

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Juni

2/2009

27. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht über das Quartalsheft 2/2009
6	Bericht über die Geldpolitik
44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
48	Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der SNB Hansueli Raggenbass
52	Referat anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre der SNB Jean-Piere Roth
58	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
62	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Der globale Konjunkturabschwung hat sich im ersten Quartal vertieft. Die am BIP gemessene Wirtschaftsleistung ging in den Industrieländern stark und auf breiter Basis zurück. Die Investitionen brachen weiter ein, und die Lager wurden – nach dem ungewollten Aufbau im Vorquartal – reduziert. Es gibt verschiedene Anzeichen, dass für die zweite Jahreshälfte mit einer graduellen Erholung gerechnet werden kann. Die Lage auf den Geld- und Finanzmärkten hat sich deutlich verbessert. Die gesamtwirtschaftliche Lage bleibt allerdings schwierig.

In der Schweiz hat sich die Rezession in den ersten Monaten des Jahres ebenfalls verschärft. Die konjunkturelle Verschlechterung zeigt sich in erster Linie in der raschen Abnahme der Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie, in der weiterhin fallenden Wertschöpfung in der Finanz- und Versicherungsbranche sowie in wichtigen Arbeitsmarktindikatoren.

Die SNB geht für die zweite Jahreshälfte von einer Stabilisierung der Produktion in der Eurozone und positiven Wachstumsraten in den USA und Japan aus. Unter diesen Umständen kann in der Schweiz mit einer allmählichen Stabilisierung der Warenexporte gerechnet werden. Die Bauinvestitionen dürften sogar eine leichte Belebung erfahren. Für die übrigen Komponenten der inländischen Endnachfrage wird dagegen eine weitere Abschwächung erwartet. Für das gesamte Jahr 2009 geht die SNB weiterhin von einem BIP-Rückgang um 2,5%–3,0% aus.

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Juni beschloss die SNB, an ihrer im März eingeleiteten Politik der Lockerung der monetären Bedingungen festzuhalten. Sie belies daher das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% und verfolgt weiterhin das Ziel, den Libor allmählich auf ein Niveau von rund 0,25% zu führen. Sie wird die grosszügige Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität fortsetzen, ebenso wie den Erwerb von Schweizerfranken-Obligationen, mit dem die Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von privaten Schuldner reduziert werden sollen. Sie wird einem Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken.

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 44)

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten April bis Mai 2009 mit rund 180 Vertretern verschiedener Wirtschaftssektoren führten, vermitteln das Bild einer weiteren Verschlechterung der Wirtschaftslage. Nachdem die Krise zunächst vor allem die Exportwirtschaft und den Finanzsektor getroffen

hatte, erfasste sie in den letzten Monaten zusehends auch die Binnenwirtschaft. Die Unterschiede blieben jedoch markant. Der Geschäftsgang der Exportwirtschaft war weiterhin klar schlechter als jener der auf die Binnenwirtschaft ausgerichteten Firmen. Gegliedert nach Branchen erlitt die Investitionsgüterindustrie den stärksten Einbruch. Der Grossteil der Bauwirtschaft und des Detailhandels standen demgegenüber bis zuletzt vergleichsweise gut da, obwohl auch diese Branchen deutlich an Schwung verloren haben. Die Aussichten wurden von den meisten Gesprächspartnern als düster beurteilt. Mit einer Besserung der Lage in der zweiten Jahreshälfte rechneten nur wenige.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 48)

Der Präsident des Bankrates der SNB, Hansueli Raggenbass, ging an der Generalversammlung vom 17. April 2009 auf die im Oktober 2008 angekündigten Massnahmen zur Stärkung der Bilanz der UBS ein. Weiter erläuterte er die Rolle, die dem Bankrat im Zusammenhang mit der neu geschaffenen Zweckgesellschaft zufällt, sowie die Rechnungslegung und Bewirtschaftung der illiquiden Vermögenswerte. Die mit der Zweckgesellschaft zusammenhängenden Aufgaben des Bankrates leiten sich aus seiner Aufsichts- und Kontrollfunktion ab. Darunter fallen seine Verantwortung für die Beaufsichtigung und Kontrolle der Rechnungslegung sowie für die Überwachung und Beurteilung des Risikomanagements und Anlageprozesses.

Der Präsident des Direktoriums der SNB, Jean-Pierre Roth, behandelte in seinem Referat die Schwierigkeiten, die sich im letzten Jahr bei der Umsetzung der Geldpolitik der Nationalbank ergaben, die Massnahmen zur Konsolidierung der UBS, die Ausweitung der Krise auf die Realwirtschaft und die Wirtschaftsaussichten für 2009. Die SNB reagierte auf die Ausweitung der Krise mit einer raschen und kräftigen Lockerung der Geldpolitik. Diese hatte zum Ziel, die Kreditkonditionen zu verbessern und Frankenanlagen unattraktiv zu machen. Da sich der Franken zwischen Oktober 2008 und März 2009 stark aufwertete, sah sich die SNB zudem veranlasst, erstmals nach 15 Jahren wieder am Devisenmarkt zu intervenieren.

SNB Working Papers (S. 58)

Zusammenfassungen von drei Aufsätzen: Thomas Bolli und Mathias Zurlinden, «Measurement of labour quality growth caused by unobservable characteristics», SNB Working Paper 2009-1; Martin Brown, Steven Ongena und Pinar Yeşin, «Foreign currency borrowing by small firms», SNB Working Paper 2009-2; Matteo Bonato, Massimiliano Caporin und Angelo Rinaldo, «Forecasting realised (co)variances with a block structure Wishart autoregressive model», SNB Working Paper 2009-3.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2009

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,
die bis Mitte Juni 2009 bekannt wurden.

Inhalt des Berichts über die Geldpolitik

8	Zu diesem Bericht
9	Geldpolitischer Entscheid
10	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
16	2.1 BIP-Entwicklung
17	2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen
20	2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt
21	2.4 Kapazitätsauslastung
23	2.5 Preise
25	2.6 Realwirtschaftliche Aussichten
26	3 Monetäre Entwicklung
26	3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen
28	3.2 Wechselkurse
30	3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise
32	3.4 Geldaggregate
35	3.5 Kredite
37	4 Die Inflationsprognose der SNB
37	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
39	4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid
37	Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Zu diesem Bericht

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

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

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom Juni 2009 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen die geldpolitischen Entscheide des Direktoriums bis Mitte Juni 2009.

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

Geldpolitischer Entscheid

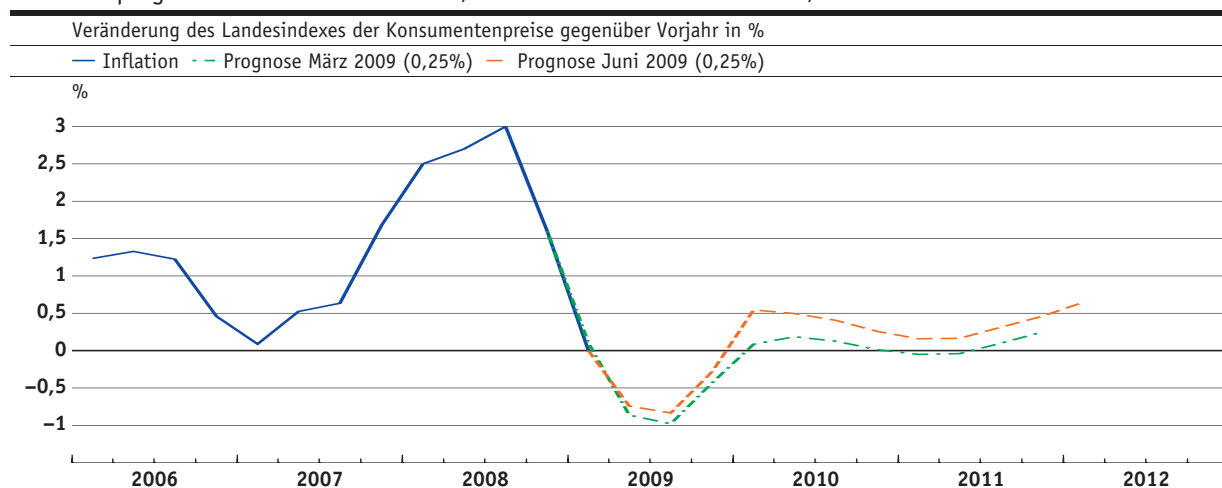
Die Schweizerische Nationalbank hat an ihrer Lagebeurteilung vom 18. Juni 2009 angekündigt, dass sie an ihrer im März eingeleiteten Politik der Lockerung der monetären Bedingungen festhalten wird. Angesichts der Aussichten für die Preisentwicklung ist eine klar expansive Geldpolitik weiterhin vonnöten. Trotz einzelner positiver Signale bleibt die internationale Wirtschaftslage ungünstig, und ein erneuter Konjunkturabschwung lässt sich nicht ausschliessen. In der Schweiz ist die Wirtschaftslage schwierig; das Risiko einer Deflation hat sich abgeschwächt, bleibt aber bestehen.

Die Nationalbank belies daher das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75%. Sie wird weiterhin das Ziel verfolgen, den Libor allmählich in den unteren Bereich des Zielbandes auf

ein Niveau von rund 0,25% zu führen. Sie wird die grosszügige Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität fortsetzen, ebenso wie den Erwerb von Schweizerfranken-Obligationen, mit dem die Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von privaten Schuldern reduziert werden sollen. Sie wird einem Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken.

Die Nationalbank will damit nicht nur dem Deflationsrisiko entgegenwirken, sondern auch die Gefahr einer zusätzlichen Verschlechterung der konjunkturellen Lage eindämmen. Indem sie weiterhin die Inflationsprognose als Richtschnur verwendet, stellt die Nationalbank sicher, dass die zurzeit angewandten ausserordentlichen Massnahmen die mittel- und langfristige Preisstabilität nicht gefährden.

Inflationsprognose März 2009 mit Libor 0,25% und Juni 2009 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

Inflationsprognose März und Juni 2009

Durchschnittliche Jahresinflation in %	2009	2010	2011
Prognose März 2009, Libor 0,25%	-0,5	0,1	0,1
Prognose Juni 2009, Libor 0,25%	-0,5	0,4	0,3

Quelle: SNB

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Der globale Konjunkturabschwung hat sich im ersten Quartal vertieft. Die am BIP gemessene Wirtschaftsleistung in den Industrieländern ging stark und auf breiter Basis zurück. Exportorientierte Länder wie Deutschland und Japan verzeichneten sogar BIP-Rückgänge im zweistelligen Bereich. Die Investitionen brachen weiter ein, und die Lager wurden – nach dem ungewollten Aufbau im Vorquartal – reduziert. Der seit Beginn der Rezession gemessene BIP-Verlust beläuft sich in den USA auf 2,3%, in der Eurozone auf 4,8% und in Japan auf 8%. Primär als Folge fallender Energiepreise sank die Teuerung in den G7-Ländern unter die Nullmarke.

Es gibt verschiedene Anzeichen, dass für die zweite Jahreshälfte mit einer graduellen Erholung gerechnet werden kann. Die Lage auf den Geld- und Finanzmärkten hat sich deutlich verbessert. Insbesondere weist der starke Rückgang der Spreads auf dem Interbankenmarkt darauf hin, dass sich das Systemrisiko im Bankensektor, insbesondere in den USA, in der Wahrnehmung der Teilnehmer vermindert hat. Ausserdem entfalten die geld- und fiskalpolitischen Impulse zunehmend ihre Wirkung. Die Stimmung bei den Haushalten und Unternehmungen hat sich zumindest in den USA und in Asien spürbar verbessert. Zudem ist in Asien eine Wiederbelebung des flauen Aussenhandels und der industriellen Produktion festzustellen. Die wachsende Zuversicht widerspiegelt sich in einem Anstieg der Rohwarenpreise. Auch die globalen Aktienkurse

haben seit dem Tiefstand von Anfang März um rund 40% zugelegt, während risikoärmere Wertschriften an Attraktivität verloren. Entsprechend sind die Renditen von Staatsanleihen in den letzten Monaten gestiegen.

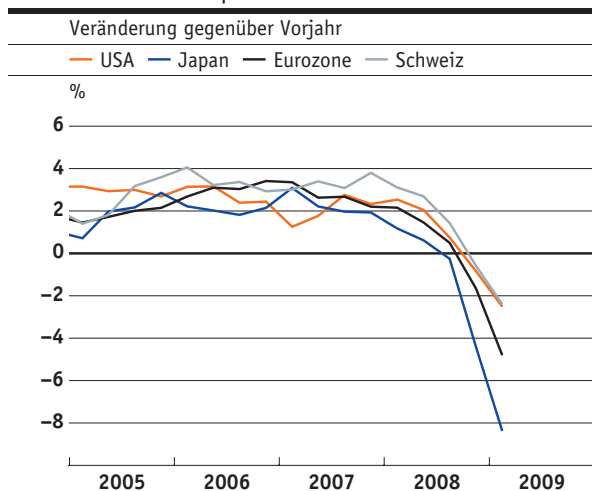
Die gesamtwirtschaftliche Lage bleibt allerdings schwierig. Die negativen Auswirkungen der fallenden Häuserpreise auf Konsum und Investitionen sowie die noch immer restriktiven Finanzierungsbedingungen für Haushalte und Firmen sind weiterhin spürbar. In einzelnen Ländern ist mit weiteren Korrekturen am Immobilienmarkt zu rechnen. Auch dürfte sich der Anstieg der Arbeitslosigkeit fortsetzen und den privaten Konsum belasten. Die Konsolidierung der deutlich verschlechterten Staatshaushalte dürfte mehrere Jahre in Anspruch nehmen.

