualifizierte Arbeitsplätze. Entsprechend besetzen die Firmen diese Stellen hauptsächlich mit neuen Marktteilnehmern (Einwanderer oder frisch ausgebildete Arbeitnehmer).

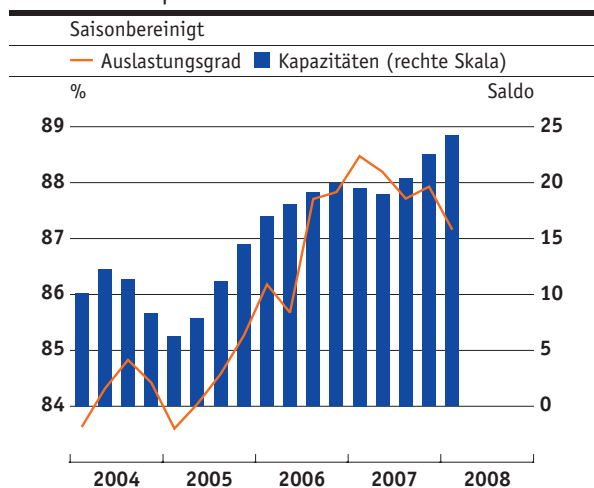
2.4 Kapazitätsauslastung

Die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage muss in der mittleren Frist im Gleichschritt mit dem gesamtwirtschaftlichen Angebot erfolgen, damit eine inflationäre oder deflationäre Entwicklung vermieden werden kann. Das gesamtwirtschaftliche Angebot, das durch die Verfügbarkeit von Kapital und Arbeitskräften sowie den technischen Fortschritt bestimmt wird, wächst normalerweise in der kurzen Frist relativ gleichmässig. Veränderungen der Nachfrage schlagen sich folglich in einer Veränderung der Auslastung nieder. Steigt die Auslastung der technischen und personellen Kapazitäten über ihr normales Niveau, signalisiert dies einen Nachfrageüberhang und dementsprechend einen erhöhten Inflationsdruck. Umgekehrt deutet ein Angebotsüberhang auf einen sinkenden Inflationsdruck hin.

Weiterer sinkende Auslastung der technischen Kapazitäten

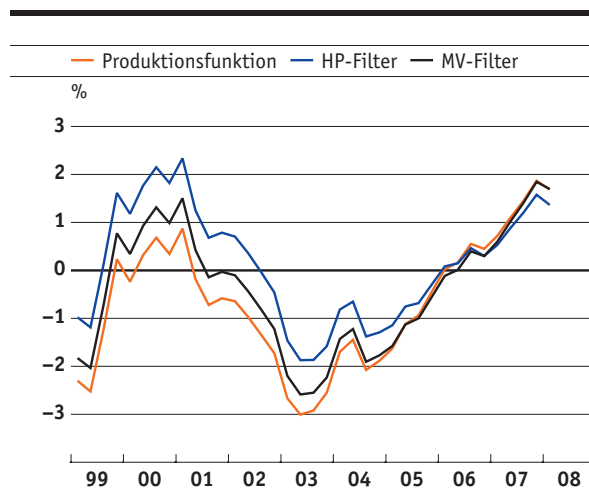
Gemäss den Umfragen der KOF/ETH verringerte sich die Kapazitätsauslastung in der Industrie gegenüber dem Vorquartal (Grafik 2.12), lag mit 87,2% aber immer noch über dem langfristigen Durchschnitt (84%). Die anhaltend hohe Kapazitätsauslastung trägt dazu bei, dass die Unternehmen im Industriesektor ihre Kapazitäten kräftig ausweiten (Grafik 2.12). In der Bauwirtschaft veränderte sich die Kapazitätsauslastung gegenüber

Grafik 2.12
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.13
Produktionslücke



Quelle: SNB

dem Vorquartal kaum. Sie liegt nach wie vor klar über dem langfristigen Durchschnitt. Der Anteil an Bauunternehmen, welche unzureichende technische Kapazitäten melden, verharrte auf dem Niveau des Vorquartals, nachdem er sich zuvor über ein Jahr hinweg kontinuierlich zurückgebildet hatte. Sowohl in der Industrie als auch in der Bauwirtschaft registrierten etwas weniger Firmen einen Mangel an Arbeitskräften als in der Vorperiode. Ein ähnliches Bild zeigt sich in den Dienstleistungsbranchen. Im Grosshandel verkürzten sich zudem die Lieferfristen nochmals deutlich. Sie befinden sich nun nahe beim langfristigen Durchschnitt. Demgegenüber meldete das Gastgewerbe Knappheiten bei den technischen Einrichtungen. Mit 66,5% erreichte der Zimmerbelegungsgrad den höchsten Stand seit 1990.

Rückgang des Produktionsüberhangs

Ein umfassenderes Mass der Auslastung der Wirtschaft ist die Produktionslücke, welche als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial berechnet wird. Grafik 2.13 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die auf verschiedenen Verfahren zur Bestimmung des Produktionspotenzials basieren

(Produktionsfunktion <PF>), Hodrick-Prescott-Filter <HP> und multivariater Filter <MV>). Das reale BIP stieg im ersten Quartal mit 1,3% weniger stark als das Produktionspotenzial, so dass der Produktionsüberhang gemäss allen drei Schätzverfahren deutlich sank. Gemäss PF und MV betrug er 1,7%, gemäss HP 1,4%.

Der Produktionsüberhang ist vor allem auf die überdurchschnittlich hohe Auslastung der technischen Kapazitäten zurückzuführen. Demgegenüber ist das Arbeitskräfteangebot inzwischen normal ausgelastet. Die SNB geht davon aus, dass das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in den kommenden Quartalen unter dem Wachstum des Produktionspotenzials bleiben wird, so dass sich der Produktionsüberhang weiter abbauen dürfte. Das Wachstum des Produktionspotenzials liegt gegenwärtig mit rund 2% weiterhin über dem langfristigen Trendwachstum des BIP, das über die letzten 25 Jahre rund 1,6% betrug. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass das Arbeitskräfteangebot infolge der Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte und des Anstiegs der Partizipationsrate zur Zeit vergleichsweise stark wächst. Infolge der kräftigen Investitionstätigkeit nimmt zudem auch der Kapitalbestand relativ stark zu.

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2007		2008		2008			
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April	Mai
LIK total	0,7	0,6	1,7	2,5	2,4	2,6	2,3	2,9
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,0	0,9	1,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,6
Güter	0,0	0,0	0,9	1,5	1,5	1,6	1,4	1,7
Dienstleistungen	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,4	1,6
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,5	0,4	0,5	0,8	0,8	1,0	1,3	1,4
Mieten	2,3	2,2	2,1	1,9	1,8	1,8	1,8	2,3
öffentliche Dienstleistungen	1,3	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8
Ausländische Güter und Dienstleistungen	0,1	-0,0	3,2	5,6	5,3	6,0	4,5	6,0
ohne Erdölprodukte	-0,4	0,1	0,3	1,9	1,8	2,3	1,7	2,0
Erdölprodukte	2,4	-0,8	17,1	25,0	23,3	25,0	18,6	26,9

Quellen: BFS, SNB

2.5 Güterpreise

Hoher Preisdruck bei den Produzenten- und Importpreisen

Der Preisdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerten Konsumentenpreise wirkt, blieb zwischen Januar und April per Saldo unverändert hoch. Während sich die Jahresteuierung der inländischen Produzentenpreise von 3,5% auf 3,6% erhöhte, verringerte sich diejenige der importierten Güter von 4,1% auf 3,6%. Das Nachlassen der Teuerung der importierten Güter widerspiegelt vor allem die Höherbewertung des Frankens an den Devisenmärkten. Gegliedert nach Güterarten war ein verstärkter Preisauftrieb bei den Vorleistungsgütern, den Gebrauchs- und Verbrauchsgütern sowie den Konsumgütern zu beobachten. Ein Nachlassen des Preisdrucks war demgegenüber bei den Investitionsgütern, den landwirtschaftlichen Produkten und den Energieträgern feststellbar. Bis zuletzt bildeten aber die landwirtschaftlichen Produkte mit 6,4% und die Energieträger mit 13,6% die beiden Gruppen mit den höchsten Jahresteuierungsraten.

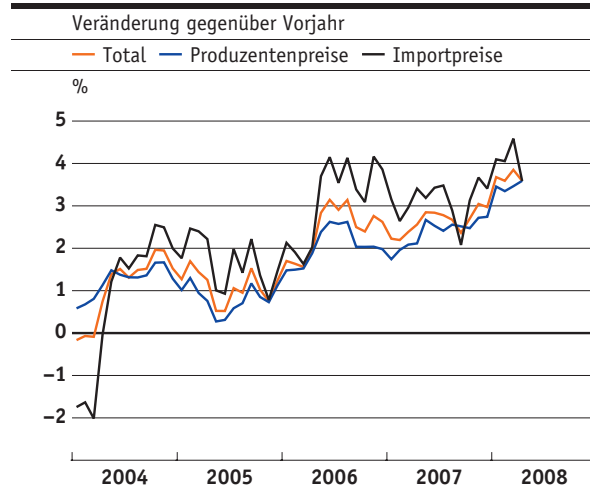
Deutlich höhere Teuerung auf der Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuierung stieg von 2,4% im Februar auf 2,9% im Mai. Die stärkste Zunahme verzeichnete zwar die Jahresteuierung der Erdölprodukte (von 23,3% auf 26,9%), doch trugen auch die übrigen Güter und die Dienstleistungen zum Anstieg der Jahresinflation bei. Gemessen am Index ohne Erdölprodukte stieg die Jahresteuierung im gleichen Zeitraum von 1,4% auf 1,7%.

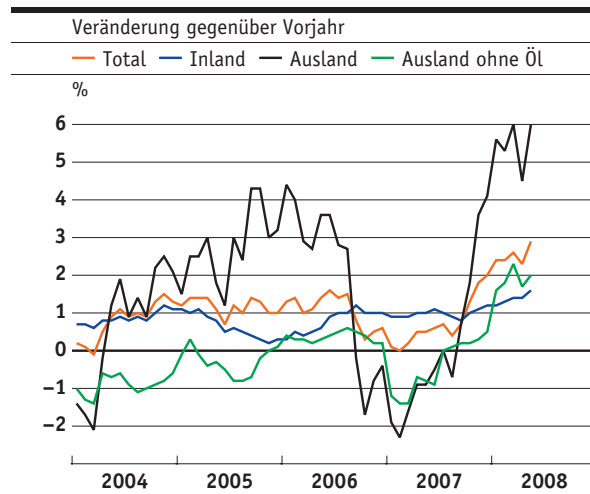
Steigender Preisdruck sowohl bei Waren als auch bei Dienstleistungen

Zu den Gütergruppen, deren Jahresteuierung zwischen Februar und Mai zum Teil deutlich stiegen, gehören die Nahrungsmittel und alkoholfreien Getränke, die Preise von Wohnen und Energie, die Produkte des Hausrates und der Haushaltsführung, der Freizeit und Kultur und der Restaurants und Hotels. Rückläufig war demgegenüber die Jahresteuierung von alkoholischen Getränken und Tabak, von Bekleidung und Schuhen und von Verkehr. Insgesamt kletterte die Jahresteuierung der Dienstleistungen damit von 1,2% im Februar auf 1,6% im Mai, während die Jahresteuierung der Waren im gleichen Zeitraum von 3,9% auf 4,5% stieg.

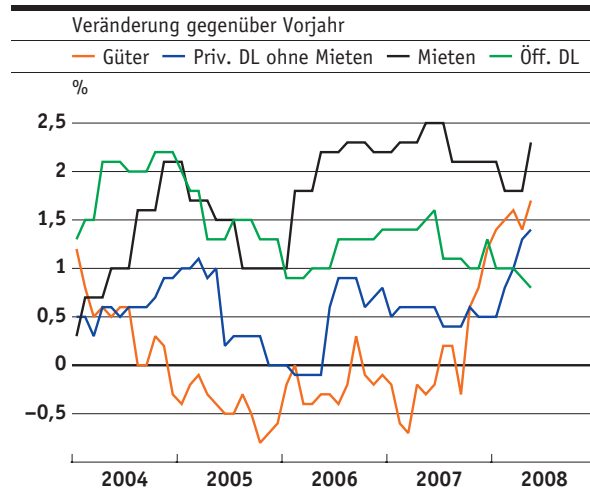
Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.15
LIK: In- und ausländische Güter



Grafik 2.16
LIK: Inländische Güter und Dienstleistungen



Grafik 2.14:
Quelle: BFS

Grafiken 2.15 und 2.16:
Quellen: BFS, SNB

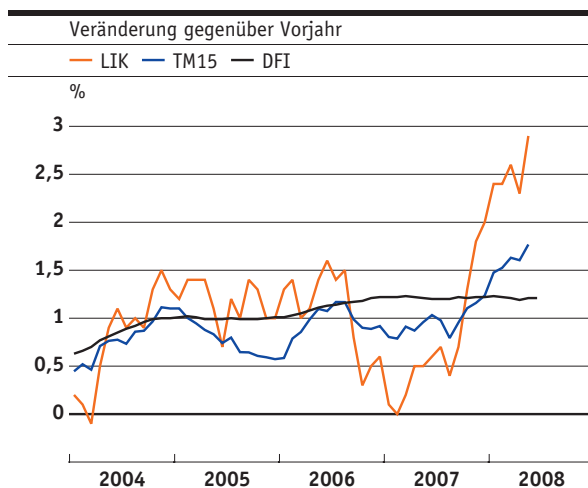
Weiter steigende Kerninflationen

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig Schwankungen, welche die Sicht auf den allgemeinen Preistrend verstellen können. Aus diesem Grund werden sogenannte Kerninflationen berechnet, welche den zugrunde liegenden Preistrend abbilden sollen. Die SNB berechnet zwei Messgrößen der Kerninflation, die in Grafik 2.17 abgebildet sind. Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat die 15% der Güterpreise mit der höchsten und die 15% der Güterpreise mit der tiefsten Jahresänderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen. Demgegenüber berücksichtigt die Dynamic Factor Inflation (DFI) neben den Preisen auch realwirtschaftliche Daten, Finanzmarktindikatoren und monetäre Variablen. Die beiden Kerninflationen des BFS schliessen in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.18). Bei der Kerninflation 1 (BFS1) sind

dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 (BFS2) ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt.

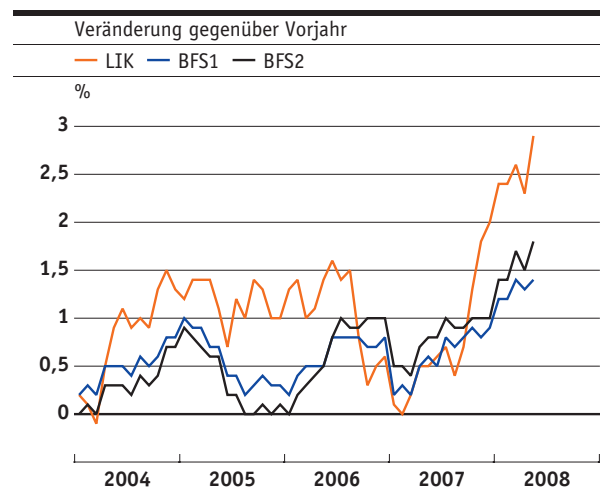
Die als getrimmter Mittelwert berechnete Kerninflation stieg zwischen Februar und Mai von 1,5% auf 1,8% und signalisierte damit eine anziehende Preisdynamik. Dasselbe Bild vermitteln auch die beiden vom BFS berechneten Kerninflationen, die von 1,2% auf 1,5% (Kerninflation 1) und von 1,4% auf 1,8% (Kerninflation 2) stiegen. Auf einen eher stabilen Verlauf des Inflationstrends deutete hingegen die Dynamic Factor Inflation, die unverändert 1,2% beträgt. Der starke Einfluss der Komponenten Energie und Treibstoffe sowie der Nahrungsmittel auf die am LIK gemessene Inflationsrate wird darin sichtbar, dass die Kerninflationen in den letzten Monaten weniger stark stiegen als die Gesamtinflation.

