

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Dezember 4/2008 26. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht über das Quartalsheft 4/2008
6	Bericht über die Geldpolitik
46	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
50	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
54	Geld- und währungspolitische Chronik
56	Inhaltsverzeichnis 26. Jahrgang, 2008

Übersicht über das Quartalsheft 4/2008

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Vor dem Hintergrund verschärfter Finanzmarkturbulenzen trübte sich die internationale Konjunktur im Verlauf des zweiten Halbjahres 2008 markant ein. Die am realen BIP gemessene Wirtschaftsleistung ging im dritten Quartal in allen drei grossen Wirtschaftsräumen (USA, Eurozone, Japan) zurück, und auch die Schwellenländer verloren an Schwung. Das Vertrauen der Industrie- und Dienstleistungsunternehmen brach im vierten Quartal weiter ein. Auch die Konsumenten wurden angesichts der erwarteten Verschlechterung der Arbeitsmarktsituation zunehmend pessimistischer. Entsprechend hat die SNB ihre Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft für 2009 und 2010 stark nach unten angepasst.

Auch in der Schweiz setzte sich die konjunkturelle Abschwächung im dritten Quartal fort. Im Gegensatz zu den USA und der Eurozone wurde jedoch kein negatives BIP-Wachstum beobachtet. Ab September verschärfte sich die Vertrauenskrise deutlich. Aufgrund der verschlechterten Wirtschaftsaussichten verabschiedete der Bund Anfang November ein konjunkturstützendes Massnahmenpaket im Umfang von 1,5 Milliarden Franken.

In der kurzen Frist rechnet die SNB mit einem rückläufigen BIP. Für das gesamte Jahr 2009 geht sie davon aus, dass das BIP zwischen 0,5% und 1% abnehmen wird. Die Exporte dürften unter dem ungünstigen internationalen Umfeld leiden, was sich auf die Investitionsausgaben wie auch auf die Arbeitsnachfrage negativ auswirken wird.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Dezember, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 50 Basispunkte auf 0,0%–1,0% zu senken.

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 46)

Die rund 180 Vertreter verschiedener Wirtschaftsbranchen, mit denen die SNB-Delegierten für Wirtschaftskontakte in den Monaten September bis November Gespräche führten, vermeldeten eine spürbare Verschlechterung der Geschäftsaussichten. Vor allem die Exportwirtschaft war mit einem starken Rückgang der Bestellungseingänge ab Mitte September konfrontiert. Die Gesprächspartner aus dem Baugewerbe, dem Detailhandel und dem Gastgewerbe berichteten demgegenüber von einer (noch) robusten Nachfrage. Allerdings rechnen auch sie für 2009 mit einem schwierigen Jahr.

SNB Working Papers (S. 50)

Zusammenfassungen von fünf Aufsätzen: Barbara Rudolf und Mathias Zurlinden, «Measuring capital stocks and capital services in Switzerland», SNB Working Paper 2008-11; Philip Sauré, «How to Use Industrial Policy to Sustain Trade Agreements», SNB Working Paper 2008-12; Thomas Bolli und Mathias Zurlinden, «Measuring growth of labour quality and the quality-adjusted unemployment rate in Switzerland», SNB Working Paper 2008-13; Samuel Reynard, «What drives the Swiss franc?», SNB Working Paper 2008-14; Daniel Kaufmann, «Price-Setting Behaviour in Switzerland – Evidence from CPI Micro Data», SNB Working Paper 2008-15.

Bericht über die Geldpolitik

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

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

Inhalt des Berichts über die Geldpolitik

8	Zu diesem Bericht
9	Geldpolitischer Entscheid
10	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
14	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
16	2.1 BIP-Entwicklung
16	2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen
19	2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt
20	2.4 Kapazitätsauslastung
22	2.5 Preise
24	2.6 Realwirtschaftliche Aussichten
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
36	3.5 Kredite
38	4 Die Inflationsprognose der SNB
38	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
40	4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid
28	Neue Massnahmen der SNB zur Steuerung des Geldmarkts
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 Dezember 2008 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen die geldpolitischen Entscheide des Direktoriums bis Mitte Dezember 2008.

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

Geldpolitischer Entscheid

Die Schweizerische Nationalbank hat an ihrer Lagebeurteilung vom 11. Dezember 2008 beschlossen, das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 50 Basispunkte auf 0,0%–1,0% zu senken. Sie wird den Franken-Geldmarkt weiterhin grosszügig und flexibel mit Liquidität versorgen. Sie wird alles unternehmen, um den Dreimonats-Libor schrittweise in den mittleren Bereich des Zielbandes zu führen.

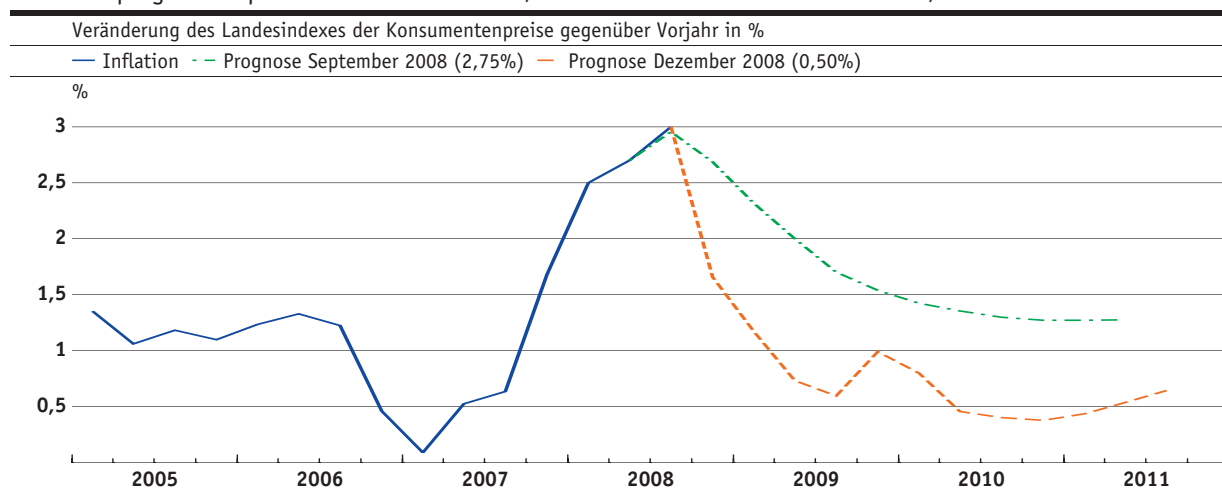
Das weltwirtschaftliche Umfeld hat sich in den letzten Monaten deutlich verschlechtert. Die Wirtschaftstätigkeit ist in den USA wie in Europa rückläufig, während sie sich in Asien stark verlangsamt. Die Lage an den internationalen Finanzmärkten hat sich seit September nochmals verschlechtert. Diese Entwicklungen werden die Schweizer Wirtschaft mit voller Wucht treffen. Die Nationalbank erwartet für nächstes Jahr ein negatives BIP-Wachstum. Es dürfte zwischen –0,5% und –1% liegen.

Die ungünstigen Konjunkturaussichten und der Rückgang des Erdölpreises haben zu einer einschneidenden Revision der Inflationsprognose geführt. Die Teuerung wird im Laufe des nächsten Jahres deutlich sinken und dann auf tiefem Niveau verharren. Unter der Annahme eines unveränderten Dreimonats-Libors von 0,5% rechnet die Nationalbank nun mit einer durchschnittlichen Teuerung von 0,9% im Jahr 2009 und von 0,5% im Jahr 2010.

Dank der Verbesserung der Teuerungsaussichten verfügt die Nationalbank über einen Spielraum, den sie mit Entschlossenheit nutzt. Mit der erneuten Senkung des Libor-Zielbandes will sie das Risiko einer weiteren Verschlechterung der Lage verringern und stützt so die Wirtschaftsentwicklung.

Die Nationalbank wird die Entwicklung der internationalen Konjunktur, der Finanzmärkte und des Devisenmarktes weiterhin aufmerksam beobachten. Sollte es die Situation erfordern, wird sie erneut Massnahmen ergreifen.

Inflationsprognose September 2008 mit Libor 2,75% und Dezember 2008 mit Libor 0,50%



Quelle: SNB

Inflationsprognose September 2008 und Dezember 2008

Durchschnittliche Jahresinflation in %	2008	2009	2010
Prognose September 2008, Libor 2,75%	2,7	1,9	1,3
Prognose Dezember 2008, Libor 0,50%	2,5	0,9	0,5

Quelle: SNB

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die internationale Konjunktur verschlechterte sich im Verlauf des zweiten Halbjahres 2008 markant. Die am realen BIP gemessene Wirtschaftsleistung ging im dritten Quartal in allen drei grossen Wirtschaftsräumen (USA, Eurozone, Japan) zurück und auch die Schwellenländer verloren an Schwung. Das Vertrauen der Industrie- und Dienstleistungsunternehmungen brach gemäss Einkaufsmanager-Indizes ein, da die Auftragseingänge deutlich zurückgingen und die Kapazitätsauslastung sank. Auch die Konsumenten wurden angesichts der erwarteten Verschlechterung der Arbeitsmarktsituation zunehmend pessimistischer.

Die Konjunkturuntrübung fand vor dem Hintergrund erhöhter Finanzmarkturbulenzen statt. Nach dem Konkurs der US-Investmentbank Lehman Brothers Mitte September dehnte sich die Krise weltweit aus. Die Kreditrisikoprämien stiegen sprunghaft auf die höchsten Werte seit Beginn der Finanzkrise. Die unsichere Bilanzsituation der Banken und der massive Vertrauensschwund unter den Geldmarktteilnehmern veranlassten die Zentralbanken, eine Palette von liquiditätsfördernden Massnahmen zu ergreifen. Das Ausmass der Finanzkrise ist am Zerfall der Aktienkurse ersichtlich. Im Oktober brach der globale MSCI-Index um über 20% ein und gab im November weiter nach. Auch sind die Wechselkurse deutlich volatiler geworden. Das Wachstum der Kreditvolumen blieb zwar bis ins vierte Quartal hinein robust. Es ist jedoch zu befürchten, dass sich die Finanzkrise

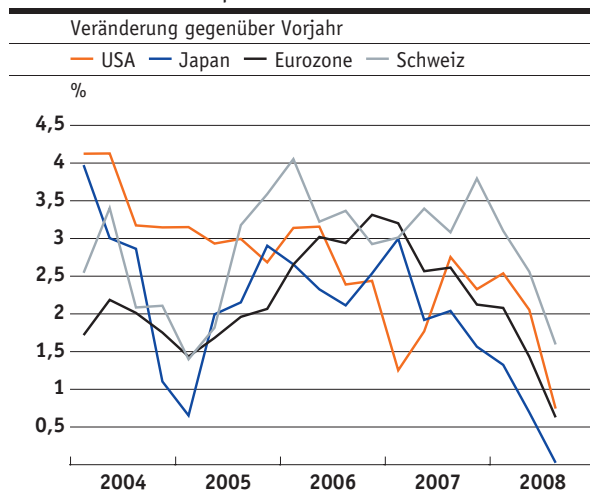
auf die Kreditgewährung der Geschäftsbanken auswirken und damit die negativen Impulse auf die Konjunktur verstärken wird.

Die Konjunkturaussichten haben sich gegenüber dem letzten Quartal deutlich eingetrübt. Die vorlaufenden Indikatoren der OECD deuten auf eine globale Rezession hin. Der starke Rückgang der Rohstoffpreise, insbesondere von Erdöl, sowie die konjunkturstützenden Massnahmen der Regierungen und Zentralbanken dürften allerdings die Abwärtsrisiken begrenzen. Die SNB hat ihre Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft für 2009 und 2010 stark nach unten angepasst. Aufgrund der schlecht funktionierenden Finanzintermediation und des hohen Verschuldungsgrades der amerikanischen Haushalte geht sie für die mittlere Frist von einer sehr langsamen Erholung aus.

Geldpolitischer Kurswechsel

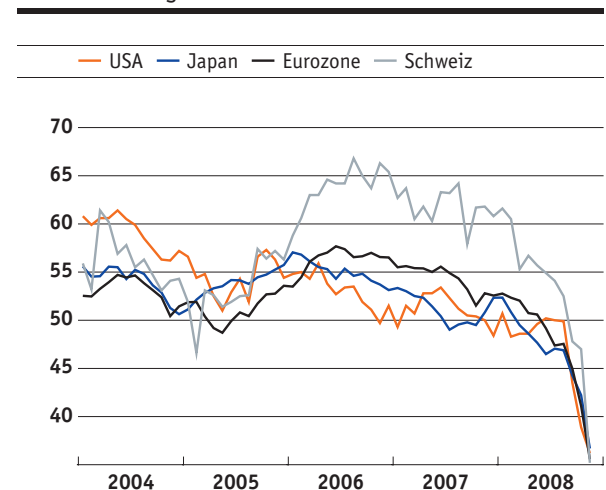
Die sich im Oktober intensivierenden Finanzmarkturbulenzen und negative Wirtschaftsdaten veranlassten verschiedene Zentralbanken, namentlich die Bank of Canada, die Bank of England, die Europäische Zentralbank (EZB), die Federal Reserve, die Schwedische Reichsbank und die Schweizerische Nationalbank, zu einer koordinierten Senkung ihrer für die Geldpolitik massgebenden Zinssätze um je 50 Basispunkte. Die amerikanische Zentralbank senkte den Leitzins noch im gleichen Monat und im Dezember quasi auf null (Zielband 0,0%–0,25%). Zudem erweiterte sie ihre liquiditätsfördernden Massnahmen durch die Schaffung von neuen Finanzierungsfazilitäten. Für die EZB kam die

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

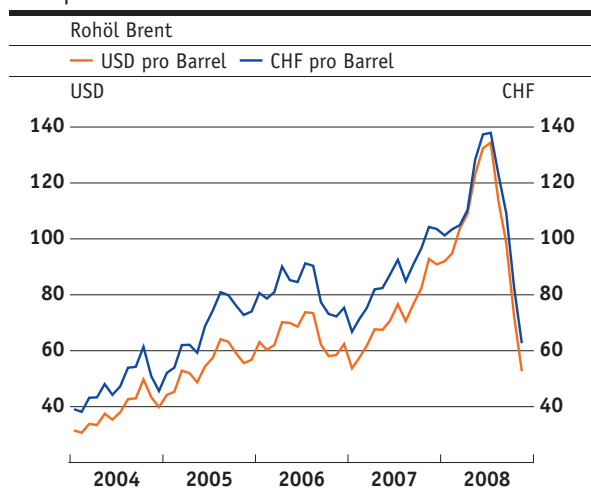
koordinierte Aktion von Anfang Oktober einem Kurswechsel gleich. Sie lockerte den Hauptrefinanzierungssatz im November und Dezember weiter um 50 und 75 Basispunkte auf zuletzt 2,5%. Sie begründete den Kurswechsel mit verminderten Inflations- und erhöhten Wachstumsrisiken. Sie führte zudem zur Stabilisierung der Geldmärkte Fixzinstender durch, verengte den Korridor zwischen Spitzenrefinanzierungs- und Einlagenfazilität um 100 Basispunkte und weitete die Palette notenbankfähiger Sicherheiten aus. Die japanische Zentralbank beteiligte sich zwar nicht an der koordinierten Zinssenkungsaktion, brachte aber ihre feste Unterstützung für diese geldpolitischen Massnahmen zum Ausdruck. Sie senkte kurz darauf (Ende Oktober) den Tagesgeldsatz von 0,5% auf 0,3% und revidierte ihre Wachstums- und Inflationsprognosen stark nach unten. Die Geldpolitik wurde auch in den meisten anderen asiatischen Ländern gelockert, nachdem sie bis Jahresmitte mehrheitlich noch gestrafft worden war. Die chinesische Zentralbank machte einen deutlichen Kurswechsel und senkte die Leitzinsen und den Mindestreservesatz in mehreren Schritten.

Stützende Massnahmen auch von den Regierungen

In zahlreichen Ländern wurden die geldpolitischen Impulse mit fiskalpolitischen Massnahmen unterstützt. Das US-Schatzamt beschloss Ende September unter dem sogenannten Paulson-Plan ein Massnahmenpaket im Umfang von 700 Mrd. USD zur Unterstützung des Finanzsektors, vor allem mit

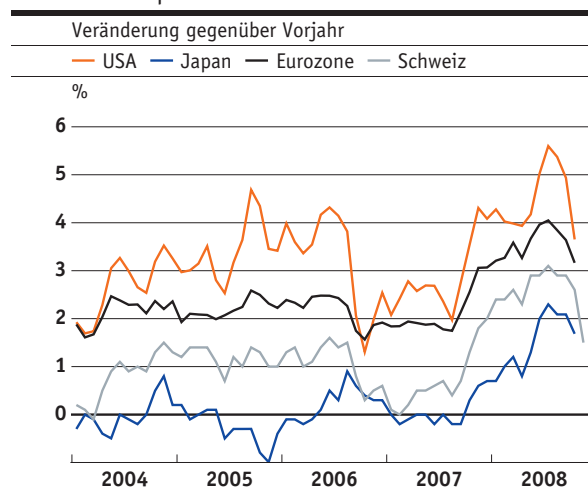
Hilfe von Kapitalspritzen in Bankinstitute. Zudem ist ab Jahresbeginn 2009 von der neuen Administration sowie vom neuen Kongress ein signifikantes Fiskalpaket (rund 500 Mrd. USD oder 4% des BIP) zur Stützung der Konjunktur zu erwarten. Die Europäische Kommission schlägt ein Konjunkturprogramm im Umfang von 200 Mrd. EUR (1,5% des BIP) für 2009 und 2010 vor, das zum einen Massnahmen zur Stimulierung der Nachfrage und der Beschäftigung beinhalten soll, zum anderen auch Pläne zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit sowie zur Förderung zukunftsorientierter Investitionen. Zahlreiche EU-Länder haben bereits Fiskalpläne konkretisiert, darunter Deutschland, das Vereinigte Königreich, die Niederlande und Spanien. Japan verabschiedete ein Stimulispaket von 5 Billionen JPY (1% des BIP), das unter anderem Kapitalspritzen in den Bankensektor sowie Steuerentlastungen für die privaten Haushalte vorsieht. Auch in anderen Ländern Asiens, namentlich in China und in den asiatischen Tigerstaaten, kam es zu einem deutlichen fiskalpolitischen Kurswechsel. Gesunde Staatshaushalte verschaffen diesen Ländern den für eine expansive Fiskalpolitik notwendigen Spielraum. Die chinesische Regierung erweiterte das im Rahmen des Fünfjahresplans für die nächsten beiden Jahre vorgesehene Fiskalpaket auf 4 Billionen RMB (rund 16% des BIP), wobei ein Teil des Zusatzbudgets auf Ende 2008 vorgezogen wird. Ein wesentlicher Teil dieses Zusatzbudgets umfasst Ausgaben für Infrastruktur.

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

Konsumeinbruch in den USA

In den USA ging das BIP im dritten Quartal um 0,5% zurück, nach einem überraschend robusten Wachstum in der Vorperiode (2,8%). Der Rückgang widerspiegelte vor allem eine schwache Binnen-nachfrage. Der private Konsum, der noch im zweiten Quartal durch Steuergutschriften an die Haushalte spürbar gestützt worden war, ging zum ersten Mal seit Ende 1991 zurück. Der Rückgang der Aus-rüstungs- und Wohnbauinvestitionen setzte sich fort, während der Wirtschaftsbau überraschend robust blieb und zusammen mit einer regen Exporttätigkeit das gesamtwirtschaftliche Wachstum stützte. Die Arbeitsmarktlage trübte sich weiter ein. Die Arbeits-losenquote stieg auf 6,7% im November, den höchsten Stand seit März 1994.

In den nächsten Quartalen ist mit weiteren Rückgängen des BIP zu rechnen. Fallende Häuser- und Aktienmarktpreise, verschärfte Kreditbedingun-gen sowie steigende Arbeitslosigkeit lassen eine sehr schwache Konsumententwicklung erwarten, auch wenn sinkende Benzinpreise die Kaufkraft stützen werden. Hinzu kommen nachlassende Impulse aus dem Aus-land. Von den Investitionen dürften im Vergleich zur Rezession von 2001 nur bescheidene negative Impulse ausgehen, da die Unternehmen in der jüngsten Aufschwungphase vorsichtig investiert haben. Auch gibt es erste Anzeichen einer Stabilisierung der Nachfrage am Immobilienmarkt (Stabilisierung der Hausverkäufe sowie des Überangebots an Leerwoh-nungen), so dass die negativen Wachstumsimpulse seitens der Bauinvestitionen allmählich nachlassen sollten. Die SNB erwartet für 2009 einen BIP-Rück-

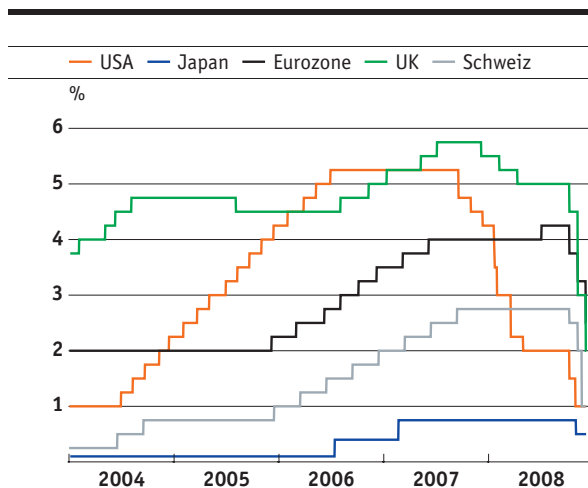
gang von 0,8%, verglichen mit einem noch im Sep-tember erwarteten Wachstum von 1,3%.