Die SNB schätzt die internationale Wirtschaftslage ähnlich ein wie vor drei Monaten. Zwar hat sie als Folge des stärker als erwartet ausgefallenen Rückgangs der Produktion im ersten Quartal ihre globalen Wachstumsprognosen für 2009 nach unten angepasst, doch bleiben die Prognosen für 2010 nahezu unverändert. Einzig in Japan fällt die Wachstumsprognose für 2010 günstiger aus, was im Wesentlichen zusätzliche Fiskalmassnahmen widerspiegelt. Allerdings bleibt die Prognoseunsicherheit beträchtlich.

Wachstumseinbruch in den USA

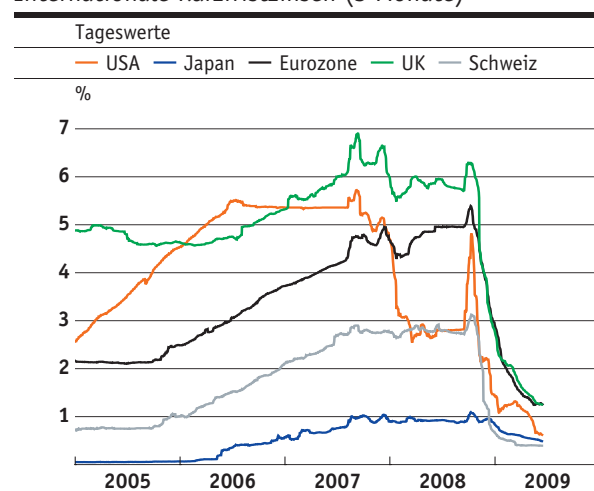
Das BIP ging in den USA im ersten Quartal um 5,7% zurück, nach einem ähnlich starken Rückgang im Vorquartal (-6,3%). Zusammen weisen diese bei-

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Thomson Datastream

Grafik 1.2
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Quelle: Thomson Datastream

den Quartale den schwersten Wachstumseinbruch seit 1958 aus. Die Kontraktion im ersten Quartal widerspiegelte vor allem rückläufige Investitionen und Exporte sowie einen ausgeprägten Lagerabbau. Der private Konsum stabilisierte sich, nachdem er zweimal in Folge stark geschrumpft war. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschärfte sich weiter. Zwischen Februar und Mai ging die Anzahl der Beschäftigten um 1,5 Mio. zurück, während die Arbeitslosenquote um weitere 1,3 Prozentpunkte auf 9,4% stieg.

Bessere Umfrageresultate bei Konsumenten und Produzenten sowie eine Stabilisierung des Auftragseingangs deuten auf eine Verlangsamung des Abschwungs im zweiten Quartal hin. Die Wirtschaft sollte sich im zweiten Halbjahr leicht erholen, dürfte aber weiter schwächer wachsen als das Produktionspotenzial. Dadurch wird sich die Unterauslastung der Produktionskapazitäten nochmals vergrössern. Der Zerfall der Immobilienpreise und der Anstieg der Arbeitslosigkeit werden die Sparquote zusätzlich erhöhen und den Konsum belasten. Auch von den Geschäftsinvestitionen sind kurzfristig kaum Wachstumsimpulse zu erwarten. Die Lage auf dem Immobilienmarkt bleibt angespannt. Die Zahl der Hausverkäufe scheint sich nur allmählich zu stabilisieren, während die Häuserpreise und die Wohnbautätigkeit weiter sinken.

Positive Wachstumsimpulse dürften zunächst vor allem von den Staatsausgaben und den Lagern ausgehen. Das Fiskalpaket im Umfang von 4,1% des BIP über die Fiskaljahre 2009 und 2010 wird die Haushalte und Unternehmungen teilweise entlas-

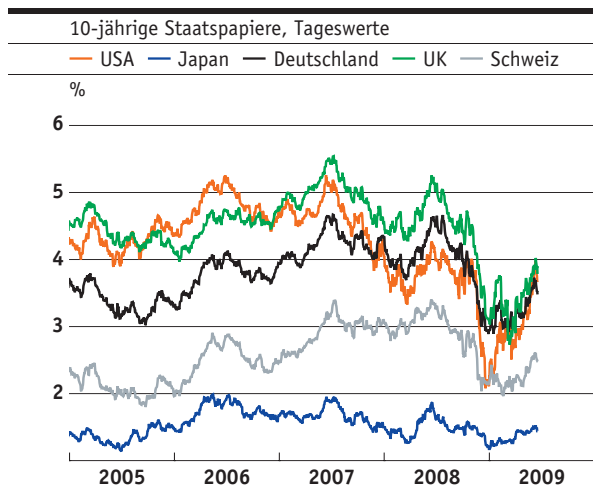
ten, jedoch zu einem markanten Anstieg des Staatshaushaltsdefizits führen. Die SNB prognostiziert für die USA für das Jahr 2009 einen BIP-Rückgang von -2,8%, verglichen mit -1,8% im März.

Stärkere Rezession in der Eurozone

In den Ländern der Eurozone fiel die Kontraktion des BIP im ersten Quartal 2009 mit 9,7% wesentlich stärker aus als in der Vorperiode. Dieses vierte Rezessionsquartal in Folge wies wohl den grössten Outputverlust in einem Quartal seit dem zweiten Weltkrieg auf. Der konjunkturelle Einbruch war besonders ausgeprägt in Deutschland, wo das BIP um 14,4% nachgab. Die Niederlande und Italien verzeichneten ebenfalls grosse BIP-Verluste. Die Exporte in die Schwellenländer bildeten sich substanzial zurück. Aufgrund der rekordtiefen Auslastung der industriellen Kapazitäten und des unsicheren Nachfrageausblicks beschleunigte sich der Rückgang der Investitionen. Die Unternehmen reduzierten ihre Lagerhaltung rasch, und auch der Privatkonsum sank markant. Zwar wirkten sich die staatliche Förderung des Kaufs langlebiger Konsumgüter (v.a. Automobile) sowie die geringe Inflation positiv aus, doch verunsicherte die schnell steigende Arbeitslosigkeit die Konsumenten. Während der Expansionsphase 2005–2008 war die Zahl der Arbeitslosen um über 2,5 Mio. gesunken; in der gegenwärtigen Rezession wurde der Rückgang jedoch bereits mehr als kompensiert.

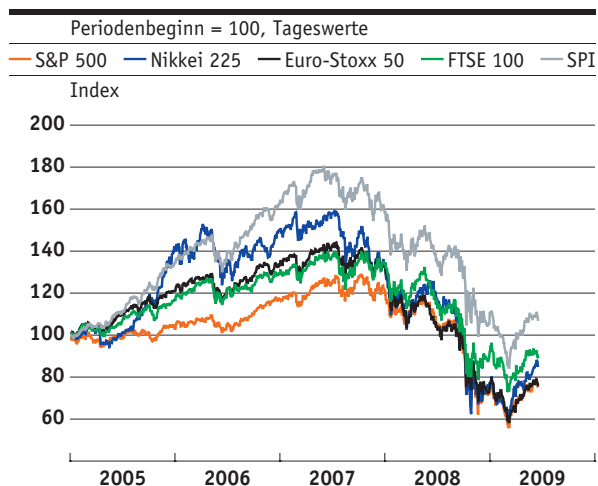
Die Umfragen zum Geschäftsgang deuteten in den vergangenen Monaten eine Trendwende an. Der Bestellungseingang in der Industrie wurde weniger

Grafik 1.3
Internationale Zinssätze



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 1.4
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Datastream

pessimistisch eingeschätzt und die Produktions-erwartungen nach oben korrigiert. Zudem verkleinerte sich der Anteil der Geschäftsbanken, welche ihre Kreditstandards für Konsumenten- und Geschäftskredite gestrafft haben. Angesichts der ab Jahresmitte zunehmenden Fiskalimpulse dürfte damit die markanteste Phase der Rezession durchschritten sein. Die Exporte sind im Februar und März wieder angestiegen und könnten sich vom abrupten Einbruch im Winterhalbjahr relativ rasch erholen, falls die Entspannung im Finanzsektor weltweit anhält und der Aussenwert des Euro stabil bleibt. Bremseffekte dürften aber von Lagerbereinigungen bei den Unternehmen, der geringen Investitionsneigung und vom weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit ausgehen. Die SNB erwartet für die Eurozone für das Jahr 2009 einen BIP-Rückgang von $-4,6\%$, verglichen mit $-2,7\%$ im März.

Zyklischer Tiefpunkt in Japan ...

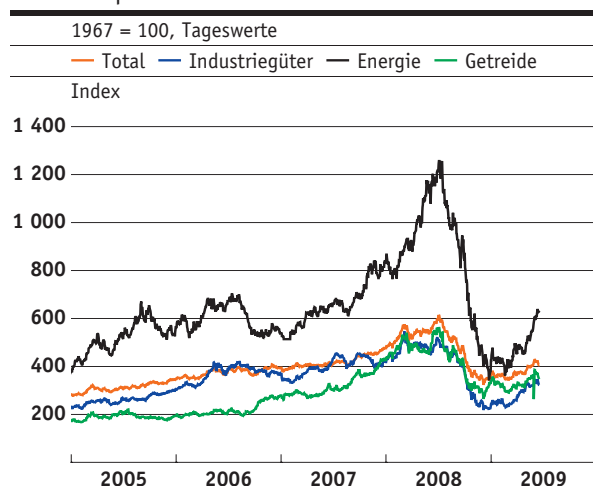
Das japanische BIP, welches seit dem zweiten Quartal 2008 rückläufig ist, ging im ersten Quartal 2009 mit $14,2\%$ unerwartet stark zurück und fiel damit $8,8\%$ unter den Vorjahresstand. Der BIP-Einbruch erfolgte auf breiter Basis, wobei der Rückgang der Exporte und der Ausrüstungsinvestitionen auf das Niveau von Anfang 2003 ausschlaggebend war. Der Aussenbeitrag erklärte etwa die Hälfte des BIP-Rückgangs.

Das BIP dürfte im ersten Quartal seinen Tiefstand erreicht haben. Im verarbeitenden Sektor machen sich zunehmend Zeichen einer Stabilisierung bemerkbar. Die Industrieproduktion, welche

auf den Stand der frühen 1980er Jahre gefallen war, stieg im März und April wieder stark an. Gemäss Umfragen planen die Unternehmungen ihre Produktion in den nächsten Monaten weiter zu erhöhen; zudem zeigt sich seit Jahresbeginn, wenngleich von historischen Tiefständen ausgehend, eine langsame, aber stete Rückkehr des Vertrauens über verschiedene Sektoren und Unternehmensgrössen hinweg. Gerade in der stark betroffenen Exportindustrie, welche noch die markante Aufwertung des Yen zwischen Mitte 2008 und Anfang 2009 spürt, lassen sich Erholungszeichen ausmachen: Die Exporte blieben im März stabil und stiegen im April deutlich an. Der Aussensektor könnte im zweiten Quartal wieder positiv zum BIP-Wachstum beitragen. Im weiteren Jahresverlauf dürften die Fiskalimpulse verstärkt zum Tragen kommen. Das im April dieses Jahres verabschiedete Fiskalpaket im Umfang von $15,4$ Billionen Yen (rund 3% des BIP) ist das vierte Konjunkturpaket innert kurzer Zeit und das grösste der gesamten Nachkriegszeit. Kosteneinsparungen und Kürzungen der Investitionsvorhaben als Folge des Gewinneinbruchs der vergangenen Quartale werden aber den Arbeitsmarkt weiter belasten und die Konsumlust der privaten Haushalte in Grenzen halten. Der Anstieg der Arbeitslosenquote hat sich in den letzten Monaten denn auch akzentuiert, die Arbeitslosigkeit erreichte im April $5,0\%$.

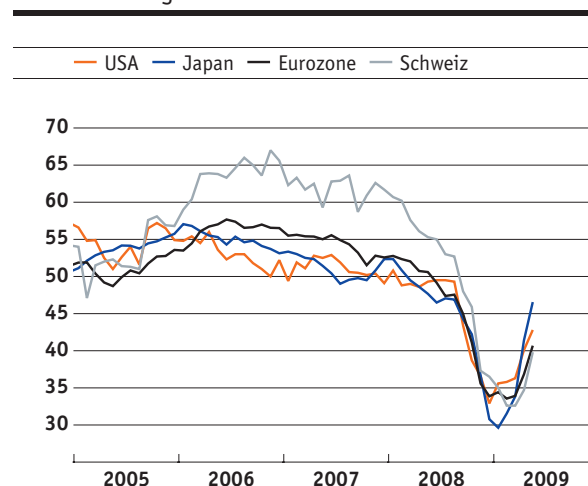
Die SNB hat ihre Wachstumsprognose für die japanische Wirtschaft für das Jahr 2009 nach unten korrigiert. Sie erwartet einen BIP-Rückgang von $-6,8\%$, verglichen mit $-3,9\%$ im März. Für 2010 fällt

Grafik 1.5
Rohwarenpreise



Quellen: Reuters, Thomson Datastream

Grafik 1.6
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

die Wachstumsprognose jedoch günstiger aus, was im Wesentlichen die Auswirkungen des zusätzlichen Konjunkturpakets widerspiegelt.