Grafik 2.17
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.18
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

3 Monetäre Entwicklung

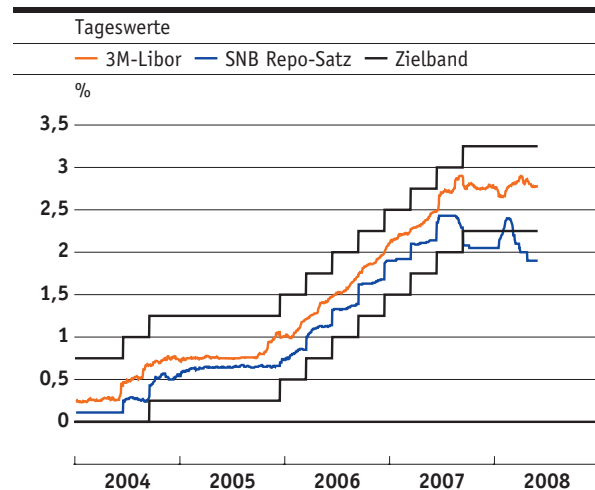
3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

An der Lagebeurteilung vom 13. März 2008 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen und wie bis anhin die Mitte des Zielbandes anzupeilen. Dieser Entscheid erfolgte vor dem Hintergrund einer erwarteten Wachstumsverlangsamung und eines kurzfristig zwar hohen, mittelfristig aber wieder nachlassenden Teuerungsdrucks. Die SNB wies allerdings auch darauf hin, dass ihre Einschätzung der Lage mit Unsicherheiten behaftet war, die grösser waren als üblich.

Unmittelbar nach der Lagebeurteilung lag der Repo-Satz mit einer Laufzeit von einer Woche bei 2,1%. Als der 3M-Libor nach oben tendierte, senkte die SNB ab Ende März 2008 den einwöchigen Repo-Satz stufenweise bis auf 1,9% Mitte Juni, um den 3M-Libor ungefähr in der Mitte des Zielbandes zu halten. Ende Mai lag der 3M-Libor bei 2,78%. Danach legte er wieder zu und notierte Mitte Juni bei 2,92% (Grafik 3.1).

Kurz vor der Lagebeurteilung vom 13. März kündigten die Bank of Canada, die Bank of England, die EZB, das Federal Reserve System der USA (Fed) und die SNB an, die im vergangenen Dezember und Januar durchgeführten Massnahmen zur Linderung der Anspannungen auf den internationalen Geldmärkten infolge der Krise auf dem amerikanischen Hypothekarmarkt fortzusetzen. Am 25. März sowie am 22. April führte die SNB in Absprache mit dem Fed eine Repo-Auktion in US-Dollar gegen SNB-repofähige Effekten im Umfang von je 6 Mrd. mit einer Laufzeit von 28 Tagen durch. Damit sollte den Gegenparteien der SNB der Zugang zu US-Dollar-Liquidität erleichtert werden. Am 2. Mai gaben das Fed, die EZB und die SNB eine Erhöhung des Umfangs ihrer Liquiditätsmassnahmen in US-Dollar bekannt. Die SNB führte daraufhin die neuen Repo-Auktionen in US-Dollar vierzehntäglich anstatt wie bisher nur einmal im Monat durch. Der Umfang pro Auktion blieb wie bisher auf 6 Mrd. Dollar beschränkt und die Laufzeit der Repo-Geschäfte betrug weiterhin 28 Tage. Die nächsten Auktionen fanden am 6. Mai, 20. Mai, 3. Juni und 17. Juni statt. Alle Repo-Auktionen wurden überzeichnet.

Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Quellen: Reuters, SNB

Höherer 3M-Libor erwartet

Mitte März rechneten die Marktteilnehmer gemäss der regelmässig veröffentlichten Umfrage «Konsensusprognose» auf Ende März 2009 mit einem unveränderten 3M-Libor. Der Mittelwert der Prognosen lag bei 2,7%. Die Zinssätze von Futures mit Verfall im September und Dezember 2008 sowie im März 2009 lagen deutlich unter dem Kassasatz des 3M-Libor. Im Verlauf der Monate März und April stiegen sie zunächst merklich über den Kassasatz an, fielen zeitweilig auf ihn zurück und notierten anschliessend deutlich höher. Ende Mai lagen sie bei 2,88%, bzw. 3,05% und 3,12% (Grafik 3.2). Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer bis Ende Jahr mit einer Anhebung des Zielbandes um 25 Basispunkte rechnen.

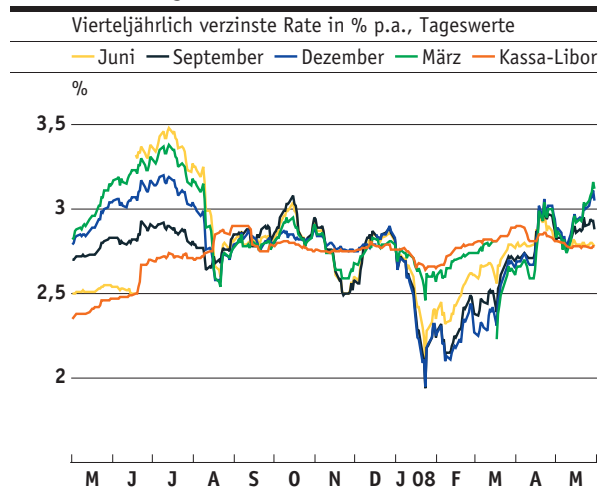
Anstieg der gesamten Zinskurve

Während sich die Aktienmärkte seit März leicht erholten, verloren die festverzinslichen Anleihen wieder etwas an Attraktivität. Die gesamte Zinskurve verschob sich somit seit der letzten Lagebeurteilung nach oben und wurde insgesamt etwas flacher. Ende Mai lagen die Renditen von Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft mit Laufzeiten von zwei und mehr Jahren deutlich höher als im März (Grafik 3.3). Im Durchschnitt des Monats Mai betrug die Rendite einer Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft mit einer Laufzeit von fünf Jahren 2,90%, jene mit einer Laufzeit von zehn Jahren 3,19% und jene mit einer Laufzeit von 20 Jahren 3,51%. Die gestiegene Renditekurve für eidgenössische Anleihen schlug sich auch in höheren Hypothekar- und Sparzinssätzen nieder.

Unter der Annahme eines effizienten Kapitalmarktes lässt sich die Bonität eines Unternehmens, das sich durch Ausgabe von Anleihen am Kapitalmarkt verschulden kann, an den Renditen dieser Anleihen ablesen. Je schlechter die Bonität des Unternehmens, desto höher fällt in der Regel die Anleihsrendite aus. Die höhere Rendite entschädigt die Investoren für ihr Risiko, dass das Unternehmen während der Laufzeit entweder zahlungsunfähig werden oder Konkurs gehen könnte. Die Kreditrisikoprämie wird üblicherweise als Differenz der Rendite einer Unternehmensanleihe zu jener der Schweizerischen Eidgenossenschaft gemessen. Grafik 3.5 zeigt die Zinsspanne von Industriefinanzierungen mit einer Laufzeit von fünf Jahren. Es werden erst-, zweit- und drittklassige Schuldner abgebildet. Vor dem Hintergrund der Finanzmarkturbulenzen sind die Kreditrisikoprämien seit Juni 2007 deutlich ge-

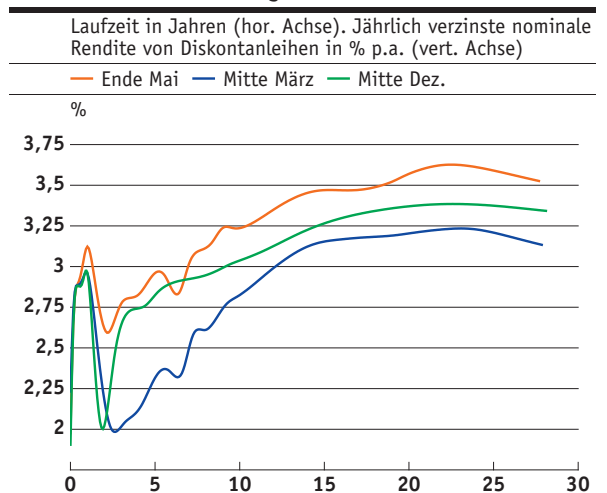
Grafik 3.2

Der dreimonatige Zinssatz-Futures



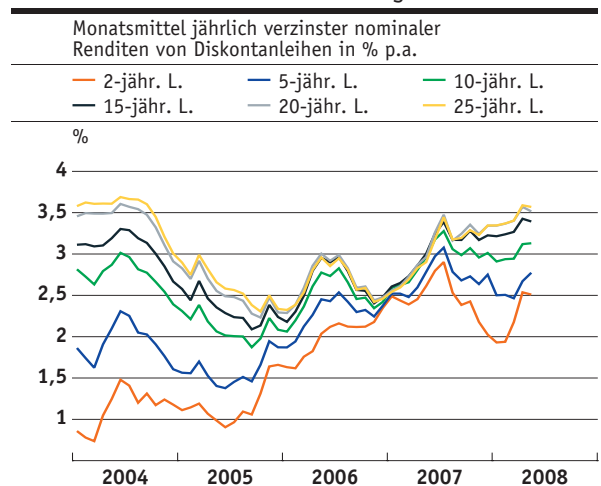
Grafik 3.3

Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.4

Anleihsrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.2:
Quellen: Bloomberg, SNB

Grafiken 3.3 und 3.4:
Quelle: SNB

stiegen. Seit der Lagebeurteilung vom März blieben sie jedoch unverändert. Das Risiko, dass ein Unternehmen seine Anleihen nicht mehr bedienen kann, ist bei einer sich abschwächenden Konjunktur höher als in Aufschwungsphasen. Die relativ hohen Kreditrisikoprämien deuten somit auf eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums hin.

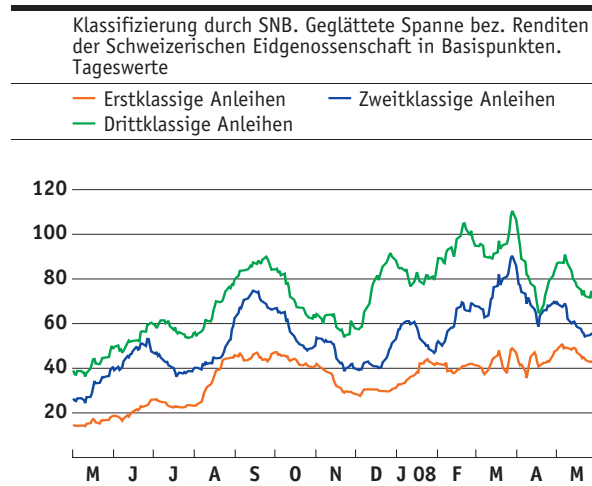
Ausweitung der Zinsdifferenzen zum Euroraum am Geldmarkt ...

Die kurzfristigen Zinsen in der Schweiz verliefen seit dem Ausbruch der Krise auf dem amerikanischen Hypothekarmarkt im Sommer 2007 praktisch seitwärts. Dagegen sank der amerikanische Geldmarktzinssatz von Mitte Juli 2007 bis Mitte März 2008 um 2,6 Prozentpunkte, während der europäische Geldmarktsatz um 0,4 Prozentpunkte stieg (Grafik 3.6). Obwohl das Fed vor dem Hintergrund der anhaltenden Hypothekarmarktkrise am 19. März und am 30. April den Leitzins insgesamt um weitere 100 Basispunkte auf 2% senkte, bewegte sich der Dollar-Libor nur geringfügig. Somit veränderte sich die Differenz zwischen Franken- und Dollaranlagen kaum mehr und lag Mitte Juni bei 11 Basispunkten. Die EZB veränderte den Leitzins seit Mitte 2007 nicht mehr. Allerdings stieg der dreimonatige Zinssatz für Euroanlagen, sodass die Zinsdifferenz zwischen Euro- und Frankenanlagen von 181 Basispunkten Mitte März auf 204 Basispunkte Mitte Juni zunahm.

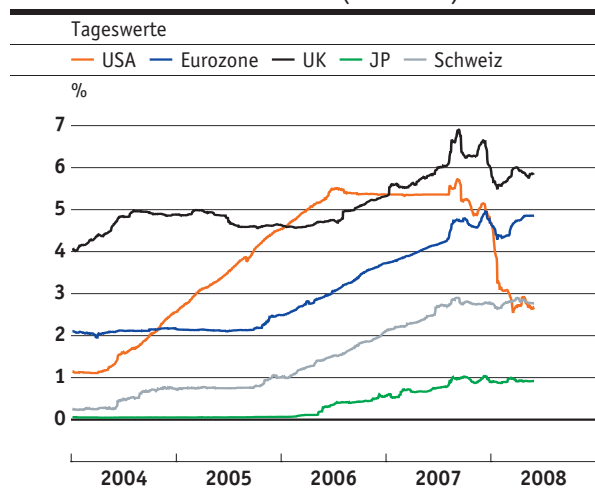
... und am Kapitalmarkt

Ähnlich wie in der Schweiz nahm die Attraktivität von risikolosen Staatsanleihen auch im Ausland wieder etwas ab (Grafik 3.7). Die Rendite einer zehnjährigen Anleihe des amerikanischen Schatzamtes stieg im Durchschnitt des Monats März von 3,51% auf durchschnittlich 3,88% im Mai. Die Renditedifferenz zwischen amerikanischen und schweizerischen Staatsanleihen vergrösserte sich zwischen März und Mai leicht und betrug im Mai 0,69 Prozentpunkte. Zwischen März und Mai stieg die Rendite von Anleihen der Bundesrepublik Deutschland etwas stärker und lag im Durchschnitt des Monats Mai bei 4,21%. Die Differenz der Rendite von deutschen Anleihen zu jenen der Schweizerischen Eidgenossenschaft erhöhte sich somit deutlich von 0,73 Prozentpunkten im März auf 1,02 Prozentpunkte im Mai.

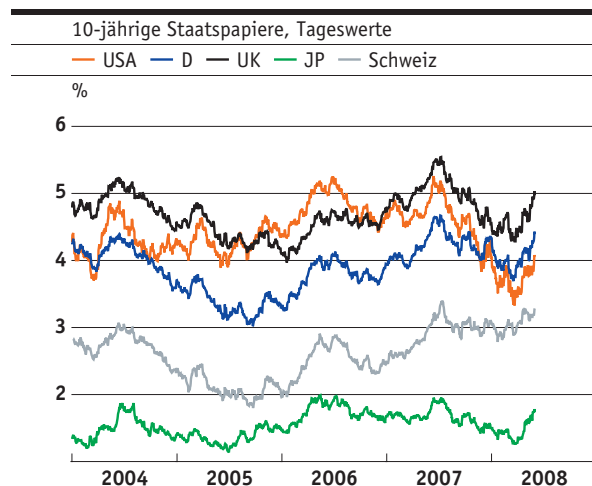
Grafik 3.5
Zinsspanne von Industrieanleihen 5-jähriger Laufzeit



Grafik 3.6
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.7
Internationale Zinssätze



Grafik 3.5:
Quelle: SNB

Grafik 3.6:
Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.7:
Quellen: SNB, Thomson Datastream

Deutlicher Rückgang des kurzfristigen realen Zinssatzes

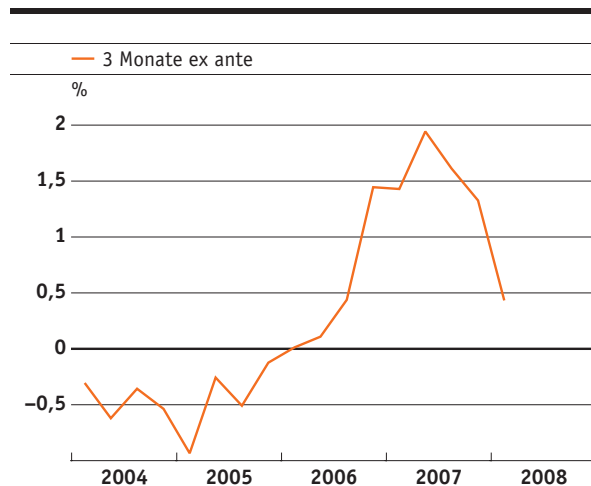
Grafik 3.8 zeigt die Entwicklung des dreimonatigen Realzinses. Dieser ist als Differenz zwischen dem dreimonatigen Nominalzinssatz und dem über diese Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen dem Durchschnitt der Prognosen verschiedener Institute entsprechen («Konsensusprognose» Mai 2008).¹ Der so gemessene Realzins notierte im ersten Quartal 2008 mit 0,5% markant tiefer als im Vorquartal. Für den Rückgang waren die mehrheitlich aufgrund des steigenden Erdölpreises erhöhten Inflationserwartungen verantwortlich.