Eurozone in Rezession

In der Eurozone ging das BIP im dritten Quar-tal um 0,8% zurück, nachdem schon im zweiten Quartal ein Rückgang von 0,7% verzeichnet worden war. Infolge schlechter Wirtschaftsaussichten san-ken die Investitionsausgaben erneut, und das Vor-jahreswachstum der Exporte kühlte sich ab. Ein robust steigender Staatskonsum verhinderte einen stärkeren Rückgang. Trotz tieferer Erdölpreise sta-gnierte der Privatkonsum nach zwei negativen Quartalen. Während sich die kleinen Volkswirt-schaften widerstandsfähig zeigten, registrierten Deutschland und Italien die grössten Wachstums-einbussen; Spanien wies zudem den ersten Rück-gang des BIP seit 1993 aus. Die Beschäftigungs-pläne in der verarbeitenden Industrie haben sich in den letzten Monaten markant verschlechtert. Dieser Industriezweig, dessen Beitrag zur Gesamt-wertschöpfung zwar klein, wegen der hohen Zyklizi-tät aber dennoch wichtig ist, befindet sich seit Jahresmitte in einer konjunkturellen Schwäche-phase. Besonders stark betroffen ist die Automobil-produktion.

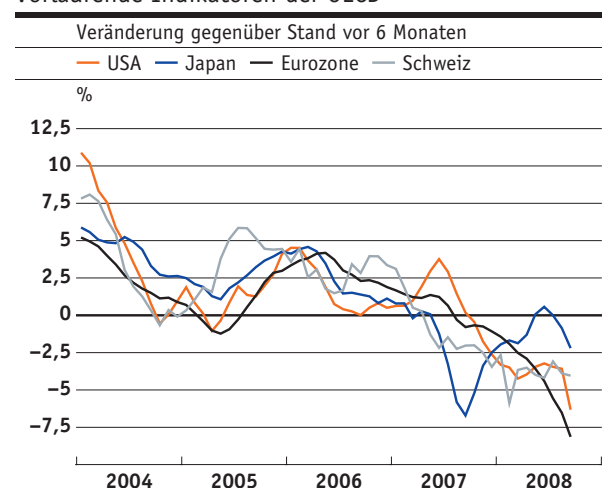
Die Eurozone steht vor einem verstärkten Abschwung. Der Export- und Investitionsausblick für das Winterhalbjahr hat sich verschlechtert. Auch die Befürchtungen der Konsumenten hinsichtlich der zukünftigen Arbeitsmarktsituation dürften dämpfend wirken, obschon der starke Rückgang der Arbeitslo-sigkeit während des vorangegangenen Aufschwungs

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Datastream

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

den Privatkonsum kurzfristig noch stützen dürfte. Die Situation auf den Kreditmärkten blieb angespannt. Es bleibt unklar, inwiefern sich die zunehmende Straffung der Kreditbedingungen auf die Kreditgewährung der Geschäftsbanken auswirkt. Fallende Rohstoffpreise, ein schwächerer Euro und Massnahmen einiger Regierungen sowie der Europäischen Zentralbank könnten mittelfristig die Wirtschaftslage stabilisieren. Die SNB erwartet einen BIP-Rückgang um 0,8% für 2009, gegenüber einem im September erwarteten Wachstum von 0,9%.

Konjunkturabkühlung auch in Asien

In Japan ging das BIP nach einem schwachen ersten Halbjahr um 1,8% im dritten Quartal zurück. Verantwortlich dafür waren ein erneuter Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen und ein verhaltenes Exportwachstum. Die Bauinvestitionen legten zu, verharrten aber unter dem Niveau von Mitte letzten Jahres, als strengere Bauvorschriften einen Einbruch der Bauausgaben auslösten.

Die bis Jahresmitte andauernde Rohstoffpreishausschuss sowie die flauere Konsumnachfrage haben deutliche Spuren in der verarbeitenden Industrie hinterlassen. Dies zeigt sich in der bereits seit Jahresbeginn 2008 rückläufigen Industrieproduktion. Die Aussichten haben sich weiter eingetrübt. Die sich seit Mitte Jahr verlangsamende Aussennachfrage und eine markante Aufwertung des Yen haben die Gewinnperspektiven der Exportindustrie gedämpft und lassen Investitionskürzungen für 2009 erwarten. Positive Impulse sind vom jüngsten Rückgang der Rohstoffpreise sowie vom Fiskalpaket zu erwarten. Die SNB erwartet für 2009 einen BIP-Rückgang von 0,4%. Im September ging sie noch von einem Wachstum von 1,2% aus.

Auch in China kühlte sich das Wachstum im dritten Quartal ab. Das BIP expandierte gegenüber dem Vorjahresquartal noch um 9,0% und damit zum ersten Mal seit Ende 2005 nicht mehr im zweistelligen Bereich. Dämpfend wirkten das sich verlangsamende Wachstum der Exporte und Bauinvestitionen, aber auch die von der Regierung im Zusammenhang mit den Olympischen Spielen verordneten temporären Produktionseinschränkungen. Die markante Eintrübung der Produzentenstimmung deutet darauf hin, dass die konjunkturelle Abkühlung in der Industrie nachhaltig sein könnte. Die Binnenachfrage blieb bisher robust. Staatliche Anreize für private Haushalte sowie ein stabiles Einkommenswachstum dürften den vom Rückgang der chine-

schen Aktien- und Immobilienpreise ausgelösten negativen Vermögenseffekt auf den Konsum ausgleichen. Das substanzielle und breit angelegte Fiskalpaket dürfte die Wachstumsabschwächung der chinesischen Wirtschaft gering halten.

Auch Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur verloren im dritten Quartal an Schwung. Das BIP legte nur noch um durchschnittlich 1,7% gegenüber dem Vorjahr zu, verglichen mit 4,4% im Vorquartal. Die Konjunkturabschwächung scheint zunehmend breit abgestützt zu sein. Vor allem die Exporte haben seit Jahresmitte an Schwung verloren und die Industriekonjunktur gedämpft.

Deutlicher Rückgang der Konsumententeuerung

In den Industrieländern ging die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerung seit Juli zurück, nachdem sie in den Vormonaten auf die höchsten Werte seit Anfang der 90er Jahre gestiegen war. Dämpfend wirkten sinkende Energiepreise sowie eine geringere Verteuerung der Nahrungsmittelpreise, was die Teuerungsraten auch in den nächsten Monaten nach unten drücken wird. Obwohl die Kernteuerungsraten in vielen Ländern erneut leicht gestiegen sind, haben die mittelfristigen Teuerungsrisiken angesichts des globalen Konjunkturerinbruchs abgenommen. Dies widerspiegelt sich in deutlich gesunkenen Inflationserwartungen der Konsumenten und der Produzenten aus allen wichtigen Wirtschaftszweigen.

In den USA ging die Jahresteuerung von 5,6% im Juli auf 3,7% im Oktober zurück. Die Kernteuerung, welche die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, flachte im gleichen Zeitraum von 2,5% auf 2,2% ab. Auch in der Eurozone bildete sich die Konsumententeuerung markant von 4,0% im Juli auf 3,2% im Oktober (und gemäss Schnellschätzung von Eurostat weiter auf 2,1% im November) zurück, während die Kernteuerung um 0,2 Prozentpunkte auf 1,9% zulegte. In Japan ging die Jahresteuerung bis Oktober etwas weniger markant um 0,6 Prozentpunkte auf 1,7% zurück. Die Kernteuerungsraten verharrten nahe null (0,2%). In den asiatischen Tigerstaaten liess die Teuerungsraten um 2,2 Prozentpunkte auf durchschnittlich 3,8% nach. In China brachte die bereits seit März abflachende inländische Nahrungsmittelteuerung die Gesamteuerung weiter auf 4% zurück. Der Teuerungsschub der schrittweisen Energiepreislberalisierung fiel bisher verhältnismässig gering aus.

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

Auch in der Schweiz setzte sich die konjunkturelle Abschwächung im dritten Quartal fort. Im Gegensatz zu den USA und der Eurozone wurde jedoch kein negatives BIP-Wachstum beobachtet. Insbesondere die privaten Konsumausgaben entwickelten sich dynamischer als im Ausland, was auf die immer noch robuste Arbeitsmarktverfassung zurückzuführen ist.

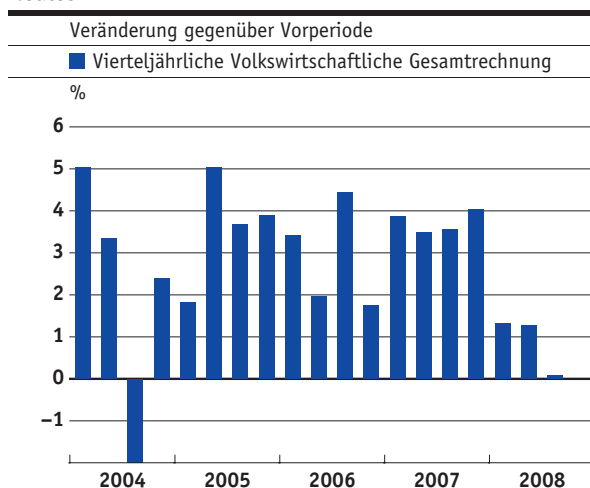
Ab September wurde die Verschärfung der Vertrauenskrise deutlich sichtbar. Sowohl die Produzenten- als auch die Konsumentenstimmung verschlechterten sich erheblich. In den kommenden Quartalen dürften in erster Linie die Exporte unter dem ungünstigen internationalen Umfeld leiden. Dies dürfte sich auf die Investitionsausgaben wie auch auf die Arbeitsnachfrage negativ auswirken.

Bestätigt wird dieses Bild durch die Gespräche, welche die SNB-Delegierten in den Monaten September bis November mit rund 180 Vertretern verschiedener Wirtschaftsbranchen führten. Obwohl

es bereits früher Anzeichen einer Abschwächung gab, kam die Geschwindigkeit, mit der sich der Bestellungseingang ab Mitte September verringerte, überraschend. Stark betroffen war vor allem die Exportwirtschaft. Die Gesprächspartner aus dem Baugewerbe, dem Detailhandel und dem Gastgewerbe berichteten demgegenüber von einer (noch) robusten Nachfrage. Allerdings rechnen auch sie für 2009 mit einem schwierigen Jahr. Fast alle Gesprächspartner prognostizieren, dass die Kapazitätsauslastung im kommenden Jahr tiefer liegen wird. Dies gilt selbst für Unternehmen, die steigende Marktanteile erwarten. Ausserdem wird aus den Gesprächen deutlich, dass viele Unternehmen ihre Werbeausgaben reduzieren, ihre Investitionspläne überprüfen und bei Neueinstellungen zurückhaltender geworden sind.

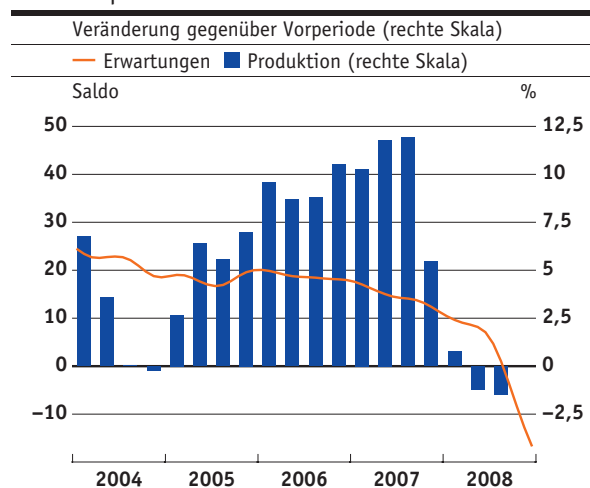
Aufgrund der verschlechterten Wirtschaftsaussichten verabschiedete der Bund Anfang November ein konjunkturstützendes Massnahmenpaket im Umfang von 1,5 Milliarden Franken, was etwa 0,3% des BIP entspricht.

Grafik 2.1
Reales BIP



Quelle: SECO

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

Reales BIP und Komponenten

Tabelle 2.1

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

	2004	2005	2006	2007	2006	2007				2008		
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Privater Konsum	1,6	1,8	1,6	2,1	0,6	3,1	2,4	3,3	2,0	0,8	2,4	1,3
Staatlicher Konsum	0,8	1,0	-0,9	-1,1	1,8	-0,6	-0,4	-5,5	-5,9	0,9	1,4	2,8
Anlageinvestitionen	4,5	3,8	4,7	5,4	10,8	4,8	14,3	-9,7	2,3	1,9	-2,8	-5,5
Bau	3,9	3,5	-1,4	-1,5	3,5	0,3	-10,2	-3,3	3,9	-5,4	-1,9	-3,7
Ausrüstungen	5,0	4,0	10,0	10,9	16,6	8,5	36,2	-13,9	1,2	7,5	-3,4	-6,8
Inländische Endnachfrage	2,1	2,2	2,0	2,5	3,0	3,1	4,8	-1,1	1,1	1,1	1,0	-0,2
Inlandnachfrage	1,9	1,9	1,4	1,1	7,0	-3,9	2,4	0,8	9,5	-6,5	-0,5	-4,4
Exporte total	7,9	7,3	9,9	9,4	17,2	12,0	4,4	8,7	-0,4	2,1	15,5	4,9
Güter	7,3	5,8	11,1	8,4	16,9	12,9	-1,2	8,4	-2,8	3,5	19,1	4,1
ohne EESKA ¹	7,3	6,5	11,2	8,3	18,4	10,3	1,5	8,2	-1,6	-0,9	26,9	-2,5
Dienstleistungen	9,7	11,3	6,8	12,1	17,9	9,7	20,9	9,5	6,2	-1,2	6,8	7,2
Gesamtnachfrage	3,8	3,7	4,3	4,1	10,6	1,8	3,2	3,8	5,6	-3,3	5,5	-0,8
Importe total	7,3	6,6	6,5	5,9	33,9	-2,9	2,5	4,2	9,1	-12,6	15,2	-2,6
Güter	5,8	5,6	7,8	5,1	44,8	-5,2	0,3	2,1	5,6	-9,0	18,8	-3,3
ohne EESKA ¹	5,9	5,3	7,4	6,7	30,1	6,8	-0,8	4,3	2,2	-9,1	18,3	-4,6
Dienstleistungen	14,7	11,3	0,5	10,0	-7,8	9,4	14,0	14,6	26,3	-26,9	-0,8	1,0
BIP	2,5	2,5	3,4	3,3	1,8	3,9	3,5	3,6	4,0	1,3	1,3	0,1

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

Im Oktober setzte sich der Abwärtstrend der Warenexporte fort. Gegliedert nach Regionen war neben rückläufigen Exporten nach Asien vor allem eine markante Abnahme der Ausfuhren in die EU-Länder festzustellen. Insbesondere die Lieferungen nach Osteuropa, aber auch jene in die alten EU-Mitgliedstaaten, so auch Deutschland, gingen auf breiter Basis zurück. Weiter stützend wirkte dagegen die Nachfrage der erdölexportierenden Länder, die insbesondere mehr Investitionsgüter einfuhrten.

Im Zuge der jüngsten Bestellungenrückgänge haben sich die Erwartungen der meisten exportorientierten Industrieunternehmen massiv verschlechtert.

Stützendes Konsumwachstum

Trotz der im Juli beobachteten Eintrübung der Konsumentenstimmung leistete der private Konsum im dritten Quartal erwartungsgemäss einen wichtigen positiven Wachstumsbeitrag, was auf die robuste Entwicklung der Beschäftigung und der Einkommen zurückzuführen ist.

Die Detailhandelsumsätze legten im dritten Quartal um 5,6% zu. Dieses Wachstum resultierte aus höheren Umsätzen bei Nahrungsmitteln und Getränken, Elektronik sowie Gesundheit und Pflege. Die grössere Vorsicht der Konsumenten kam hauptsächlich in der schwächeren Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern zum Ausdruck. Davon zeugen die rückläufigen Neuzulassungen von Personewagen. Auch der Binnentourismus war rückläufig.

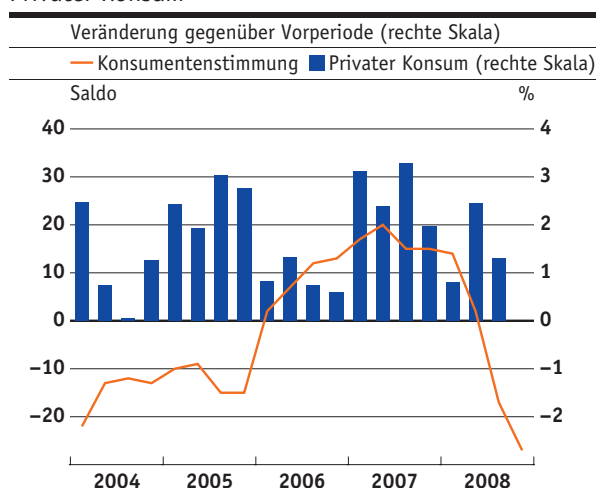
Weiter geschwächtes Konsumentenvertrauen

Die Konsumlaune schwächte sich im Herbst erneut markant ab. Der vom SECO erhobene Index der Konsumentenstimmung erreichte im Oktober einen Stand von -27 Punkten, gegenüber -17 Punkten im Juli. Insbesondere schätzten die Konsumenten die Entwicklung der Wirtschaft in den vergangenen zwölf Monaten deutlich skeptischer ein. Die über den Erwartungen liegende Inflation beeinflusste die Konsumenten in der Einschätzung ihrer finanziellen Situation negativ. Ferner beurteilten die Haushalte ihre Stellen als weniger sicher als zuvor. Die Sorgen diesbezüglich hielten sich jedoch in Grenzen. Positiv zu betrachten sind auch die gesunkenen Inflationserwartungen für die nächsten zwölf Monate. Entsprechend waren die Haushalte in Bezug auf die zukünftige Entwicklung der Kaufkraft ihrer Einkommen wieder etwas optimistischer. Insgesamt stützen die Ergebnisse die SNB-Einschätzung eines abgeschwächten, aber weiterhin positiven Wachstums der Konsumausgaben in den kommenden Monaten.

Bauinvestitionen weiterhin rückläufig

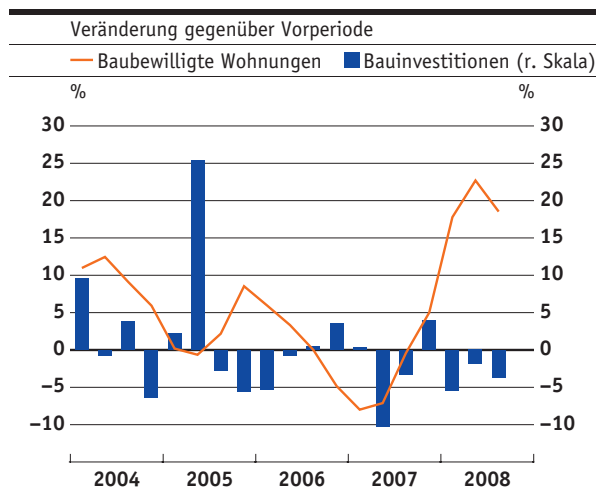
Bei den Bauinvestitionen setzte sich der Abwärtstrend im dritten Quartal fort. Trotz der Abkühlung liegt die Bautätigkeit insgesamt noch auf einem befriedigenden Niveau, wie die gemäss Umfragen hohe Kapazitätsauslastung und gute Auftragslage zeigen.

Grafik 2.5
Privater Konsum



Quelle: SECO

Grafik 2.6
Bau



Quellen: BFS, SECO

In den kommenden Quartalen dürften sich die Sparten der Bauinvestitionen unterschiedlich entwickeln. Einerseits deuten die merkliche Zunahme an Baubewilligungen seit Anfang 2008 und die weiterhin steigenden Häuserpreise darauf hin, dass sich der Wohnungsbau ab Mitte 2009 allmählich wieder beleben könnte. Andererseits ist damit zu rechnen, dass der Geschäftsbau rückläufig sein wird. Die geplanten fiskalpolitischen Massnahmen werden wahrscheinlich nicht verhindern können, dass die gesamten Bauinvestitionen 2009 noch leicht abnehmen.

Abnehmende Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im dritten Quartal um 6,8% ab und lagen somit leicht unter dem Vorjahresquartal. Dieser Rückgang ist vor allem auf eine starke Verringerung der Nettoimporte von Flugzeugen zurückzuführen, während die Importe der übrigen Investitionsgüter sowie die Käufe inländischer Investitionsgüter nur leicht nachgaben.