... und in den aufstrebenden Ländern Asiens

In China ging das Wachstum im ersten Quartal weiter zurück, auf 6,1% gegenüber dem Vorjahr. Dieser Rückgang ist auf einen negativen Basiseffekt zurückzuführen. Tatsächlich dürfte die chinesische Wirtschaft die Talsohle durchschritten haben. Die im Rahmen des massiven Konjunkturpakets für 2009 und 2010 geplanten und teilweise bereits umgesetzten Infrastrukturausgaben und staatlichen Konsumanreize zeigen zunehmend Wirkung. Die Industrieproduktion wächst und vorlaufende Indikatoren der verarbeitenden Industrie deuten darauf hin, dass sie weiter anzieht. Die Beschleunigung der Investitionen widerspiegelt sich im seit Jahresbeginn stark steigenden Kreditwachstum, wobei neue Kredite zunehmend in Infrastrukturprojekte fließen. Die Regierung beschloss Ende Mai weitere Stimulierungsmassnahmen in Form von Subventionen, die vor allem den Konsum von dauerhaften Gütern beleben sollen.

In den ostasiatischen Tigerstaaten Korea, Taiwan, Hongkong und Singapur fiel das BIP im ersten Quartal um durchschnittlich 7% gegenüber dem Vorjahr, verglichen mit -3,9% im Tiefpunkt der Asienkrise 1998. Der zyklische Tiefpunkt dürfte damit erreicht sein. Die Industrieproduktion hat sich seit Jahresbeginn erholt und bis April etwa die Hälfte des Niveauverlusts der zweiten Jahreshälfte 2008

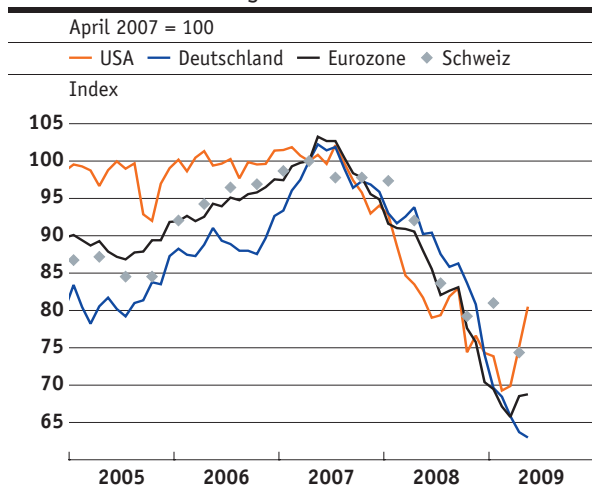
wettgemacht. Der fortgeschrittene Lagerabbau und steigende Aufträge in der Exportindustrie sollten in den nächsten Monaten eine weitere Normalisierung der Aktivität ermöglichen. Auch in diesen Ländern werden die schnelle Lockerung der Geldpolitik im Laufe des letzten Jahres und grosszügige Fiskalpakete die Konjunktur weiterhin stützen.

Markanter Rückgang der Konsumententeuerung

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerung der G7-Länder sank im April auf den tiefsten Wert seit mindestens drei Jahrzehnten (-0,1%). Dieser Rückgang war grösstenteils auf Basiseffekte bei den Energiepreisen und sinkende Inflationsraten bei den Nahrungsmittelpreisen zurückzuführen. Die Kerninflation, welche die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, gab demgegenüber kaum nach und liegt geringfügig unter dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Aufgrund der tiefen Wirtschaftsauslastung und anhaltender Basiseffekte bei den Energiepreisen ist bis zum Sommer mit einem weiteren Rückgang der Teuerung zu rechnen.

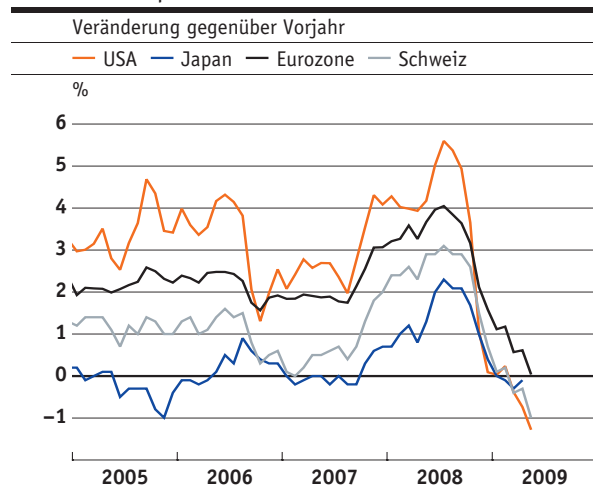
In den USA fiel die Jahresteuerung von 0,0% im Januar auf -0,7% im April und ist zum ersten Mal seit 1955 negativ. Gleichzeitig erhöhte sich die Kernteuerung leicht von 1,7% auf 1,9%. In der Eurozone sank die Jahresteuerung von 1,1% im Januar auf 0,6% im April, während die Kerninflation bei durchschnittlich 1,6% verharrte. In Japan ging die Jahresteuerung um 0,1 Prozentpunkte auf -0,1% zurück. Auch die Kernteuerungsrate rutschte

Grafik 1.7
Konsumentenstimmung



Quellen: SECO, Thomson Datastream

Grafik 1.8
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

weiter ab, auf $-0,4\%$. In den asiatischen Tigerstaaten fiel die Jahreststeuerung um über einen Prozentpunkt auf durchschnittlich $1,6\%$. In China fiel sie zum ersten Mal in sieben Jahren in den negativen Bereich ($-1,5\%$).

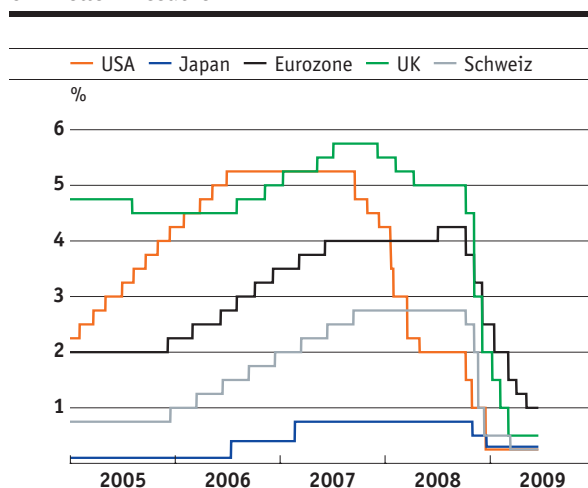
Geldpolitik bleibt expansiv

Angesichts der beträchtlichen Unterauslastung der Produktionskapazitäten und der schwachen Inflationsaussichten verfolgten die Zentralbanken weiterhin eine expansive Geldpolitik. Sie erweiterten zudem ihre Massnahmen zur Stützung der Geld- und Kapitalmärkte.

Das Fed beliess das Zielband für den Leitzins bei $0,0\%$ – $0,25\%$. Es weitete die Käufe von Asset-Backed Securities (mit Forderungsrechten besicherte Wertpapiere) aus, was zur Reduktion der Risikoprämien beitrug. Zusätzlich kündigte die amerikanische Zentralbank im März den Kauf von längerfristigen Staatsanleihen im Wert von bis zu 300 Mrd. USD an. Das Finanzministerium stellte auf Anfang Sommer den Kauf von toxischen Wertpapieren im Rahmen des Public-Private Investment Program in Aussicht. Die damit beabsichtigte Bilanzbereinigung soll die Banken zu einer verstärkten Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmungen bewegen.

Die EZB senkte den Hauptrefinanzierungssatz im April und Mai um je 25 Basispunkte auf $1,0\%$. Neben einer verlängerten Ausweitung der Palette notenbankfähiger Wertschriften bis Ende 2010 beschloss die EZB eine Ausdehnung der Laufzeit von Refinanzierungsoperationen auf zwölf Monate. Bisher nahm sie Operationen mit einer Laufzeit von bis zu sechs Monaten vor. Des Weiteren ergänzte sie ihre Geldpolitik um ein Instrument, indem sie Käufe von in Euro denominierten Covered Bonds (durch Hypotheken besicherte Anleihen) im Umfang von 60 Mrd. EUR (rund $0,6\%$ des BIP) ab Juli 2009 vornehmen wird. Die EZB unterstützt damit ein Segment des Finanzmarkts, das durch die Krise stark in Mitleidenschaft gezogen wurde. Die japanische Zentralbank beliess den Tagesgeldsatz bei $0,1\%$ und beschloss weitere Massnahmen zur Erleichterung der kurzfristigen Liquiditätsbeschaffung und Stabilisierung des Finanzsystems. Unter anderem erweiterte sie die Palette notenbankfähiger Sicherheiten um Staatsanleihen ausgewählter Länder. Die Zentralbanken vieler asiatischer Länder sind nach der schnellen Lockerung in den Vormonaten und ersten Anzeichen einer Stabilisierung der Aktivität zu einer Wartehaltung übergegangen.

Grafik 1.9
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Datastream

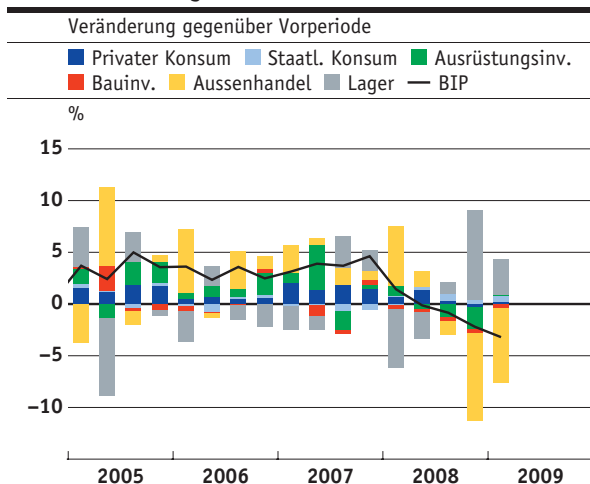
2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

In der Schweiz hat sich die Rezession in den ersten Monaten des Jahres deutlich vertieft. Dies kommt jedoch im für das erste Quartal geschätzten BIP-Rückgang nur begrenzt zum Ausdruck, da der starke Rückgang der Endnachfrage – insbesondere aus dem Ausland – erneut zu einem erheblichen Teil von einem Lageraufbau kompensiert wurde. Die Schweiz bildet in dieser Hinsicht eine klare Ausnahme: Die meisten ihrer Handelspartner verzeichneten im ersten Quartal einen negativen Wachstumsbeitrag dieser Nachfragekomponente.

Die konjunkturelle Verschlechterung zeigt sich in erster Linie in der raschen Abnahme der Kapazitätsauslastung in der verarbeitenden Industrie, in der weiterhin fallenden Wertschöpfung in der Finanz- und Versicherungsbranche sowie in wichtigen Arbeitsmarktindikatoren. So sind Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit seit Anfang des Jahres deutlich angestiegen.

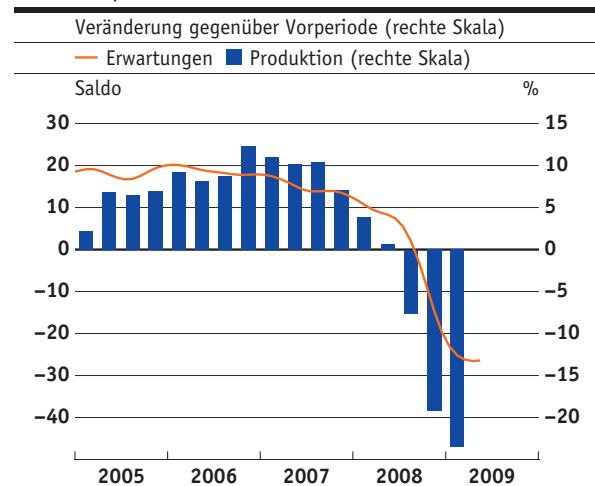
Auch die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten April bis Mai 2009 mit rund 180 Vertretern verschiedener Wirtschaftssektoren führten, vermitteln das Bild einer weiteren Verschlechterung der Wirtschaftslage. Nachdem die Krise zunächst vor allem die Exportwirtschaft und den Finanzsektor getroffen hatte, erfasste sie in den letzten Monaten zusehends auch die Binnenwirtschaft. Die Unterschiede blieben jedoch markant. Der Geschäftsgang der Exportwirtschaft ist nach wie vor klar schlechter als jener der auf die Binnenwirtschaft ausgerichteten Firmen. Gegliedert nach Branchen ist es die Investitionsgüterindustrie, die den stärksten Einbruch erlitt. Der Grossteil der Bauwirtschaft und des Detailhandels steht vergleichsweise gut da, obwohl auch diese Branchen deutlich an Schwung verloren haben. Die Aussichten werden von den meisten Gesprächspartnern als düster beurteilt. Mit einer Besserung der Lage in der zweiten Jahreshälfte rechnen nur wenige, und die Erwartungen für 2010 werden als sehr unsicher bezeichnet.