1 Vgl. Tabelle 1.1.

Der kurzfristige Realzins ist eine wichtige Bestimmungsgrösse für das Spar- und Investitionsverhalten der Haushalte und Unternehmen und damit von zentraler Bedeutung für die zukünftige Entwicklung der Konjunktur. Die in jüngster Zeit niedrigen kurzfristigen Realzinssätze wirken gegenwärtig stimulierend auf die Wirtschaft.

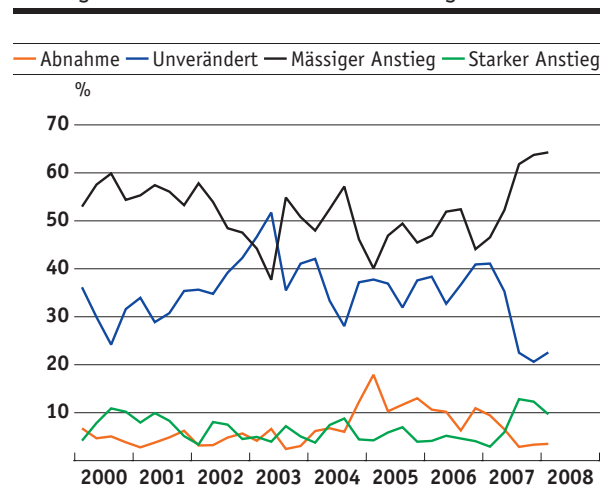
Das Bild hoher Inflationserwartungen bestätigt die vom SECO im April durchgeführte Umfrage bei den Haushalten (Grafik 3.9). Zum fünften Mal in Folge hat der Anteil der Befragten, die mit steigenden Preisen rechneten, weiter zugenommen. Während Anfang 2007 noch jeder zweite befragte Haushalt höhere Preise erwartete, sind nun zwei Drittel der Befragten der Ansicht, dass die Preise in den kommenden zwölf Monaten steigen werden.

Grafik 3.8
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

Grafik 3.9
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Quellen: SECO, SNB

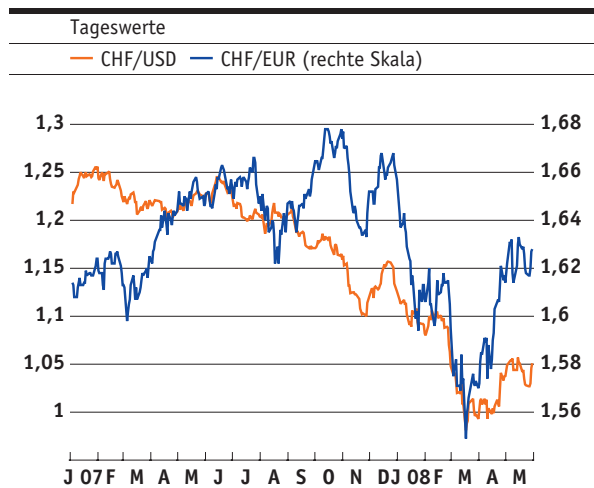
3.2 Wechselkurse

Per Saldo schwächerer Franken

Die Entwicklung an den Devisenmärkten war charakterisiert durch erhebliche Schwankungen des Schweizer Frankens. Vier Tage nach der Lagebeurteilung vom 13. März erreichte der Schweizer Franken einen historischen Höchststand gegenüber dem US-Dollar. Am 17. März kostete ein US-Dollar noch 0.98 Schweizer Franken. Auch gegenüber dem Euro notierte der Franken stärker. Er wurde vorübergehend zu 1.55 CHF/EUR gehandelt und erreichte damit gegenüber dem Euro zum ersten Mal wieder die Niveaus von Anfang 2006. Der stärkere Schweizer Franken ging mit einer rückläufigen Kursentwicklung an den Aktienmärkten einher. Nachdem sich die meisten Aktienmärkte infolge der Zinssenkung des Fed wieder erholten, verlor auch der Schweizer Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar an Wert. Insgesamt hat der Franken somit zwischen Mitte März und Mitte Juni gegenüber dem Euro 2,5% und gegenüber dem US-Dollar 3,0% eingebüsst. Mitte Juni notierte er bei 1.61 CHF/EUR und 1.04 CHF/USD. Der Dollar/Euro-Kurs fluktuierte in der gleichen Zeitspanne in geringerem Ausmass. Der Euro wertete sich zuerst gegenüber dem Dollar auf, gab dann wieder nach und lag Mitte Juni praktisch unverändert bei 1.55 USD/EUR.

Damit ist der Schweizer Franken gegenüber dem Euro Mitte Juni auf das Niveau von Anfang 2008 gesunken und notiert deutlich schwächer als im langjährigen Durchschnitt seit 1999 (1.55 CHF/EUR). Falls sich der Franken auf dem gegenwärtigen Niveau einpendelt oder weiter an Wert einbüsst, dürfte der Teuerungsdruck über die importierten Güter hoch bleiben. Gegenüber dem US-Dollar ist der Schweizer Franken allerdings nach wie vor stark. Nachdem sich der Kurs CHF/USD in den Jahren 2004 bis 2007 relativ stabil verhalten hatte, legte der Schweizer Franken bis März 2008 immer rascher zu. Die Dollarschwäche widerspiegelt den markanten Rückgang der Wachstumsaussichten in den USA, die Verengung der Zinsdifferenzen und ein ausgeprägtes negatives Nettoauslandsvermögen der USA.

Grafik 3.10
Devisenkurse



Quelle: SNB

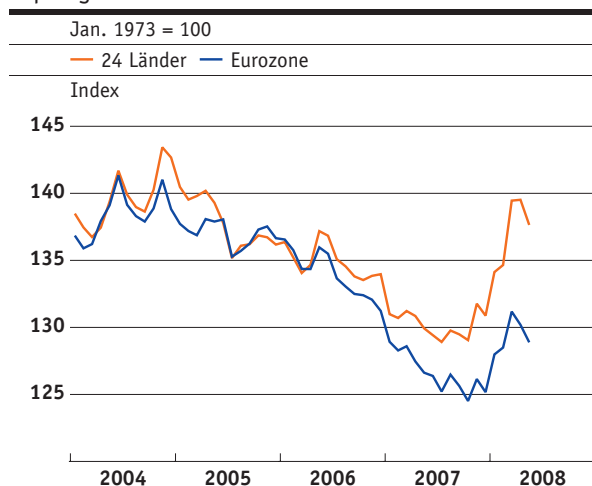
Ebenfalls reale Abwertung des Frankens

Die jüngsten Bewegungen der nominalen Wechselkurse widerspiegeln sich auch im exportgewichteten realen Aussenwert des Schweizer Frankens, der Unterschiede in der Preisentwicklung zwischen den Währungsräumen berücksichtigt. Im Gesamtindex (gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern) macht der Anteil der Eurozone an den Schweizer Exporten rund 65% aus, während der Anteil der USA mit 15% veranschlagt wird. Rund 10% der Schweizer Exporte entfallen auf Asien, d. h. auf eine Region, in der zahlreiche Währungen an den Dollar gekoppelt sind. Zwischen März und Mai 2008 wertete sich der Franken real sowohl gegenüber der Eurozone als auch gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern um 2,0% bzw. 1,7% ab, nachdem er seit Ende 2007 Boden gutgemacht hatte (Grafik 3.11).

Lockerung der monetären Bedingungen

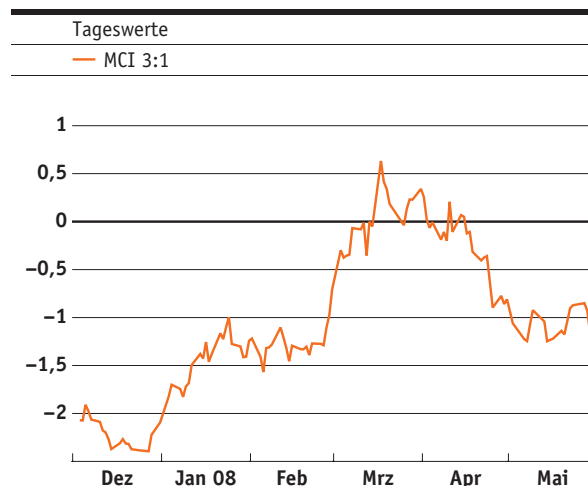
Die deutliche Abwertung des Frankens seit der letzten Lagebeurteilung bei gleichzeitig praktisch konstantem Kurzfristzins führte zu einer ausgeprägten Lockerung der monetären Bedingungen. Dies zeigt der in Grafik 3.12 abgebildete Monetary Conditions Index (MCI). Der MCI kombiniert den 3M-Libor und den exportgewichteten nominalen Aussenwert des Schweizer Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. Der Index wird jeweils unmittelbar nach der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt. Ein Anstieg zu positiven Werten (Rückgang zu negativen Werten) signalisiert somit eine Straffung (Lockerung) der monetären Bedingungen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27). Ende Mai stand der MCI bei -123 Basispunkten.

Grafik 3.11
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Quelle: SNB

Grafik 3.12
MCI nominal



Quelle: SNB

3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

Aktien, Rohwaren und Immobilien sind Vermögenanlagen. Ihre Preise sind für die Analyse der Wirtschaftslage vor allem aus zwei Gründen relevant. Zum einen führen Schwankungen dieser Preise zu Veränderungen des Vermögens von Haushalten und Firmen. Dies wiederum wirkt sich auf deren Kreditwürdigkeit sowie auf das Konsum- und Investitionsverhalten aus. Zum anderen führen Veränderungen in den Inflationserwartungen zu einer Neubewertung von Aktien, Immobilien und Rohwaren. Aus Preisbewegungen dieser Anlagen können somit Rückschlüsse auf die Inflationserwartungen gezogen werden. Rohstoffe sind überdies aus einem dritten Grund von Interesse. Sie gehen als Kostenfaktoren in den Produktionsprozess vieler Güter ein und können so Druck auf das allgemeine Preisniveau ausüben.

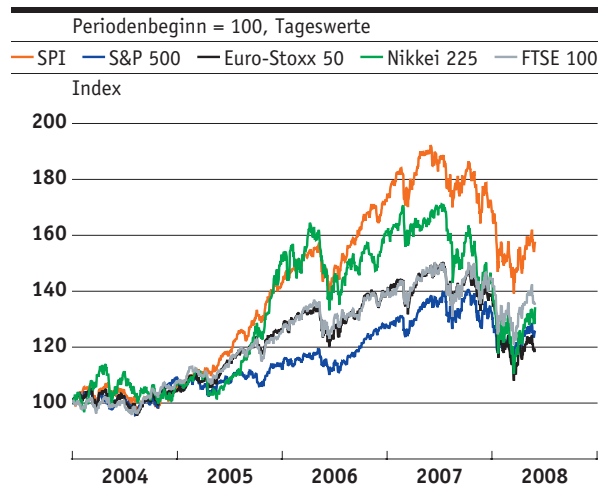
Erholung bei anhaltender Volatilität an den Aktienmärkten

Am 17. März 2008 erreichten die Turbulenzen an den Finanzmärkten einen neuerlichen Höhepunkt, als die Bank Bear Stearns mit schweren Liquiditätsproblemen zu kämpfen hatte und in Konkursgefahr geriet. Danach setzte eine Erholung an den wichtigsten Aktienmärkten ein. Zwischen Mitte März und Ende Mai stiegen der amerikanische S&P 500 sowie der europäische Euro-Stoxx 50 um 8% bzw. 5%. Im Einklang mit den wichtigsten Aktienmärkten legte der Swiss Performance Index (SPI) in der gleichen Zeitspanne 7% zu.

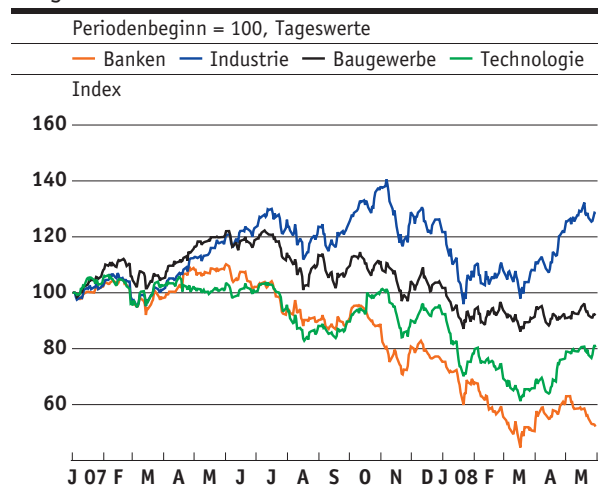
Betrachtet man die einzelnen Komponenten des SPI nach Unternehmensgrösse, zeigt sich, dass grosse und mittlere Unternehmen zwischen Mitte März und Ende Mai an Boden gewannen (7% bzw. 9%). Diese waren zuvor am stärksten von der Korrektur betroffen. Kleine Unternehmen verzeichneten in der gleichen Zeitspanne einen Anstieg von 6%. Insbesondere die Aktien der Technologie- und Industrieunternehmen holten auf (21%). Die umfangreichen Abschreibungen bei den Schweizer Grossbanken belasteten die Kurse im Bankensektor weiterhin.

Grafik 3.15 zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden 30 Tage anhand des Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index (VIX) sowie die realisierte Volatilität gemessen als annualisierte Standardabweichung der monatlichen Renditen des SPI und des S&P 500. Obwohl die Aktienkurse im zweiten Quartal im Allgemeinen anstiegen, ist die Volatilität, welche ein Zeichen der Unsicherheit ist,

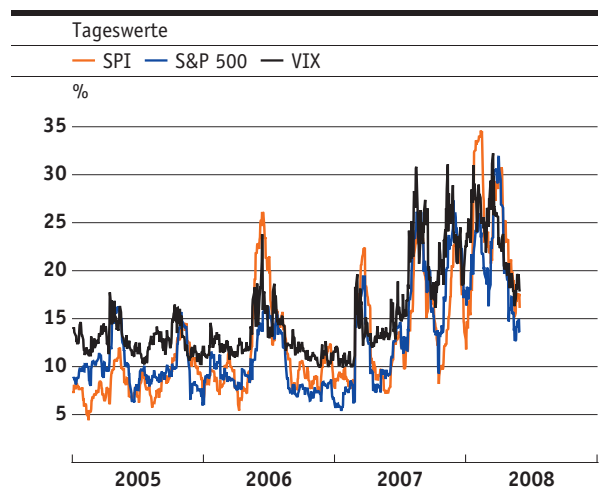
Grafik 3.13
Aktienkurse



Grafik 3.14
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.15
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.13:
Quellen: Bloomberg, Thomson Datastream

Grafik 3.14:
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 3.15:
Quellen: SNB, Thomson Datastream

nach wie vor relativ hoch. Verantwortlich dafür dürften die unsicheren Wachstums- und Gewinnaussichten sein. Des Weiteren belasten Inflationsängste sowie die Dollarschwäche den Markt.