Aufgrund der nachlassenden Nachfrage reduzierte sich die Auslastung der technischen Kapazitäten im dritten Quartal. Ferner sind die Unternehmer auch im Hinblick auf ihre künftigen Umsätze deutlich pessimistischer geworden, was sie in den kommenden Monaten bei den Investitionsplänen zu Vorsicht zwingen wird. Es ist deshalb zu erwarten, dass sich die Ausrüstungsinvestitionen auf breiterer Basis abschwächen werden.

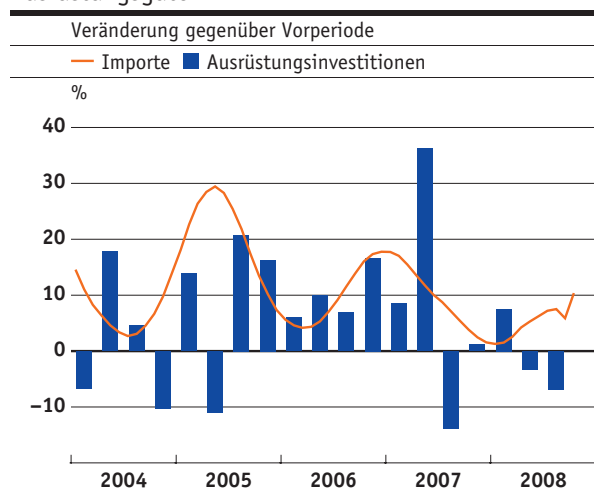
Schwache Endnachfrage dämpft Importe

Die nachlassende Dynamik der Binnennachfrage bremste die Importe von Waren und Dienstleistungen im dritten Quartal ab. Im Vorquartalsvergleich nahmen sie um 3,7% ab.

Bei den Waren verzeichneten die Investitionsgütereinfuhren einen Rückgang. Dies war vor allem auf die erwähnte starke Abnahme der Flugzeugimporte zurückzuführen. Daneben verlangsamte sich das Wachstum der Maschinenimporte. Ferner belastete die Verschlechterung der Exportaussichten die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten (Metalle und chemische Produkte), denn viele importierte Güter der Exportindustrie dienen als Produktionsfaktoren.

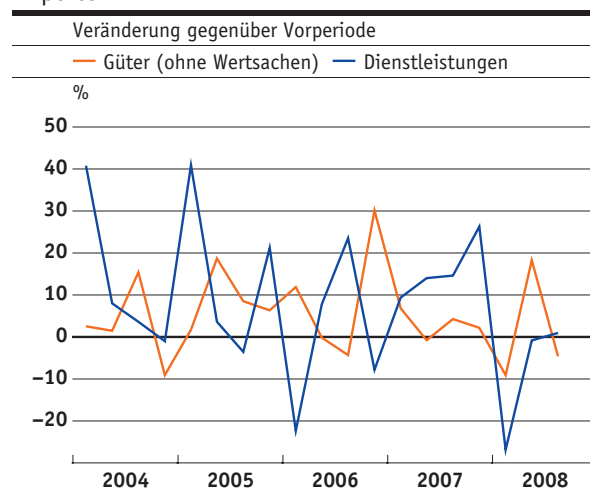
Bei den Dienstleistungsimporten standen höheren Ausgaben für Tourismus, Lizenzen und Patente geringeren Zahlungen für Privatversicherungen und Transportdienstleistungen gegenüber. Infolge der erwarteten weiteren Verlangsamung der Binnennachfrage dürften die Importe in den nächsten Quartalen schwach bleiben.

Grafik 2.7
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

Grafik 2.8
Importe



Quelle: SECO

2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Beschäftigungswachstum: tiefer, aber robust

Die Beschäftigungsdynamik blieb im dritten Quartal trotz Verlangsamung der wirtschaftlichen Tätigkeit lebhaft. Das auf Vollzeitstellen umgerechnete Arbeitsvolumen stieg im Vergleich zum Vorquartal um 2,2%, nach 2,5% im zweiten Quartal. Dieses Resultat wurde von einer Zunahme der Vollzeit- und der Teilzeitstellen mit einem Arbeitspensum von 50% oder mehr begünstigt. Dagegen waren die Arbeitsstellen mit einem geringeren Arbeitspensum deutlich rückläufig.

Die Beschäftigungsentwicklung war je nach Branche sehr unterschiedlich. Eine klare Verlangsamung wurde in der verarbeitenden Industrie (Chemie, Uhrenindustrie und Präzisionsinstrumente) sowie im Gastgewerbe, im Verkehr und in der Kommunikation beobachtet. Bei den Versicherungen, im Kreditgewerbe und im Bereich der Firmendienstleistungen sank die Beschäftigung.

Verschlechterte Beschäftigungsaussichten

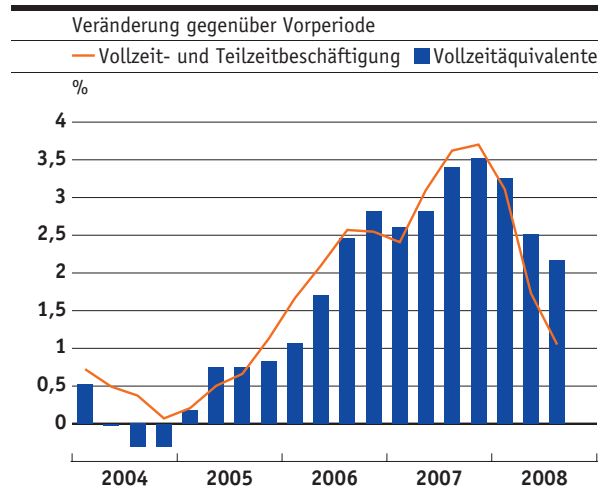
In den kommenden Quartalen dürfte die konjunkturelle Abkühlung deutlichere Spuren auf dem Arbeitsmarkt hinterlassen. Kurzfristig ist zwar keine abrupte Abnahme der Beschäftigung zu erwarten, da die Anzahl offener Stellen bisher auf relativ hohem Niveau verharrte (Grafik 2.10). Für die mittlere Frist signalisiert jedoch die neueste Quartalsumfrage des BFS eine klare Eintrübung, insbesondere in der verarbeitenden Industrie sowie bei den Banken und Versicherungen.

Erster Anstieg der Arbeitslosenzahl

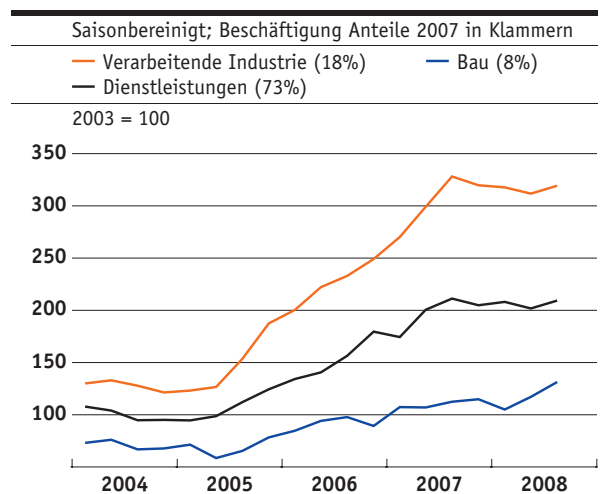
Zwischen August und November nahm die Zahl der Arbeitslosen saisonbereinigt leicht zu. Entsprechend erhöhte sich die Arbeitslosenquote von 2,5% auf 2,7%. Auch die Zahl der Stellensuchenden, welche neben den eingeschriebenen Arbeitslosen auch diejenigen Personen umfasst, die an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einem Zwischenverdienst nachgehen, registrierte einen leichten Anstieg. Ihre Quote blieb mit 3,9% jedoch unverändert.

Die erwartete schwächere Beschäftigungsentwicklung dürfte in den kommenden Quartalen einen verstärkten Anstieg der Arbeitslosigkeit verursachen.

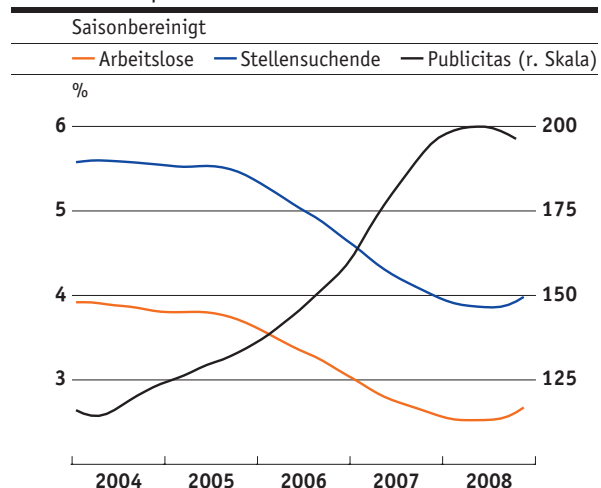
Grafik 2.9
Beschäftigung



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 Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quellen: Publicitas, SECO

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, ist normalerweise in der kurzen Frist relativ starr. Veränderungen der Nachfrage schlagen sich deshalb in einer Veränderung der Auslastung der technischen und personellen Kapazitäten nieder. Steigt deren Auslastung während längerer Zeit über ihr normales Niveau hinaus, signalisiert dies einen Nachfrageüberhang und dementsprechend einen steigenden Inflationsdruck. Umgekehrt deutet ein Angebotsüberhang auf einen Deflationsdruck hin.

Deutlich rückläufige Auslastung der Kapazitäten

Im dritten Quartal sank die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie deutlich. Mit einem Auslastungsgrad von unter 86% hat sich die Industrie dem langfristigen Durchschnitt von 84% angenähert. Die auf Umfragen basierten Indikatoren der KOF/ETH zeigen, dass der Auslastungsgrad zuletzt steil gefallen ist (Grafik 2.12). Gleichzeitig reduzierte sich der Anteil der Indus-

trieunternehmen, die eine Beschränkung durch ihre technischen Kapazitäten bzw. durch die Verfügbarkeit von Arbeitskräften melden, drastisch. Beide Anteile fielen im dritten Quartal unter ihren langfristigen Durchschnittswert.

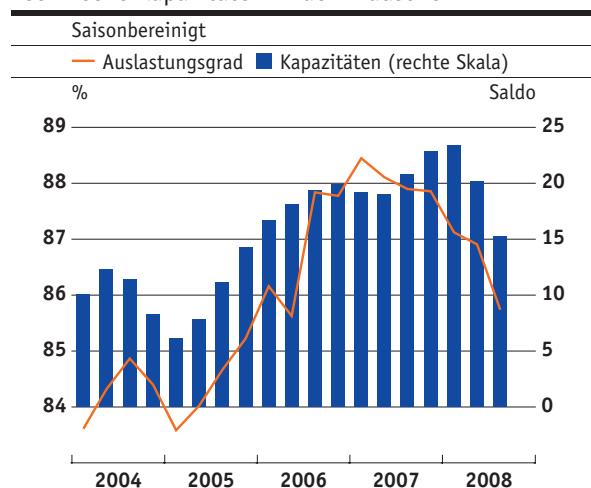
Für die anderen Branchen ergab sich ein ähnliches Bild. In der Bauwirtschaft registrierten deutlich weniger Unternehmen einen Mangel an Arbeitskräften. In der Versicherungsindustrie fiel die Einschätzung der Arbeitsmarktsituation auf den langfristigen Durchschnittswert zurück. Auch im Hotel- und Gaststättengewerbe war die Beurteilung der Kapazitätsauslastung stark rückläufig. Gleichzeitig reduzierten sich im Grosshandel die Lieferfristen auf ein unproblematisches Niveau.

Positive Produktionslücke schliesst sich schnell

Die Produktionslücke, die als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial errechnet wird, ist ein Mass für die Auslastung der Wirtschaft und den damit verbundenen Inflationsdruck.

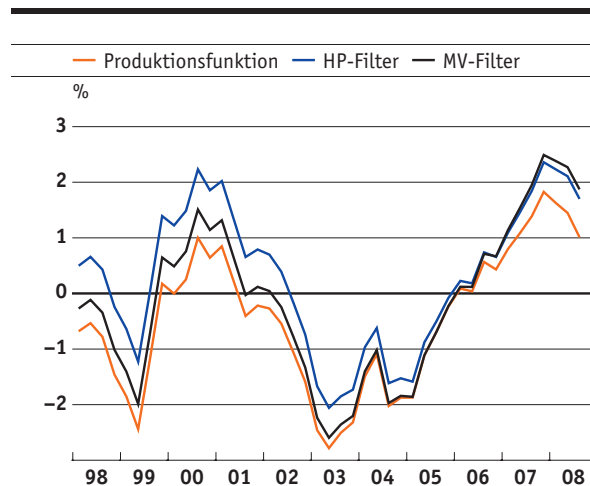
Das Produktionspotenzial expandiert zurzeit mit etwa 2% weiterhin etwas stärker als im langfristigen Durchschnitt (1,6%), während das reale BIP nicht mehr wächst. Als Folge davon wird sich die momentan noch positive Produktionslücke rasch schliessen. Grafik 2.13 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die auf verschiedenen Verfah-

Grafik 2.12
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.13
Produktionslücke



Quelle: SNB

ren zur Bestimmung des Produktionspotenzials basieren (Produktionsfunktion <PF>, Hodrick-Prescott-Filter <HP> und multivariater Filter <MV>). Gemäss PF betrug der Produktionsüberhang im dritten Quartal 1,0%, gemäss den beiden Filterverfahren 1,7% (HP) bzw. 1,9% (MV).

Die Diskrepanz zwischen den Ergebnissen der drei Methoden ist nicht ungewöhnlich für eine Phase des wirtschaftlichen Abschwungs. Hervorzuheben ist vielmehr, dass die zyklische Dynamik der Produktionslücke nach allen drei Verfahren sehr ähnlich ist und einen starken Rückgang anzeigt.

Die im dritten Quartal noch positive Produktionslücke war vor allem auf die leicht überdurchschnittliche Auslastung der technischen Kapazitäten zurückzuführen. Demgegenüber war das Arbeitskräfteangebot inzwischen annähernd normal ausgelastet, da der hohen Arbeitsnachfrage ein entsprechendes Arbeitskräftepotenzial gegenüberstand.

Aufgrund einer markanten Abschwächung des realen BIP-Wachstums dürfte sich die Produktionslücke zügig schliessen. Für das vierte Quartal erwartet die SNB eine Produktionslücke, die nur noch knapp positiv ist.

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2007	2008			2008			
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober	November
LIK total	0,7	2,5	2,7	3,0	2,9	2,9	2,6	1,5
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,0	1,3	1,6	1,9	1,9	2,1	2,1	2,1
Güter	0,0	1,5	1,6	1,6	1,4	1,8	2,1	1,8
Dienstleistungen	1,2	1,2	1,5	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,5	0,8	1,3	1,8	1,7	2,0	1,9	1,9
Mieten	2,3	1,9	2,1	2,7	2,9	2,9	2,9	3,1
öffentliche Dienstleistungen	1,3	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Ausländische Güter und Dienstleistungen	0,1	5,6	5,6	5,8	5,6	5,1	3,8	-0,1
ohne Erdölprodukte	-0,4	1,9	1,7	1,6	1,4	1,8	1,6	1,3
Erdölprodukte	2,4	25,0	26,2	27,8	27,5	22,4	15,0	-7,3

Quellen: BFS, SNB

2.5 Preise

Nachlassender Teuerungsdruck seitens der Produzenten- und Importpreise

Der Teuerungsdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerten Konsumentenpreise ausgeht, hat seit Juli abgenommen. Die Jahresteuerung der Produzentenpreise liess von 4,6% im Juli auf 2,8% im Oktober nach. Gleichzeitig sank die Jahresteuerung der Importpreise sogar von 5,4% auf 2,9%.

Der Preisindex des Gesamtangebots, der auf den Indizes der Produzenten- und Importpreisen basiert, stieg zwischen Oktober 2007 und Oktober 2008 um 2,9%. Dabei verzeichneten Energiegüter sowie landwirtschaftliche Produkte immer noch die grössten Preissteigerungen. Bei den Energiegütern liess die Teuerung in den letzten Monaten aufgrund des fallenden Erdölpreises jedoch merklich nach. Eine ähnliche Entwicklung war auch bei Vorleistungs- und Konsumgütern auszumachen.

Der Preisindex des Gesamtangebots lässt sich auch für Güter berechnen, welche lediglich für den Inlandabsatz vorgesehen sind. Im Vorjahresvergleich stieg dieser um 3,8% und somit stärker als der Gesamtindex. Dies lässt darauf schliessen, dass der Teuerungsdruck auf die nachgelagerten Konsumentenpreise noch etwas höher ausfällt, als der Gesamtindex dies anzeigt.

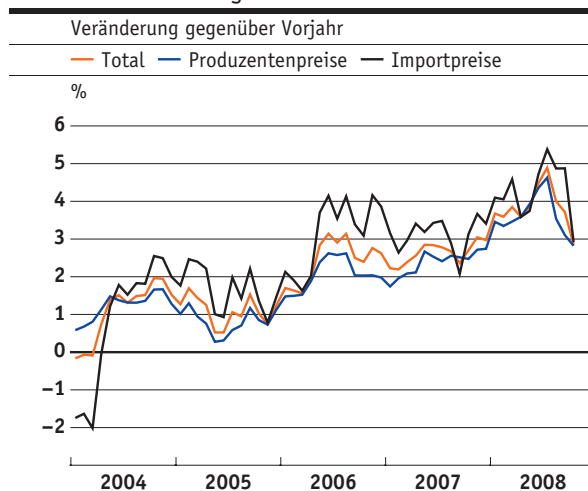
Deutlicher Rückgang der Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung verringerte sich zwischen August und November von 2,9% auf 1,5%. Dieser Rückgang war in erster Linie auf rückläufige Preise für importierte Güter und Dienstleistungen und günstige Basiseffekte zurückzuführen. Dagegen verteuerten sich inländische Güter und Dienstleistungen stärker als noch im August.

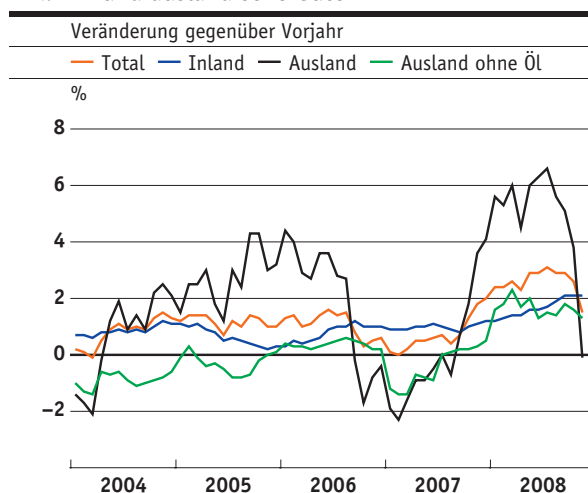
Leichte Zunahme der Binnenteuerung

Die Teuerung inländischer Güter und Dienste stieg weiter an und betrug im November 2,1% (August: 1,9%). Bei den Gütern waren vor allem die Preise einzelner inländischer Nahrungsmittel dafür verantwortlich. Die Vorjahresteuerung inländischer Güter stieg somit von 1,4% im August auf 1,8% im November. Bei den Dienstleistungen stieg die Jahresteuerung seit August lediglich um 0,1 Prozentpunkte und betrug im November 2,1%. Deutliche Preisanstiege waren im Luftverkehr, für Mahlzeiten

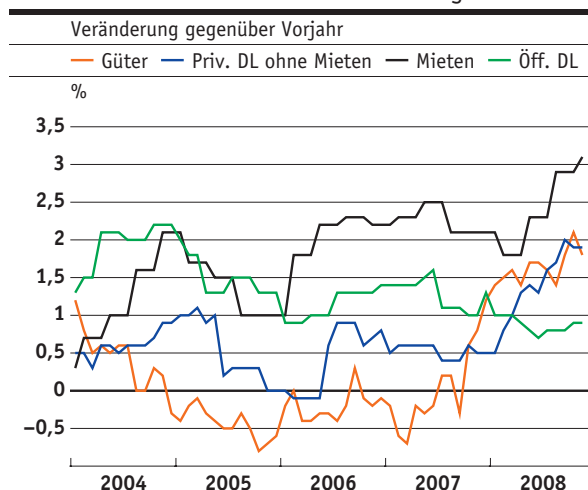
Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



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

in Restaurants und bei den Wohnungsmieten zu verzeichnen. Preisreduktionen für Internetdienstleistungen und Pauschalreisen glichen diese jedoch beinahe aus.