Grafik 2.1
Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

2.1 BIP-Entwicklung

Gemäss den provisorischen SECO-Schätzungen nahm das reale BIP im ersten Quartal 2009 gegenüber dem Vorquartal um 3,2% ab, nach -2,2% im vierten Quartal 2008. Damit lag es 2,4% unter dem Vorjahreswert.

Wie schon im Vorquartal war der Nachfrageeinbruch deutlich ausgeprägter als der BIP-Rückgang: Während die inländische Endnachfrage annähernd stagnierte, nahm die ausländische Nachfrage um 16,5% ab. Wie aus der Grafik 2.1 hervorgeht, wurde die BIP-Entwicklung erneut von einem stark positiven Wachstumsbeitrag der Lagerinvestitionen begünstigt.

Auf der Produktionsseite wirkte sich vor allem der verstärkte Wertschöpfungsrückgang im Finanzsektor (-18,5%), bei den Versicherungen (-17,2%) sowie im Gastgewerbe (-9,3%) negativ auf das BIP aus. In der verarbeitenden Industrie fiel die Abnahme der Wertschöpfung angesichts des Warenexporteinbruches mit -5,2% verhalten aus, was gemäss Umfragen zu einem zusätzlichen Lageraufbau führte. Positive Wachstumsbeiträge lieferten in erster Linie der Gross- und Detailhandel sowie die Produktion öffentlicher Dienstleistungen.

Reales BIP und Komponenten
Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2005	2006	2007	2008	2007			2008				2009
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Privater Konsum	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	3,1	2,5	1,2	2,2	0,5	-0,5	0,2
Staatlicher Konsum	1,0	-0,9	-1,1	0,0	-0,3	-5,7	-5,3	1,0	3,1	6,2	3,3	5,8
Anlageinvestitionen	3,8	4,7	5,4	-1,7	13,5	-10,2	4,0	2,1	-3,2	-7,6	-12,3	-1,6
Bau	3,5	-1,4	-1,5	-2,9	-11,0	-4,1	5,4	-4,4	-3,3	-4,9	-4,7	-4,1
Ausrüstungen	4,0	10,0	10,9	-0,8	35,3	-14,2	3,0	7,0	-3,2	-9,4	-17,5	0,3
Inländische Endnachfrage	2,2	2,0	2,5	0,7	4,5	-1,3	1,9	1,3	1,0	-0,8	-2,9	0,5
Inlandnachfrage	1,9	1,4	1,1	0,2	3,2	0,7	7,8	-5,8	-1,2	-2,7	10,1	9,3
Exporte total	7,3	9,9	9,4	2,3	1,1	5,7	7,2	3,3	10,6	-1,8	-30,7	-20,0
Güter	5,8	11,1	8,4	2,3	-5,2	4,3	4,2	5,8	14,6	-1,4	-34,0	-24,0
ohne EESKA ¹	6,5	11,2	8,3	2,0	-6,7	3,6	7,7	4,9	15,6	-8,0	-31,1	-19,4
Dienstleistungen	11,3	6,8	12,1	2,5	19,9	9,5	14,9	-2,7	0,8	-2,7	-21,2	-8,9
Gesamtnachfrage	3,7	4,3	4,1	1,0	2,4	2,6	7,6	-2,4	3,2	-2,3	-7,7	-2,2
Importe total	6,6	6,5	5,9	-0,2	-0,8	0,3	14,4	-10,2	10,8	-5,4	-18,7	-0,0
Güter	5,6	7,8	5,1	-0,4	-3,2	-2,1	12,8	-7,3	13,5	-6,5	-26,4	1,7
ohne EESKA ¹	5,3	7,4	6,7	-0,8	-4,1	0,7	7,4	-6,7	12,9	-6,4	-24,2	-1,8
Dienstleistungen	11,3	0,5	10,0	0,8	12,0	12,0	21,6	-22,2	-1,2	0,0	27,9	-6,2
BIP	2,5	3,4	3,3	1,6	3,9	3,7	4,6	1,4	-0,1	-0,8	-2,2	-3,2

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

2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

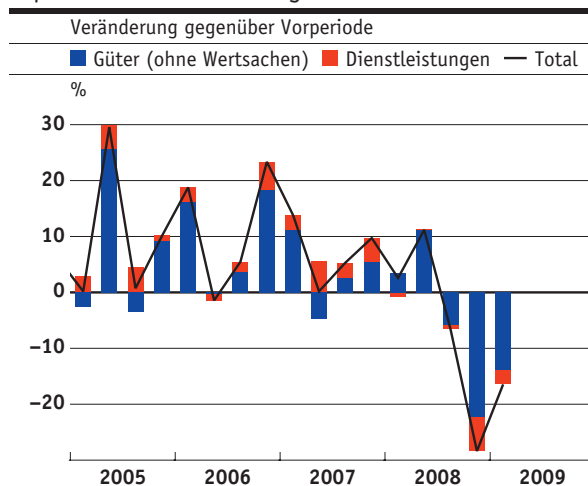
Anhaltender Exportrückgang

Nach dem historischen Einbruch der Exporte im vierten Quartal des vergangenen Jahres setzte sich der Rückgang bei den Waren- und Dienstleistungsexporten im ersten Quartal 2009 mit $-16,5\%$ (ohne Wertsachen) im Vergleich zur Vorperiode fort. Bei den Warenexporten (ohne Wertsachen) blieb der Absatz auf breiter Front rückläufig, sowohl geografisch als auch nach Gütergruppen. Einzig die chemische Industrie verzeichnete dank florierender Pharmaexporte nach Japan einen Zuwachs. Dagegen belastete die weltweit zunehmende Investitionszurückhaltung die Ausfuhr von Investitionsgütern; insbesondere der Export von Industrie- und Elektromaschinen ging im ersten Quartal verstärkt zurück. Weiter setzte sich der Abschwung bei den Vorleistungsgütern – vor allem der Metall- und Textilindustrie – ungebremst fort. Schliesslich verzeichneten die Uhrenexporte im zweiten Quartal in Folge einen Rekordrückgang und sanken damit innerhalb eines halben Jahres um etwa ein Viertel, auf das Niveau von 2003.

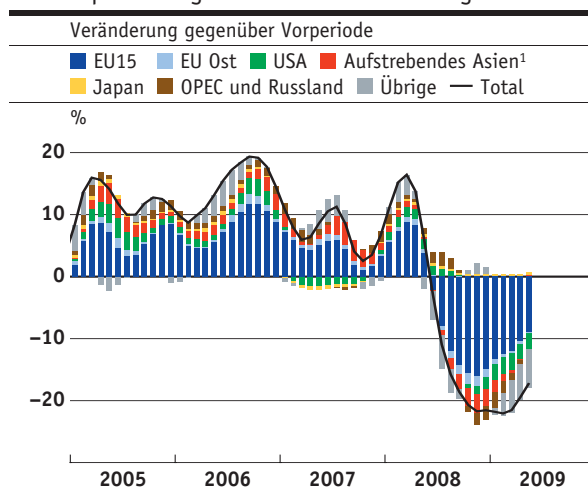
Auch die Dienstleistungsexporte konnten sich der anhaltenden Nachfrageschwäche nicht entziehen und gingen im Vergleich zur Vorperiode um $8,9\%$ zurück. Mit Ausnahme des Transithandels, der von wiedererstarzten Rohstoffpreisen profitierte, waren alle Sektoren vom Abschwung betroffen. So haben insbesondere die im ersten Quartal rückläufigen Aktienkurse das Kommissionsgeschäft der Banken mit ausländischen Kunden nochmals stark belastet. Erstmals seit Beginn der Krise verzeichneten auch die Tourismusexporte eine deutliche Abnahme; diese wird jedoch möglicherweise überzeichnet, da die Osterfeiertage im Unterschied zu 2008 nicht ins erste Quartal fielen.

Im April mehrten sich die Anzeichen einer Abschwungsverlangsamung, insbesondere dank spürbar stärkerer Konsumgüterexporte (mehrheitlich Pharmaprodukte). Der Rückgang bei den Vorleistungs- und Investitionsgütern setzte sich dagegen fort. Auf regionaler Ebene verzeichneten vor allem die Exporte in die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens eine deutliche Besserung, aber auch bei den Exporten in die anderen Regionen ist eine Abschwächung der negativen Dynamik erkennbar. Gemäss Umfragen der KOF/ETH erwarteten die exportorientierten Unternehmen im März/April einen weniger stark fallenden Bestellungseingang, was auf eine allmähliche Stabilisierung auf tiefem Niveau schliessen lässt.

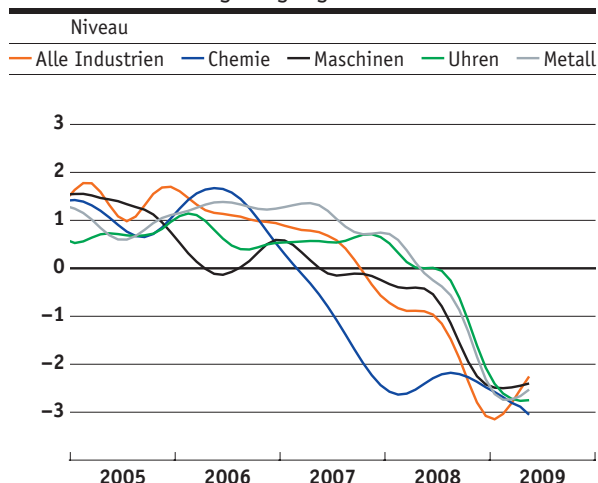
Grafik 2.3
Exporte: Wachstumsbeiträge



Grafik 2.4
Güterexporte: Regionale Wachstumsbeiträge



Grafik 2.5
Erwartete Bestellungseingänge



Grafik 2.3:
Quelle: SECO

Grafik 2.4:
1 Aufstrebendes Asien: China, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Südkorea, Taiwan, Vietnam
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV)

Grafik 2.5:
Quelle: KOF/ETH

Stagnerender Konsum

Dank dem Rückgang der Energiepreise profitieren die Haushalte zurzeit von einer günstigen Entwicklung der realen Einkommen. Die konjunkturellen Unsicherheiten dämpfen jedoch den Konsum. Insbesondere die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern und nach Dienstleistungen hat sich erheblich abgeschwächt.

Insgesamt stagnierte der private Konsum im ersten Quartal. Im Februar und März verzeichnete der Detailhandel schwache Resultate, und für das gesamte Quartal fielen die Ausgaben ebenfalls leicht tiefer aus als im vierten Quartal 2008. Während die Ausgaben für Lebensmittel und Getränke leicht stiegen, waren die anderen Komponenten zum Teil stark rückläufig. Auch weitere Konsumindikatoren ergeben ein eher negatives Bild: Die Neuzulassung von Personenwagen ging stark zurück, ebenso die inländische Nachfrage nach Hotelübernachtungen.

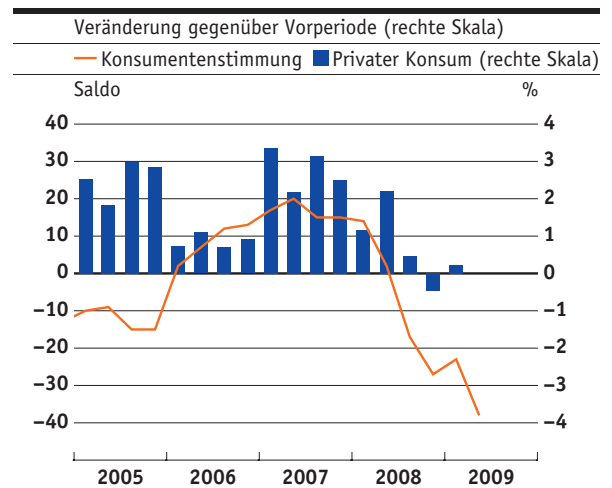
Weiter getrübt Ausblick

Das Konsumentenvertrauen schwächte sich im Frühling weiter ab: Im April fiel der vom SECO erhobene Index von -23 auf -38 Punkte. Dieser Rückgang widerspiegelt eine erneut schlechtere Einschätzung der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung. Parallel dazu hat sich auch die Sorge um den Arbeitsplatz weiter akzentuiert, so dass die Arbeitsplatzsicherheit erheblich schlechter eingestuft wird als noch zu Beginn des Jahres. Ferner bleiben negative Vermögenseffekte weiterhin bestehen. Unter diesen Umständen ist in den kommenden Quartalen mit einer zusätzlichen Abschwächung der Konsumausgaben zu rechnen.