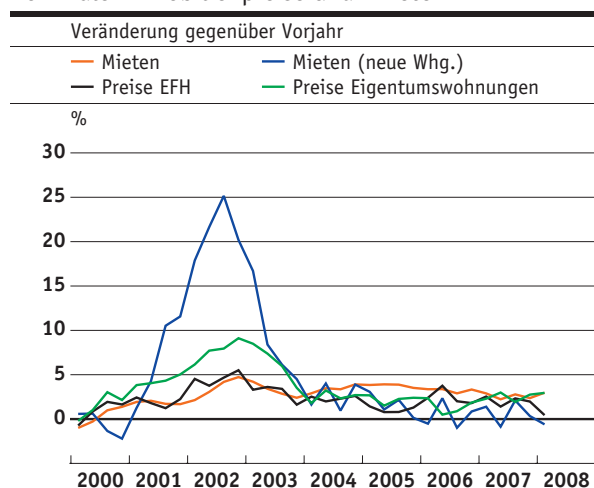
Anstieg der Rohstoffpreise

Die Rohstoffpreise befanden sich weiterhin im Aufwind. Zwischen Mitte März und Mitte Juni stieg der Goldman-Sachs-Commodity-Index um 17%, gestützt vor allem durch den Preisauftrieb bei den Energiegütern (23%). Der Ölpreis erreichte mit über 130 US-Dollar pro Fass Brent gegen Mitte Juni neue historische Höchststände, was einem Anstieg von 19% zwischen Mitte März und Mitte Juni entspricht. Die Zunahme des Ölpreises in Franken betrug im gleichen Zeitraum 22%. Andererseits gingen die Preise für Weizen, Getreide und Agrargüter im Vergleich zu den Höchstwerten des ersten Quartals 2008 zurück. Die Edelmetalle verzeichneten ebenfalls eine Abwärtstendenz. Ein Grund dafür dürfte die leicht höhere Risikoneigung der Anleger und die geringere Nachfrage nach Anlagen in «sichere Häfen», wie z. B. Gold, sein.

Leicht steigende Immobilienpreise

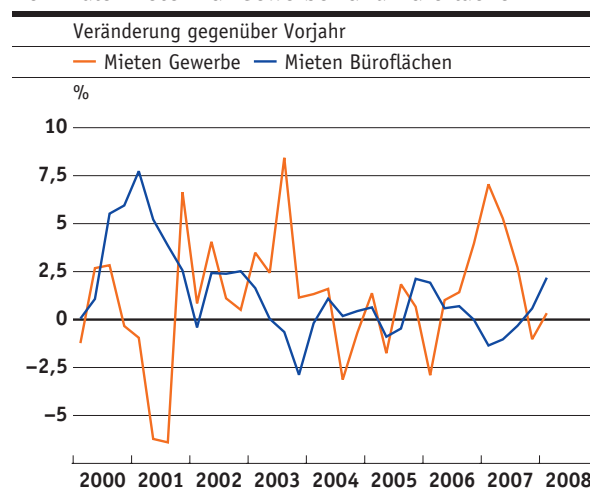
Im Vorjahresvergleich entwickelten sich die nominalen Preise am Wohnungsmarkt im ersten Quartal 2008 wiederum moderat. Die Preise von Eigentumswohnungen stiegen um 2,9% und diejenigen von Einfamilienhäusern um lediglich 0,4%, nach 2,0% im Vorquartal. In derselben Periode erhöhten sich die Wohnungsmieten, welche das grösste Segment des Schweizer Wohnungsmarkts und mit einem Anteil von rund 20% die grösste Komponente im LIK darstellen, nominal um 2,9%. Sie wuchsen damit etwas stärker als im Vorquartal. Allerdings bezieht sich diese Aussage weitgehend auf Altbauwohnungen. Die Mieten bei Erstvermietungen, welche die Marktkräfte besser abbilden, schrumpften um 0,6%. Im gewerblich genutzten Bereich legten die Mieten zu (Grafik 3.17). Die Büromieten expandierten um 2,2% und die Mieten für gewerbliche Bauten um 0,3%.

Grafik 3.16
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

Grafik 3.17
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Quelle: Wüest & Partner

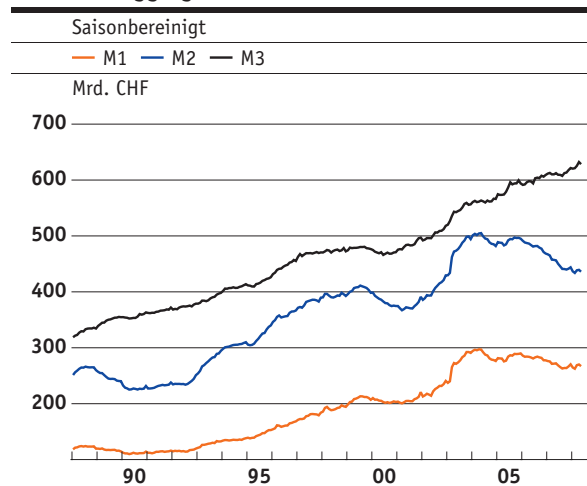
3.4 Geldaggregate

Stabilisierung von M1 und M2

Grafik 3.18 zeigt, dass sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) seit Anfang 2006 zurückgegangen sind, sich im Niveau aber in jüngster Zeit stabilisierten. Im Mai 2008 lag M1 2,0% unter dem Vorjahresniveau und M2 4,5%. Das Geldaggregat M3 (M2 plus Termineinlagen) weitete sich dagegen mit 2,6% aus. Wie Ende der 80er/Anfang der 90er Jahre oder auch 1999/2000 ging dem geringeren oder negativen Wachstum der Geldaggregate eine straffere Geldpolitik voraus. Die jüngste Stabilisierung von M1 und M2 widerspiegelt das seit September 2007 unveränderte Zinszielband der SNB.

Zur Einschätzung möglicher Inflationsgefahren aufgrund einer übermässigen Liquiditätsversorgung der Wirtschaft kann ein «money gap» geschätzt werden. Dieser entspricht der positiven (Geldüberhang) oder negativen Abweichung (Geldlücke) der tatsächlichen Geldmenge M3 von einem Gleichgewichtswert, welcher mit Hilfe des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt wird (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Quartalsheft 1/2005, S. 33). Um der statistischen Unsicherheit Rechnung zu tragen, ist der «money gap» in Grafik 3.19 als Band mit einer Weite von einer Standardabweichung dargestellt. Liegt das Band unter der Nulllinie, wie dies im ersten Quartal der Fall war, deutet dieser Indikator auf einen mittelfristig geringeren Teuerungsdruck hin. Seit einigen Monaten besteht nun ähnlich wie Anfang 2000 eine Geldlücke. Damals zog die Geldlücke nach einer Zunahme des Teuerungsdrucks Ende der 90er Jahre und Anfang 2000 tiefere Inflationsraten nach sich.

Grafik 3.18
Monetäre Aggregate

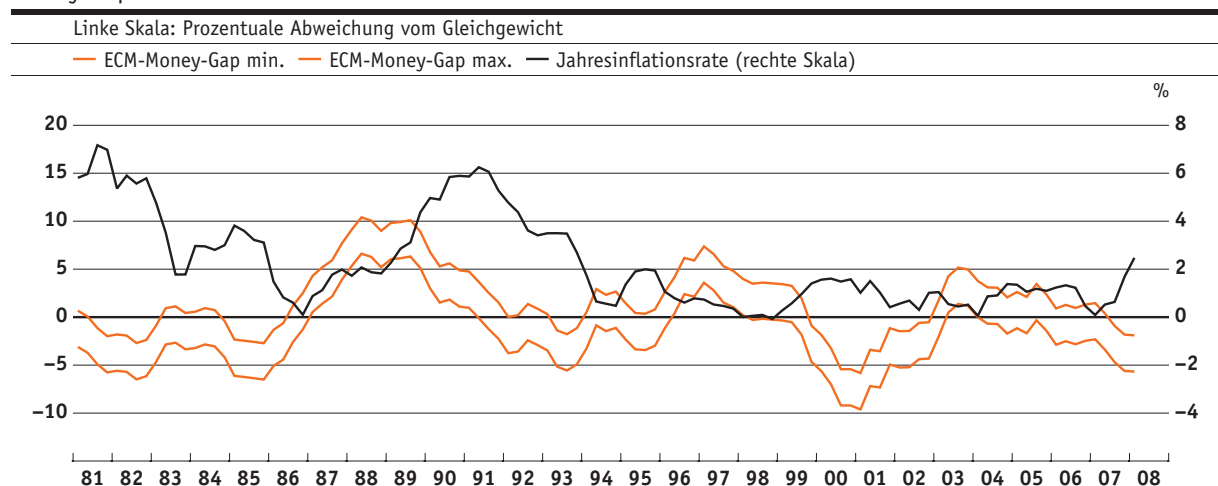


Quelle: SNB

	2006	2007	2007				2008	2008		
			1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q.	März	April	Mai
Notenbankgeldmenge²	43,1	44,2	44,6	44,0	43,4	44,8	45,8	46,0	45,3	45,4
Veränderung ³	3,0	2,5	3,1	1,5	2,7	2,7	2,6	3,4	3,5	2,8
M1²	282,4	269,1	276,0	270,0	261,5	269,0	266,8	267,3	270,9	265,0
Veränderung ³	-0,6	-4,7	-3,6	-4,2	-6,7	-4,3	-3,3	-0,9	-0,5	-2,0
M2²	481,6	450,6	465,9	453,9	439,0	443,5	438,8	437,8	440,3	434,5
Veränderung ³	-2,0	-6,4	-5,3	-6,1	-8,0	-6,4	-5,8	-4,2	-3,9	-4,5
M3²	600,3	612,4	613,4	611,6	606,4	618,0	624,1	624,9	635,8	627,6
Veränderung ³	2,5	2,0	3,0	2,4	1,0	1,7	1,7	2,5	3,6	2,6

1 Definition 1995
 2 Niveau in Mrd. Franken
 3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %
 Quelle: SNB

Grafik 3.19
 Money-Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

3.5 Kredite

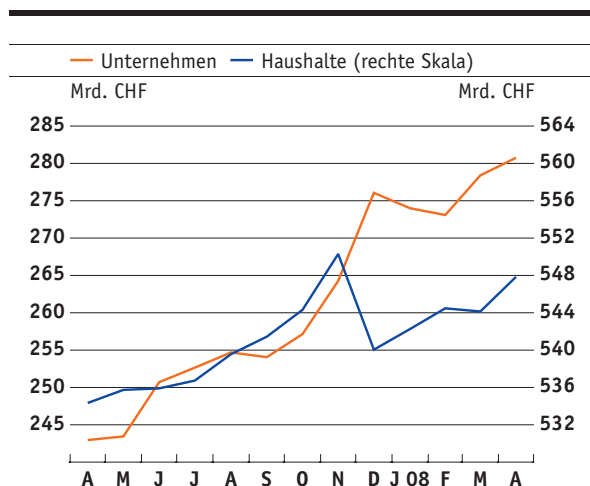
Leicht flachere Entwicklung des Kreditvolumens

Das Kreditwachstum verlangsamte sich im ersten Quartal 2008 auf 6,6%, gegenüber 6,9% im Vorquartal (Tabelle 3.2). Diese Entwicklung ist vor allem auf das Wachstum der Kredite an Haushalte zurückzuführen, welches von 4,0% auf 3,0% fiel, während das jährliche Wachstum der Unternehmenskredite von 11,6% auf 13,9% weiter anzog. Grafik 3.20 zeigt, dass die Entwicklung des Kreditvolumens seit Jahresbeginn deutlich flacher verläuft und die hohen Wachstumsraten der Unternehmenskredite auf einen Basiseffekt im vierten Quartal 2007 zurückzuführen sind.

Die Unterteilung in Hypothekar- und übrige Kredite zeigt, dass das Wachstum der Hypothekar-

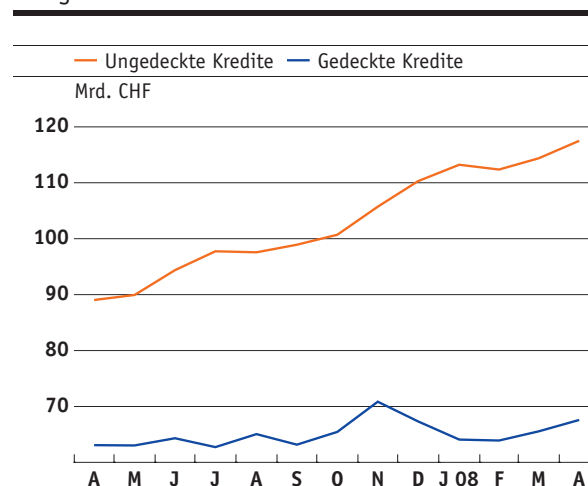
kredite, welche vor allem von Haushalten beansprucht werden, von 3,9% im vierten Quartal 2007 auf 3,7% im ersten Quartal 2008 fiel. Die übrigen Kredite, welche vor allem an Unternehmen gehen, wuchsen mit 19,3% ebenfalls leicht langsamer als im Vorquartal. Grafik 3.21 unterteilt die übrigen Kredite in gedeckte und ungedeckte Kredite und zeigt für die letzteren einen raschen Anstieg im vierten Quartal mit anschliessender Wachstumsverlangsamung. Aufgrund des Basiseffektes Ende 2007 stieg das Jahreswachstum der ungedeckten Kredite im ersten Quartal 2008 auf 34,1%. Die gedeckten Kredite erreichten mit 70,8 Mrd. CHF im November den höchsten Stand seit Mitte 1993, fielen dann aber wieder auf 65,6 Mrd. im März 2008 zurück. Im Vergleich zum Vorjahr ergab sich somit im ersten Quartal 2008 für die gedeckten Kredite ein Nullwachstum.

Grafik 3.20
Kreditvolumen



Quelle: SNB

Grafik 3.21
Übrige Kredite



Quelle: SNB

Bankkredite

Tabelle 3.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2006	2007	2007				2008	2008		
			1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q.	Februar	März	April
Total¹	4,8	5,8	5,2	5,3	5,5	6,9	6,6	6,6	6,3	6,8
Haushalte ²	6,1	4,6	5,1	5,0	4,4	4,0	3,0	3,5	2,2	2,5
Unternehmen ²	1,6	6,7	3,9	4,5	6,6	11,6	13,9	12,9	14,9	15,6
Hypothekarforderungen ¹	4,8	4,0	4,2	4,2	3,8	3,9	3,7	3,9	3,5	3,3
davon Haushalte ²	5,5	4,3	4,9	4,8	4,0	3,7	3,6	3,9	3,3	3,2
davon Unternehmen ²	1,2	2,3	0,8	1,2	3,0	4,3	3,7	3,5	3,6	3,4
Übrige Kredite ¹	4,6	13,4	9,6	10,3	13,1	20,2	19,3	18,4	18,6	21,7
davon gedeckt ¹	2,5	8,2	7,1	7,2	5,6	13,2	0,0	-2,5	3,4	7,1
davon ungedeckt ¹	6,3	17,2	11,5	12,6	18,6	25,3	34,1	34,9	29,5	32,0

1 Monatsbilanzen

2 Kreditvolumenstatistik

Quelle: SNB

4 Die Inflationsprognose der SNB

Die Geldpolitik wirkt mit einer erheblichen Verzögerung auf Produktion und Preise. In der Schweiz wird die maximale Wirkung geldpolitischer Impulse auf die Inflationsrate nach rund drei Jahren erreicht. Aus diesem Grund orientiert die Nationalbank ihre Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflation, sondern an der Inflation, die sich bei unveränderter Geldpolitik in zwei bis drei Jahren ergeben würde. Die Inflationsprognose ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den 3M-Libor eines der drei Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB.

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Der Teuerungsverlauf in der Schweiz ist neben inländischen Bestimmungsfaktoren auch stark von exogenen Einflüssen geprägt. Die Inflationsprognosen der SNB sind daher weitgehend in ein internationales Konjunkturszenario eingebettet. Es stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 enthält die wichtigsten exogenen Annahmen sowie die entsprechenden Annahmen der März-Prognose.