Rückläufige Teuerung importierter Konsumgüter

Von August bis Anfang Dezember fiel der Erdölpreis von etwa 113 USD/Fass auf 40 USD/Fass. Erfahrungsgemäss schlugen sich Erdölpreisschwankungen rasch in den Preisen für Heizöl und Treibstoffe nieder. Entsprechend verringerte sich die Jahresteuering der im LIK enthaltenen Erdölprodukte von 27,5% im August auf -7,3% im November. Verstärkt wurde dieser Rückgang der Teuerung durch einen günstigen Basiseffekt. Die Teuerung der übrigen importierten Güter und Dienstleistungen stieg von 1,4% im August auf 1,8% im September, bevor sie im November wieder auf 1,3% zurückging. Deutliche Preiserhöhungen wurden für Gas registriert. Dagegen reduzierten sich die Preise einiger importierter Lebensmittel, was vor dem Hintergrund der weltweit sinkenden Rohwarenpreise zu erwarten war. Insgesamt betrug die Jahresteuering importierter Güter und Dienstleistungen -0,1% (August: 5,6%).

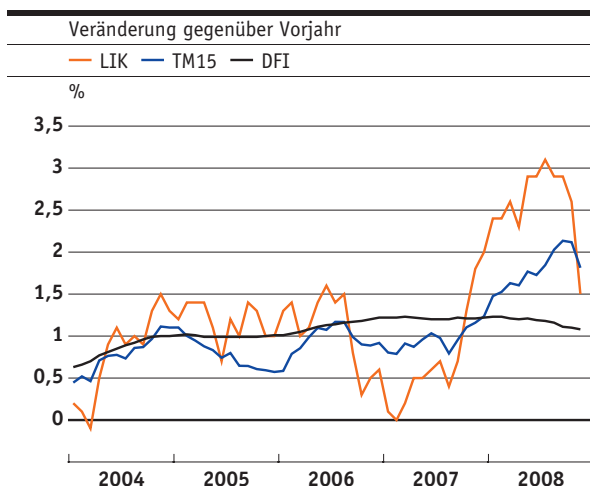
Kerninflationen leicht rückläufig

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig Schwankungen, welche die Sicht auf die Grundteuerung verstellen können. Deswegen werden sogenannte Kerninflationen berechnet,

welche die zugrunde liegende Grundteuerung 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.

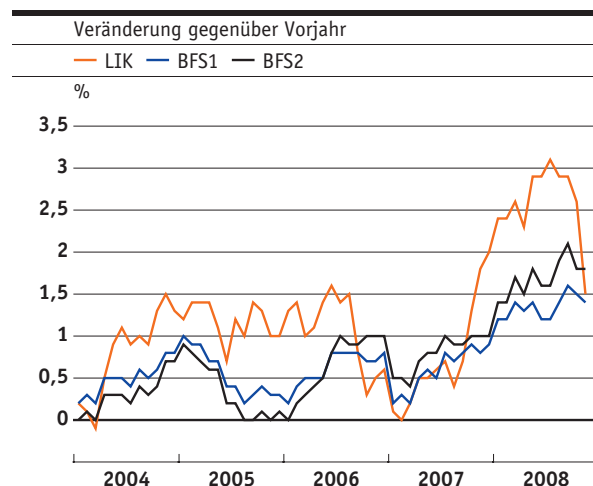
Die als getrimmter Mittelwert berechnete Kerninflation reduzierte sich zwischen August und November von 2,0% auf 1,8%. Gleichzeitig fiel die Kerninflation 2 des BFS um 0,1 Prozentpunkte auf 1,8%. Die Kerninflation 1 des BFS befand sich nach einem zwischenzeitlichen Anstieg auf dem Niveau von letztem August (1,4%). Dies lässt darauf schliessen, dass die Grundteuerung leicht rückläufig ist. Diese traditionellen Kerninflationen berücksichtigen im Unterschied zur DFI jedoch nicht, dass sich die weltwirtschaftlichen Aussichten deutlich eingetrübt haben. Die DFI deutet bereits seit einigen Monaten darauf hin, dass sich die Grundteuerung zurückgebildet hat.

Grafik 2.17
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.18
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

2.6 Realwirtschaftliche Aussichten

Rückläufiges BIP und negative Produktionslücke in Sicht

Wie weiter oben erläutert, geht die SNB für die kommenden Quartale von einem deutlichen konjunkturellen Abschwung im Ausland aus. Dies dürfte die Auslandsnachfrage nach schweizerischen Gütern und Dienstleistungen abschwächen. Einerseits dürfte die Investitionsgüterindustrie unter den Finanzierungsschwierigkeiten der Kunden und dem entsprechenden Abschwung im Investitionszyklus leiden. Andererseits dürften die Arbeitsmarktverschlechterung und die verminderten Einnahmen aus dem Rohwarengeschäft die verfügbaren Einkommen in verschiedenen Ländern schwächen und entsprechend sowohl die schweizerischen Konsumwaren- als auch die Tourismusexporte dämpfen.

Dies deutet auf rückläufige Exporte in den nächsten Quartalen hin. In der Tat signalisieren die neusten Umfragen, welche im Oktober und November in der verarbeitenden Industrie durchgeführt wurden, einen abrupten Rückgang der Tätigkeit. Dies dürfte sich auch auf die inländischen Investitionsausgaben negativ auswirken. Da die inländischen Firmen im jüngsten Aufschwung ihre technischen Kapazitäten vorsichtig ausgebaut haben, dürfte die Abnahme der Ausrüstungsinvestitionen und des Geschäftsbaus jedoch mässig ausfallen. Zu rechnen ist auch mit einem Rückgang der Beschäftigung, was die Dynamik der privaten Konsumausgaben ebenfalls bremsen dürfte.

In der kurzen Frist scheint eine rückläufige BIP-Entwicklung unvermeidbar. Ab der zweiten Jahreshälfte 2009 dürften die in vielen Ländern ergriffenen wirtschaftspolitischen Massnahmen erste Wirkungen zeigen. In dieser Hinsicht bleibt jedoch die Unsicherheit beträchtlich, da die Schwierigkeiten der Banken die Transmission der geldpolitischen Impulse erschweren. Für das gesamte Jahr 2009 geht die SNB davon aus, dass das BIP zwischen 0,5% und 1% abnehmen wird. Damit wird die Produktionslücke klar in den negativen Bereich rutschen.

Konjunkturstützende Massnahmen des Bundes

Aufgrund der sich abzeichnenden Konjunkturschwäche hat der Bundesrat den Beschluss gefasst, die Konjunktur durch zweierlei Massnahmen zu stützen. Zum einen sollen geplante Ausgaben im Umfang von 1 Milliarde Franken auf 2009 vorgezogen werden. Dabei geht es in erster Linie um die Kreditfreigabe für gesperrte Projekte und um Ausgaben in verschiedenen Infrastrukturbereichen (u.a. Verkehr, Hochwasserschutz und Bildung). Zum anderen sollen 550 Millionen Franken der Arbeitsbeschaffungsreserven, verteilt auf mehrere Hundert Firmen, freigegeben werden.

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

An der Lagebeurteilung vom 18. September 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 Wachstumsverlangsamung mit kurzfristig hohem, mittelfristig aber wieder nachlassendem Teuerungsdruck.

Seit der Lagebeurteilung hat sich die Finanzkrise verschärft, und die Konjunkturaussichten haben sich deutlich eingetrübt. Daher senkte die SNB an drei ausserordentlichen Lagebeurteilungen das Zielband um insgesamt 175 Basispunkte. Am 8. Oktober beschloss sie – im Rahmen einer koordinierten Aktion mit der Bank of Canada, der Bank of England, der EZB, dem Fed und der Schwedischen Reichsbank – eine Lockerung der Bedingungen auf dem Schweizer-Franken-Geldmarkt von 50 Basispunkten herbeizuführen. Ihr Ziel war es, den auf 3% gestiegenen 3M-Libor auf 2,50% zu ermässigen. Zu diesem Zweck reduzierte sie das Zielband für den 3M-Libor auf 2%–3%. Anlass für die Zinssenkung waren die Ausweitung der internationalen Finanzkrise und ihre Auswirkungen auf die Weltkonjunktur.

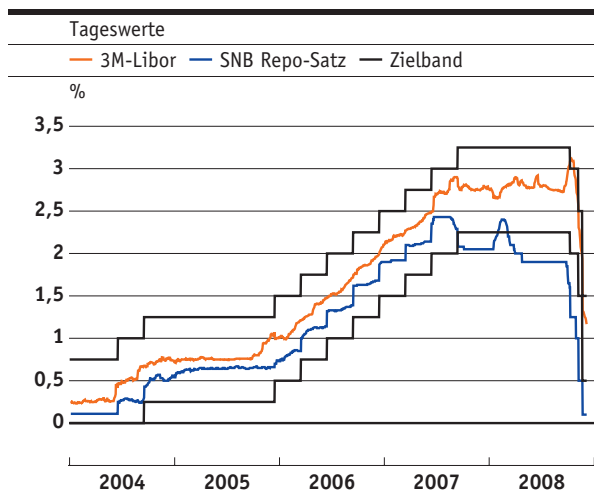
Am 6. November 2008 senkte die SNB das Zielband für den 3M-Libor weiter um 50 Basispunkte auf 1,5%–2,5%. Sie beschloss, den 3M-Libor in den

mittleren Bereich des Zielbandes zu steuern. Beweggründe für diese zweite Zinssenkung waren die weitere Verschlechterung der internationalen Konjunkturaussichten und die aufgrund der gesunkenen Erdölpreise und des erstarkten Frankens deutlich verminderten Inflationsgefahren.

Die dritte ausserordentliche Lagebeurteilung erfolgte am 20. November, bei welcher das Zielband für den Dreimonats-Libor um 100 Basispunkte auf 0,5%–1,5% ermässigt wurde. Um den 3M-Libor in den mittleren Bereich des Zielbandes zu führen, kündigte die SNB an, den Schweizer-Franken-Geldmarkt grosszügig und flexibel mit Liquidität zu versorgen. Begründet wurde der Entscheid mit einer nochmaligen Verschlechterung der Konjunkturaussichten sowie der Erwartung einer aufgrund rückläufiger Energie- und Rohwarenpreise rasch sinkenden Inflation.

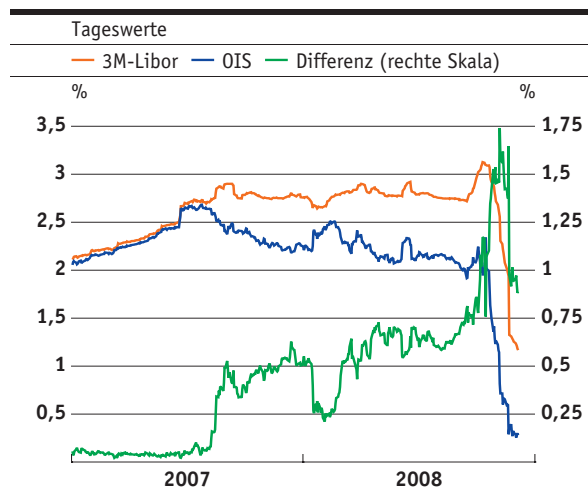
Im Einklang mit ihren Zinsentscheidungen versorgte die SNB den Geldmarkt im vierten Quartal unverändert grosszügig mit Liquidität. Lag der Repo-Satz für die Laufzeit von einer Woche im dritten Quartal noch bei 1,9%, so wurde er allmählich bis auf 0,05% gesenkt. Durch die Senkung der Repo-Sätze versuchte die SNB, den 3M-Libor zu senken, nachdem er zwischen dem 8. und dem 21. Oktober ausserhalb des Zielbandes gelegen hatte. Die SNB führte zudem neue Instrumente zur Stabilisierung des Geldmarktes ein (siehe «Neue Massnahmen der SNB zur Steuerung des Geldmarkts», S. 28/29). Die neuen Fazilitäten haben massgeblich zu einer Verbesserung der Libor-Steuerung beigetragen. Die Lage am kurzfristigen Kreditmarkt blieb aber angespannt. Die Banken zögerten weiterhin bei der Vergabe von Krediten an andere Banken. Die Risiko-

Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Quellen: SNB, Reuters

Grafik 3.2
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Quellen: Bloomberg, Reuters

prämien stiegen sogar an. Die Differenz zwischen dem 3M-Libor und dem entsprechenden Overnight Index Swap (OIS) stellt ein Mass dar für die Risikoprämien (bestehend hauptsächlich aus Kredit- und Liquiditätsrisiken). Der 3M-Libor entspricht dem Zinssatz, zu welchem Banken untereinander unbesicherte Kredite vergeben, während der OIS als Indikator für einen risikolosen Zinssatz dient. Die Differenz zwischen diesen beiden Zinssätzen lag im dritten Quartal zwischen 60 und 76 Basispunkten. Seit der Lagebeurteilung von Mitte September weitete sie sich Anfang Dezember auf 93 Basispunkte aus.

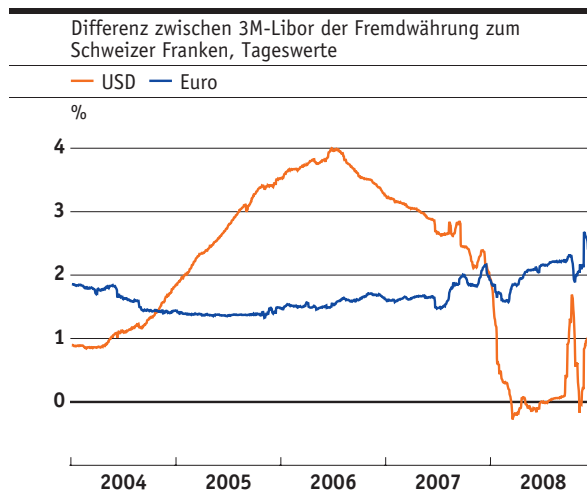
Deutlicher Rückgang der kurzfristigen Zinsen

Neben der SNB reagierten auch andere Zentralbanken resolut auf die deutliche Verschlechterung der Konjunkturaussichten. Mehrere Zentralbanken gingen entweder in koordinierten Aktionen oder alleine zu einer lockeren Geldpolitik über und sorgten so für einen Rückgang der kurzfristigen Zinsen. Seit der Lagebeurteilung vom September bis Anfang Dezember sanken die 3M-Libor-Sätze für Franken, Euro und US-Dollar um 163, 156 und 104 Basispunkte. Die Zinsdifferenz zwischen dem US-Dollar und dem Franken weitete sich um 59 Basispunkte aus, diejenige zwischen dem Euro und dem Franken um 47 Basispunkte.

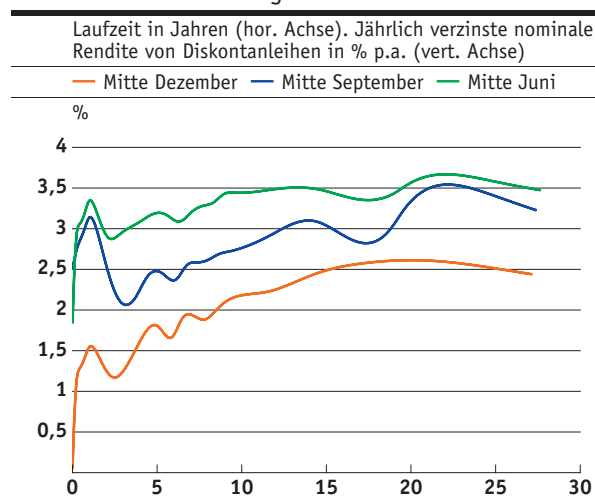
Tiefere langfristige Zinsen

Die langfristigen Zinsen gingen ebenfalls deutlich zurück, wenn auch weniger stark als die kurzen Sätze. Die Rendite einer zehnjährigen Anleihe des amerikanischen Schatzamtes sank von Mitte September bis Anfang Dezember von 3,54% auf 2,67% und jene einer zehnjährigen Anleihe der Bundesrepublik Deutschland von 4,24% auf 3,48%. Die Rendite von Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft mit einer Laufzeit von zehn Jahren ging in einem ähnlichen Umfang von 2,79% Mitte September auf 2,16% zurück. Der Zinsrückgang am Kapitalmarkt dürfte das Ergebnis von drei Faktoren sein. Erstens gaben die Erdöl- und Rohstoffpreise deutlich nach, so dass sich die Inflationserwartungen zurückgebildet haben. Zweitens könnte die Rückbildung der Zinsen auf den internationalen Konjunkturrückgang zurückzuführen sein. Drittens flüchteten sich die Anleger in Krisenzeiten in die als besonders sicher geltenden Staatspapiere wie die Anleihen der Eidgenossenschaft, was die Renditen fallen lässt.

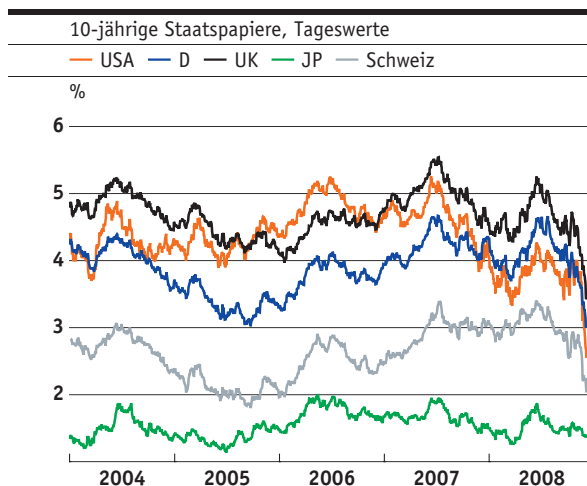
Grafik 3.3
Differenzen internationaler Kurzfristzinsen



Grafik 3.4
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.5
Internationale Zinssätze



Grafik 3.3:
Quelle: Reuters

Grafik 3.4:
Quelle: SNB

Grafik 3.5:
Quellen: SNB, Thomson Datastream

Die Zinssätze widerspiegeln neben Inflationserwartungen und (risikolosen) Realzinsen auch Prämien, die das Liquiditäts- und Kreditrisiko abgeben. Beispielsweise wird die Kreditrisikoprämie auf Industriefinanzierungen üblicherweise als Zinsspanne gegenüber Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft gemessen. Sie entschädigt die Investoren für das Risiko, dass das Unternehmen während der Laufzeit zahlungsunfähig werden könnte. Grafik 3.6 zeigt die Zinsspanne von Industriefinanzierungen erst-, zweit- und drittklassiger Schuldner mit einer Laufzeit von fünf Jahren. Der Grafik kann entnommen werden, dass die Kreditrisikoprämien seit September deutlich angestiegen sind.

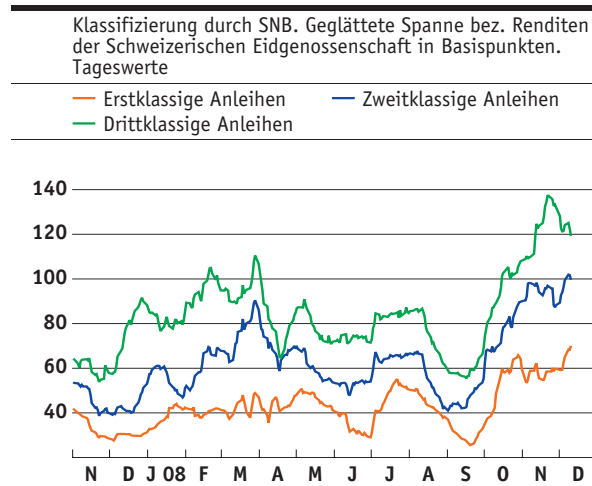
Fortgesetzter Rückgang des kurzfristigen realen Zinssatzes

Der 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. Grafik 3.7 zeigt die Entwicklung des dreimonatigen Realzinses. Dieser ist als Differenz zwischen dem dreimonatigen 3M-Libor und dem über diese Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen dem Durchschnitt der Prognosen verschiedener Modelle entsprechen. Der so gemessene Realzins notierte im dritten Quartal 2008 bei $-0,2\%$ und damit tiefer als im Vorquartal. Für diesen Rückgang waren die noch hohen Inflationserwartungen verantwortlich.

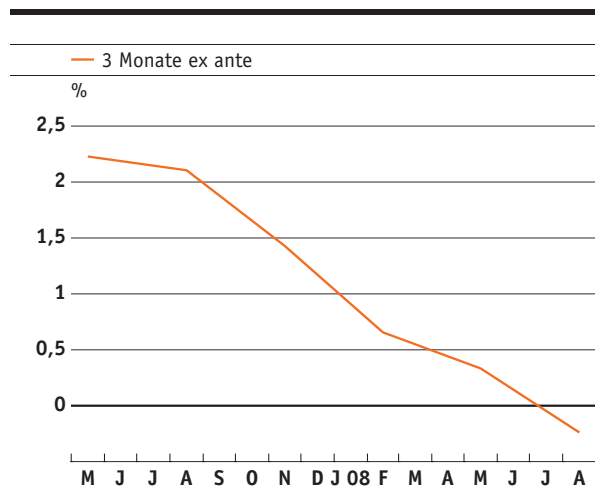
Auf nur wenig verminderte Inflationserwartungen in der kurzen Frist deutet auch die vom SECO im Oktober durchgeführte Haushaltsumfrage zur Konsumentenstimmung hin (Grafik 3.8). Während der Anteil der Befragten, die einen Preisanstieg in den kommenden zwölf Monaten erwarteten, leicht von 60% auf 55% abnahm, stieg der Anteil der Befragten, die mit stabilen Preisen rechneten, von 15% auf 25% .