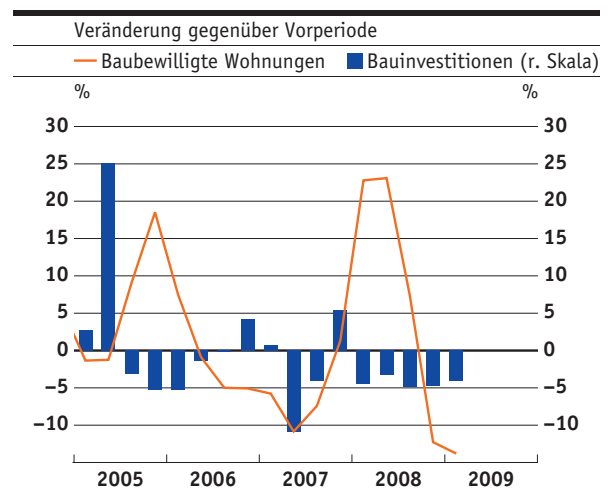
Widrige Wetterbedingungen dämpfen Bauinvestitionen

Gemäss SECO nahmen die Bauinvestitionen im ersten Quartal weiter ab (-4,1%). Dieser Rückgang ist aber vor allem auf den ausserordentlich kalten und schneereichen Winter zurückzuführen, welcher die Bauaktivität behinderte. Die Bautätigkeit liegt jedoch noch auf einem befriedigenden Niveau. Gemäss BFS stieg die Anzahl im Bau befindlicher Wohnungen im ersten Quartal weiter und erreichte damit den höchsten Stand seit dem Beginn der Erhebung im Jahr 1994. Ferner deuten die Umfragen auf relativ gute Auftragsbestände und eine zufriedenstellende Geschäftslage in der Bauindustrie hin. Wie aus der Grafik 2.8 ersichtlich wird, überträgt sich die geldpolitische Lockerung zunehmend auf den Hypothekarkreditmarkt. Insbesondere die Festhypotheken-

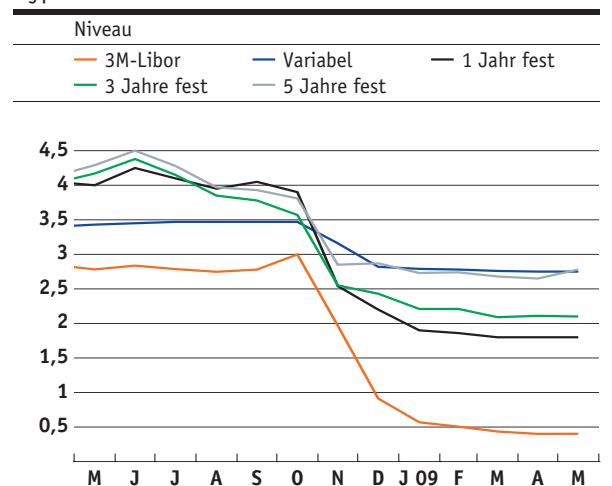
Grafik 2.6
Privater Konsum



Grafik 2.7
Bau



Grafik 2.8
Hypothekarzinsen und 3M-Libor



Grafik 2.6:
Quelle: SECO

Grafik 2.7:
Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.8:
Quelle: SNB

zinsen bildeten sich deutlich zurück. Die SNB erwartet, dass sich der Wohnbau dank günstiger Finanzierungsbedingungen und nur moderat steigender Baupreise beleben wird. Darüber hinaus dürften die fiskalpolitischen Massnahmen vor allem dem Tiefbau Auftrieb geben. Die SNB rechnet damit, dass diese positiven Effekte im Laufe des Jahres 2009 die gesamten Bauinvestitionen stützen und den Rückgang im stark konjunkturabhängigen Geschäftsbau mehr als ausgleichen werden.

Schwächere Nachfrage nach Ausrüstungsinvestitionen

Gemäss SECO-Schätzungen haben die Ausrüstungsinvestitionen im ersten Quartal nicht weiter abgenommen. Die den Indikatoren zugrundeliegende Tendenz spricht jedoch für eine weitere deutliche Abschwächung der Investitionsnachfrage. Abgesehen von der erhöhten Flugzeugeinfuhr sind die Nettoimporte der Investitionsgüter weitgehend rückläufig. Darüber hinaus hat die inländische Produktion von Investitionsgütern im ersten Quartal deutlich nachgelassen. Dies deutet darauf hin, dass sich die Unternehmen zurzeit mit ihren Investitionen stark zurückhalten. Das bestätigt zum einen die Kapazitätsauslastung in der Industrie, welche im ersten Quartal laut KOF-Umfrage mit nur noch 78% deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnitt liegt. Zum anderen sind die Unternehmen im Hinblick auf die zukünftigen Produktionspläne weiterhin pessimistisch.

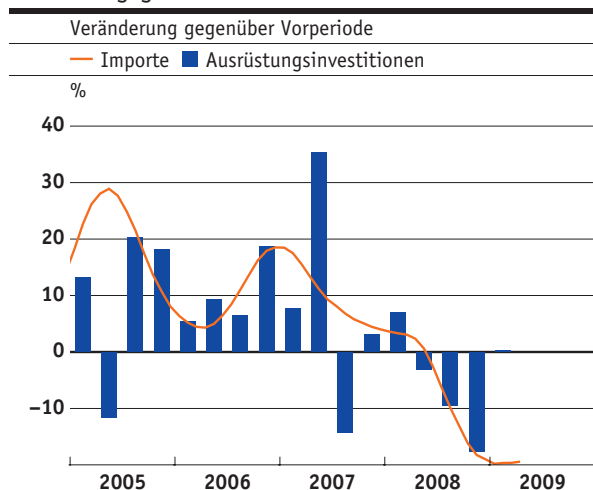
Nach oben verzerrte Importe

Bedingt durch Spezialeffekte beim Warenhandel (aussergewöhnlich hohe Einfuhr von Gold-

schmuck aus Vietnam sowie beträchtliche Flugzeugimporte) blieb der Importrückgang im ersten Quartal mit -2,9% (ohne Wertsachen) im Vergleich zur Vorperiode begrenzt. Sieht man von diesen Sondereffekten ab, entwickelten sich die Importe der meisten Warenkategorien jedoch schwach. Aufgrund der anhaltenden Krise in der Industrie schrumpften die Importe von industrierelevanten Vorleistungsgütern nochmals markant; der Importrückgang von Industrie- und Elektromaschinen verstärkte sich sogar. Daneben wurden aber auch im Bau- und Dienstleistungssektor weniger Investitionsgüter importiert. Bei den Konsumgütern verzeichneten insbesondere die Einfuhren von Automobilen, Unterhaltungselektronik, Haushaltswaren sowie Konfektionswaren grosse Einbussen. Aber auch die Importe von Pharmaprodukten und Uhren gingen spürbar zurück. Bei den Dienstleistungsimporten standen höhere nominale Ausgaben für Finanzdienstleistungen tieferen Auslagen für Tourismus- und Transportdienstleistungen gegenüber.

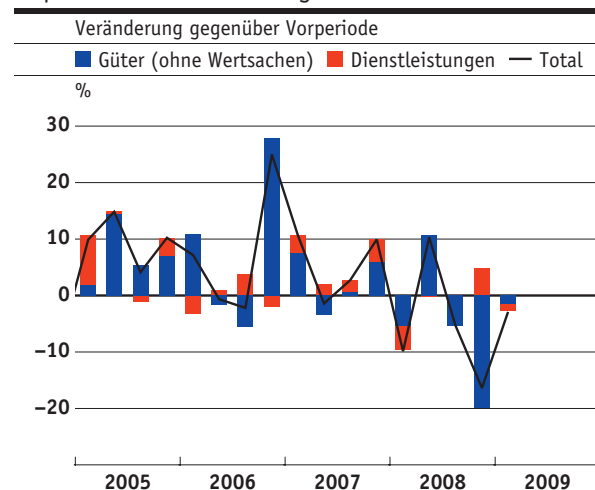
Im April zeigten die Warenhandelszahlen nach Wegfall des Spezialeffekts der Goldschmuckimporte einen schwachen Start ins zweite Quartal. So setzte sich der Rückgang der Industrie- und Elektromaschinenimporte in unvermindertem Ausmass fort. Allerdings zeigten sich bei den Investitionsgüterimporten insgesamt sowie bei den Halbfabrikaten Stabilisierungstendenzen. Diese fanden sich ebenfalls bei den Importen typischer Konsumgüter (Autos, Unterhaltungselektronik), während die Importe von Uhren und Uhrenbestandteilen weiter abwärts tendierten.

Grafik 2.9
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

Grafik 2.10
Importe: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

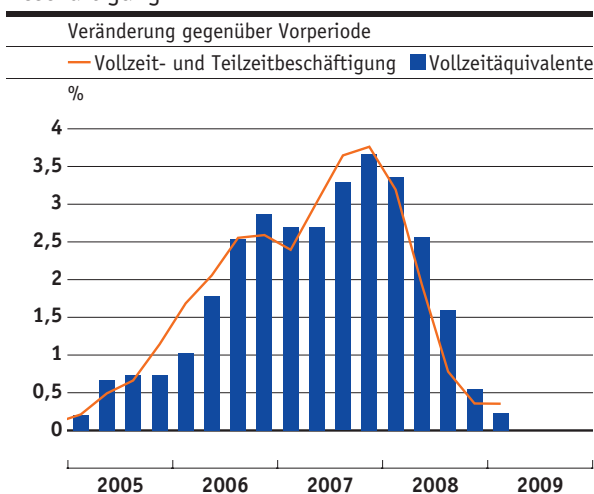
Heterogene Entwicklung der Beschäftigung

Etwas überraschend verzeichnete die Beschäftigungsstatistik keinen Rückgang der Arbeitsstellen im ersten Quartal 2009. Die Anzahl der vollzeitäquivalenten Arbeitsstellen nahm um 0,2% zu, nach 0,6% im vierten Quartal 2008. Zwischen den Branchen zeigten sich jedoch erhebliche Unterschiede. So nahm die Beschäftigung in der verarbeitenden Industrie sowie im Bausektor weiter ab. Im Dienstleistungssektor war die Entwicklung im Detailhan-

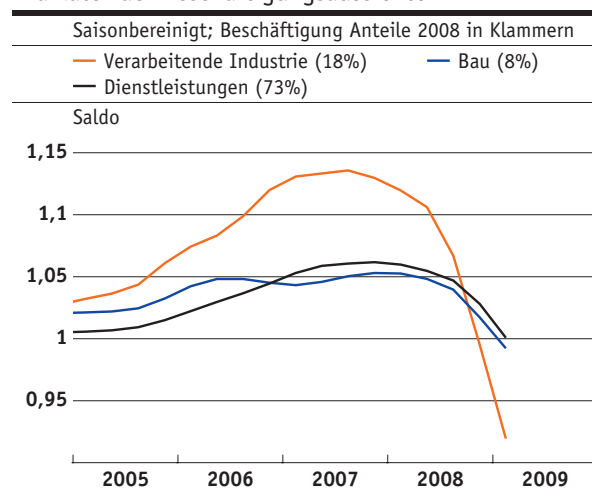
del und im Gastgewerbe ebenfalls rückläufig. Der Grosshandel, die Immobilienverwaltung, der Informatiksektor sowie das Gesundheitswesen schafften dagegen neue Arbeitsplätze.

Wie schon im Vorquartal signalisierten die meisten Firmen eine Abnahme der Schwierigkeiten, qualifizierte Arbeitskräfte einzustellen. Einzig der Gesundheitssektor und die öffentliche Verwaltung bildeten in dieser Hinsicht eine Ausnahme; sie waren mit anhaltenden Rekrutierungsschwierigkeiten konfrontiert.

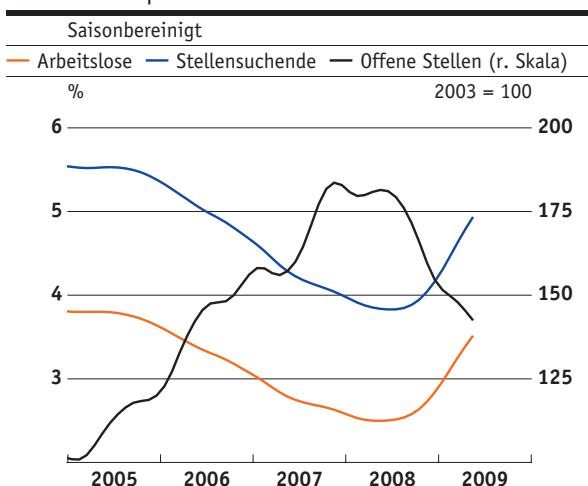
Grafik 2.11
Beschäftigung



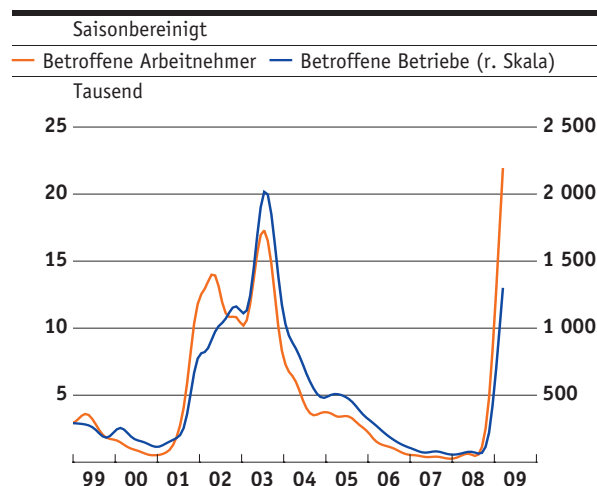
Grafik 2.12
Indikator der Beschäftigungsaussichten



Grafik 2.13
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafik 2.14
Kurzarbeit



Grafik 2.11:
Quelle: BFS

Grafik 2.12:
Quelle: BFS

Grafik 2.13:
Bei den regionalen Arbeitsämtern registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quelle: SECO

Grafik 2.14:
Quelle: SECO

Düstere Aussichten

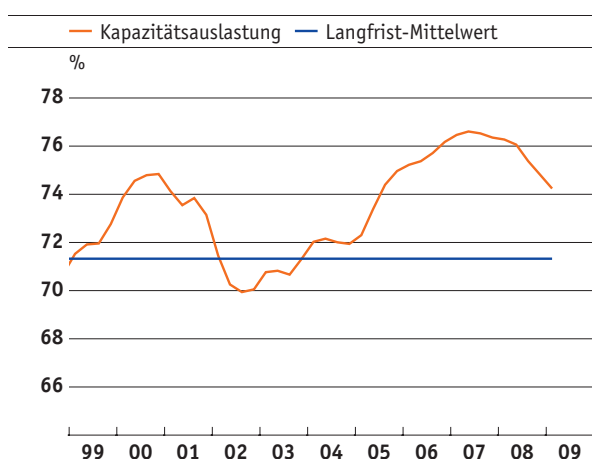
Der vom Bundesamt für Statistik erhobene Index der offenen Stellen bildete sich im ersten Quartal markant zurück. Die Arbeitsnachfrage wird sich in den kommenden Monaten weiter abschwächen: Die Beschäftigungsaussichten werden von den Firmen als signifikant schlechter eingestuft, wobei die verarbeitende Industrie der am stärksten betroffene Sektor bleibt. Die Aussichten haben sich jedoch auch im Dienstleistungssektor deutlich verschlechtert.