Weiterhin abgeschwächte Weltkonjunktur unterstellt

Im Vergleich zur letzten Lagebeurteilung wurde der Ölpreis markant nach oben revidiert. Im aktuellen Szenario wird er für die nächsten Quartale bei rund 128 Dollar, langfristig bei 116 Dollar pro Fass veranschlagt.

Aufgrund der Ölverteuerung und der anhaltenden Turbulenzen am amerikanischen Immobilienmarkt und an den internationalen Finanzmärkten wird in den USA für den ganzen Prognosezeitraum mit einer abgeschwächten Wachstumsdynamik gerechnet. In Europa haben die Risiken einer mittelfristigen Wachstumsverlangsamung ebenfalls zugenommen. Daher wurden die Prognosen in beiden Wirtschaftsräumen, insbesondere für das Jahr 2009, nach unten angepasst. Gegen Ende des Prognosezeitraums wird weiterhin ein Wachstum erwartet, welches gegen das Potenzial von rund 3% (USA) und 2% (EU) tendiert.

Für die Jahre 2008 und 2009 werden aufgrund ansteigender Energie- und Rohstoffpreise international höhere Inflationsraten prognostiziert. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wurde auf 1.55 USD/EUR angehoben, gegenüber 1.47 USD/EUR im März.

Juni 2008	2008	2009	2010
BIP USA ¹	1,4	1,6	2,8
BIP EU-15 ¹	1,8	1,5	2,4
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.55	1.55
Ölpreis in USD/Fass ²		128	116

März 2008	2008	2009	2010
BIP USA ¹	1,5	2,4	3,1
BIP EU-15 ¹	1,7	2,0	2,4
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.47	1.47
Ölpreis in USD/Fass ²		98	92

1 Veränderung in %

2 Niveau

Quelle: SNB

Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den gesetzlichen Auftrag, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen.

Die Umsetzung dieses Auftrages hat die SNB in einem dreiteiligen geldpolitischen Konzept präzisiert. Erstens versteht die SNB unter Preisstabilität einen Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) von weniger als 2% pro Jahr. Damit berücksichtigt sie die Tatsache, dass der LIK die effektive Teuerung leicht überzeichnet. Gleichzeitig lässt sie zu, dass die Teuerung im Konjunkturzyklus etwas schwankt. Zweitens fasst die SNB ihre

Beurteilung der Lage und des geldpolitischen Handlungsbedarfs vierteljährlich in einer Inflationsprognose zusammen. Diese Prognose zeigt unter der Annahme eines konstanten kurzfristigen Zinssatzes die von der SNB erwartete LIK-Entwicklung über die nachfolgenden drei Jahre. Drittens legt die SNB ihr operationelles Ziel in Form eines Zielbandes für den Dreimonats-Libor des Schweizer Frankens fest. Das Zielband gibt der SNB einen gewissen Spielraum, um auf unerwartete Entwicklungen am Geld- und Devisenmarkt zu reagieren, ohne den grundlegenden geldpolitischen Kurs ändern zu müssen.

4.2 Inflationsprognose 2. Quartal 2008 bis 1. Quartal 2011

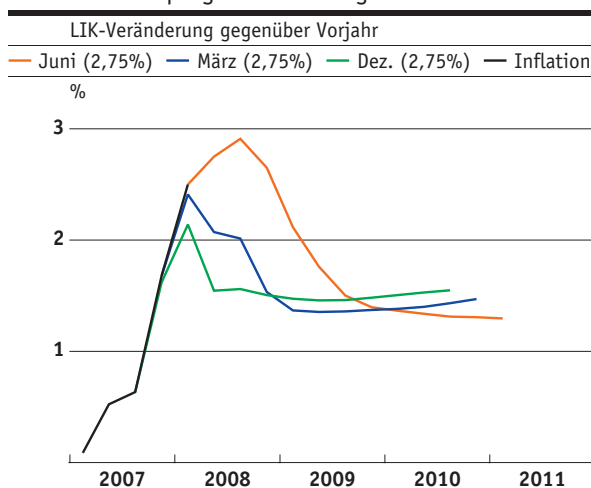
Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Sie zeigt die künftige Preisentwicklung unter der Annahme, der 3M-Libor bleibe während des Prognosezeitraumes konstant. In Grafik 4.1 ist die Inflationsprognose vom Juni 2008 zusammen mit den Inflationsprognosen vom März sowie Dezember 2007 abgebildet. Die neue Prognose erstreckt sich vom zweiten Quartal 2008 bis zum ersten Quartal 2011. Sie zeigt den Inflationsverlauf bei einem konstanten 3M-Libor von 2,75%. Dieser Zinssatz entspricht dem mittleren Bereich des am 19. Juni von der SNB bestätigten Zielbandes für den Dreimonatssatz von 2,25–3,25%. Die Inflationsprognosen vom vergangenen März und Dezember beruhten ebenfalls auf einem fixen 3M-Libor von 2,75%.

Die Schweizer Wirtschaft verzeichnete im ersten Quartal 2008 einen Wachstumsrückgang, doch blieb die Konjunktur robust. In den nächsten Quartalen ist weiterhin mit einem moderaten Wirtschaftswachstum zu rechnen. In der kurzen Frist ist der prognostizierte Inflationsdruck im Vergleich zur Inflationsprognose vom März deutlich gestiegen. Die Gründe sind zum einen die robuste Nachfrage auf dem Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmarkt

und die auf breiter Front steigenden Preise für Erdöl, Rohstoffe und Agrarprodukte. Zum andern begünstigen die immer noch gute Nachfragesituation und die hohe Auslastung der Produktionskapazitäten Kostenüberwälzungen. Schliesslich widerspiegeln sich im gestiegenen Teuerungsdruck auch die verzögerten Auswirkungen der Wechselkursschwäche im vergangenen Jahr. Die Teuerung steigt bis im dritten Quartal auf 2,9% und bildet sich danach infolge von Basiseffekten zurück. Sie wird sich aber bis zum zweiten Quartal 2009 über 2% bewegen. Die mittelfristigen Teuerungsaussichten haben sich dagegen verbessert. Dazu beigetragen haben die erwartete Konjunkturverlangsamung und der rückläufige Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten. Unter der Annahme eines unveränderten 3M-Libor von 2,75% rechnet die SNB mit einer durchschnittlichen Teuerung von 2,7% im Jahre 2008. In den folgenden zwei Jahren dürfte sie auf 1,7% bzw. 1,3% zurückgehen.

Diese Einschätzung der Inflationsaussichten ist mit grosser Unsicherheit behaftet. So könnte sich die Inflationsprognose bei einer erneuten Verteuerung der Energie- und Nahrungsmittelpreise in der kurzen Frist verschlechtern. Auch wäre mit einem verstärkten Preisschub zu rechnen, wenn sich der Franken abschwächen sollte. Auf der anderen Seite dürfte der Teuerungsdruck bei einer deutlichen Abkühlung der internationalen Konjunktur stärker als erwartet nachlassen.

Grafik 4.1
SNB-Inflationsprognosen im Vergleich



Quelle: SNB

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2008

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den von März bis Mai 2008 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die rund 190 Vertreter aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten März bis Mai Gespräche führten, sprachen insgesamt weiterhin von einem guten Geschäftsverlauf. Dies gilt vor allem für den Detailhandel und andere konsumorientierte Branchen wie das Gastgewerbe. In der Exportindustrie fiel die Einschätzung der Geschäftslage und der Aussichten heterogener aus als bei der letzten Gesprächsrunde, während die Banken in starkem Masse die Börsenflaute spürten.

Neben den ungewissen Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen drücken die massiven Preissteigerungen für Agrarprodukte, Energie und industrielle Rohstoffe sowie der starke Rückgang des Dollarkurses auf die Stimmung. Trotz der insgesamt gestiegenen Unsicherheit hielten die Unternehmen jedoch mehrheitlich an ihren Investitionsplänen fest und sahen teilweise auch eine weitere Erhöhung des Personalbestandes vor. Dabei war unverändert von einem ausgetrockneten Arbeitsmarkt und einem ausgeprägten Mangel an Fachkräften die Rede.

1 Produktion

Industrie

Ein Grossteil der exportorientierten Unternehmen meldete weiterhin einen guten, wenn auch weniger dynamischen Bestellungseingang. Angesichts der nach wie vor hohen Auslastung der Kapazitäten bereiteten jedoch die Verlangsamungstendenzen in den meisten Fällen keine Sorgen. Allerdings gab es auch Stimmen, die von einer deutlichen Eintrübung der Geschäftsentwicklung sprachen. In der Regel gingen vom amerikanischen Markt dämpfende Effekte aus, während die Nachfrage aus Europa, insbesondere aus Deutschland und Osteuropa, sowie Asien und Lateinamerika als zufriedenstellend beurteilt wurde.

Einen weiterhin ausgezeichneten Geschäftsverlauf verzeichneten die Gesprächspartner aus der Agrarchemie, der Energietechnik und -versorgung sowie der Uhrenindustrie. Im Falle der Uhrenindustrie und ihrer Zulieferer war weiterhin von Überhitzungstendenzen und Lieferproblemen die Rede. In deutlichem Kontrast dazu standen die Äusserungen aus der Textilmaschinenindustrie, die einen abrupten Rückgang der Umsätze verzeichnete. Als Hauptgrund wurde die Abkühlung in der asiatischen Textilindustrie erwähnt. Die Anbieter aus dem übrigen Anlage- und Investitionsgüterbereich sprachen mehrheitlich von einem guten Auftragseingang. Dies gilt auch für die Vertreter der Gussindustrie, welche für die Maschinen- und Elektroindustrie als Vorlaufindikator gilt.

Dienstleistungen

Der Detailhandel äusserte sich zur Geschäftsentwicklung nach wie vor zufrieden und bezeichnete die Konsumentenstimmung als gut bis sehr gut. Die Umsatzentwicklung entsprach weitgehend den Erwartungen oder übertraf diese sogar teilweise. Dies gilt sowohl für die Grossverteiler als auch für die Spezialgeschäfte. Die Anbieter in den Grenzgebieten profitierten dabei von der gegenüber dem Ausland gestiegenen preislichen Konkurrenzfähigkeit. Neben dem schwächeren Euro/Franken-Kurs wirkten sich auch die Preissenkungsmassnahmen auf dem schweizerischen Markt positiv aus. Trotz des insgesamt guten Stimmungsbildes stellten sich einige Gesprächspartner vor dem Hintergrund der Probleme im Bankensektor und der ungünstigen Börsenentwicklung auf eine nachlassende Kaufbereitschaft ein. Dies gilt vor allem für Anbieter aus dem Hochpreissegment, die jeweils von den hohen Bonuszahlungen ihrer Kundschaft profitierten.

Auch die Vertreter aus dem Gastgewerbe zeichneten ein positives Bild. Die Zahl der Gäste lag in den ersten vier Monaten mehrheitlich über dem Vorjahresstand und die Ausgabebereitschaft der Gäste blieb hoch. Nach einer ausgezeichneten Wintersaison registrierten die Vertreter aus den Tourismusgebieten für die Sommersaison einen guten Buchungsstand. Die Städte profitieren weiterhin vom boomenden Städtetourismus und von einer robusten Nachfrage im Bereich Geschäftsanlässe und Kongresse. Verschiedentlich war allerdings von einem sparsameren Ausgabenverhalten der Unternehmen die Rede. In Einzelfällen kam es auch zu Absagen.

Weniger zuversichtlich als noch vor drei Monaten gaben sich die Vertreter aus den unternehmensbezogenen Dienstleistungen. So schlugen sich die stark gestiegenen Transportkosten, aber auch die Abkühlung im Exportsektor in einer rückläufigen Nachfrage nach Transportleistungen nieder. Dies gilt sowohl für die Luftfracht als auch für den Schiffs- und Strassentransport. Auch die Vertreter aus der Beraterbranche spürten eine gewisse Zurückhaltung ihrer Kunden, wobei insbesondere die geringere Nachfrage aus dem Bankensektor ins Gewicht fiel. Ein ähnliches Bild ergaben die Gespräche mit Vertretern aus dem Inseratgeschäft sowie der IT-Branche, wobei sich letztere vermehrt mit zögerlichen Projektentscheidungen oder – im Falle der Banken – mit einer Sistierung von Projekten konfrontiert sahen.

Die Gesprächspartner aus dem Bankensektor meldeten eine deutliche Verschlechterung im Bereich des Vermögensverwaltungsgeschäfts. Vor dem Hintergrund der unsicheren und volatilen Börsenentwicklung bildete sich das Handelsvolumen zurück, so dass die Kommissionseinnahmen mehrheitlich unter dem Vorjahresstand lagen. Demgegenüber entwickelte sich das Kreditgeschäft weiterhin zufriedenstellend. Sowohl die Nachfrage nach Hypothekar- als auch nach Firmenkrediten nahm weiter zu, wenn auch etwas langsamer als in den Vormonaten. Gleichzeitig verschärfte sich allerdings der Wettbewerb zwischen den Banken, so dass die Margen in beiden Bereichen verstärkt unter Druck gerieten. Die Bankenvertreter beurteilten die wirtschaftliche Lage ihrer Kunden weiterhin als gut. In Übereinstimmung mit den Unternehmen verneinten sie eine Verschärfung der Kreditbedingungen. Vereinzelt war allerdings von einer genaueren Prüfung der Kreditgesuche die Rede.

Bau und Immobilien

Die Gesprächspartner aus der Bauwirtschaft zeigten sich mit dem Geschäftsumfeld zufrieden. Sowohl die Bautätigkeit als auch der Arbeitsvorrat befinden sich nach wie vor auf einem hohen Niveau. Während einige Branchenvertreter von einer nachlassenden Nachfrage sprachen, sahen andere ein erneutes Anziehen des Wohnungsbaus. Dies gilt auch für die Umbau- und Renovations-tätigkeit, die für das Baugewerbe eine bedeutende Stütze darstellt. Positive Impulse gehen zudem vom Wirtschaftsbau sowie teilweise auch von Grossprojekten im Infrastrukturbereich aus. Auf dem Immobilienmarkt scheint der Preisauftrieb in einigen Regionen abzuflauen, was vor allem auf das stark gestiegene Angebot an Wohnobjekten zurückgeführt wird. In anderen Gegenden – und vor allem im Hochpreissegment – steigen dagegen die Immobilienpreise weiter, ohne dass indessen von den Branchenvertretern eine Überhitzung signalisiert wird.

2 Arbeitsmarkt

Eine Reihe von Gesprächspartnern plante weiterhin einen Ausbau des Personalbestandes. Erstmals seit längerer Zeit war indessen vereinzelt auch von einer Reduktion der Belegschaft die Rede. Die Fluktuationsraten blieben allgemein hoch, so dass sich viele Unternehmen mit Rekrutierungsproblemen und einem hohen Rekrutierungsaufwand konfrontiert sahen. Dabei kam regelmässig der ausgeprägte Mangel an qualifizierten Arbeitskräften zur Sprache. Vermehrt wurde auch der gestiegene Lohn-druck thematisiert, der einigen Gesprächspartnern vor dem Hintergrund des allgemeinen starken Kostendrucks vermehrt Sorgen zu bereiten schien.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Neben der Verfügbarkeit der Rohstoffe bildeten der starke Anstieg der Produktionskosten sowie der Rückgang des Dollarkurses regelmässige Gesprächsthemen. Die meisten Gesprächspartner sprachen von einem erheblichen Druck auf die Margen und einer Verschlechterung der Ertragslage. In vielen Fällen können zwar die massiv gestiegenen Preise für Agrarrohstoffe und industrielle Rohstoffe auf die Kunden überwältigt werden. Schwieriger erweist sich indessen die Weitergabe der höheren Energie- und Transportkosten. Eine Reihe von Gesprächspartnern verzeichnete zudem stark anziehende Preise für Vorprodukte aus dem asiatischen Raum, insbesondere China, was zusätzlich auf die Margen drückt. Bei den Exportunternehmen kommen oftmals Ertragseinbussen infolge der markanten Abschwächung des Dollars hinzu. Nur in seltenen Fällen gelingt es, die Frankenpreise anzuheben oder eine Fakturierung in Euro durchzusetzen.

Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Hansueli Raggenbass, Präsident des Bankrats
Gehalten in Bern am 25. April 2008

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre
Meine Damen und Herren
Liebe Gäste

Ich heisse Sie herzlich willkommen zur hundertsten Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank. Erst mit dem heutigen Anlass schliessen wir die Reihe unserer Jubiläumsfeierlichkeiten endgültig ab, und ich benutze daher den heutigen Tag, um noch einmal auf die bewegte Geschichte unserer Notenbank zurückzublicken. Schlaglichter auf das Gründungsjahr 1907 und die Jubiläumsjahre 1932, 1957 und 1982 sollen deutlich machen, welche Fragen und Probleme die Nationalbank in diesen Jahren beschäftigten. All jenen, die mehr ins Detail gehen möchten, sei die umfangreiche Festschrift wärmstens empfohlen.

Interessanterweise war die Nationalbank im Gründungsjahr und den Jubiläumsjahren mit besonderen Schwierigkeiten konfrontiert. Sollte es sich hier etwa um eine von der Wissenschaft noch nicht erkannte Gesetzmässigkeit handeln? Fast könnte man es meinen, denn die «Regel», Jubiläumsjahre seien immer Jahre besonderer Herausforderung, wird durch die Turbulenzen auf den Finanzmärkten leider auch dieses Mal wieder bestätigt. Der folgende kurze Rückblick soll daher auch dazu dienen, die aktuellen Schwierigkeiten in eine historische Perspektive zu rücken.

1907: Panik in New York

Als die Nationalbank am 22. Juni 1907 ihre Schalter öffnete, war sie gleich mit einem beginnenden weltwirtschaftlichen Abschwung konfrontiert. Bereits im März waren in den USA die Aktienkurse eingebrochen, im Sommer setzte sich dann die Baisse fort. Im Herbst, als die junge Nationalbank immer noch stark mit organisatorischen Fragen wie der Redaktion von Reglementen beschäftigt war, wuchsen sich die Probleme in den USA zu einer regelrechten Panik aus. Diese wurde am 22. Oktober 1907 durch einen Run auf die Knickerbocker Trust Company ausgelöst, von der man vermutete, dass sie in eine riesige fehlgeschlagene Kupferspekulation verwickelt war.

Bei den Trusts handelte es sich um Finanzintermediäre, die vergleichbare Funktionen übernahmen wie die heutigen Investmentbanken. Obwohl die Trusts ein weiteres Feld von Geschäften tätigten als die Banken, mussten sie weniger Reserven halten. Sie waren zudem nicht richtig in das Clearingsystem der Banken eingebunden und konnten da-

rum auch von diesem keine Liquidität beziehen. Eine zentrale Notenbank, welche den Finanzinstituten ausserhalb des Clearingsystems Liquidität zur Verfügung stellen konnte, gab es zu dieser Zeit in den USA noch nicht; das Federal Reserve System (Fed) wurde erst 1913/14 als Reaktion auf diese Panik gegründet.

Von der Vertrauenskrise wurden nach den Trusts auch die Banken ergriffen. Ein Run auf die Banken konnte nur dadurch verhindert werden, dass die Banken aufhörten, Kundengelder auszuzahlen. Erst ein Hilfskomitee unter Führung des Bankiers John Pierpont Morgan, welches Liquidität für die am stärksten betroffenen Banken mobilisierte, konnte das Publikum wieder beruhigen. Anfang 1908 begann sich die Situation zu entspannen.

Auch von der Nationalbank wurden die Ereignisse in New York mit Sorge verfolgt. So gab der Präsident des Direktoriums Anfang November 1907 im Bankausschuss zu Protokoll, dass der internationale Geldmarkt unter dem «Drucke einer nervösen Beängstigung» leide. In New York nehme die Krise einen direkt panikartigen Charakter an, Holland habe soeben eine «Krisis durchgemacht, welche die Börsen des Landes stark geschwächt habe, und Italien befände sich mitten in einer Krisis».

Die Finanzkrise verursachte einen internationalen Anstieg der Zinssätze, dem sich auch die Schweiz nicht entziehen konnte. Die Nationalbank musste jedoch den Diskontsatz weniger stark erhöhen als andere Notenbanken. So beschränkte sich die Panik in der Schweiz im Wesentlichen auf die Börse. Einige Kleinbanken in der Romandie wurden zwar aufgrund der Entwertung amerikanischer Wertpapiere gezwungen, ihre Schalter zu schliessen, aber die Auswirkungen waren geringer als in anderen Ländern, wo auch die Realwirtschaft schwer in Mitleidenschaft gezogen wurde. Damit hatte sich die Nationalbank in ihrem ersten Geschäftsjahr vergleichsweise gut geschlagen.

1932: Grosse Depression und Bankenkrise

25 Jahre später, bei ihrem ersten Jubiläum, war die Nationalbank mit Schwierigkeiten konfrontiert, welche die Panik von 1907 als einen kleinen Betriebsunfall aussehen liessen. Der Börsenkrach von Ende Oktober 1929 in New York war das Fanal für eine weltweite Depression, welche als «die Grosse» in die Geschichtsbücher einging.

Eine Reihe von Bankenzusammenbrüchen, die in Europa im Frühling 1931 in Österreich und Deutschland ihren Anfang genommen hatte, be-

schleunigte eine Entwicklung, in deren Verlauf das nach dem Ersten Weltkrieg mühsam und teilweise auf falschen Grundlagen aufgebaute internationale Währungs- und Kreditsystem zusammenbrach. Wichtige Handelspartner der Schweiz sahen sich aufgrund von Zahlungsbilanzschwierigkeiten gezwungen, ihre Währungen abzuwerten und die Bindung ans Gold aufzugeben. Mit dem Ende des auf dem Goldstandard beruhenden Fixkurssystems war eine der zentralen Grundlagen, welche in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts zu einer ersten Phase der wirtschaftlichen Globalisierung geführt hatte, zerstört. Die meisten Staaten ergriffen weitere Massnahmen wie Zollerhöhungen und Importbeschränkungen, welche den internationalen wirtschaftlichen Austausch zusätzlich einschränkten.

Die Nationalbank hoffte lange auf eine Wiederherstellung des Goldstandards und war der Meinung, eine Abwertung des Schweizer Frankens würde die Exportindustrie nur kurzfristig begünstigen. Heute sind die Wirtschaftshistoriker der Auffassung, dass diese Einschätzung falsch war und dass eine Abwertung des Frankens zu einem früheren Zeitpunkt den Aufschwung beschleunigt hätte.

Als wäre die Frage des angemessenen Wechselkurses nicht schon schwierig genug, sah sich die Nationalbank zu Beginn der 1930er Jahre auch noch mit einer Bankenkrise konfrontiert. Im Unterschied zur Panik von 1907 zog diese Krise jedoch nicht nur ein paar Kleinbanken in Mitleidenschaft, sondern betraf auch Gross- und Kantonalbanken. Die Schwierigkeiten der Banken rührten in erster Linie vom Auslandgeschäft her. Deutschland und andere Länder konnten ab 1931 ihren ausländischen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen und mussten auf ihren Auslandschulden Moratorien erlassen. Sie führten zudem Devisenbewirtschaftungsmassnahmen ein, welche den Kapitalverkehr stark einschränkten. Weil die im Auslandgeschäft tätigen Schweizer Banken in diesen Ländern stark engagiert waren, gerieten sie in grosse Schwierigkeiten. Ähnlich wie die heute von der Subprime-Krise betroffenen Banken waren sie damit konfrontiert, dass ein substanzieller Teil ihrer Aktiven auf einen Schlag illiquid geworden war. Besonders von der Krise betroffen waren all jene Institute, die sich vom Boom der zweiten Hälfte der 1920er Jahre zu übermässigen Engagements hatten hinreissen lassen, in diesen Geschäften zu wenig Erfahrungen besaßen und über ungenügende Reserven verfügten.

Die grössten von der Krise betroffenen Banken waren die Schweizerische Volksbank und die Schweizerische Diskontbank. Die Nationalbank fürchtete im Falle eines Konkurses dieser Banken um die Stabilität des Finanzsystems und setzte sich für deren Rettung ein, wobei sie der Volksbank im Herbst 1931 einen Stellvertreter des Direktoriumspräsidenten als Sanierer in die Geschäftsleitung entsandte und dem Bundesrat beratend zur Seite stand. Ein weiterer Stellvertreter des Direktoriums wechselte ins Finanzdepartement und trug massgeblich zur Redaktion des ersten eidgenössischen Bankengesetzes von 1934 bei.

Im Falle der Diskontbank leitete die Nationalbank die Rettungsoperation und arrangierte private sowie öffentliche Überbrückungskredite. 1932 regte sie zwecks Liquiditätszufuhr für illiquide Banken die Gründung der Eidgenössischen Darlehenskasse an, um diese mit frischen Mitteln zu versorgen, wobei die Darlehenskasse auch solche Aktiven belehnen konnte, die von der Nationalbank aus rechtlichen Gründen nicht bevorschusst werden durften. Im Gegensatz zur Volksbank, die dank einer massiven Kapitalspritze des Bundes saniert werden konnte, war die Diskontbank trotz der intensiven Bemühungen der Nationalbank schliesslich doch nicht zu retten. Sie musste Ende April 1934 ihre Schalter schliessen. Wenigstens trugen die Massnahmen dazu bei, dass die Liquidation in geordneten Bahnen verlief und eine allgemeine Bankenpanik verhindert werden konnte.

1957: Konjunktursorgen und Spannungen auf dem Kapitalmarkt

Im Gegensatz zu den 1930er herrschte in den 1950er Jahren in den USA und in den meisten westeuropäischen Ländern Prosperität. Das war insbesondere auch in der Schweiz der Fall. Unser Land konnte mit seiner intakten Wirtschaft vom Wiederaufbau in Europa profitieren. Aber ausgerechnet im Jubiläumsjahr der Nationalbank ereignete sich in den USA der heftigste Konjunkturreinbruch des Jahrzehnts. Von Januar 1957 bis im April 1958 fiel dort die Industrieproduktion um rund 14 Prozent. In Westeuropa drifteten die Salden der Zahlungsbilanzen der Überschuss- und der Defizitländer stark auseinander, was zu Spannungen auf den Devisenmärkten führte. Frankreich litt unter einer starken Inflation, einer defizitären Zahlungsbilanz sowie schwindenden Währungsreserven. Das Land musste in der Folge seine Währung abwerten, was, wie die Nationalbank in ihrem Geschäftsbericht bemerkte,

«eine Welle der Unruhe und Nervosität aus[löste], die einige weitere europäische Währungen in ein Netz von Gerüchten und Spekulationen über bevorstehende Wechselkursänderungen verstrickte.»

In der Schweiz machten sich Anfang 1957 Zeichen einer konjunkturellen Überhitzung bemerkbar. Die Spartätigkeit blieb hinter den Investitionen zurück, was die Banken zwang, zahlreiche Kreditgesuche abzuweisen. Die Kapitalknappheit zeigte sich auch in einem anhaltenden Anstieg der Zinssätze für neue Anleihen. Trotz der besseren Konditionen verzeichneten zahlreiche Emissionen einen ausgesprochenen Misserfolg, weil die institutionellen Anleger ihre Mittel zu stark in Hypotheken gebunden hatten. Der Chef des III. Departements der Nationalbank sah sich daher im Bankausschuss veranlasst, darauf hinzuweisen, dass «das Aktivgeschäft in einem vernünftigen Verhältnis zu den Passivgeldern stehen müsse».

Im Mai kam die Nationalbank zum Schluss, dass sie «ihre letzte Waffe im Kampf gegen die drohende Übersteigerung der Konjunktur» einsetzen müsse und erhöhte nach 21 Jahren zum ersten Mal wieder den Diskontsatz. Dass sie den Satz gleich um einen ganzen Prozentpunkt an hob, zeigt, wie ernst sie die Lage einschätzte.

Im Herbst 1957 sah die Zukunft düster aus. In den USA und in der Schweiz waren die Börsenindizes um 20 respektive 26 Prozent unter ihre Höchststände gesunken. Angesichts dieses Einbruchs stellte sich der Vorsteher des III. Departements die Frage, «ob diese Entwicklung der Börse, ähnlich wie etwa im Jahre 1929, Vorbote einer Wirtschaftskrise grösseren Ausmasses darstellt.» Zum Glück traf die Befürchtung nicht ein, und die amerikanische Wirtschaft, stimuliert durch die Geld- und Fiskalpolitik, erholte sich bereits im darauffolgenden Jahr. In Europa beruhigte sich die Währungssituation nachhaltig, so dass Ende 1958 die westeuropäischen Länder zur Konvertibilität ihrer Währungen übergehen konnten; in der Schweiz begann sich die Teuerung zurückzubilden.

1982: Inflationsabbau und Schuldenkrise

1982, beim 75-Jahr-Jubiläum der Nationalbank, beruhte die Geld- und Währungspolitik auf völlig anderen Grundlagen als bei den früheren Jubiläen. 1973 war das Fixkursystem von Bretton Woods zusammengebrochen und die Schweizerische Nationalbank war zu einer der Vorreiterinnen unter den Zentralbanken geworden, die eine monetaristische, der Geldmengensteuerung verpflichtete Poli-

tik betrieben. Vom Korsett der Wechselkursbindung befreit, konnte sie erstmals die Geldmenge und damit die Inflation steuern. Neu stellte sich dafür das Problem starker kurzfristiger Wechselkurschwankungen. 1978 nahm die Höherbewertung gegenüber der D-Mark ein derartiges Ausmass an, dass die Nationalbank kurzfristig ihr Geldmengendurch ein Wechselkursziel ersetzte. Die dafür nötigen Interventionen am Devisenmarkt führten allerdings zu einer starken Aufblähung der Geldmenge und später zu hohen Inflationsraten.

Die Rückführung der Inflation war wegen des schwierigen internationalen Umfelds nicht einfach, und kaum hatte sich der Konsumentenpreisindex in der Schweiz zurückzubilden begonnen, sah sich die Nationalbank mit dem Ausbruch der internationalen Schuldenkrise vor neue Probleme gestellt. Im August 1982 erklärte der Finanzminister Mexikos, dass die Devisenreserven seines Landes erschöpft seien und das Land seine Schulden nicht mehr bedienen könne. Den Hintergrund für die internationale Schuldenkrise, die nach Mexiko auch Brasilien und weitere südamerikanische sowie asiatische Länder erfasste, war eine Kombination von Überschuldung, massiver Erhöhung der amerikanischen Zinsen im Zusammenhang mit der Inflationsbekämpfung und sinkenden Rohstoffpreisen. Die Krise war nicht nur für die überschuldeten Entwicklungs- und Schwellenländer, sondern auch für die Industrieländer gefährlich, weil deren Banken sich Ende der 70er Jahre im grossen Stil mit Krediten in den Schwellenländern engagiert hatten. Das Direktorium der Nationalbank befürchtete zwar für die Schweizer Banken wegen der hohen Eigenmittelausstattung und der «eher konservativen Geschäftspolitik» keine dramatischen Folgen, legte dem Bankausschuss aber immerhin sein Konzept für den Fall einer akuten Liquiditätskrise vor. Die Lösung der Schuldenkrise dauerte Jahre und gelang nur in enger Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken, dem Internationalen Währungsfonds (IWF), der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und den Geschäftsbanken. Die Nationalbank beteiligte sich an diesen Massnahmen zum Schutz des internationalen Finanzsystems in erster Linie mit Garantien für Überbrückungskredite der BIZ. Diese sollten den betroffenen Ländern ermöglichen, ihre Schulden so lange zu bedienen, bis ein Abkommen mit dem IWF abgeschlossen werden konnte.