Für mittlere Laufzeiten nahm indessen der Realzins wegen einer starken Abnahme der Inflationserwartungen zu: Der dreijährige Realzins erhöhte sich von $0,9\%$ auf $1,6\%$. Das Realzinsniveau ist aber im historischen Vergleich auch für mittlere Laufzeiten tief und wirkt stimulierend auf die Wirtschaft.

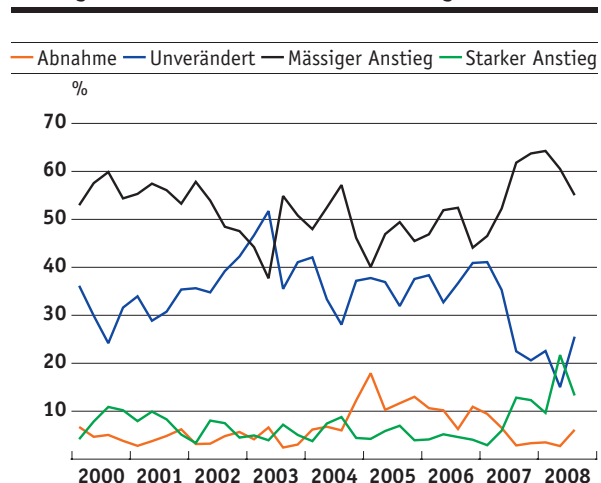
Grafik 3.6
Zinsspanne von Industriefinanzierungen 5-jähriger Laufzeit



Grafik 3.7
Geschätzter Realzinsatz



Grafik 3.8
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafiken 3.6 und 3.7:
Quelle: SNB

Grafik 3.8:
Quellen: SECO, SNB

Neue Massnahmen der SNB zur Steuerung des Geldmarkts

Zusätzlich zur schrittweisen Senkung des Zielbandes für den 3M-Libor und zusätzlich zu ihren ordentlichen Schweizerfranken-Offenmarktoperationen hat die SNB seit August 2007 verschiedene Massnahmen ergriffen, um den erhöhten Anspannungen am Geldmarkt entgegenzuwirken. Diese Massnahmen wurden mit den anderen Zentralbanken jeweils abgesprochen. Sie können in zwei Gruppen unterteilt werden: Massnahmen zur Erleichterung des Zugangs zu US-Dollar-Liquidität und Massnahmen zur Erleichterung des Zugangs zu Franken-Liquidität.

Zugang zu Dollar-Liquidität

Am 12. Dezember 2007 kündigte die SNB in einer koordinierten Aktion mit der Bank of Canada, der Bank of England, der EZB und dem Fed Massnahmen an, die den Zugang der Banken zu Dollar-Liquidität erleichtern sollten. Auch wurde bekannt gegeben, dass das Fed der SNB im Rahmen eines gegenseitigen Swap-Abkommens Liquidität in US-Dollar zur Verfügung stellen wird. Die SNB bot darauf am 17. Dezember und am 14. Januar 2008 Repo-Transaktionen in US-Dollar mit einer Laufzeit von 28 Tagen im Umfang von maximal 4 Mrd. Dollar gegen SNB-repofähige Effekten an.

Nach einer Pause kündigte die SNB am 11. März 2008 in Absprache mit dem Fed die Wiederaufnahme der Repo-Auktion in US-Dollar an. Sie bot darauf am 25. März und 22. April Repo-Transaktionen im Umfang von jeweils 6 Mrd. Dollar mit einer Laufzeit von wiederum 28 Tagen an.

Am 2. Mai 2008 kündigte die SNB in Absprache mit dem Fed eine Ausdehnung der Repo-Auktionen in US-Dollar an. Dabei wurde festgelegt, die Auktionen neu vierzehntäglich durchzuführen. Da die Laufzeit (28 Tage) und der maximale Umfang pro Auktion (6 Mrd. Dollar) unverändert blieben, verdoppelte sich der Gesamtbetrag der zur Verfügung gestellten Liquidität damit von maximal 6 auf maximal 12 Mrd. Dollar. Die SNB führte diese Auktionen darauf an folgenden Daten durch: 6. Mai, 20. Mai, 3. Juni, 17. Juni, 1. Juli, 15. Juli und 29. Juli.

Am 30. Juli 2008 beschloss die SNB in Absprache mit dem Fed, zusätzlich auch Dollar-Liquidität mit einer längeren Laufzeit zur Verfügung zu stellen. Ab dem 12. August wurde darauf Liquidität mit einer Laufzeit von 84 Tagen zur Verfügung gestellt. Die Repo-Auktionen mit einer Laufzeit von 28 Tagen wurden beibehalten. Der maximal ausstehende Gesamtbetrag wurde unverändert bei 12 Mrd. Dollar gelassen.

Am 19. September beschloss die SNB in Absprache mit dem Fed, täglich US-Dollar Repo-Auktionen mit einer Laufzeit von 1 Tag (Overnight) im Umfang von maximal 10 Mrd. Dollar durchzuführen. Ferner wurde das Volumen der bisherigen Auktionen mit einer Laufzeit von 28 Tagen von 6 Mrd. auf 8 Mrd. und dasjenige der Repo-Operationen mit einer Laufzeit von 84 Tagen von 6 Mrd. auf 9 Mrd. Dollar erhöht. Der maximal ausstehende Gesamtbetrag für alle Laufzeiten erhöhte sich dadurch von 12 auf 27 Mrd. Dollar.

Am 26. September 2008 führte die SNB eine US-Dollar-Repo-Auktion mit einer Laufzeit von 7 Tagen im Umfang von maximal USD 9 Mrd. durch, um ihren Gegenparteien zusätzliche US-Dollar-Liquidität über das Quartalsende zur Verfügung zu stellen. Gleichzeitig reduzierte sie das maximale Volumen der täglich durchgeführten US-Dollar-Repo-Auktionen mit einer Laufzeit von 1 Tag (Overnight) vorübergehend von 10 Mrd. auf 7 Mrd. Dollar.

Am 29. September 2008 beschloss die SNB in Absprache mit dem Fed, die Swap-Limite unter dem bestehenden Swap-Abkommen mit dem Fed von 30 Mrd. auf 60 Mrd. Dollar zu erhöhen. Gleichzeitig wurde die Laufzeit des Swap-Abkommens bis Ende 2009 verlängert.

Am 13. Oktober 2008 gab die SNB in einer gemeinsamen Erklärung mit der Bank of England, der EZB, dem Fed und der Bank of Japan bekannt, sie werde inskünftig US-Dollar Auktionen mit Laufzeiten von 7 Tagen, 28 Tagen und 84 Tagen zu einem fixen Zinssatz und mit voller Zuteilung durchführen. Da die Gegenparteien damit einen beliebigen Betrag, gegen entsprechende Hinter-

lagen, aufnehmen konnten, wurde die Höhe des Swap-Abkommens mit dem Fed nach oben offen gelassen. Gleichzeitig kündigte die SNB an, sie werde die Overnight-Dollar-Auktionen je nach Marktentwicklung weiterführen. Nachdem seit dem 18. September arbeitstäglich Overnight-Dollar-Auktionen durchgeführt worden waren, sistierte die SNB diese wegen des Rückgangs der Nachfrage am 5. November.

Zugang zu Franken-Liquidität

Am 15. Oktober 2008 beschlossen die SNB und die EZB gemeinsame Massnahmen zur Versorgung der Banken, die keinen direkten Zugang zu den Operationen der SNB haben, mit Liquidität in Schweizer Franken. Die SNB kündigte an, sie werde zusammen mit dem Eurosystem ab dem 20. Oktober jeden Montag zu einem fixen Preis Devisenswaps mit einer Laufzeit von 7 Tagen durchführen. Um der EZB Zugang zu Liquidität in Schweizer Franken zur Zuteilung an die Banken in ihrem Einflussbereich zu gewähren, schloss die SNB mit der EZB ein befristetes Swap-Abkommen ab.

Ebenfalls am 15. Oktober kündigte die SNB an, sie beabsichtige inskünftig regelmässig eigene Schuldverschreibungen (SNB Bills) zu emittieren. Die SNB erhält mit diesem Abschöpfungsinstrument eine höhere Flexibilität bei den ordentlichen liquiditätsschaffenden Operationen. Insbesondere können damit vermehrt Repo-Geschäfte mit längeren Laufzeiten angeboten werden.

Am 29. Oktober 2008 bot die SNB den Banken erstmals Devisenswaps mit einer Laufzeit von 3 Monaten an. Dabei stellte sie wie bei den am 15. Oktober angekündigten Massnahmen Franken gegen Euro zur Verfügung.

Am 7. November 2008 schloss die SNB ein EUR/CHF-Swap-Abkommen mit der polnischen Zentralbank ab, um dieser den Zugang zu Liquidität in Schweizer Franken zur Zuteilung an die Banken in ihrem Einflussbereich zu ermöglichen. Die polnische Zentralbank nahm darauf am 17. November erstmals an den wöchentlichen Devisenswap-Transaktionen der SNB und des Eurosystems teil.

3.2 Wechselkurse

Aufwertung des Dollar

Am 10. Dezember 2008 notierte der Euro bei 1.30 USD/EUR, d.h. um 10,6% unter dem Kurs von Mitte September und 5,6% unter dem Durchschnittswert von 2007. Die jüngste Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro erfolgte nach dem Allzeithoch des Euro von 1.60 USD/EUR am 15. Juli 2008. Auch der Franken festigte sich gegenüber dem Euro um 1,7%. Nach einem historischen Höchststand am 27. Oktober (1.43 CHF/EUR) setzte aber eine spürbare Abwertung des Frankens ein. Damit verlor der Franken gegenüber dem US-Dollar um 8,9%. Ein möglicher Grund für die Erstarkung des Dollar gegenüber den kontinentaleuropäischen Währungen ist die seit Mitte Juli 2008 allmählich an Bedeutung gewinnende Sicht, dass die Finanzkrise die europäische Wirtschaft stärker in Mitleidenschaft ziehen wird als bisher angenommen und die USA schneller wieder aus der Krise finden werden. Eine zweite Erklärung ist, dass die Deckung von Positionen oder Verlusten im Zusammenhang mit Subprime-Investitionen die Nachfrage nach Dollar-Liquidität ansteigen liess.

Stärkerer handelsgewichteter Franken

Der handelsgewichtete nominale Frankenkurs lag Anfang Dezember praktisch auf dem Niveau von September. Im Vergleich zum Durchschnittskurs des Vorjahres notierte der Franken indessen um 5,3% höher. Die seit Anfang 2005 zu beobachtende Schwächetendenz des Frankens wurde zwischen Herbst 2007 und Mai 2008 von einer ersten Zunahme des handelsgewichteten Frankenkurses abgelöst. Sie setzte zeitgleich mit den erschwerten Finanzierungsbedingungen als Folge der Finanzkrise ein. Die zweite Aufwertungsphase begann Ende August 2008, als sich die negativen Auswirkungen der Finanzkrise auf das weltweite Wirtschaftswachstum verdeutlichten. Als traditionelle Finanzierungswährung festigte sich der Franken vor dem Hintergrund übermässiger Volatilität und grosser Verluste auf den Finanzmärkten, die zur Schliessung von spekulativen Positionen führten.

Relative Stabilität des realen Aussenwerts über einen längeren Zeitraum

Ähnlich wie der nominale Wechselkurs entwickelte sich der handelsgewichtete reale Aussenwert des Frankens. Seit September stieg er um 3,1% und im Vergleich zum Durchschnitt des Vorjahres um 6,8%. Damit liegt er wieder auf einem Niveau, das zuletzt im Jahre 2005 erreicht wurde, bevor die lang anhaltende Abwertung einsetzte. Damit liegt der reale Aussenwert des Frankens 1,4% über dem seit 1999 beobachteten Durchschnittswert. Wie Grafik 3.10 zeigt, war der reale Aussenwert über einen längeren Horizont relativ stabil.

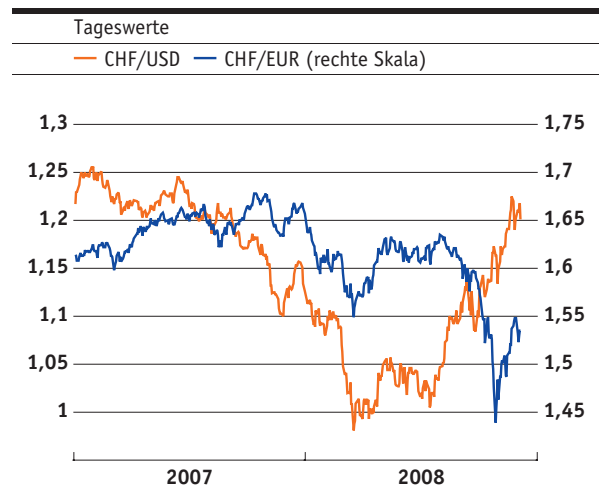
Der reale Aussenwert des Frankens berücksichtigt die Unterschiede in der Preisentwicklung zwischen den Währungsräumen. Beim handelsgewichteten realen Aussenwert werden die bilateralen realen Wechselkurse mit den Anteilen der Schweizer realen Exporte und Importe gewichtet.

Expansivere monetäre Bedingungen

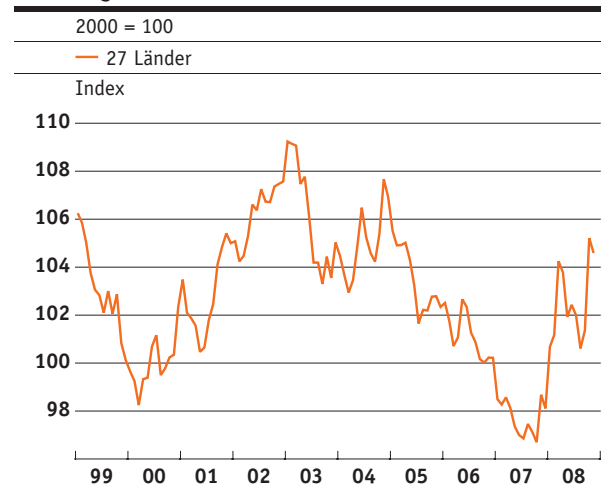
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor und den exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. Der Index wird jeweils unmittelbar nach der letzten ordentlichen Lagebeurteilung auf null gesetzt. Ein Anstieg zu positiven Werten (Rückgang zu negativen Werten) signalisiert eine Straffung (Lockerung) der monetären Bedingungen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27).

Die jüngste Entwicklung des MCI deutet auf deutlich expansivere monetäre Bedingungen hin, nach einer Straffung bis Ende Oktober. Die Lockerung der monetären Bedingungen widerspiegelt einerseits die drei Senkungen des Zielbandes für den 3M-Libor um insgesamt 175 Basispunkte seit der letzten Lagebeurteilung und andererseits die Abschwächung des Frankens seit Ende Oktober, als der Franken den historischen Höchststand gegenüber dem Euro erreichte.

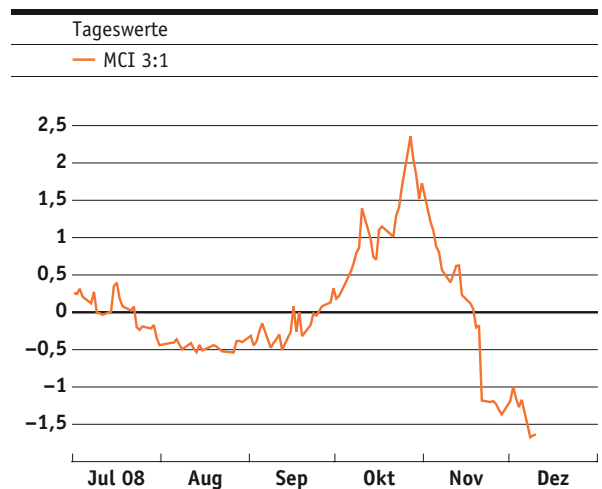
Grafik 3.9
Devisenkurse



Grafik 3.10
Handelsgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.11
MCI nominal



Grafiken 3.9 und 3.11:
Quelle: SNB

Grafik 3.10:
Quelle: BIZ

3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

Aktien, Rohwaren und Immobilien sind Vermögenanlagen, deren Preise für die Analyse der Wirtschaftslage vor allem aus zwei Gründen wichtig sind. Zum einen bewirken Schwankungen dieser Preise Veränderungen des Vermögens von Haushalten und Unternehmen. 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 und die Konjunkturaussichten gezogen werden. Rohwaren 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.

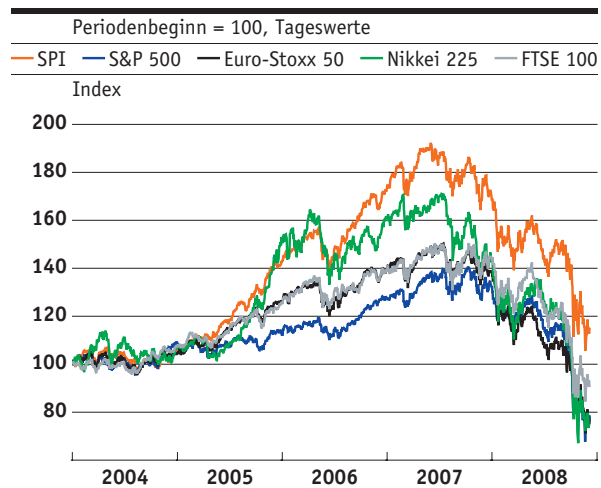
Fortsetzung des Abwärtstrends an den Aktienmärkten

Seit der Lagebeurteilung von September waren auf den Aktienmärkten weitere markante Kursrückgänge zu verzeichnen. Der Swiss Performance Index (SPI) ging um weitere 15% zurück. Seit Jahresbeginn beträgt der Verlust 37%. Die wichtigsten internationalen Aktienindizes büssten noch mehr ein. Der Standard & Poor's 500 (S&P) gab über 31% nach (50% seit Anfang Jahr). Der Dow Jones EURO STOXX (DJ Euro) Index verlor im selben Zeitraum 17% (53%). Der Nikkei 225 Index (Nikkei) verzeichnete gar ein Minus von 31% (60%). Gleichzeitig nahm die Unsicherheit an den wichtigsten Aktienmärkten zu. Dies kann z.B. für die USA am Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index (VIX) abgelesen werden. Gemäss dem VIX erwarteten die Marktteilnehmer im September und Oktober im Durchschnitt eine Volatilität des S&P von 55%, was mehr als dem Zweifachen des langfristigen Durchschnitts seit 1990 entspricht. Am 20. November 2008 erreichte der VIX mit 81% einen historischen Höchststand, der doppelt so hoch war wie nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001.

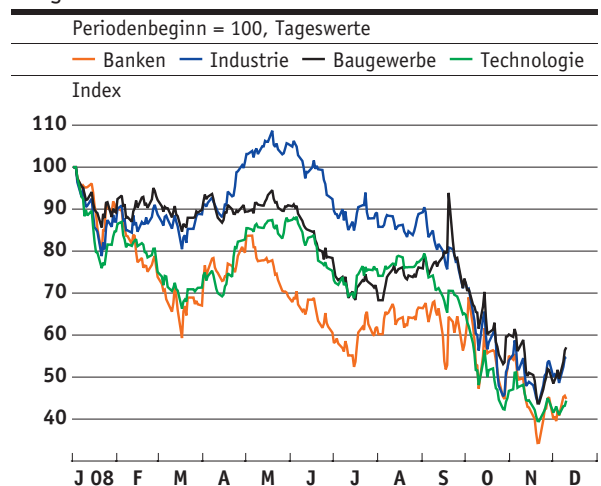
Die jüngsten negativen Entwicklungen auf den Finanzmärkten erhöhten die Risikoaversion der Anleger zusätzlich. Vor diesem Hintergrund gingen die Risikoprämien in die Höhe und trugen so zur Talfahrt der Kurse bei. Zentrale Bedeutung kam dabei dem Konkurs von Lehman Brothers Mitte September zu.¹ Die Behörden leiteten verschiedene

¹ Zugleich wurde Merrill Lynch von der Bank of America übernommen und die beiden letzten grossen amerikanischen Investmentbanken, Goldman Sachs und Morgan Stanley, gaben ihren Status auf und konstituierten sich als Bank-Holdinggesellschaften. Als solche unterstehen sie nun der Aufsicht des Fed und haben dafür Zugang zu seinen Kreditfazilitäten wie Geschäftsbanken und Broker.