Rascher Anstieg der Erwerbslosigkeit

Die deutliche Verschlechterung der Arbeitsmarktlage lässt sich vor allem in der Entwicklung der Arbeitslosigkeit und der Kurzarbeit erkennen. Saisonbereinigt stieg die Arbeitslosenquote von 3,1% in Februar auf 3,5% im Mai an. Die Quote der Stellensuchenden, welche neben den eingeschriebenen Arbeitslosen auch diejenigen Personen umfasst, die an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einem Zwischenverdienst nachgehen, nahm von 4,5% auf 4,9% zu.

Neben dem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit war im ersten Quartal auch eine schlagartige Zunahme der Kurzarbeit zu beobachten. Zwischen Dezember und März hat sich die Anzahl Firmen, welche Kurzarbeit eingeführt haben, mehr als verdreifacht. Entsprechend stieg die Anzahl betroffener Arbeitnehmer von 8400 auf 22 000 an, was rund 0,5% der Erwerbspersonen entspricht.

Grafik 2.15
Kapazitätsauslastung Bau



Quelle: KOF/ETH

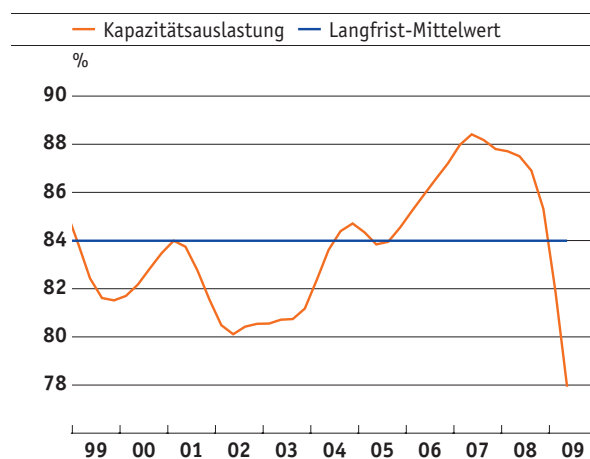
2.4 Kapazitätsauslastung

Die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage muss in der mittleren Frist im Gleichschritt mit dem gesamtwirtschaftlichen Angebot erfolgen, damit eine inflationäre oder deflationäre Entwicklung vermieden wird. Das Angebot, das durch die Verfügbarkeit von Kapital und Arbeitskräften sowie durch den technischen Fortschritt bestimmt wird, ist normalerweise in der kurzen Frist relativ starr. Nachfrageveränderungen 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.

Fallende Kapazitätsauslastung

Die Auslastung der technischen Kapazitäten ist im ersten Quartal 2009 weiter gesunken. Die verfügbaren Indikatoren, die von der KOF/ETH aufgrund von Umfrageergebnissen berechnet werden, zeigen, dass insbesondere in der Industrie die Kapazitätsauslastung weit unter ihrem historischen Mittelwert liegt (siehe Grafik 2.16). Im Vergleich zur Industrie sind die Kapazitäten in der Baubranche weiterhin besser genutzt. Hier liegt die Auslastung sogar geringfügig über dem historischen Durchschnitt. Allerdings ist der Anteil jener Unternehmen, die eine Beschränkung durch die verfügbaren technischen Kapazitäten und das Arbeitskräfteangebot melden, bereits unter den Durchschnitt gefallen.

Grafik 2.16
Kapazitätsauslastung Industrie



Quelle: KOF/ETH

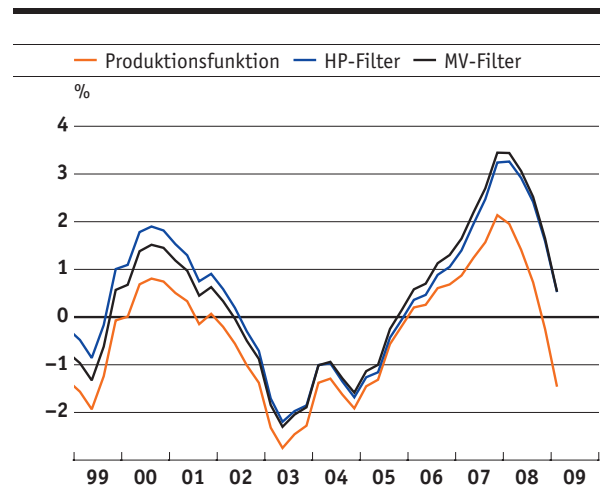
Negative Produktionslücke

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. Im Gegensatz zur Auswertung der technischen Kapazitätsauslastung berücksichtigt die Berechnung der volkswirtschaftlichen Produktionslücke auch die Arbeitsmarktlage und die Produktivität.

Im ersten Quartal 2009 hat sich die Produktionslücke weiter in den negativen Bereich geöffnet, der tatsächliche Output ist also tiefer unter den Potenzialoutput gefallen. Gemäss unserer geschätzten Produktionsfunktion (PF) betrug die Produktionslücke im ersten Quartal $-1,5\%$ des potenziellen Outputs (siehe Grafik 2.17). Alternative statistische Filtermethoden wie beispielsweise der Hodrick-Prescott Filter (HP) oder der Multivariate Filter (MV) weisen noch eine leicht positive Produktionslücke ($0,5\%$ des Potenzialoutputs) aus.

Da die Kapazitätsauslastung und die effektiven Arbeitsstunden in den kommenden Quartalen wahrscheinlich weiter zurückgehen werden, ist mit einer sich vergrössernden negativen Produktionslücke zu rechnen. Das Wachstum des Potenzialoutputs selber dürfte sich in den kommenden Jahren abschwächen. Dies spiegelt den erwarteten Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen sowie das schwächer wachsende Arbeitsangebot wider.

Grafik 2.17
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.5 Preise

Preisindex des Gesamtangebots weiterhin rückläufig

Der negative Druck, der von den Preisen des Gesamtangebots auf die Konsumentenpreise ausgeht, blieb in den letzten Monaten stark. Seit Sommer 2008 sind sowohl die Produzenten- als auch die Importpreise gegenüber dem jeweiligen Vormonat rückläufig. In den vergangenen Monaten hat sich der Rückgang der beiden Indizes jedoch etwas verlangsamt. Im Mai 2009 lagen die Produzenten- und Importpreise um 2,9% bzw. 8,9% unter dem Stand vor Jahresfrist. Bei den Importpreisen trugen alle Komponenten zu diesem Indexrückgang bei – am stärksten die Energie- und Vorleistungsgüter –, was zum Teil auf die vorübergehende Aufwertung des Schweizerfrankens zurückzuführen ist. Bei den Produzentenpreisen waren es neben den Energie- und Vorleistungsgütern hingegen nur die landwirtschaftlichen Güter, deren Preise innert Jahresfrist sanken, während sich die Preise der Konsum- und Investitionsgüter bis zuletzt leicht über dem entsprechenden Vorjahresniveau bewegten.

Deutlich negative Inflationserwartungen

Auf der Ebene der Konsumentenpreise wird der negative Preisdruck in den kommenden Monaten bestehen bleiben. Wie die Grafiken 2.19 und 2.20 zeigen, rechnen sowohl der Grosshandel als auch die verarbeitende Industrie mit abnehmenden Ein- und Verkaufspreisen. Die entsprechenden Erwartungsindikatoren liegen zurzeit auf dem tiefsten Niveau seit den 1970er Jahren.

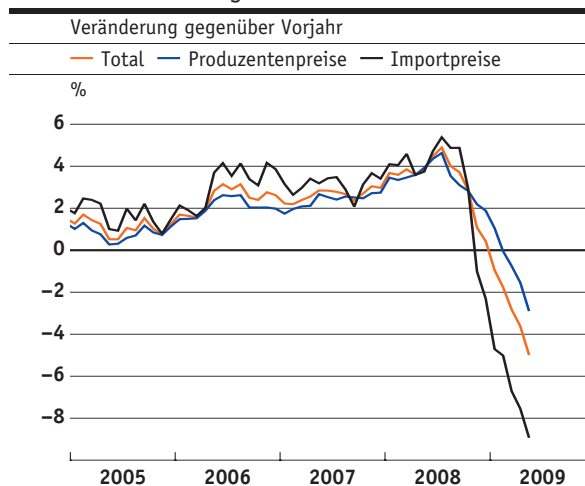
Rückläufiger Konsumentenpreisindex

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung verringerte sich zwischen Februar und Mai von 0,2% auf -1,0%. Dieser Rückgang war zu einem beträchtlichen Teil auf statistische Basiseffekte bei den Erdölprodukten zurückzuführen. Schliesst man diese aus, betrug die Teuerung im Mai noch 0,9% (Februar: 1,5%).

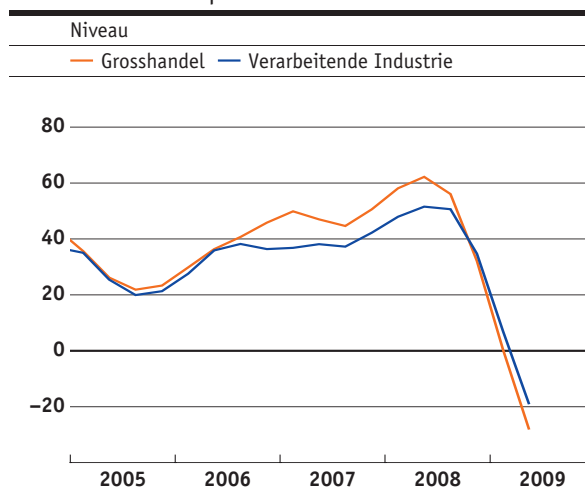
Stetiger Rückgang der Binnenteuerung

Die Teuerung inländischer Güter und Dienstleistungen sank von 1,7% im Februar auf 1,3% im Mai. Der Rückgang war in erster Linie auf tiefere Teuerungsraten bei den Mieten, den Mahlzeiten in Restaurants, den Pauschalreisen und im Flugverkehr zurückzuführen. Die Mieten lagen im Mai noch 2,8% über ihrem Vorjahresniveau, nach 3,5% im Februar. Die Teuerung privater Dienstleistungen unter Ausschluss von Mieten reduzierte sich von 1,4% im Februar auf 0,8% im Mai. Die Vorjahresteuerung inländischer Güter lag im Mai hingegen 0,1 Pro-

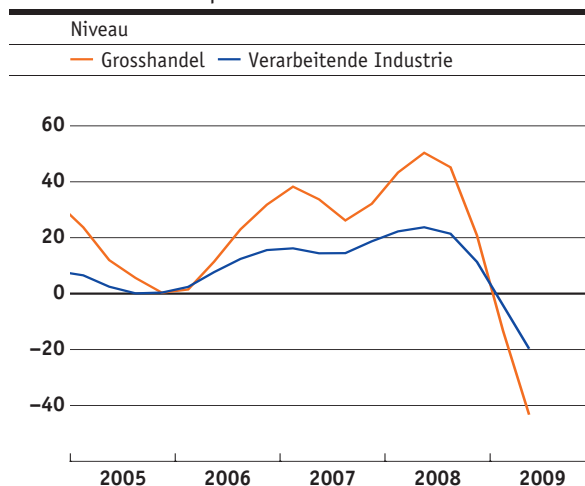
Grafik 2.18
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.19
Erwartete Einkaufspreise



Grafik 2.20
Erwartete Verkaufspreise



Grafik 2.18:
Quelle: BFS

Grafiken 2.19 und 2.20:
Quelle: KOF/ETH

zeitpunkte höher als im Februar (1,2%), was teilweise auf gestiegene Preise für Elektrizität zurückzuführen war.