Sehr geehrte Damen und Herren, es ist zwar nicht anzunehmen, dass irgendein Mechanismus dafür verantwortlich ist, dass sich die Nationalbank

in ihren Jubiläumsjahren immer vor besonders schwierige Situationen gestellt sieht. Auch ist zu beachten, dass dies nicht die einzigen problematischen Jahre für die Nationalbank waren. Aber die Herausforderungen, denen sich unsere Notenbank in ihren Jubiläumsjahren jeweils zu stellen hatte, scheinen mir exemplarisch für das Tätigkeitsfeld der Nationalbank: Neben der Sicherstellung der inneren und äusseren Stabilität der Währung musste sie mit den Folgen internationaler Stürme fertig werden, die von Finanz- und Wirtschaftskrisen ausgingen. Als Zentralbank einer kleinen, offenen Volkswirtschaft mit bedeutendem Finanzplatz hatte sie sich schon früh um die Stabilität des Finanzsystems zu kümmern – lange, bevor ihr diese Aufgabe mit der Revision des Nationalbankgesetzes von 2004 explizit übertragen wurde.

Auch wenn der Nationalbank im Verlaufe ihrer Geschichte dann und wann Irrtümer und Fehleinschätzungen unterliefen, so dürfen wir heute mit einem gewissen Stolz feststellen, dass sie ihre Aufgaben insgesamt gut gemeistert und unser Land vor grösserem Schaden bewahrt hat. Ich habe keinen Zweifel daran, dass dies auch heute und in Zukunft der Fall sein wird.

Referat anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums
Gehalten in Bern am 25. April 2008

Herr Bankratspräsident
Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre
Liebe Gäste

Wie aus der Geschichte hervorgeht, und wie der Präsident des Bankrats es uns eben in Erinnerung gerufen hat, waren die Feierlichkeiten für unsere verschiedenen Jubiläen von schwierigen Umständen begleitet.

Dies traf auch für 2007 auf unser 100-Jahr-Jubiläum zu. Im August wurde die Qualität zahlreicher Finanzprodukte infolge der US-Immobilienkrise zusehends in Frage gestellt. Daraus ergab sich bei den internationalen Banken ein grosser Rückstellungsbedarf, und das Vertrauen der Märkte schwand. Es folgten eine Verschlechterung der konjunkturellen Aussichten und massive Korrekturen an den Börsen.

Insgesamt war 2007 in wirtschaftlicher Hinsicht jedoch ein gutes Jahr. Das Wachstum der Weltwirtschaft lag bei rund 5%. Dieses hervorragende Resultat ist vor allem auf die anhaltende Dynamik der Schwellenländer, namentlich in Asien, aber auch auf die bis Mitte Jahr besonders günstigen finanziellen Bedingungen zurückzuführen.

Der Verlauf der Weltwirtschaft war aber weniger einheitlich als 2006. Während das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern stark blieb und in Europa über dem langjährigen Trend lag, liess die wirtschaftliche Aktivität in den USA im Herbst infolge der Finanzierungskrise im Immobiliensektor merklich nach.

Die letzten Monate des Jahres 2007 waren durch grosse Unsicherheiten über die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft gekennzeichnet. Besorgniserregend waren vor allem der erneute Anstieg der Energiepreise und natürlich die starke Destabilisierung der Finanzmärkte seit dem Herbst.

Die Turbulenzen erfassten auch die Schweiz. So haben wir seit dem Sommer eine scharfe Korrektur an den Börsen und eine Rückkehr der Investoren zu weniger risikoreichen Aktiven, insbesondere zu solchen in Schweizer Franken, beobachtet. Die Turbulenzen ereigneten sich allerdings in einem Umfeld mit starker wirtschaftlicher Dynamik. Daher blieb unsere Wirtschaft trotz des stürmischen Klimas in den letzten Monaten auf einem robusten Wachstumspfad.

Zum vierten Mal in Folge lag das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts mit 3,1% deutlich über dem langjährigen Mittel. Diese erfreuliche Tatsache ist die Folge davon, dass unser Wachstum sehr breit

abgestützt ist. Wie schon im Jahr 2006 waren für unsere Exporttätigkeit die internationale Konjunktur und der Kursverlauf des Frankens massgebend. Die Ausfuhren verzeichneten eine Zunahme von rund 10%. Neu war, dass sich auch die Inlandnachfrage sehr robust zeigte: Zum einen profitierte der Privatkonsum von der kräftigen Erhöhung der Reallöhne und der anhaltenden Verbesserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt; zum andern begünstigten die gute finanzielle Verfassung der Unternehmen und die erfreulichen Geschäftsaussichten die Investitionen. So stieg 2007 die Endnachfrage im Inland um 2%; im Jahr 2006 hatte sie um 1,7% zugenommen.

Die dynamische Nachfrage bewirkte eine kräftige Zunahme der Beschäftigung und einen allmählichen Rückgang der Arbeitslosigkeit. Diese fiel saisonbereinigt im Dezember bis auf 2,6%. Die Schweizer Wirtschaft befindet sich somit in einer Phase, in der beinahe Vollbeschäftigung herrscht. Sie konnte von der Flexibilität profitieren, welche die Immigration aus der Europäischen Union mit sich brachte.

Der Blick auf den Verlauf der Konjunktur ist für 2007 umso erfreulicher, als die Preisstabilität trotz der Verteuerung der Rohstoffe gewahrt werden konnte. Im Jahresmittel betrug die Teuerung 0,7%, im Dezember erreichte sie jedoch 2%. Diese Zunahme resultierte grösstenteils aus der starken Erhöhung der Erdölpreise.

In diesem die Konjunktur fördernden Umfeld war es wichtig, dass die Geldpolitik die Wirtschaft nicht noch weiter beschleunigte. In der Tat wären wir Gefahr gelaufen, das Inflationsrisiko zu vergrössern und die makroökonomischen Rahmenbedingungen damit zu verschlechtern, wenn wir die Zinsen auf einem zu tiefen Niveau belassen hätten. Aus diesem Grund setzte die Nationalbank die Normalisierung der monetären Bedingungen fort und hob das Zielband für den Dreimonats-Libor dreimal um je 25 Basispunkte an. Der Libor stieg damit von rund 2% zu Beginn des Jahres auf 2,75% im September. Da ab diesem Zeitpunkt neue Unsicherheiten die Wachstumsaussichten für 2008 überschatteten, liessen wir das Zielband seither unverändert und stabilisierten den Libor bei 2,75%. Diese Politik haben wir bis heute weitergeführt.

Turbulenzen an den Finanzmärkten

Unsere Beurteilung der Lage war in den letzten Monaten von den Finanzmarkturbulenzen stark betroffen. Die Unruhen an den Finanzmärkten bergen grosse Risiken für die Zukunft in sich.

Lassen Sie mich auf die vergangenen Geschehnisse zurückkommen.

In den USA gab es nach mehreren Jahren steigender Immobilienpreise eine Trendwende, die den Bereich der hochriskanten Hypothekarkredite, also der berühmten Subprime-Kredite, aufs Heftigste traf. Der Ernst der Lage wurde den internationalen Finanzmärkten erst richtig bewusst, als die Rating-Agenturen anfangen, die auf Subprime-Hypothekarkrediten basierenden Effekten massiv abzuwerten. Im Sommer 2007 verzeichneten diese Effekten einen Kurszerfall, und ihre Liquidität nahm deutlich ab. Diese Entwicklungen beunruhigten die Investoren. Die Risikoprämien erhöhten sich, und die Unsicherheiten über Verluste der Banken lösten eine allgemeine Vertrauenskrise unter den Finanzmarktteilnehmern aus. Es kam zu einer Liquiditätsverknappung an den wichtigsten Geldmärkten und an den Börsen zu einem Wiederanstieg der Volatilitäten.

Auswirkungen der Turbulenzen auf die Schweiz

Die Schweiz wurde rasch von den Turbulenzen erfasst, da sie einen offenen Finanzsektor aufweist.

Als erste Konsequenz erlitten unsere beiden Grossbanken im zweiten Halbjahr 2007 einen deutlichen Rückgang ihrer Profitabilität. Dieser Einbruch wurde hauptsächlich von den Verlusten verursacht, die aus dem Investment Banking in den USA resultierten. Eine der Grossbanken musste sogar derart hohe Ausfälle hinnehmen, dass neue Kapitalzufuhren nötig wurden. Demgegenüber verzeichneten die Aktivitäten im Bereich des Private Banking und der Geschäftsgang im Inland weiterhin eine erfreuliche Entwicklung.

Eine zweite Konsequenz war, dass die Turbulenzen das Funktionieren des Franken-Geldmarkts beeinträchtigten und eine Vergrösserung der Spreads, also eine unwillkommene Erhöhung der Zinssätze, bewirkten. Die Nationalbank reagierte sofort, indem sie die Kreditbedingungen für die Banken lockerte. Entgegen einer falschen Wahrnehmung der Tatsachen hatten unsere Massnahmen nicht zum Ziel, die in Umlauf gesetzte Liquidität dauerhaft zu erhöhen – was den Inflationsdruck hätte verstärken können –, sondern bezweckten eine flexible Versorgung des Markts, indem die für unsere Geschäfte gesetzten Fristen an dessen Bedürfnisse angepasst wurden. So mussten wir Kredite mit dreimonatiger Laufzeit gewähren, obwohl unsere Fristen in der Vergangenheit nie über 30 Tage hinausgingen. In

konzertierten Aktionen mit anderen Zentralbanken versorgten wir ausserdem – zum ersten Mal in unserer Geschichte – unsere Gegenparteien mit Dollarliquidität.

Eine dritte Konsequenz hat sich noch nicht vollumfänglich manifestiert. Sie betrifft eine allmähliche Verschärfung der Kreditbedingungen auf unserem Markt. Man könnte in der Tat befürchten, dass die Liquiditätsbedürfnisse der beiden Grossbanken eine Belastung für das Kreditvolumen und die Kreditbedingungen in der Schweiz darstellten. Dieses Risiko wird jedoch dadurch reduziert, dass der übrige Bankensektor, auf den fast zwei Drittel des Kreditangebots im Inland entfallen, im Jahr 2007 hervorragende Ergebnisse verzeichnete. Aus unseren Statistiken geht überdies hervor, dass das Kreditwachstum bisher nicht beeinträchtigt worden ist. Allerdings ist allein aufgrund der konjunkturellen Unsicherheiten der letzten Monate zu erwarten, dass die Banken allmählich mit erhöhten Kreditrisiken rechnen könnten. Sie würden dann möglicherweise die Konditionen für kommerzielle Kredite verschärfen oder von ihren Kunden zusätzliche Garantien verlangen. Die Tatsache, dass die Prämien am Obligationenmarkt in den letzten Monaten stark gestiegen sind, deutet auf eine solche Entwicklung hin – zumindest, was die Grossbanken anbelangt. Diese Tendenz könnte sich danach auf die Kreditbedingungen für die KMU auswirken. Die Nationalbank führt zurzeit eine Umfrage bei den Banken durch, um die Entwicklung der Kreditbedingungen besser beurteilen zu können.

Lehren aus den Turbulenzen

Aus der turbulenten Phase, die wir nun durchleben, können viele Lehren für die Bankenaufsicht und für die Stabilität des Finanzsystems gezogen werden. Das Forum für Finanzstabilität hat denn auch der G7 soeben einen Massnahmenkatalog unterbreitet mit dem Ziel, das Funktionieren der Finanzmärkte zu verbessern. Die Nationalbank wirkte an diesen Arbeiten mit.

Gestatten Sie mir, einige Überlegungen dazu anzustellen.

Als Erstes fragt man sich, wie ein Problem, das eigentlich nur ein einziges Segment des Hypothekarmarkts eines einzigen Landes betraf, zu einer weltweiten Krise werden konnte. Wir erklären uns diese Entwicklung nicht nur mit der Globalisierung der Finanzmärkte, sondern vor allem auch mit der wachsenden Anfälligkeit der internationalen Banken in den letzten Jahren; diese Anfälligkeit ist die

Folge eines überbordenden Renditeappetits und einer falschen Einschätzung der damit verbundenen Risiken.

Zweitens wurden die Instrumente, welche die Banken zur Risikomessung und zum Risikomanagement verwenden, von der Krise überholt. Im Bereich der hypothekarisch gesicherten Wertschriften (mortgage-backed securities; MBS) waren die tatsächlichen Verluste viel grösser, als dies selbst die ausgeklügeltsten statistischen Modelle angezeigt hatten. Und die Liquiditätsschocks, welche die Banken erlitten, waren sehr viel heftiger, als in den pessimistischsten Szenarien angenommen. Mit anderen Worten: Die Risikomesssysteme versagten, obwohl sie vorher von den sachverständigsten Experten höchste Aufmerksamkeit erhalten hatten. Diese verkürzte, etwas schroffe Darstellung dient nicht dazu, die Banken zu tadeln, sondern soll daran erinnern, dass kein Modell die Komplexität der Finanzinstrumente und des wirtschaftlichen Umfelds, in dem die Banken heute tätig sind, zufriedenstellend erfassen kann.

Drittens kann aufgrund der Ereignisse der letzten Monate die Wirksamkeit der Überwachungsnormen, die bisher im Bankensektor angewendet wurden, angezweifelt werden. Es ist deshalb natürlich, eine weitere Verfeinerung der Risikomesssysteme, der Überwachung und der Reglementierung der Banken zu fordern. Es bestehen zweifelsohne Verbesserungsmöglichkeiten auf diesen Gebieten, und sie müssen genutzt werden. Es ist jedoch einzuräumen, dass eine detailliertere Regelung nur eine unvollkommene Antwort auf die steigende Komplexität des Bankengeschäfts sein kann. Die Ereignisse der letzten Monate sind für uns viel mehr eine Gelegenheit, Konsequenzen zu ziehen aus der begrenzten Fähigkeit der Banken, ihre Risiken zu bemessen, und – als logisches Pendant dazu – aus den bescheidenen Möglichkeiten der Behörden, sie zu überwachen. So wäre es naiv zu glauben, dass gewichtete Eigenmittelanforderungen, auch nach den wertvollen Verbesserungen im Rahmen von Basel II, eine unfehlbare Beurteilung der Kapitalausstattung unserer Banken erlauben würden. Es bleibt eine beachtliche Fehlerspanne, und ihr muss Rechnung getragen werden. Damit sie abgedeckt werden kann, müssen die traditionellen Erfordernisse bezüglich Kapitalausstattung, Liquidität und Verschuldungsgrad der Banken verschärft werden. Dies ist für einen Finanzplatz wie den unseren besonders wichtig, da ihm international bedeutende Banken angehören, welche ihre Einnahmen

zu einem wesentlichen Teil aus dem Private Banking beziehen, einer Aktivität, für die eine tadellose Reputation absolut zentral ist.

Schliesslich werden die Banken, die von den Finanzmarkturbulenzen in Mitleidenschaft gezogen wurden, nicht darum herumkommen, verschiedene Aspekte ihrer Governance kritisch zu durchleuchten. Sie werden sich namentlich mit der Frage der Rolle ihres Verwaltungsrats bei der Ausübung der Checks and Balances, die für ein wirksames Risikomanagement unabdingbar sind, auseinandersetzen und die Auswüchse ihres Entlohnungssystems, welches die kurzfristigen Resultate auf Kosten der langfristigen Performance fördert, korrigieren müssen. Über den letzteren Aspekt wird schon seit Jahren diskutiert, und es müssen jetzt Antworten gefunden werden.

Auswirkungen der Turbulenzen auf die Geldpolitik

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten haben sich auch auf die Geldpolitik ausgewirkt. Die Nationalbank sorgte dafür, dass dadurch keine unerwünschte Verschärfung der Kreditbedingungen in unserem Land entstand.

Der Anstieg der Risikoprämien, den wir im Herbst beobachteten, führte de facto nämlich zu einer Erhöhung der Finanzierungskosten für Banken und Unternehmen. Indem sie die entsprechende Zinssatzentwicklung eindämmt, kann die Geldpolitik verhindern, dass höhere Risikoprämien eine Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität zur Folge haben. Das operationelle Ziel der Nationalbank – das Zielband für den Dreimonats-Libor – hat in dieser Hinsicht einen grossen Vorteil: Es trägt den Risikoprämien, welche die Banken in ihren Refinanzierungsgeschäften einbeziehen, Rechnung. Da die Banken diese Risikoprämien in die Bedingungen für die Kreditvergabe an ihre Kunden einfließen lassen, ist der Libor repräsentativ für den Restriktionsgrad an den Kreditmärkten. Die Nationalbank war sich dessen durchaus bewusst und strebte in den letzten Monaten eine Stabilisierung des Libors bei 2,75% an; dieses Niveau erachten wir unter den gegenwärtigen Bedingungen als angemessen für die Gewährleistung der mittelfristigen Preisstabilität.