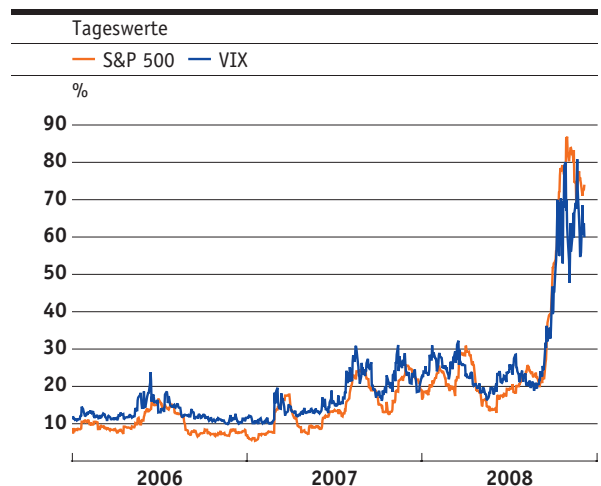
Grafik 3.12
Aktienkurse



Grafik 3.13
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.14
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.12:
Quellen: Bloomberg, Thomson Datastream

Grafik 3.13:
Quelle: Thomson Datastream

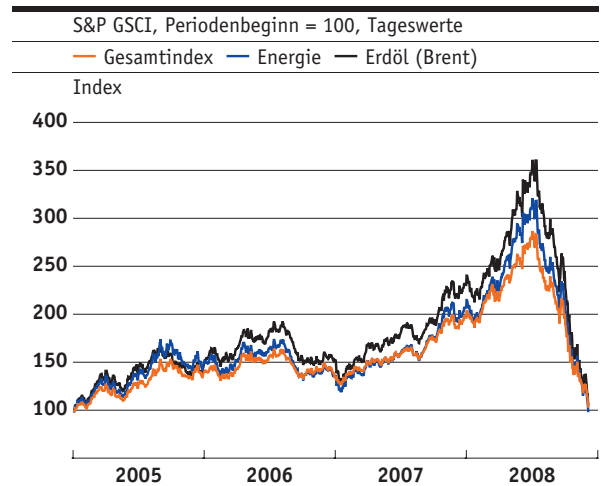
Grafik 3.14:
Quellen: SNB, Thomson Datastream

Massnahmen zugunsten der Finanzmärkte in die Wege. In den USA übernahm der Staat die beiden Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac, während das Fed einen ausserordentlichen Kredit an den Versicherungskonzern AIG gewährte. Ferner unterbreitete das Schatzamt einen Vorschlag zum Ankauf von illiquiden, hypothekarisch gesicherten US-Anlageinstrumenten sowie eventuellen Kapitalspritzen für Not leidende Finanzinstitute im Gesamtbetrag von bis zu 700 Mrd. Dollar. Am 13. Oktober gaben die EU-Regierungen ein finanzielles Massnahmenpaket bekannt, das sich auf bis zu 2000 Mrd. Euro belaufen kann. Gegen Ende November kündigte die amerikanische Regierung eine weitere Hilfsaktion zur Stabilisierung des Finanzsystems an. Dabei werden 300 Mrd. Dollar an Aktiven der Citigroup staatlich garantiert. Zudem erhält die Bank eine weitere staatliche Kapitalhilfe von 20 Mrd. Dollar. Die Börsen haben darauf weltweit mit erheblichen Gewinnen reagiert. Ferner stellte die amerikanische Notenbank in Aussicht, für 600 Mrd. Dollar mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere aufzukaufen und den Markt für Konsumkredite mit 200 Mrd. Dollar zu stützen. Ziel dieser Massnahmen ist vor allem eine Verbilligung von Krediten für Konsumenten und Kleinunternehmen.

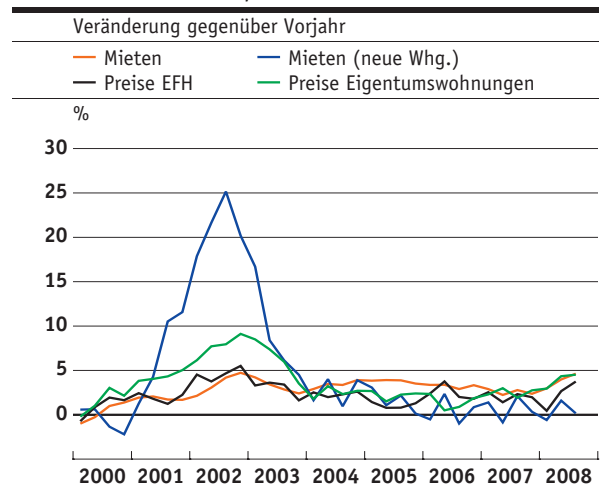
In der Schweiz informierten am 16. Oktober die SNB und die Bundesregierung über eine ausserordentliche Massnahme zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems. Einerseits stärkte der Bund die Eigenkapitalbasis der UBS durch Zeichnung einer Pflichtwandelanleihe in Höhe von 6 Mrd. Franken. Andererseits sprach die SNB einen Kredit von höchstens 54 Mrd. Dollar an eine Zweckgesellschaft zur Übernahme von illiquiden Wertpapieren im Besitz der UBS. Die CS Group erhielt ein vergleichbares Angebot, machte davon aber keinen Gebrauch.

Betrachtet man die einzelnen Komponenten des SPI nach Unternehmensgrösse, so zeigt sich, dass kleine und mittlere Unternehmen am stärksten von den jüngsten Entwicklungen der Finanzmarktkrise betroffen sind. Ihre Aktien gaben seit Mitte September um 26% bzw. 33% nach, während grosse Unternehmen Verluste von durchschnittlich 12% verzeichneten. Die zunächst auf den Finanzsektor beschränkten Turbulenzen haben in jüngster Zeit die übrige Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen. Die zunehmende Wahrscheinlichkeit einer weltweiten Rezession wirkte sich vergleichsweise stärker auf kleine und mittlere Unternehmen als auf Finanzdienstleister und Versicherer aus.

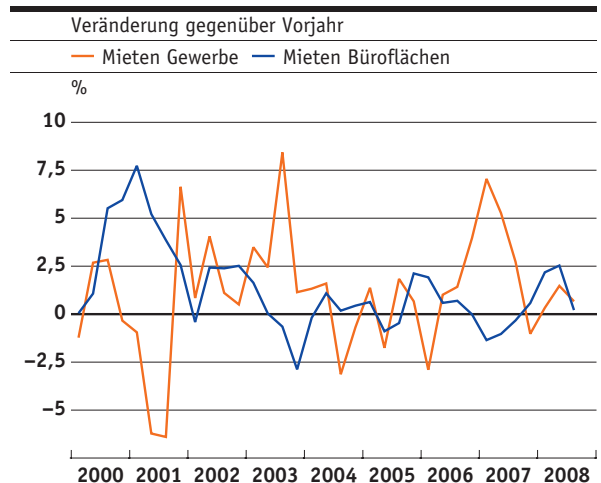
Grafik 3.15
Rohstoffmarkt-Indizes



Grafik 3.16
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Grafik 3.17
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Grafik 3.15:
Quelle: Bloomberg

Grafiken 3.16 und 3.17:
Quelle: Wüest & Partner

Dasselbe gilt auch für die Entwicklung der Schweizer Aktien in sektoraler Aufschlüsselung. Seit Mitte September verzeichneten die Industrie, Technologie und das Bauwesen die grössten Kursverluste. Bauunternehmen verloren 35% ihres Wertes. Bei den Industrie- und Technologieunternehmen beliefen sich die Rückgänge auf 33% bzw. 41%. Bankaktien gaben indessen nur um 15% nach. Die staatlichen Stützungsmaßnahmen zugunsten des Bankensektors trugen zu dieser Entwicklung bei, indem sie das in den Kursen der Bankaktien enthaltene Ausfallrisiko zumindest teilweise verringerten.

Starker Rückgang der Rohstoffpreise

Die Angst vor einer weltweiten Konjunkturabkühlung belastete die Nachfrage nach Rohstoffen. Seit Mitte September gab der Goldman-Sachs-Commodity-Index (GSCI) um 62% nach. Die Betrachtung der einzelnen Komponenten des GSCI zeigt, dass der Rückgang alle Rohstoffkategorien betraf. Der GSCI-Index für Energiekomponenten war am härtesten betroffen. Anfang Dezember lag der Ölpreis (Brent) in Dollar bei 41 Dollar pro Fass, nachdem er Mitte Mai 2008 noch doppelt so hoch gewesen war.

Leichter Anstieg der Immobilienpreise

Im Vorjahresvergleich zogen die nominalen Preise am Liegenschaftenmarkt im dritten Quartal an. Die Preise von Eigentumswohnungen stiegen um 4,4%, diejenigen von Einfamilienhäusern um 3,7%. Die Wohnungsmieten, welche das grösste Segment des Schweizer Wohnungsmarktes darstellen, erhöhten sich um 3,9%. Die Mieten bei Erstvermietungen, welche die Marktkräfte besser abbilden, nahmen indessen nur um 0,2% zu. Auch im gewerblich genutzten Bereich stiegen die Mieten nur moderat. Es gibt weiterhin keine Anzeichen einer Blase am Schweizer Immobilienmarkt. Entsprechend gibt es im Unterschied zu anderen europäischen Ländern auch keine Anzeichen für eine Preiskorrektur.

3.4 Geldaggregate

Wachstum der Geldaggregate

Grafik 3.18 zeigt, dass sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) ab Anfang 2006 lange Zeit zurückgegangen sind, in jüngster Zeit aber relativ stabil geblieben sind und mit den jüngsten Zinssenkungen wieder zu wachsen begonnen haben. Im November lag M1 11,0% über dem Vorjahresniveau, M2 um 6,2%. M3 (M2 plus Termineinlagen) weitete sich weiterhin leicht um 1,6% aus (Tabelle 3.1).

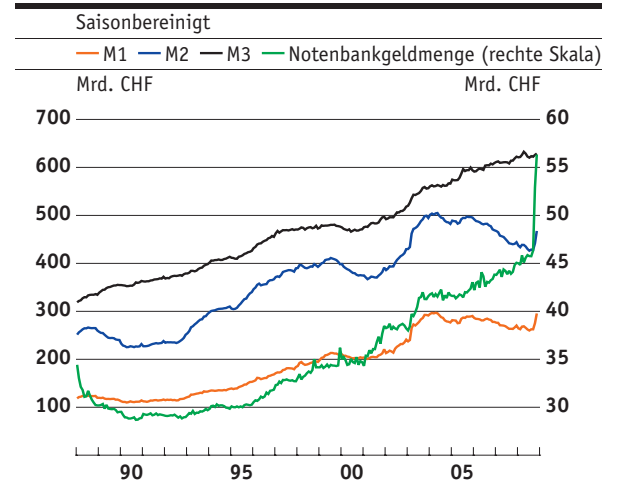
Nach den hohen Wachstumsraten der Geldmengen in den Jahren 2003–2005 führte der Zinsanstieg zu einer Abnahme der Geldmengen M1 und M2. In jüngster Zeit stabilisierten sich diese beiden Geldaggregate wieder, was dem flacheren Verlauf der kurzfristigen Zinsen ab Herbst 2007 entspricht. Der jüngste Anstieg von M1 und M2 widerspiegelt typische Substitutionen im Zuge einer Senkung der kurzfristigen Zinssätze.

Zur Einschätzung möglicher Inflations- oder Deflationsgefahren aufgrund einer übermässigen bzw. einer unzureichenden 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, der mit Hilfe des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt wird (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik 1/2005, S. 33).

Grafik 3.19 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge M3 vom Gleichgewichtswert. Um der statistischen Unsicherheit Rechnung zu tragen, wird der «Money Gap» als Band mit einer Weite von einer Standardabweichung dargestellt. Liegt das Band unter der Nulllinie, wie dies aktuell der Fall ist, deutet dieser Indikator auf einen mittelfristig nachlassenden Teuerungsdruck hin. Seit einigen Monaten besteht ähnlich wie Anfang 2000 eine Geldlücke. Damals führte sie zu einem Rückgang der Teuerung, nachdem diese Ende der Neunzigerjahre gestiegen war.

Die SNB versorgte den Markt mit Liquidität, um die aussergewöhnlich hohe Liquiditätsnachfrage der Geschäftsbanken zu befriedigen und den Interbanken-Geldmarkt sowie den Libor zu stabilisieren. In den gegenwärtigen unsicheren Zeiten wuchs auch die Nachfrage nach Banknoten mit einer hohen Stückelung. Der im November verzeichnete Anstieg der Notenbankgeldmenge um 25,9% gegenüber dem Vorjahr birgt daher keine Teuerungsrisiken. Zudem bleiben die breiteren Geldaggregate trotz ihres jüngsten Anstiegs auf einem relativ tiefen Niveau.

Grafik 3.18
Monetäre Aggregate

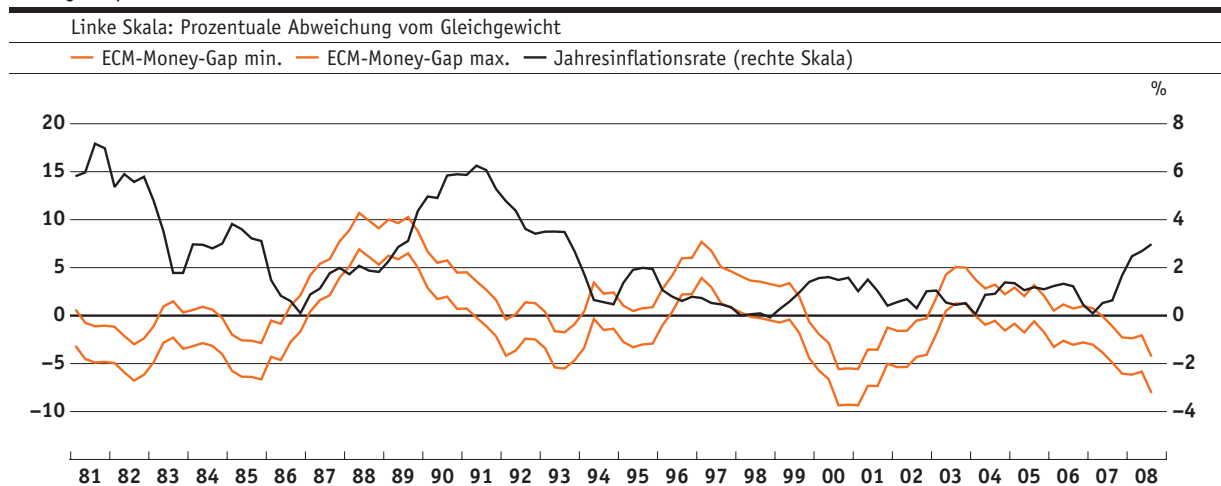


Quelle: SNB

	2006	2007	2007		2008			2008		
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	September	Oktober	November
Notenbankgeldmenge²	43,1	44,2	43,4	44,8	45,8	45,4	45,3	45,5	52,0	55,6
Veränderung ³	3,0	2,5	2,7	2,7	2,6	3,3	4,4	5,5	20,0	25,9
M1²	282,4	268,9	261,3	268,7	266,4	265,3	258,5	260,8	275,9	301,0
Veränderung ³	-0,6	-4,8	-6,8	-4,4	-3,4	-1,7	-1,1	-0,4	4,7	11,0
M2²	481,6	450,5	439,0	443,5	438,7	434,3	423,7	425,1	440,9	473,5
Veränderung ³	-2,0	-6,4	-8,0	-6,5	-5,8	-4,3	-3,5	-2,9	0,4	6,2
M3²	600,3	612,8	607,0	618,8	625,2	629,3	617,9	617,9	624,9	629,5
Veränderung ³	2,5	2,1	1,1	1,8	1,9	2,8	1,8	1,3	2,0	1,6

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

Verlangsamung des Kreditwachstums

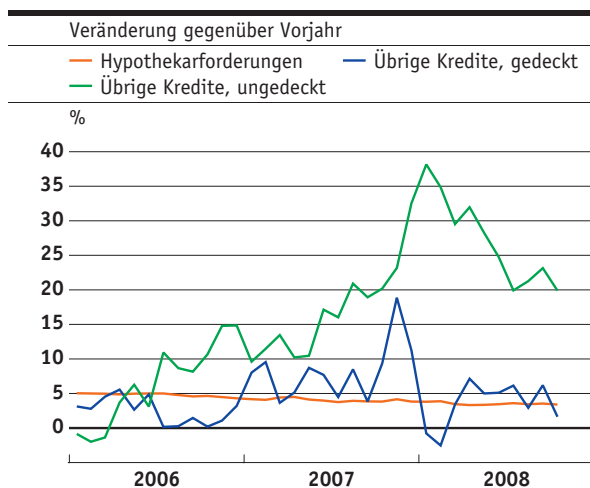
Das Kreditwachstum hat sich leicht verlangsamt. Im dritten Quartal 2008 fiel das Jahreswachstum auf 5,8%, von 6,4% im zweiten Quartal. Grafik 3.20 zeigt, dass diese Verlangsamung in erster Linie auf einen Wachstumsrückgang bei den ungesicherten Krediten zurückzuführen ist. Aus Tabelle 3.2 ist ersichtlich, dass diese Kredite im dritten Quartal auf Jahresbasis um 21,4% zunahm, während das Wachstum im Vorquartal noch 28,2% betragen hatte. Die übrigen gesicherten Kredite expandierten ebenfalls weniger stark als im Vorquartal (5,1%

gegenüber 5,7%). Die Hypothekarkredite wuchsen hingegen praktisch gleich wie im zweiten Quartal (3,5% gegenüber 3,4%).

Die Aufteilung der Kredite nach Unternehmen und Haushalten zeigt, dass die Kredite an Haushalte langsamer wuchsen, während sich das Wachstum der Kredite an Unternehmen stabilisierte.

Diese Zahlen stehen in Einklang mit dem Bank Lending Survey, der für das dritte Quartal keine Verschärfung der Kreditvergabekonditionen auf breiter Front findet. Nur rund 15% der befragten Banken meldeten eine leichte Verschärfung ihrer Kreditbedingungen.

Grafik 3.20
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite

Tabelle 3.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2006	2007	2007		2008			2008		
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober
Total¹	4,8	5,8	5,5	6,9	6,6	6,4	5,8	5,5	6,1	5,3
Haushalte ²	6,1	4,6	4,4	4,0	3,0	2,2	2,0	1,7	1,9	1,5
Unternehmen ²	1,6	6,7	6,6	11,6	13,9	14,9	13,5	13,1	14,7	13,0
Hypothekarforderungen ¹	4,8	4,0	3,8	3,9	3,7	3,4	3,5	3,4	3,5	3,4
davon Haushalte ²	5,5	4,3	4,0	3,7	3,6	3,0	3,5	3,4	3,4	3,2
davon Unternehmen ²	1,2	2,3	3,0	4,3	3,7	4,2	3,5	3,4	3,6	3,7
Übrige Kredite ¹	4,6	13,4	13,1	20,2	19,3	19,0	15,0	13,9	16,5	12,7
davon gedeckt ¹	2,5	8,2	5,6	13,1	0,0	5,7	5,1	2,9	6,2	1,6
davon ungedeckt ¹	6,3	17,2	18,6	25,3	34,1	28,2	21,4	21,3	23,1	19,9

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 vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den 3M-Libor eines der drei Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB. Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modell-schätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Sie zeigt die künftige Preisentwicklung unter der Annahme, der 3M-Libor bleibe während des Prognosezeitraums konstant.

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Der Teuerungsverlauf in der Schweiz ist neben inländischen Bestimmungsfaktoren auch stark von exogenen Einflüssen geprägt. Verschiedene der für die Erstellung der SNB-Inflationsprognose verwendeten Modelle tragen diesem Umstand Rechnung, indem sie die zu erwartende Entwicklung in der Schweiz in ein weltwirtschaftliches Umfeld einbet-

ten. Das dabei unterstellte internationale Konjunkturszenario stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 zeigt die wichtigsten Annahmen dieses Szenarios im Vergleich zur September-Prognose.

Markanter Wachstumseinbruch

Das internationale Konjunkturszenario ist durch einen markanten Wachstumseinbruch und deutlich tiefere Erdölpreise gekennzeichnet. Die anhaltenden Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten werden die reale Wirtschaft stark in Mitleidenschaft ziehen. Im Unterschied zur Prognose vom September wird deshalb sowohl in den USA als auch in Europa im kommenden Jahr mit einer rezessiven Entwicklung gerechnet. Für 2010 wird eine Erholung erwartet; die Jahreswachstumsraten dürften aber noch tief ausfallen. Langfristig, d. h. ausserhalb des Prognosezeitraums, wird für die beiden Wirtschaftsräume weiterhin ein Wachstum erwartet, welches gegen das Potenzial von rund 3% (USA) bzw. 2% (EU) tendiert.

Der Erdölpreis wird für die nächsten Quartale bei 48 Dollar, danach bei 60 Dollar pro Fass veranschlagt. Für die Jahre 2009 und 2010 werden international energiepreisbedingt tiefere Inflationsraten prognostiziert. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird im Prognosezeitraum bei 1.30 USD/EUR fixiert, gegenüber 1.49 USD/EUR in der Prognose von September.

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.