Negative importierte Teuerung

Der Erdölpreis erreichte im Februar 2009 mit durchschnittlich 43 USD/Fass den tiefsten Stand seit Dezember 2004 und stieg daraufhin auf 57 USD/Fass im Mai an. Aufgrund der schwachen Nachfrage fand nur eine teilweise Überwälzung auf

die Konsumentenpreise der Erdölprodukte statt. Die Vorjahresteuerraten werden in dieser Kategorie somit weiterhin durch statistische Basiseffekte dominiert, die erst ab Mitte des Jahres allmählich verschwinden werden. Damit fiel die Jahresteuerrate der Erdölprodukte trotz des jüngsten Preisanstiegs von -23,9% im Februar auf -34,2% im Mai. Die Teuerung der übrigen importierten Güter und Dienstleistungen bildete sich im gleichen Zeitraum ebenfalls von 1,4% auf 0,5% zurück.

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

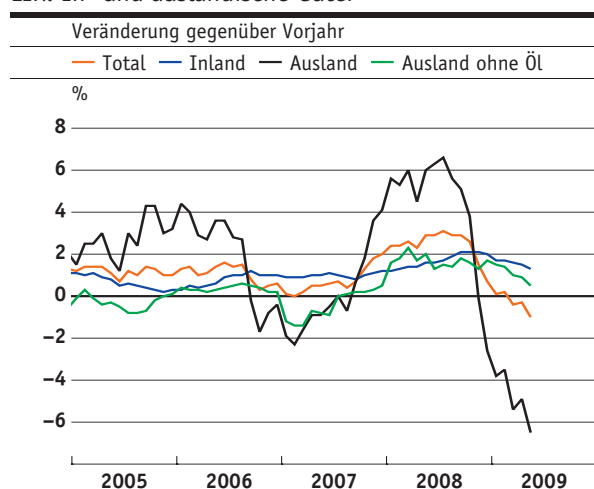
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2008		2009		2009			
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April	Mai
LIK total	2,4	3,0	1,6	-0,0	0,2	-0,4	-0,3	-1,0
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,7	1,9	2,1	1,7	1,7	1,6	1,5	1,3
Güter	1,7	1,6	1,9	1,2	1,2	1,2	0,9	1,3
Dienstleistungen	1,7	2,0	2,1	1,8	1,8	1,7	1,7	1,3
private Dienstleistungen ohne Mieten	1,4	1,8	1,9	1,3	1,4	1,1	1,0	0,8
Mieten	2,4	2,7	3,0	3,3	3,5	3,5	3,5	2,6
öffentliche Dienstleistungen	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8
Ausländische Güter und Dienstleistungen	4,3	5,8	0,3	-4,2	-3,5	-5,4	-4,9	-6,5
ohne Erdölprodukte	1,7	1,6	1,6	1,3	1,4	1,0	0,9	0,5
Erdölprodukte	17,8	27,8	-5,0	-27,2	-23,9	-31,5	-29,1	-34,2

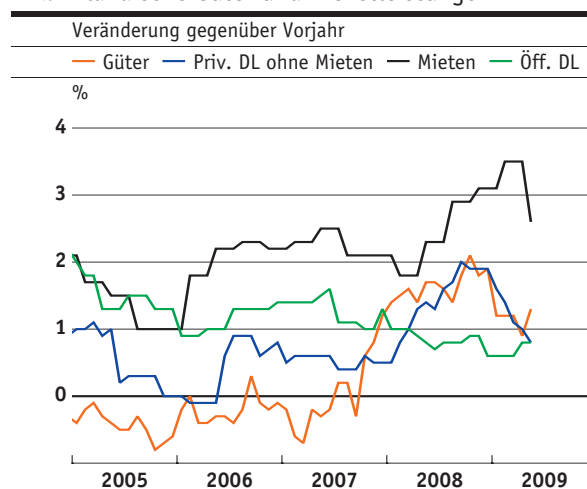
Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.21
LIK: In- und ausländische Güter



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.22
LIK: Inländische Güter und Dienstleistungen



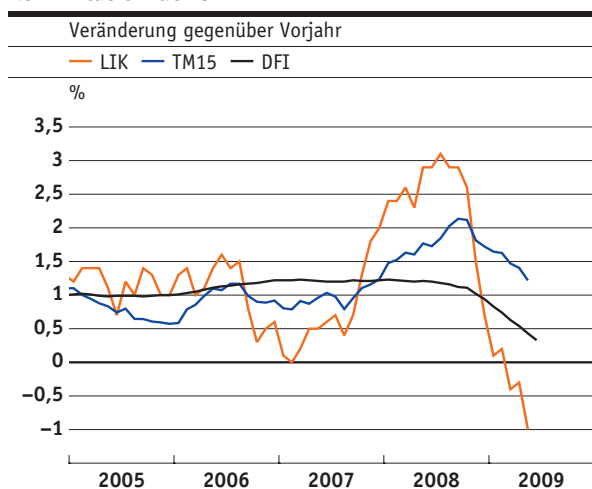
Quellen: BFS, SNB

Kerninflationsraten weiterhin leicht rückläufig

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristigen Schwankungen, welche die Sicht auf die allgemeine Grundteuerung verstellen können. Aus diesem Grund werden sogenannte Kerninflationsraten berechnet, die die Grundtendenz der Preisentwicklung abbilden sollen. Die SNB berechnet zwei Messgrössen der Kerninflation (Grafik 2.23). Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat die 15% der Güterpreise mit der höchsten und die 15% mit der tiefsten Jahresänderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen. Demgegenüber berechnet die Dynamic Factor Inflation (DFI) die Grundteuerung anhand einer Vielzahl von realwirtschaftlichen Daten, Finanzmarktindikatoren und monetären Variablen. Die beiden Kerninflationsraten des BFS (Grafik 2.24) schliessen in jeder Periode die gleichen preisvolatilen Güter aus dem Warenkorb aus. 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 von der SNB als getrimmter Mittelwert berechnete Kerninflationsrate reduzierte sich zwischen Februar und Mai von 1,6% auf 1,2%. Gleichzeitig fielen die Kerninflationsraten des BFS um 0,5 und 0,6 Prozentpunkte auf 0,8% und 1,0%. Trotz der noch deutlich positiven Teuerungsraten dieser Kerninflationsmasse dürfte sich die Grundteuerungstendenz aufgrund des negativen Teuerungsdrucks in der vorgelagerten Wertschöpfungskette sowie der schwachen Endnachfrage verstärkt zurückgebildet haben. Dies signalisiert auch die DFI, die zwischen Februar und Mai von 0,7% auf 0,4% gesunken ist.

Grafik 2.23
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

2.6 Realwirtschaftliche Aussichten

Gebremster Abschwung im Ausland

Die SNB geht von einer Fortsetzung der beobachteten Besserung im Ausland aus. Die USA und Japan dürften in der zweiten Jahreshälfte positive Wachstumsraten verzeichnen, während sich die Produktion in der Eurozone stabilisieren dürfte. Da die erwarteten Wachstumsraten deutlich unter dem Potenzialwachstum liegen, wird sich die negative Produktionslücke in den genannten Wirtschaftsräumen weiter vergrössern.

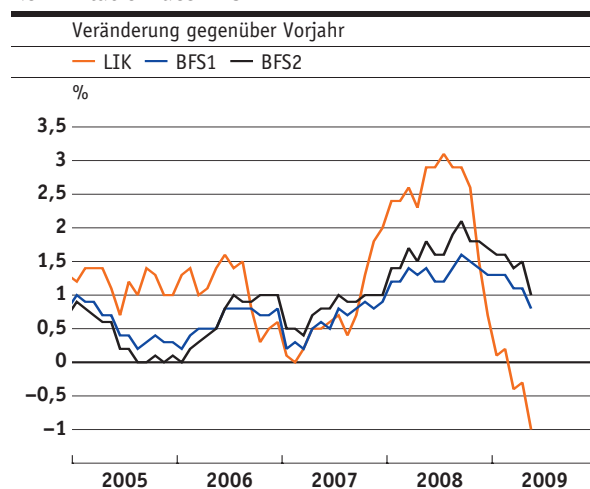
Rückläufige Inlandnachfrage

Unter diesen Umständen kann in der Schweiz mit einer allmählichen Stabilisierung der Warenexporte gerechnet werden. Die Bauinvestitionen dürften sogar eine leichte Belebung erleben. Für die übrigen Komponenten der inländischen Endnachfrage wird dagegen eine weitere Abschwächung erwartet. Der Einbruch der Kapazitätsauslastung wird wahrscheinlich zu einem Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen führen. Ferner könnten die schlechte Arbeitsmarktlage und höhere Zwangsabgaben den privaten Konsum schwächen.

Die Lagerentwicklung könnte das Profil des BIP-Wachstums kurzfristig entscheidend beeinflussen. So dürfte der Lagerabbau das Wachstum im zweiten Quartal belasten. Mittelfristig ist jedoch auch in der Schweiz mit einer allmählichen Besserung zu rechnen.

Für das gesamte Jahr 2009 geht die SNB für die Schweiz weiterhin von einem BIP-Rückgang um 2,5%–3,0% aus.

Grafik 2.24
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

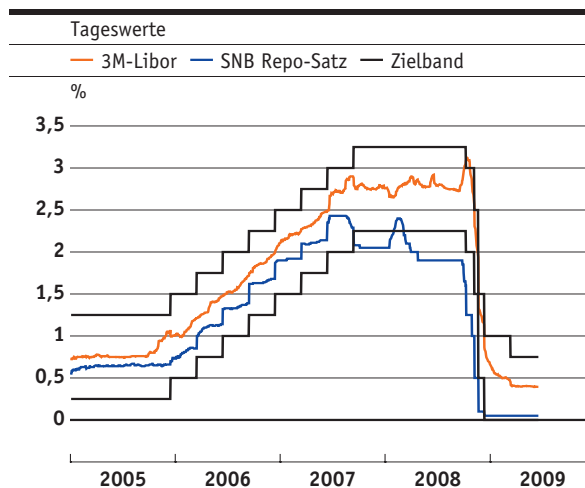
Die im Winterhalbjahr 2008/09 eingetretene massive Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage, die deutlich gestiegenen Deflationsrisiken, die verschärften Finanzierungsbedingungen für Unternehmen am Kapitalmarkt und die Gefahr einer sich fortsetzenden Frankenaufwertung veranlassten die SNB, die Liquiditätsversorgung der Schweizer Wirtschaft weiter substanziell zu erhöhen. An der Lagebeurteilung vom März beschloss sie eine Senkung des Zielbandes für den 3M-Libor um 25 Basispunkte auf 0–0,75%. Weiter kündigte sie an, sie werde vermehrt längerfristige Repo-Geschäfte mit den Banken abschliessen, Schweizerfranken-Obligationen privater schweizerischer Schuldner erwerben und Devisenkäufe tätigen, um eine weitere Aufwertung des Schweizerfrankens gegenüber dem Euro zu verhindern.

Dieses Bündel von Massnahmen trug zu einem deutlichen Rückgang der Zinssätze und Risikoprämien am Interbankenmarkt bei. Während sich der 3M-Libor in Franken bei 40 Basispunkten einpendelte, verringerte sich die an der Differenz zwischen dem 3M-Libor und dem OIS gemessene Risikoprämie, die im ersten Quartal noch bei rund 0,46 Prozentpunkten gelegen hatte, im Verlaufe des zweiten Quartals auf 0,34 Prozentpunkte. Gleichzeitig konnte der Aufwertungs-trend des Frankens gegenüber dem Euro wirkungsvoll eingedämmt und die Euro-Franken-Volatilität deutlich verringert werden.

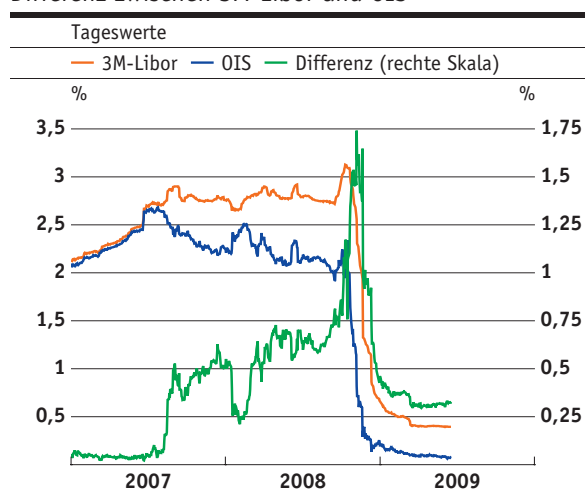
In anderen Ländern haben die von den Zentralbanken ergriffenen Massnahmen ebenfalls zu einer Entspannung an den Finanzmärkten beigetragen. Die Risikoprämien an den Geldmärkten gingen deshalb fast überall deutlich zurück.