Wiedererwachen der Inflationsrisiken

Wir dürfen ob der Finanzmarkturbulenzen unseren Auftrag, mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten, nicht vergessen. In dieser Hinsicht verschlechterte sich im Jahr 2007 das Umfeld

wegen stark steigender Rohstoffpreise. Die Indikatoren, welche die Entwicklung dieser Preise widerspiegeln, verzeichneten in diesem Jahr ein Wachstum von 15% bis 40%, und der Preis pro Fass Erdöl stieg um beinahe 50%. Selbst die Lebensmittelpreise verteuerten sich an den internationalen Märkten um mehr als 20%; eine solche Preissteigerung ist umso eindrücklicher, als die Preise in den letzten Jahren eher zur Stagnation neigten.

Die rasche Zunahme der Preise für Rohstoffe ist hauptsächlich auf das robuste Nachfragewachstum aus den Schwellenländern einerseits und auf geringe Förder- oder Produktionskapazitäten andererseits zurückzuführen. Unserer Meinung nach ist in der kurzen Frist nicht mit einer nennenswerten Veränderung dieser Gegebenheiten zu rechnen.

Im letzten Quartal 2007 hat der Anstieg der Erdölpreise – auch wenn er teilweise durch die Dollarschwäche kompensiert wurde – eine rasche Aufwärtsentwicklung unserer Teuerungsrate von 0,7% im September auf 2% im Dezember hervorgerufen. Die Preiserhöhungen der übrigen Rohstoffe wirkten sich hingegen nur geringfügig auf die Inflation in der Schweiz aus, obschon auch sie bedeutend waren. Diese Rohstoffe werden nämlich im Referenzwarenkorbe für den Index nicht direkt berücksichtigt, weshalb dieser vom Preisanstieg nur wenig betroffen war. Die indirekten Auswirkungen jedoch, das heisst die Verteuerung der Güter und Dienstleistungen infolge höherer Produktionskosten der Unternehmen, stellen ein sehr viel beunruhigenderes Inflationspotenzial dar. Eine Übertragung der Kostensteigerungen fand aber letztes Jahr nur in geringem Masse statt, denn der starke Wettbewerb auf zahlreichen Märkten veranlasste viele Unternehmen dazu, die höheren Kosten nicht auf die Konsumenten abzuwälzen. Ausserdem erlaubten es der moderate Anstieg der Lohnkosten und die Produktivitätsgewinne der vergangenen Jahre den Unternehmen, einen Grossteil der Zusatzkosten, die durch die Erhöhungen der Rohstoffpreise entstanden waren, zu absorbieren.

Ende des letzten Jahres und im ersten Quartal dieses Jahres wich indessen diese Zurückhaltung einer Einstellung, die häufigere und deutlichere Kostenanpassungen zulies. Allem Anschein nach haben die bisher mässigen Kräfte sukzessive an Intensität verloren. Die Inflationsrate lag folglich im Dezember bei 2% und in den vergangenen Monaten sogar darüber. Im Jahr 2008 kann eine vermehrte Kostenüberwälzung nicht ausgeschlossen werden.

Zwei Faktoren erklären diese Befürchtungen: Erstens verstärkte sich durch einen raschen Anstieg der Lohnkosten Ende 2007 der Druck auf die Margen. Gleichzeitig gingen die Produktivitätsgewinne zurück, weil die Produktionskapazitäten zunehmend ausgelastet waren. Anpassungen zur Verteidigung der Margen stehen deshalb an. Zweitens verleitet die aktuelle gute Geschäftslage die Unternehmen dazu, Margeneinbussen rückgängig zu machen, die sie zuvor zur Verteidigung von Marktanteilen im intensiven Wettbewerb eingegangen waren. Es ist nicht auszuschliessen, dass einige Unternehmen die in der Vergangenheit erlittenen Kostensteigerungen überproportional weitergeben wollen.

Die Nationalbank unterschätzt diese höheren Risiken zwar nicht, bleibt bezüglich der mittel- und langfristigen Inflationsaussichten aber zuversichtlich. Unser Vertrauen beruht auf der Tatsache, dass die Geldpolitik der letzten drei Jahre das Zinsniveau schrittweise zu normalisieren vermochte. So haben wir das Libor-Zielband seit 2004 zehnmal angehoben, um die Zinssätze auf ein Niveau zu bringen, das mittelfristig Preisstabilität gewährleistet. Dank dieser vorausschauenden Politik haben sich die Inflationsaussichten trotz der Teuerungsschübe der vergangenen Monate nicht verschlechtert.

Unser Vertrauen, dass die Preisstabilität gewahrt werden kann, wird durch die Entwicklung der Geldaggregate gestärkt. Im Gegensatz zu unseren Nachbarländern entwickeln sich die Geldaggregate in der Schweiz auf eine Art und Weise, die mit einer mittel- und längerfristig stabilen Teuerung in Einklang steht. Dies ist schon seit mehreren Jahren so. Die wiederholten Zinserhöhungen führten zu einem Transfer von Sicht- und Spareinlagen zu Termineinlagen, die im Allgemeinen besser verzinst sind. Deshalb bildeten sich die Aggregate M1 und M2 im Jahr 2007 weiter zurück, und M3 nahm nur noch leicht zu. Der 2003 in Erscheinung getretene Geldüberhang ist nun abgeschöpft, was für die künftige Preisstabilität zuversichtlich stimmt.

Schliesslich hat der Devisenmarkt die vorher beobachtete Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro korrigiert. Damit ist eine Bewegung, durch die die Importe verteuert wurden, zum Stillstand gekommen. Die Erholung des Frankens schafft ein Umfeld, das für die Gewährleistung der mittelfristigen Preisstabilität günstiger ist. Diese Veränderung der monetären Rahmenbedingungen erlaubte uns, die Zinssätze an unserer geldpolitischen Lagebeurteilung vom März unverändert zu lassen.

Gedämpfte Aussichten für 2008

Auch wenn unsere Wirtschaft noch in sehr guter Verfassung ist, kennzeichnen grosse Unsicherheiten das Jahr 2008. Die Lage an den Finanzmärkten hat sich noch nicht stabilisiert und das Wachstum der Weltwirtschaft verlangsamt sich. Unsere Wirtschaft mit ihrem bedeutenden Finanzsektor und ihrer starken Präsenz auf den internationalen Märkten wird sich dieser Entwicklung nicht entziehen können. Ausserdem hat der Preisanstieg der Rohstoffe, namentlich des Erdöls, zu einem Inflationsschub geführt.

Damit befindet sich die Geldpolitik in einem heiklen Umfeld. Die herrschende Unsicherheit ist für unsere Unternehmen nicht förderlich. Ich bin dennoch zuversichtlich, dass die Schweiz diese Klippen ohne grösseren Schaden umschiffen wird. Einerseits ist unsere Wirtschaft sehr konkurrenzfähig. Die in den vergangenen Jahren durchgeführten Reformen erlaubten es dem schweizerischen Produktionsstandort, sich an die wechselnden Bedürfnisse der Weltwirtschaft anzupassen und gegenüber den Anspannungen auf dem Devisenmarkt zu bestehen. Andererseits hat die vorsichtige Normalisierung der Zinssätze, die wir 2004 in Angriff nahmen, die monetären Rahmenbedingungen schrittweise verschärft. Die Preisstabilität sollte deshalb auf mittlere Frist gewährleistet sein.

Mit diesen Worten der Hoffnung schliesse ich mein Referat. Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit und ganz besonders für die Unterstützung, die Sie der Nationalbank bei ihren Bemühungen zur Gewährleistung der monetären Stabilität unseres Landes bieten.

The emergence of information sharing in credit markets

Martin Brown und Christian Zehnder
Working Paper 2008-1

Bei der Bewertung von Kreditanträgen stützen sich Banken nicht nur auf eigene Informationen, sondern zunehmend auch auf Informationen, die sie von anderen Kreditgebern erhalten. Der Austausch von Informationen zwischen Banken über Kreditnehmer erfolgt dabei häufig freiwillig über private Kreditzentralen. Beispiele sind die Zentrale für Kreditinformation (ZEK) in der Schweiz und die «Schufa» in Deutschland. Banken profitieren vom gegenseitigen Informationsaustausch, weil er die Einschätzung von neuen Kreditnehmern erleichtert. Gleichzeitig kann die Übertragung von Informationen an andere Banken zu stärkerer Konkurrenz für bestehende Kunden führen. In sehr kompetitiven Märkten könnten Banken deshalb darauf verzichten, Informationen miteinander auszutauschen.

Diese Studie untersucht in einem experimentellen Kreditmarkt die Bedingungen, unter denen Kreditgeber freiwillig Informationen über ihre Kunden austauschen. Die Ergebnisse bestätigen, dass Kreditgeber vermehrt Informationen austauschen, wenn sie selbst nur schwache Informationen über neue Kunden besitzen. Wie erwartet führt eine stärkere Konkurrenz zwischen Kreditgebern zu einem geringeren Informationsaustausch. Die negative Wirkung von Konkurrenz auf den Informationsaustausch ist aber schwächer als die positive Wirkung, die dadurch entsteht, dass Kreditgeber Informationen erhalten möchten.

Intelligible factors for the yield curve

Yvan Lengwiler und Carlos Lenz
Working Paper 2008-2

Das Verständnis von komplexen Objekten wie der Zinskurve und ihrer Dynamik wird durch die Reduktion des Problems auf wenige Faktoren erleichtert. Dabei wird angenommen, dass zwischen den Faktoren und der Zinskurve eine einfache Beziehung besteht und die Faktoren das Wesentliche der Zinskurve erfassen. Dann reicht es aus, die Dynamik der Faktoren zu beschreiben, weil sich die fundamentalen Merkmale der Zinskurve und ihrer Entwicklung über die Zeit daraus ableiten lassen. Die Autoren konstruieren ein Modell, das die Zinskurve mit drei interpretierbaren Faktoren beschreibt. Gleichzeitig spezifizieren sie Zeitreihenprozesse für die Faktoren, so dass diese durch voneinander unabhängige Schocks getrieben werden. Dies liefert «verständliche Faktoren», die es professionellen Investoren erlauben, Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der Zinskurve zu diskutieren. Die Anwendung des Modells auf die Zinskurve der amerikanischen Staatsanleihen erlaubt unter anderem, regelmässig angekündigte Änderungen in der geldpolitischen Haltung von selten auftretenden geldpolitischen Überraschungen zu unterscheiden. Zwei solche Ereignisse werden identifiziert: der 11. September 2001 und die Reaktion des Fed auf die Subprime-Krise im August 2007.

Forecasting the Swiss economy using VECX* models: An exercise in forecast combination across models and observation windows

**Katrin Assenmacher-Wesche
und M. Hashem Pesaran
Working Paper 2008-3**

Die Autoren prognostizieren Wachstum, Inflation und Zins für die Schweiz mit verschiedenen Vektor-Fehlerkorrekturmodellen und untersuchen die Prognosegüte. Die Treffsicherheit von Prognosen lässt sich erhöhen, indem man Prognosen mit einer Vielzahl von Modellen berechnet und diese anschliessend mittelt. Es werden drei verschiedene Aspekte der Mittelwertbildung betrachtet. Erstens wird der Unsicherheit über das wahre Modell Rechnung getragen, indem die Prognosen über verschiedene Modellspezifikationen gemittelt werden. Zweitens werden Prognosen eines Modells, das über verschiedene Zeiträume geschätzt wird, gemittelt. Falls im Beobachtungszeitraum ein Strukturbruch stattgefunden hat, kann man erwarten, dass Modelle, die über einen kürzeren Zeitraum geschätzt werden, bessere Prognosen liefern. Drittens wird die Gewichtung der Prognosen bei der Mittelwertbildung betrachtet. Während die ersten beiden Aspekte zu einer signifikanten Verbesserung der Prognosegüte führen, hat eine unterschiedliche Gewichtung der Modelle keinen nennenswerten Effekt. Beachtenswert ist, dass zusätzlich zur Mittelung über Modelltypen eine Mittelwertbildung über verschiedene Schätzzeiträume zu einer weiteren Verbesserung der Prognosegüte führt.

Foreign bank entry, institutional development and credit access: firm-level evidence from 22 transition countries

**Maria Clara Rueda Maurer
Working Paper 2008-4**

In diesem Arbeitspapier wird untersucht, wie der Schutz der Gläubigerrechte den Markteintritt ausländischer Banken und die damit verbundenen Auswirkungen auf den Kreditzugang von Unternehmen beeinflusst. Anhand einer Stichprobe von mehr als 6000 Unternehmen in 22 Transformationsländern wird festgestellt, dass bei abnehmender Effizienz der Konkursverfahren kleinere und weniger transparente Unternehmen beim Eintritt ausländischer Banken verdrängt werden können. Werden Gläubigerrechte stärker geschützt, verringert sich hingegen die Kreditknappheit für Unternehmen infolge von ausländischen Banken. Diese Ergebnisse gelten auch dann, wenn für Endogenität der ausländischen Banken kontrolliert wird. Die Wechselwirkung zwischen ausländischen Banken und dem Schutz der Gläubigerrechte würde daher die unterschiedlichen Ergebnisse früherer Studien zu den Auswirkungen des Eintritts ausländischer Banken erklären. In Ländern mit einem angemessenen Schutz der Gläubigerrechte können alle Unternehmen vom Eintritt ausländischer Banken profitieren. In Ländern, wo diese Rechte nur schwach geschützt sind, ist beim Eintritt ausländischer Banken mit einer Kreditverknappung zu rechnen.

Are weekly inflation forecasts informative?

Marlene Amstad und Andreas M. Fischer
Working Paper 2008-5

Sind wöchentliche Inflationsprognosen informativ? Verschiedene Notenbanken überprüfen und diskutieren die Geldpolitik alle zwei Wochen. Dennoch gibt es wenige Versuche, diesen Entscheidungsprozess mit systematischen wöchentlichen Schätzungen der Kerninflation zu unterstützen. Im Gegensatz dazu ist die rechtzeitige Berücksichtigung von neuen oder revidierten Schätzungen als wichtige Informationsquelle bei BIP-Schätzungen bereits lange anerkannt. Die Autoren berücksichtigen diese Real-Time-Information in wöchentlich aufdatierten Schätzungen der monatlichen Kerninflation in der Schweiz mit Hilfe eines Faktormodells. Diese Schätzungen sprechen zugunsten einer Aufdatierung der Prognosen mindestens zweimal pro Monat.

Unverändertes Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss am 19. Juni 2008 im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf Weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

Herausgeberin

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
CH-8022 Zürich

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Copyright

Schweizerische Nationalbank, 2008
Nachdruck unter Quellenangabe gestattet
Belegexemplar erwünscht

Preis

Elektronische Versionen ab Internet: kostenlos.
Gedruckte Versionen: Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–),
für die Abonnenten des Statistischen Monatshefts:
Fr. 15.– pro Jahr (Ausland: Fr. 20.–).
Preise inkl. 2,4% MWSt

Abonnemente, Einzelexemplare und Adressänderungen

(gedruckte Quartalshefte)
Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Postfach, CH-8022 Zürich
Telefon +41 (0)44 631 32 84, Fax: +41 (0)44 631 81 14
E-Mail: library@snb.ch

Sprachen

In gedruckter Form erscheint das Quartalsheft auf
Deutsch (ISSN 1423–3789) und Französisch (ISSN 1423–3797).

Elektronisch ist das Quartalsheft abrufbar auf:

Deutsch:
www.snb.ch, Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
Französisch:
www.snb.ch, Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
Englisch:
www.snb.ch, Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)

Internet

www.snb.ch