Dezember 2008	2008	2009	2010
BIP USA ¹	1,4	-0,8	1,1
BIP EU-15 ¹	0,9	-1,0	0,7
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.30	1.30
Ölpreis in USD/Fass ²		48	60
Ölpreis in CHF/Fass ³		58	72

September 2008	2008	2009	2010
BIP USA ¹	1,8	1,3	2,8
BIP EU-15 ¹	1,3	0,9	2,1
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.49	1.49
Ölpreis in USD/Fass ²		113	115
Ölpreis in CHF/Fass ⁴		126	128

1 Veränderung in %

2 Niveau

3 Niveau, Kurs vom 10. Dezember 2008

4 Niveau, Kurs vom 3. September 2008

Quelle: SNB

4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid²

Die Einschätzung der wirtschaftlichen und monetären Situation hat sich seit der Lagebeurteilung vom 18. September 2008 deutlich verändert. Zu jenem Zeitpunkt hatte die SNB allerdings bereits darauf hingewiesen, dass bezüglich der weltweiten Konjunktorentwicklung, der Finanzmärkte und der Energiepreise beträchtliche Risiken bestanden. Sie hatte zudem festgehalten, dass ihre Prognosen zur Wirtschaftsaktivität und zur Teuerung für die Schweiz mit grossen Unsicherheiten behaftet waren. Sie hatte angekündigt, dass sie die Entwicklung aufmerksam beobachten würde, um gegebenenfalls rasch handeln zu können. Dieser Fall ist mittlerweile eingetreten. Die SNB musste ihre Geldpolitik entschieden lockern, als die herannahende konjunkturelle Verschlechterung zur Gewissheit wurde. Sie hat das Libor-Zielband am 8. Oktober ein erstes Mal gesenkt, und zwar um 25 Basispunkte, am 6. November ein zweites Mal um 50 Basispunkte, und schliesslich am 20. November ein drittes Mal um 100 Basispunkte. Nach der erneuten Herabsetzung, die am 11. Dezember beschlossen wurde, liegt das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–1%, was bedeutet, dass eine klar expansive Geldpolitik gewählt wurde. Seit der Lagebeurteilung vom 18. September 2008 hat sich die Lage in dreierlei Hinsicht grundlegend verändert: Erstens haben sich die internationalen Konjunkturaussichten deutlich verschlechtert. Dies wirkte sich negativ auf die Prognosen für die schweizerische Wirtschaft aus. Zweitens hat sich die Krise an den Finanzmärkten seit Mitte September verschärft. Schliesslich sind die Rohstoff- und Erdölpreise eingebrochen, was zusammen mit den getrübbten Konjunkturerwartungen zu einer markanten Verbesserung der Teuerungsaussichten geführt hat. Diese drei Punkte werden der Reihe nach erläutert.

Internationale Wirtschaftsaussichten

Im September brachte die SNB ihre Besorgnis zum Ausdruck, dass das Wachstum in den führenden Volkswirtschaften massiv zurückgehen könnte. Mittlerweile ist es zur Gewissheit geworden, dass die Wirtschaftstätigkeit in den USA und in Europa gleichzeitig zurückgehen wird, während sie sich in

den Schwellenländern merklich verlangsamten wird. Ob es sich dabei um eine Rezession handelt oder nicht, hängt von der Definition ab und ist nur noch eine Frage der Semantik.

In den USA dürfte sich das BIP im laufenden Quartal erheblich verringern, nachdem es bereits im dritten Quartal leicht geschrumpft war. Der Industriesektor, der sich zuvor als überraschend stabil erwiesen hatte, ist zwischen Juli und Oktober um 4% eingebrochen. Dazu kommt, dass die Arbeitslosigkeit, die ebenfalls lange stabil geblieben war, nun rasch zugenommen hat und im November bei 6,7% lag, dem höchsten Stand seit 1994.

Die plötzliche Verschlechterung der Lage ist hauptsächlich auf eine Abnahme bei den Konsumausgaben der privaten Haushalte zurückzuführen. Die finanzielle Lage der Haushalte wurde durch die Wertverluste der Immobilien- und Finanzvermögen stark tangiert. Bis vor kurzem hatten die Haushalte bereits wegen dem ununterbrochenen Anstieg der Energiepreise eine stete Verringerung ihrer Kaufkraft hinnehmen müssen. Die Energiepreise sind zwar in der Zwischenzeit gesunken, die Preiskorrekturen im Immobiliensektor, welche die Finanzkrise ausgelöst haben, und der Rückgang der Börsenkurse wirken jedoch weiter nach.

In Europa ist das BIP im dritten Quartal zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal gesunken. Obwohl der Kurs des Euro in letzter Zeit zurückgegangen ist, haben die Exporte unter der Abschwächung der weltweiten Nachfrage gelitten. Besonders betroffen ist Deutschland, das stark exportabhängig ist. Der Einbruch bei den Exporten zog – zuerst in der Exportindustrie und dann in der vorgelagerten Industrie – eine Korrektur der geplanten Kapazitätsausweitungen nach sich und löste einen Rückgang der Nachfrage nach Investitionsgütern aus. Darüber hinaus wird der Bausektor in einigen Ländern, vorab in Spanien und in Irland, durch eine deutliche Korrektur der Immobilienpreise in Mitleidenschaft gezogen.

In Asien ist die Lage weniger einheitlich. Japan und einige Schwellenländer der Region werden vermutlich einer kurzen Rezession nicht entgehen, doch im Allgemeinen dürfte die wirtschaftliche Tätigkeit weiter wachsen, wenn auch weniger stark als bis vor kurzem angenommen. Was die Schwellenländer Lateinamerikas und Osteuropas

² In diesem Abschnitt wird die Begründung des geldpolitischen Entscheids vom 11. Dezember 2008 wiedergegeben.

anbelangt, die bis anhin in hohem Masse von Kapitalzuflüssen abhängig waren, ist eine deutliche Wachstumsverlangsamung nicht ausgeschlossen.

Was bei der Lagebeurteilung vom September noch ein Risikoszenario war, wird jetzt also mehr und mehr Wirklichkeit. Die führenden Volkswirtschaften sind praktisch gleichzeitig in eine Rezession geraten. Die Krise im Finanzsektor hat nun auch die übrigen Wirtschaftszweige erfasst. Mit dem Rückgang der weltweiten Nachfrage sind die Nahrungsmittel-, Rohstoff- und Erdölpreise eingebrochen. Diese Entwicklung ist die positive Kehrseite der Medaille, denn sie stützt die realen Einkommen und den Konsum in den meisten Ländern.

Wirtschaftsaussichten für die Schweiz

Natürlich trifft die Verschlechterung des internationalen Umfelds auch die Schweizer Wirtschaft. An ihrer Lagebeurteilung vom September ging die SNB zwar noch von einer deutlichen Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit aus, rechnete jedoch damit, dass das Wachstum 2009 im positiven Bereich bleiben werde. Nun erwartet sie ein negatives BIP-Wachstum, und dies nicht nur für die ersten zwei Quartale 2009, sondern für das ganze kommende Jahr. Die Abnahme dürfte alle Nachfragekomponenten betreffen, ausser wahrscheinlich den Konsum.

Die Exporte von Investitionsgütern, die sich bekanntlich durch eine zyklische Nachfrage auszeichnen, werden betroffen sein. In den meisten Ländern haben die Verkaufs- und Absatzschwierigkeiten sowie die Verschärfung der Kreditbedingungen dazu geführt, dass die Investitionspläne nach unten korrigiert wurden. Die USA und Europa sind anschauliche Beispiele für diese Tatsache, doch eine Abflachung wird auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften beobachtet. Diese Entwicklung wird die Schweizer Exporte im Bereich der Investitions- und Vorleistungsgüter besonders stark treffen. Der Einbruch der Nachfrage seitens der US-amerikanischen und europäischen Autohersteller wird auch für deren Lieferanten mit Sitz in der Schweiz Folgen haben. Die Metall-, Maschinen- und Elektronikindustrie hat als erste eine deutliche Korrektur bei den Bestellungseingängen verzeichnet.

Auch in der Schweiz wird der voraussichtliche Verkaufsrückgang eine Anpassung der Investitionspläne nach sich ziehen. Die Nachfrage nach Inves-

tionsgütern könnte sogar von allen Komponenten die grösste Abnahme verzeichnen. Im Baugewerbe und bei den Wohnbauinvestitionen als dessen Hauptkomponente verläuft die Entwicklung etwas anders. Der Wohnungsbau war bereits in den letzten Jahren rückläufig, doch die sinkenden Hypothekarzinsätze könnten diese Entwicklung nun abschwächen.

Diese Begebenheiten haben zu einem deutlichen Vertrauensverlust bei den Unternehmern geführt, was wohl die Schaffung neuer Arbeitsplätze in der Schweiz beeinträchtigen wird. Die Arbeitslosigkeit wird erneut zunehmen.

Der Konsum dürfte weiter steigen, wenn auch viel langsamer. Der Stimmung Indikator der privaten Haushalte hat sich zu Beginn des vierten Quartals klar zurückgebildet und widerspiegelt so die erwarteten Unsicherheiten auf dem Arbeitsmarkt. Die überraschende Abnahme der Inflation wird hingegen zu einer Erhöhung der realen Einkommen führen und den Konsum stützen.

Die SNB rechnet für das gesamte Jahr 2009 mit einem negativen Wachstum des realen BIP. Es dürfte zwischen $-0,5\%$ und -1% liegen.

Entwicklung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen

Wie erwähnt, ist das Zielband für den Dreimonats-Libor seit der Lagebeurteilung vom September in drei Schritten bereits um insgesamt 175 Basispunkte reduziert worden. Diese drei aufeinanderfolgenden Senkungen drängten sich auf, weil mehrere Faktoren zu einer Verschärfung der monetären Bedingungen geführt hatten, obschon die Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds im Allgemeinen eine Lockerung verlangt hätte. Als Beispiel könnte man hier die kurze, aber heftige Aufwertung des Frankens im Oktober oder den Anstieg der Risikoprämien an den Obligationenmärkten erwähnen. Diese Entwicklungen verlaufen mittlerweile bereits wieder in umgekehrter Richtung, doch die Lage bleibt angespannt. Aus diesen Beobachtungen ergibt sich eine allgemeinere Feststellung: Eine ungünstige Konjunktorentwicklung, die mit einer Finanzkrise einhergeht, kann die Übertragung der Geldpolitik beeinträchtigen und damit deren Wirksamkeit untergraben. Die expansive Wirkung einer Zinssenkung kann dadurch gemindert

werden. Wenn ein solches Risiko besteht, müssen die Währungsbehörden schnell und entschlossen handeln, damit die Endnachfrage wie gewünscht beeinflusst wird. Genau dies hat die SNB in den letzten Monaten getan.

Um die Entwicklung der Kreditkonditionen seit Ausbruch der Finanzkrise zu beobachten, führt die SNB regelmässig Erhebungen bei den 20 wichtigsten Banken der Schweiz durch. Die daraus gewonnenen Informationen über die Absichten und Erwartungen dieser Banken ergänzen die Analyse der Kreditvolumenentwicklung der SNB. Bei den allermeisten befragten Instituten ist im dritten Quartal keine Verschärfung der Kreditbedingungen gemeldet worden. Nur etwa 15% der Banken räumen eine leicht restriktivere Praxis ein.

Die Oktober-Daten zu den Kreditvolumen in der Schweiz bestätigen dieses Bild. Die Hypothekarkredite sind kontinuierlich angestiegen, zuletzt mit einer Wachstumsrate von 3,4%. Die übrigen Kredite verzeichnen weiterhin ein starkes Wachstum, das sich neuerdings aber etwas abgeschwächt hat. Die Grossunternehmen haben ihre Kreditlimiten als Folge ihrer Schwierigkeiten, sich am Kapitalmarkt zu finanzieren, stärker beansprucht. Kurz: Zurzeit kann nicht von einer Kreditverknappung – einem sogenannten «credit crunch» – die Rede sein. Allerdings könnte sich diese positive Situation nun verschlechtern, wie es im Ausland bereits der Fall ist.

Die Geldmengen waren bis vor kurzem rückläufig; nun steigen sie wieder an. Nach den erfolgten Zinssenkungen erwartet die SNB, dass die Geldmengen in den kommenden Monaten rascher wachsen werden. Da zurzeit eine grosse Nachfrage nach Liquidität besteht, bedeutet ein verstärktes Geldmengenwachstum jedoch nicht unbedingt eine Erhöhung der Inflationsrisiken. Nur wenn das Geldmengenwachstum auf die Dauer ausufern würde, wäre die Preisstabilität mittelfristig gefährdet.

Teuerungsaussichten

Neben der Verschlechterung der internationalen Konjunkturlage sowie der Finanzmarktkrise ist die klare Veränderung der Teuerungsaussichten der dritte Faktor, der die seit Oktober praktizierte Zinssenkungspolitik rechtfertigt. Die Inflationsrisiken haben sich seit der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. September aufgelöst, so dass die SNB

über einen geldpolitischen Handlungsspielraum verfügt, den sie entschlossen genutzt hat.

Die Inflation hat im Dezember 2007 die 2%-Marke überschritten, sie hat also einen Wert erreicht, der nach Ansicht der SNB die Preisstabilität nicht mehr gewährleistet. Der rasche Teuerungsanstieg – zu Beginn des Jahres 2007 war noch eine Nullinflation verzeichnet worden – war auf den anhaltenden Anstieg der Erdölpreise sowie den guten Wirtschaftsgang zurückzuführen. Im Juli 2008 erreichte die Inflation zum ersten Mal seit 15 Jahren einen Spitzenwert von 3,1%. Beunruhigend war, dass ein solcher Wert die Inflationserwartungen der privaten Haushalte zu beeinflussen drohte, was zu einer starken Erhöhung der Nominallohne am Jahresende und dadurch zu einem Andauern der Inflation hätte führen können.

Bei diesen beiden für den jüngsten Teuerungsschub verantwortlichen Entwicklungen ist nun eine Umkehr zu beobachten. Zum einen sind die Erdölpreise eingebrochen und Mitte November unter 50 Dollar gesunken, nachdem sie Anfang Juli einen Höchstwert von 145 Dollar erreicht hatten. Der Preissturz beim Erdöl ist sowohl auf einen Rückgang der weltweiten Nachfrage infolge der beschriebenen Verschlechterung der konjunkturellen Lage als auch auf die Auflösung von spekulativen Positionen zurückzuführen. Zum andern wird das Produktionspotenzial der Schweizer Wirtschaft bald unterdurchschnittlich ausgeschöpft sein, und die Arbeitslosigkeit wird erneut zunehmen. Solche Umstände werden sich sowohl auf die Preise als auch auf die Löhne dämpfend auswirken.

Die SNB rechnet für 2009 mit einem praktisch ununterbrochenen Rückgang der Inflation. Trotz der seit Oktober vorgenommenen Zinssenkungen wird die Inflation 2010 und 2011 auf niedrigem Niveau verharren. Heute und bis zum Ende des Prognosehorizonts sind die Inflationsrisiken nach oben und nach unten symmetrisch geworden.

Der geldpolitische Entscheid

Wie erwähnt waren es die folgenden Gründe, welche die SNB bewogen haben, den geldpolitischen Kurs der letzten Monate zu verfolgen: Die weltweite Konjunkturlage hat sich verschlechtert, und die Schweizer Wirtschaft wird dieses Quartal und besonders nächstes Jahr darunter leiden. Dage-

gen haben sich die Teuerungsaussichten deutlich verbessert. So verfügt die SNB über einen erweiterten Spielraum. Schliesslich birgt die Finanzkrise das Risiko, dass sich die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft verschlechtern. Es sind diese Beweggründe, welche die SNB dazu veranlasst haben, das Zielband für den Dreimonats-Libor um weitere 50 Basispunkte zu senken. Angesichts der erwarteten Konjunkturverschlechterung in der Schweiz und der Unsicherheiten bezüglich der Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik hat sich erneut eine Zinssenkung aufgedrängt. Mit diesem Schritt verringert die SNB so weit als möglich das Risiko einer noch stärkeren Verschlechterung der Konjunkturlage.

Grafik der Inflationsprognose

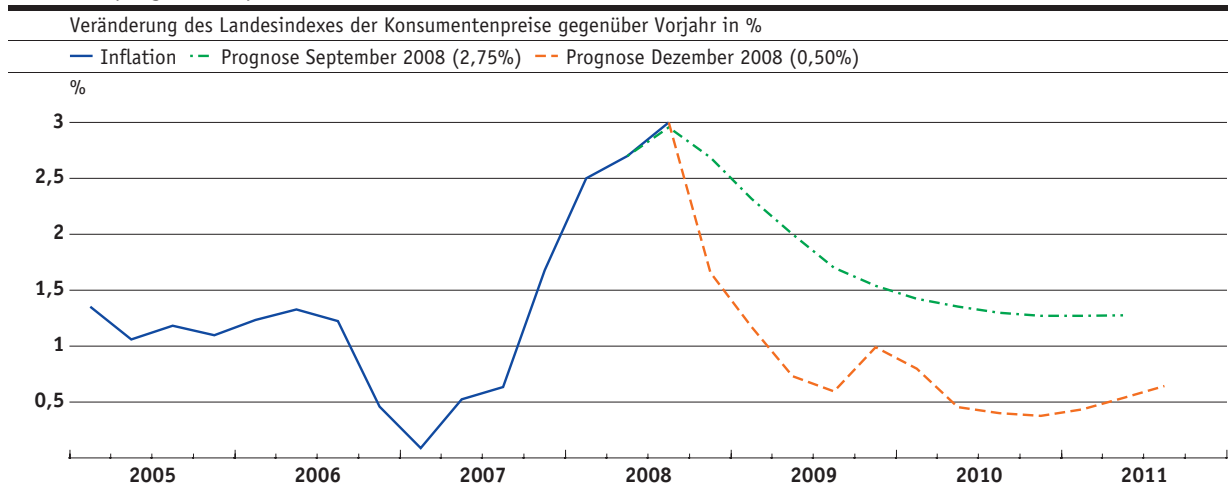
Inwiefern ist die Inflationsprognose angepasst worden? Die rot gestrichelte Linie stellt die Prognose vom Dezember dar. Sie erstreckt sich vom vierten Quartal 2008 bis zum dritten Quartal 2011. Sie zeigt die Inflationsaussichten unter der An-

nahme, der Dreimonats-Libor bleibe während des ganzen Prognosezeitraums unverändert bei 0,5%. Die strichpunktierte grüne Linie gibt die Inflationsprognose vom September wieder, die auf einem Dreimonats-Libor von 2,75% beruht.

Die neue Prognose zeigt einen raschen Rückgang der Inflation in den kommenden Quartalen. Die Inflation kommt bereits im vierten Quartal dieses Jahres wieder unter die 2%-Marke zu liegen. Aufgrund der Konjunktorentwicklung bleibt sie bis zum Ende des dritten Quartals 2009 rückläufig; sie flackert dann während der folgenden zwei Quartale infolge eines Erdölpreis-Basiseffektes wieder etwas auf. Danach fällt die Inflation sogar weiter zurück und liegt für das Jahr 2010 bei 0,5%. Im Laufe des Jahres 2011 steigt sie wieder moderat an. Das leichte Anziehen der Teuerung am Ende des Prognosehorizonts erklärt sich damit, dass ein Libor-Satz von 0,5% nicht einem Gleichgewichtsniveau entspricht, das langfristig Preisstabilität gewährleistet.

Grafik 4.1

Inflationsprognose September 2008 mit Libor 2,75% und Dezember 2008 mit Libor 0,50%



Quelle: SNB

Beobachtete Inflation Dezember 2008

Tabelle 4.2

	2005				2006				2007				2008				2005	2006	2007
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.			
Inflation	1,35	1,06	1,18	1,10	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70	3,00		1,2	1,1	0,7

Inflationsprognose September 2008 mit Libor 2,75% und Dezember 2008 mit Libor 0,50%

	2008				2009				2010				2011				2008	2009	2010
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.			
Prognose Sept. 2008, Libor 2,75%			2,96	2,69	2,32	2,00	1,70	1,54	1,42	1,35	1,30	1,27	1,27	1,28			2,7	1,9	1,3
Prognose Dez. 2008, Libor 0,50%				1,66	1,17	0,73	0,59	0,99	0,80	0,45	0,40	0,38	0,43	0,54	0,64		2,5	0,9	0,5

Quelle: SNB

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Dezember 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 September bis November 2008 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten September bis November mit rund 180 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und -branchen führten, zeigen, dass die Wirtschaftslage deutlich schlechter eingeschätzt wird als noch vor drei Monaten. Anzeichen einer Abschwächung gab es zwar bereits früher, doch kam die Geschwindigkeit, mit der der Auftragseingang spätestens seit Ende September nachgelassen hat, überraschend. Die meisten Gesprächspartner rechnen inzwischen für 2009 mit einem sinkenden Geschäftsgang. Die Unsicherheit darüber, wie stark dieser Rückgang ausfallen wird, ist jedoch gross.

Am stärksten macht sich der Stimmungswandel in der Exportwirtschaft bemerkbar, während weite Teile der Binnenwirtschaft bisher relativ resistent geblieben sind. Viele exportorientierte

Betriebe sehen sich aufgrund der verschlechterten Aussichten veranlasst, ihre Budgetpläne zu überprüfen und das Ausgabenwachstum zu senken. Die Werbung wird zurückgefahren, Investitionen werden aufgeschoben und frei werdende Stellen nur noch zurückhaltend neu besetzt.

Im Vergleich zu den Gesprächen vom Frühjahr und Sommer dieses Jahres sind Klagen über den ausgetrockneten Arbeitsmarkt und die Entwicklung der Beschaffungspreise seltener geworden. Nicht bestätigt haben sich weiter Befürchtungen, die Banken könnten ihre Finanzierungs- und Kreditbedingungen spürbar verschärfen und damit Investitionsvorhaben erschweren. Sorgen bereiteten vielen Unternehmen hingegen die hohe Volatilität der Wechselkurse und der Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro im Oktober. Die auf Anfang 2009 angekündigten Erhöhungen der Strompreise durch die Elektrizitätsgesellschaften waren ebenfalls vermehrt ein Thema.

1 Produktion

Industrie

Der Rückgang des Auftragseingangs traf die Industrie zu einem Zeitpunkt, in welchem die Unternehmen überwiegend einen hohen bis sehr hohen Auslastungsgrad der Kapazitäten und gut gefüllte Auftragsbücher aufwiesen. Zwar hatte sich der Geschäftsgang in einigen Industriezweigen wie z. B. der Maschinenindustrie bereits im Frühjahr abgeschwächt, doch präsentierte die Mehrzahl der Unternehmen gute bis sehr gute Halbjahresabschlüsse. Seit Mitte September berichten nun viele Gesprächspartner – vor allem aus der Exportwirtschaft – von zum Teil deutlich rückläufigen Bestellungseingängen. Nachdem der US-Markt schon vor einiger Zeit weniger nachfragte, neigt neu auch der europäische Markt und selbst der chinesische Markt zunehmend zur Schwäche. Vielerorts sind die Auftragsbestände zwar noch hoch, doch verdichtet sich der Eindruck, dass die Zahl der exportorientierten Betriebe, welche die Produktion zu drosseln beginnen, rasch wächst.

Besonders stark betroffen sind die Zulieferer der Textil-, Elektronik- und Autoindustrie. Aber auch die Uhren- und Schmuckindustrie, die auf ein äusserst erfolgreiches Jahr zurückblickt, rechnet mit wenigen Ausnahmen für das nächste Jahr mit einem schwächeren Geschäftsgang. Geringe oder gar keine Veränderungen konstatierten einzelne Nischenanbieter (z. B. Energietechnik) und die traditionell konjunkturresistente Nahrungsmittelinindustrie. Zudem gilt generell, dass die hauptsächlich auf den inländischen Markt ausgerichteten Gewerbe- und Industriebetriebe tendenziell weniger betroffen zu sein scheinen als die Exportwirtschaft. Die Gesprächspartner aus diesem Bereich berichteten zumeist von einem anhaltend guten Geschäftsgang, prognostizierten für die nächsten Quartale aber ebenfalls eine Abschwächung. Praktisch alle Gesprächspartner erwarten für 2009 eine geringere Kapazitätsauslastung. Das gilt auch für Unternehmen, die mit Marktanteilgewinnen rechnen.

Die Konjunkturverlangsamung und die wachsende Verunsicherung von Konsumenten und Inves-

toren macht sich vor allem in der Investitionstätigkeit bemerkbar. Viele Gesprächspartner erklärten, die Investitionsbereitschaft hätte in den letzten Monaten deutlich abgenommen. Vermehrt werden die Investitionspläne einer nochmaligen Prüfung unterzogen. Der Verzicht auf Investitionsvorhaben ist häufiger ein Thema. Auch Etappierungen und Beschränkungen auf das Notwendige werden beschlossen.

Dienstleistungen

Der Konsum erwies sich bisher als widerstandsfähig. Zwar weisen die Indikatoren auf einen Rückgang der Konsumentenstimmung hin, doch kam dies in den Detailhandelsumsätzen bis anhin kaum zum Ausdruck. Die Gespräche mit den Vertretern des Detailhandels deuteten nun allerdings darauf hin, dass die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern nachgelassen hat. Gelitten hat darüber hinaus vor allem das mittlere Preissegment, während das untere Preissegment teilweise zugelegt hat. Die Meldungen aus dem oberen Preissegment sind widersprüchlich, doch mehren sich die Anzeichen, dass die Nachfrage nach Luxusprodukten an Schwung verliert. Für das Weihnachtsgeschäft waren die Prognosen gemischt. Unter Hinweis auf die nach wie vor tiefe Arbeitslosigkeit erwarteten die Gesprächspartner überwiegend ein gutes Ergebnis. Sie rechneten in der Regel aber nicht damit, das sehr gute Vorjahresergebnis zu übertreffen.

Die Vertreter aus Tourismus und Gastgewerbe zeigten sich – bei wachsenden regionalen Unterschieden – bis anhin mehrheitlich recht zufrieden mit den Ergebnissen. Zwar gaben die Gästezahlen aus dem Ausland nach (vor allem USA und Grossbritannien), doch konnten die Übernachtungszahlen der inländischen Gäste gehalten werden. Offenbar macht sich bereits bemerkbar, dass die Firmen ihre Ausgaben zu reduzieren versuchen (Geschäftsanlässe, Geschäftsreisen). Auch wird konstatiert, dass die Gäste bei Nebenleistungen sparsamer geworden sind. Die Buchungen für den Winter werden als zufriedenstellend beurteilt. Als Unsicherheitsfaktor für die Wintersaison gilt – neben den Schneeverhältnissen – vor allem der Eurokurs.

Im Bankensektor haben unter der Finanzkrise vor allem die Erträge aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft gelitten. Die Bankenvertreter wiesen überdies darauf hin, dass sich die Zinsmarge verringert habe. Die Kreditfähigkeit sei hingegen unverändert fortgeführt worden. Eine Verschärfung der Kreditkonditionen habe nicht stattgefunden, werde aufgrund der schlechteren Konjunkturaussichten aber auch nicht ausgeschlossen. Dies deckt sich mit den Aussagen von Gesprächspartnern aus anderen Sektoren der Wirtschaft, die bisher überwiegend keine Verschärfung festgestellt haben. Einzelne Unternehmen berichteten allerdings, dass Businesspläne kritischer unter die Lupe genommen würden als noch vor wenigen Monaten. Wachsende Schwierigkeiten seien aufgrund der gestiegenen Risiken auch bei den Exportkrediten spürbar.

Bau und Immobilien

Die Bautätigkeit ist nach wie vor robust. Zwar lagen die Auftragseingänge zuletzt mehrheitlich unter dem Vorjahresstand, doch sind die Auftragsbestände weiterhin hoch. Die Krise dürfte deshalb nicht vor dem zweiten Halbjahr 2009 voll auf die Produktion durchschlagen. Die Gesprächspartner rechneten mehrheitlich damit, dass der gewerblich-industrielle Bau stärker leiden wird als der Wohnungsbau. Beim gewerblich-industriellen Bau sei schon jetzt festzustellen, dass Projekte öfter nicht zur Ausführung gelangten. Aufgrund der tiefen Leerwohnungsziffer sei hingegen mit einem weiterhin lebhaften Wohnungsbau zu rechnen. Die geringsten Einbussen dürfte der Tiefbau erleiden, doch ist die Auftragslage in diesem Bereich sehr unterschiedlich.

Gesprächspartner aus dem Immobiliengewerbe äusserten die Erwartung, dass die Wohnungsnot mit der Rezession wieder verschwinden wird. Mit einem deutlichen Anstieg der Leerwohnungsziffern sei jedoch nicht zu rechnen. Stärkere Auswirkungen werden bei den leer stehenden Büroflächen erwartet. Bei den Preisen war bereits in den letzten Monaten eine Beruhigung feststellbar.

2 Arbeitsmarkt

Die Auswirkungen der konjunkturellen Abkühlung auf den Arbeitsmarkt sind bisher verhalten ausgefallen. Die Firmen nutzten die natürliche Fluktuation aus, d.h. Abgänge wurden zum Teil nicht ersetzt. Ausserdem wurden die Mitarbeiter von verschiedenen Unternehmen gezwungen Überzeitstunden und Ferien einzuziehen. Einige Unternehmen (Textilbranche, Autozulieferer) kündigten bereits Kurzarbeit an oder bereiteten diese vor. Vereinzelt wurden Entlassungen vorgenommen. Generell sind die Betriebe vorsichtiger geworden und besetzen nicht mehr jede frei werdende Stelle neu.

Die Klagen über die Schwierigkeiten, qualifiziertes Personal zu finden, sind zurückgegangen, aber nicht völlig verschwunden. Für die Löhne 2009 nehmen die meisten Gesprächspartner eine Erhöhung von rund 2,5% in Aussicht. Daran soll trotz der Ereignisse der letzten drei Monate festgehalten werden.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Im laufenden Jahr haben viele Firmen ihre Verkaufspreise erhöht. Als Grund wurden die gute Auftragslage und die gestiegenen Preise für Nahrungsmittel, Erdöl und andere Rohstoffe genannt. Vor allem in der Industrie konnten aufgrund der guten Wirtschaftslage teilweise auch die Margen vergrössert werden. Die Aussichten für das nächste Jahr sind jedoch gedämpft. Zum Teil sind die Margengewinne seit September durch den Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro wieder abgeschöpft worden. Auch die Lohnerhöhungen und die auf Anfang 2009 angekündigte starke Erhöhung der Elektrizitätspreise dürften die Margen drücken. Generell wird damit gerechnet, dass es mit der Abschwächung der Nachfrage schwieriger werden wird, die Preise zu erhöhen. Dennoch nimmt ein bedeutender Teil der befragten Unternehmen auch für 2009 (moderate) Preiserhöhungen in Aussicht.

Measuring capital stocks and capital services in Switzerland

Barbara Rudolf und Mathias Zurlinden
Working Paper 2008-11

Das Papier präsentiert Schätzungen des Nettokapitalstocks und der Kapitaldienste, die durch diesen Stock generiert werden, für die Schweiz. Aufgrund der Datenverfügbarkeit gehen die Zeitreihen von 1970 bis 2005 bzw. 1990 bis 2005, je nachdem, ob die Resultate auf der Gliederung der Kapitalgüter in zwei Kategorien (Ausrüstungen, Bauten) oder zwölf Kategorien (neun für Ausrüstungen, drei für Bauten) basieren. Zur Überprüfung der Sensitivität der Resultate werden die Annahmen für die Startwerte der Kapitalstocks, die Lebensdauer der Kapitalgüter, die Methode zur Berechnung der Kapitalnutzungskosten sowie die ICT-Deflatoren variiert. Die Resultate deuten darauf hin, dass die Dynamik der aggregierten Kapitalleistungen, die auf der detaillierten Gliederung der Kapitalgüter (zwölf Kategorien) basieren, recht gut durch die auf der einfachen Gliederung (zwei Kapitalgüterkategorien) basierenden aggregierten Kapitalleistungen und sogar durch den aggregierten Nettokapitalstock (basierend auf Gliederung in zwei oder zwölf Kapitalgüterkategorien) eingefangen werden kann. Die Differenzen sind allerdings nicht vernachlässigbar, so dass die Zeitreihe der aggregierten Kapitalleistungen, die auf der Gliederung der Kapitalgüter in zwölf Kategorien basiert, als Mass des Kapitalinputs verwendet werden sollte, solange eine Fragestellung nicht Kapitalinputdaten verlangt, die weiter als 1990 zurückgehen.

How to use industrial policy to sustain trade agreements

Philip Sauré
Working Paper 2008-12

Industriepolitik hemmt häufig internationale Handelsflüsse – so etwa mittels Produktionssubventionen – und erschwert Verhandlungen internationaler Handelsabkommen. Trotz ihrer praktischen Relevanz wurden Produktionssubventionen von der Literatur der Handelsabkommen weitgehend vernachlässigt. Die vorliegende Studie zeigt, wie Produktionssubventionen in anreizkompatiblen Handelsabkommen einzusetzen sind. Unter gängigen Modellannahmen erlauben optimale anreizkompatible Handelsabkommen das Subventionieren von Sektoren, die unter besonderem Druck von internationalem Wettbewerb stehen. Unter fortschreitender internationaler Spezialisierung werden kontrahierende Sektoren subventioniert. Diese Ergebnisse stehen im Widerspruch zur vorherrschenden Meinung bezüglich der Effizienz dieser Art von Industriepolitik. Daher wird zusätzlich ihre Stabilität gegenüber Modelländerungen beleuchtet; dabei wird insbesondere deutlich, dass sich unter starken Rigiditäten nationaler Industriestrukturen die Ergebnisse ändern und umkehren können. Unter letzteren Bedingungen verbieten optimale Handelsabkommen jegliche Produktionssubventionen.

Measuring growth of labour quality and the quality-adjusted unemployment rate in Switzerland

Thomas Bolli und Mathias Zurlinden
Working Paper 2008-13

Das Papier präsentiert Resultate zur Akkumulation von Humankapital in der Schweiz. Gestützt auf die Annahme, dass die Grenzproduktivität der Arbeit dem Lohnsatz entspricht, wird ein Index der Arbeitsqualität hergeleitet. Solche Indizes werden oft im Rahmen von Berechnungen der Multifaktorproduktivität eingesetzt. Die Autoren zeigen, dass der Index der Arbeitsqualität zwischen 1991 und 2006 um durchschnittlich 0,5% pro Jahr gestiegen ist. Die Hauptquellen dieses Anstiegs sind das höhere Bildungsniveau und die Alterung der Gruppe der «Baby Boomer». Projektionen für die Periode 2006–2050 deuten darauf hin, dass sich das Wachstum der Arbeitsqualität verlangsamen wird. Das Papier stellt auch Kalkulationen der qualitätsbereinigten Arbeitslosenrate vor. Die Autoren zeigen, dass die Arbeitslosenrate um 0,3 Prozentpunkte geringer ausfällt, wenn die Akkumulation von Humankapital bei ihrer Berechnung berücksichtigt wird.

What drives the Swiss franc?

Samuel Reynard
Working Paper 2008-14

Dieses Paper untersucht den Verlauf des Schweizer Frankens während der letzten 35 Jahre. Die langfristige Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro, der Deutschen Mark und den gewichteten Währungen von Handelspartnern der Schweiz lässt sich mit dem Balassa-Samuelson-Effekt begründen, also damit, dass der Schweizer Exportsektor produktiver ist als die Exportsektoren der Handelspartner der Schweiz. Andere Faktoren können mittelfristige Wechselkursschwankungen erklären. Steigen (sinken) beispielsweise die Ölpreise, wertet sich der Franken tendenziell ab (auf). Auch die Einführung des Euro hat sich auf die Bewegungen des Frankens ausgewirkt. Dabei glich der Verlauf des Frankens zum Euro Wechselkursbewegungen des US-Dollars aus. So hat sich der Euro gegenüber dem Franken abgewertet (aufgewertet), wenn sich der US-Dollar aufwertete (abwertete). Dies wirkte sich stabilisierend auf den handelsgewichteten Wechselkurs des Frankens aus. Damit sind ein hoher Ölpreis und ein schwacher US-Dollar Faktoren, welche als Ursachen für die in den vergangenen Jahren verzeichnete Schwäche des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro in Frage kommen. Zudem deutet die Evidenz darauf hin, dass die Produktivität in den Binnensektoren in der Schweiz seit Anfang dieses Jahrzehnts schneller gestiegen ist als in der Eurozone. Dies kann den Balassa-Samuelson-Effekt gedämpft oder sogar ins Gegenteil verkehrt haben, was einen Bruch in der Aufwertungstendenz des Frankens erklären könnte. In den letzten 35 Jahren gab es jedoch häufig starke und anhaltende Wechselkursbewegungen, die nicht durch wirtschaftliche Fundamentaldaten erklärt werden können. Letzteres deckt sich mit Ergebnissen der empirischen Wechselkursliteratur.

Price-setting behaviour in Switzerland – evidence from CPI micro data

Daniel Kaufmann

Working Paper 2008-15

In den letzten Jahren bedienten sich Makro-
ökonomen bei der Entwicklung von mikrofundi-
erten Modellen oft der Annahme rigider Preise.
Bei der Anwendung solcher Modelle sollte die
auf der Mikroebene gesammelte empirische
Evidenz berücksichtigt werden. Die vorlie-
gende Studie untersucht das Preissetzungs-
verhalten auf Firmenebene mit indivi-
duellen Preisbeobachtungen, die dem Schwei-
zerischen Konsumentenpreisindex zugrunde
liegen. Die Resultate können in sechs Punk-
ten zusammengefasst werden. (i) Preise sind
rigide; die Median-Dauer zwischen zwei
Preisanpassungen beträgt 4,6 Quartale. (ii)
Das Preissetzungsverhalten unterscheidet
sich zwischen Firmen verschiedener Sekto-
ren und Grösse. (iii) Die Preisänderungen
sind umfangreich; der Median der absoluten
Preisränderungen beträgt 9,4%. (iv) Es gibt
keine Hinweise auf generelle, einseitige
Starrheit der Preise nach unten; selbst in
einem Umfeld positiver Inflation sind 41,3%
aller Preisänderungen Preissenkungen und
die Verteilung zeigt keine substantiellen
Asymmetrien. (v) Firmen reagieren auf
erwartete Kostensteigerungen, wie zum Bei-
spiel Mehrwertsteuererhöhungen, erst zum
Zeitpunkt deren Eintritts. (vi) Es gibt Hin-
weise, dass Firmen, die sich mit zunehmender
Inflation konfrontiert sehen, die Preise
häufiger anpassen.

Senkungen des Zielbandes für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss am 8. Oktober 2008 im Anschluss an eine ausserordentliche geldpolitische Lagebeurteilung, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 25 Basispunkte auf 2%–3% zu senken.

Am 8. November 2008 beschloss die Nationalbank im Anschluss an eine zweite ausserordentliche geldpolitische Lagebeurteilung, das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 50 Basispunkte auf 1,5%–2,5% zu senken. Sie beabsichtigte, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

Am 20. November 2008 senkte die Nationalbank im Anschluss an eine dritte ausserordentliche geldpolitische Lagebeurteilung das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 100 Basispunkte auf 0,5%–1,5%. Sie kündigte an, sie werde den Schweizer-Franken-Geldmarkt grosszügig und flexibel mit Liquidität versorgen, um den Libor in den mittleren Bereich des Zielbandes zu führen.

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung vom 11. Dezember 2008 beschloss die Nationalbank, das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 50 Basispunkte auf 0,0%–1,0% zu senken. Sie kündigte an, sie werde den Franken-Geldmarkt weiterhin grosszügig und flexibel mit Liquidität versorgen und werde alles unternehmen, um den Dreimonats-Libor schrittweise in den mittleren Bereich des Zielbandes zu führen.

Inhaltsverzeichnis 26. Jahrgang, 2008

Quartalsheft 1, März 2008

5	Übersicht über das Quartalsheft 1/2008
6	Bericht über die Geldpolitik
40	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
44	Thomas Kübler: Exportorientierte KMU – Herausforderungen beim Aufbau neuer Märkte
52	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
58	Geld- und währungspolitische Chronik

Quartalsheft 2, Juni 2008

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

Quartalsheft 3, September 2008

5	Übersicht über das Quartalsheft 3/2008
6	Bericht über die Geldpolitik
42	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
46	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
50	Geld- und währungspolitische Chronik

Quartalsheft 4, Dezember 2008

5	Übersicht über das Quartalsheft 4/2008
6	Bericht über die Geldpolitik
46	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
50	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
54	Geld- und währungspolitische Chronik
56	Inhaltsverzeichnis 26. Jahrgang, 2008

Herausgeberin

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Urheberrecht/Copyright ©

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) respektiert sämtliche Rechte Dritter namentlich an urheberrechtlich schützba- ren Werken (Informationen bzw. Daten, Formulierungen und Darstel- lungen, soweit sie einen individuellen Charakter aufweisen).

Soweit einzelne SNB-Publikationen mit einem Copyright-Vermerk versehen sind (© Schweizerische Nationalbank / SNB, Zürich / Jahr o. ä.), bedarf deren urheberrechtliche Nutzung (Vervielfäl- tigung, Nutzung via Internet, etc.) zu nicht kommerziellen Zwecken einer Quellenangabe. Die urheberrechtliche Nutzung zu kommerziellen Zwecken ist nur mit der ausdrücklichen Zustim- mung der SNB gestattet.

Darüber hinaus stellt die SNB Informationen und Daten aus eigenen Quellen und einzelne weiterverarbeitete Daten aus frem- den Quellen zur Verfügung. Die Informationen und weiter- verarbeiteten Daten können – für nicht kommerzielle Zwecke – genutzt, unter Quellenangabe übersetzt, übermittelt oder sonstwie bestimmungsgemäss weiterverwendet werden.

Haftungsbeschränkung

Die SNB bietet keine Gewähr für die von ihr zur Verfügung gestellten Informationen. Sie haftet in keinem Fall für Verluste oder Schäden, die wegen Benutzung der von ihr zur Verfügung gestellten Informationen entstehen könnten. Die Haftungs- beschränkung gilt insbesondere für die Aktualität, Richtigkeit, Gültigkeit und Verfügbarkeit der Informationen.

Ebenso wenig bietet die SNB dafür Gewähr, dass die Nutzung der von ihr zur Verfügung gestellten weiterverarbeiteten Daten aus fremden Quellen zulässig ist. Soweit Daten ersichtlich aus fremden Quellen stammen, sind Nutzer solcher Daten verpflich- tet, allfällige Urheberrechte daran zu respektieren und selbst entsprechende Nutzungsbefugnisse bei diesen fremden Quellen einzuholen.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2008

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Preise

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