Die Zentralbanken arbeiteten weiterhin eng zusammen, um den globalen Finanzmärkten grössere Stabilität zu verleihen. Zusammen mit der Bank of England, der Europäischen Zentralbank (EZB), dem Federal Reserve System (Fed) und der Bank of Japan kündigte die SNB am 6. April 2009 eine Swap-Vereinbarung an, die dem Fed die Versorgung von US-Finanzinstituten mit Liquidität in Fremdwährungen ermöglicht. Die neue, zeitlich begrenzte Devisen-swap-Vereinbarung erlaubt es dem Fed, bei Bedarf Liquidität in Schweizer Franken bis zu einem Betrag von 40 Mrd. Franken gegen US-Dollar zu beziehen.

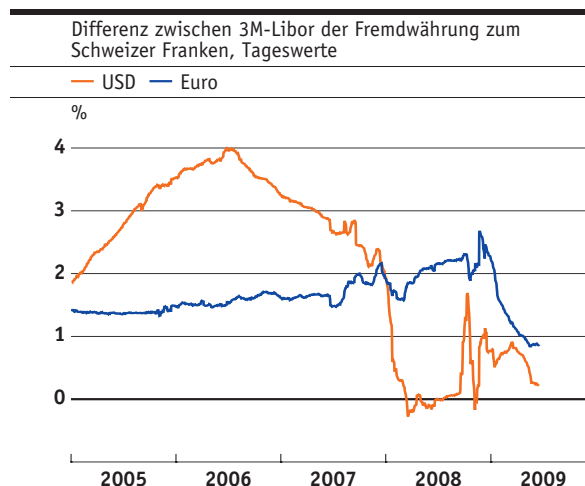
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Grafik 3.3
Differenzen internationaler Kurzfristzinsen



Grafiken 3.1 und 3.3:
Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.2:
Quellen: Bloomberg, Reuters

Die SNB emittierte wöchentlich SNB Bills in Schweizer Franken, um gezielt Frankenliquidität abzuschöpfen. Seit der Lagebeurteilung vom 12. März 2009 wurden nur noch SNB Bills mit einer Laufzeit von 7 Tagen platziert. Durch SNB Bills Auktionen wurden im April bzw. im Mai 2009 im Durchschnitt CHF 16 Mrd. bzw. CHF 25 Mrd. abgeschöpft. Die volumengewichtete Durchschnittsrendite pro Auktion schwankte zwischen 0,007% und 0,016%.

Im Rahmen der Finanzierung des Darlehens an den SNB StabFund emittierte die SNB weiterhin jeden zweiten Montag eigene Schuldverschreibungen in US-Dollar. Die SNB USD Bills wurden mit Laufzeiten von 28, 84 und 168 Tagen angeboten. Das Interesse an der Zeichnung von SNB USD Bills wurde zunehmend grösser, insbesondere für die längerfristigen Laufzeiten. Der Spread zwischen der jeweiligen Rendite der SNB USD Bills und den entsprechenden US-Dollar Treasury Bills lag seit März 2009 im Durchschnitt zwischen 25 und 40 Basispunkten je nach Laufzeit. Das ausstehende Volumen von SNB USD Bills erreichte per 10. Juni 2009 mit rund USD 15 Mrd. einen neuen Rekordwert.

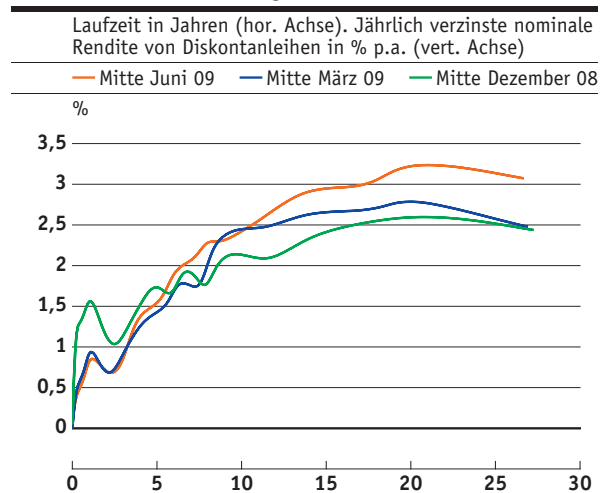
Anstieg der langfristigen Zinsen

Die Zinsen für kurze Laufzeiten gaben sowohl in der Schweiz als auch weltweit nach. Die langfristigen Zinsen für Staatsanleihen tendierten dagegen höher. Seit der letzten Lagebeurteilung stieg die Rendite der 10-jährigen Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft von 2,26% auf 2,49% Mitte Juni. Dieser Anstieg kann als erstes Anzeichen einer Konjunkturerholung und gesteigener Inflationserwartungen interpretiert werden. Die gegenläufige Zinsbewegung bei kurzfristigen und langfristigen Anleihen führte zu einer steileren Renditekurve.

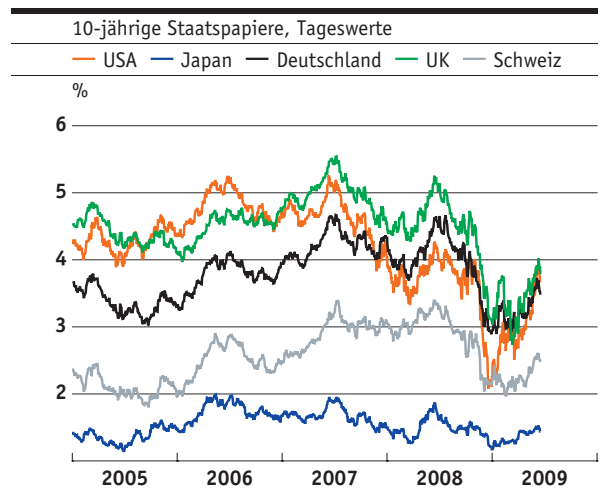
Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen verbesserten sich. Nach dem Konkurs von Lehman Brothers hatten insbesondere die Renditen von riskanteren Unternehmensanleihen angezogen. Seit der letzten Lagebeurteilung fielen die Renditen von Schweizer Unternehmensanleihen wieder. Sie liegen aber nach wie vor über dem Niveau der letzten Jahre. Der Renditerückgang ist vor allem bei Unternehmensanleihen mit niedrigem Rating zu beobachten. Die Ankäufe von Schweizerfranken-Obligationen durch die SNB haben zu einer Reduktion der Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von privaten Schuldner beigesteuert.

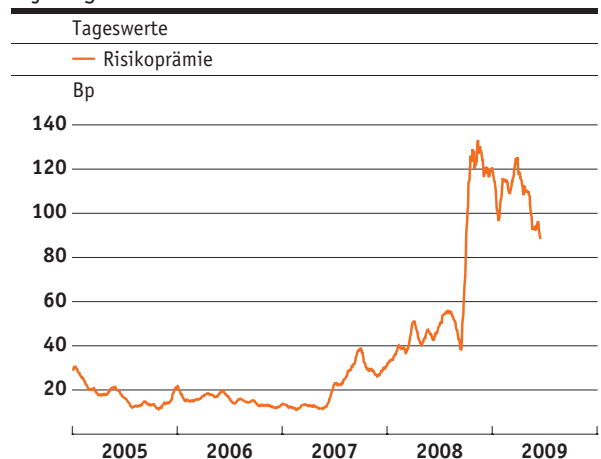
Grafik 3.4
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.5
Internationale Zinssätze



Grafik 3.6
Aggregierte Kreditrisikoprämie von Anleihen
5-jähriger Laufzeit



Grafiken 3.4 und 3.6:
Quelle: SNB

Grafik 3.5:
Quellen: SNB, Thomson Datastream

Leichte Erhöhung 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 3M-Libor und dem über den gleichen Zeitraum erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen dem Durchschnitt der Prognosen verschiedener Modelle entsprechen. Der so gemessene Realzins lag im ersten Quartal 2009 bei 0,15%, ein wenig höher als im Vorquartal. Die Stabilisierung auf tiefem Niveau widerspiegelt einen tieferen 3M-Libor, der durch tiefere Inflationserwartungen kompensiert wurde.

Auf verminderte Inflationserwartungen in der kurzen Frist deutet auch die vom SECO im Mai veröffentlichte Haushaltsumfrage zur Konsumentenstimmung hin. Der Anteil der Befragten, die einen Preisrückgang in den kommenden zwölf Monaten erwarteten, blieb im Vergleich zum Vorquartal bei ca. 30% konstant. Zudem stieg der Anteil der Befragten, die mit stabilen Preisen rechneten, von 35% auf 40%.

Die mittelfristigen Inflationserwartungen stiegen leicht, was zu einem Rückgang der realen Zinssätze mit mittelfristigen Fälligkeiten führte. Der dreijährige Realzins lag im ersten Quartal 2009 bei 0,7%. Das Realzinsniveau ist im historischen Vergleich auch für mittlere Laufzeiten tief und wirkt stimulierend auf die Wirtschaft.

3.2 Wechselkurse

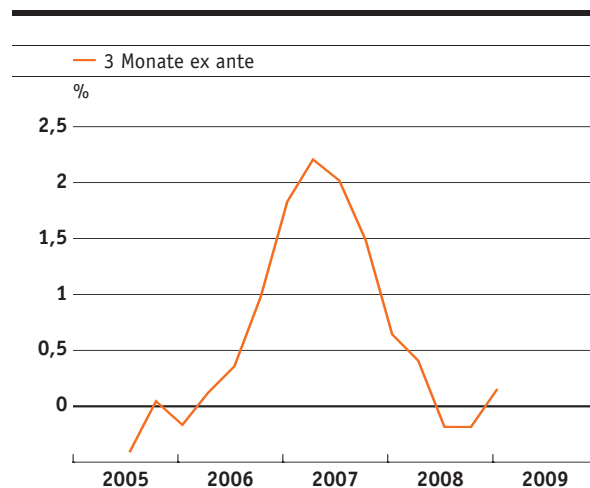
Schwächerer Dollar bei anhaltender Volatilität

Die Devisenmärkte waren weiterhin volatil. Der US-Dollar schwächte sich seit der letzten Lagebeurteilung im Zuge der verbesserten Lage an den Finanzmärkten gegenüber dem Euro um 9% ab. Er liegt aber noch rund 6% über dem Durchschnittskurs des Jahres 2008 (Grafik 3.9).

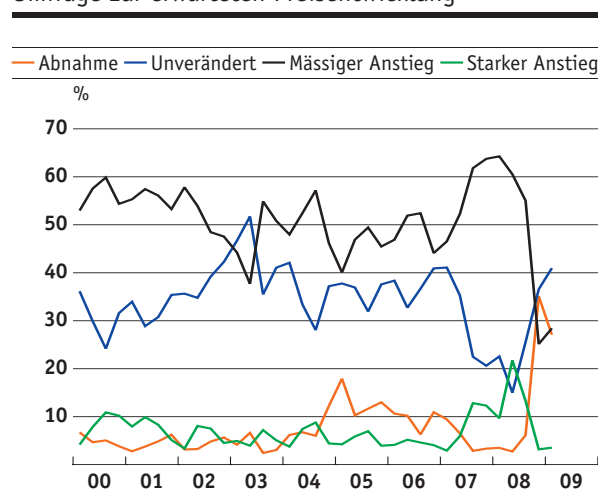
Intervention schwächt den Franken

Am Tag der Lagebeurteilung vom 12. März schwächte sich der Franken gegenüber dem Euro schlagartig ab; danach festigte er sich etwas (Grafik 3.9). Die Entwicklung des Franken-Euro-Kurses war geprägt von Interventionen der SNB zur Verhinde-

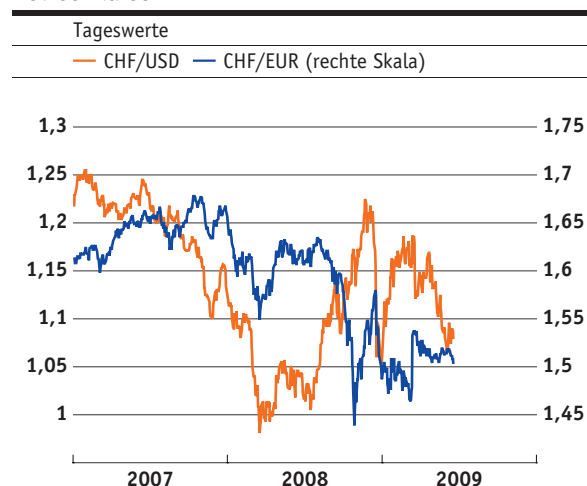
Grafik 3.7
Geschätzter Realzinsatz



Grafik 3.8
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafik 3.9
Devisenkurse



Grafiken 3.7 und 3.9:
Quelle: SNB

Grafik 3.8:
Quellen: SECO, SNB

zung einer weiteren Frankenaufwertung. Der Franken verlor zum Euro seit der letzten Lagebeurteilung 2%. Er lag aber Mitte Juni immer noch 5% höher als im Vorjahr.

Die Abschwächung gegenüber dem Euro seit März wurde durch eine anhaltende Aufwertung des Frankens gegenüber dem US-Dollar wettgemacht. Der handelsgewichtete nominale Frankenkurs notierte im Mai praktisch unverändert gegenüber der letzten Lagebeurteilung (Grafik 3.10). Seit Beginn der Krise im August 2007 beläuft sich der Gewinn des Frankens aber immer noch auf rund 10%.

Langfristig stabiler realer Aussenwert

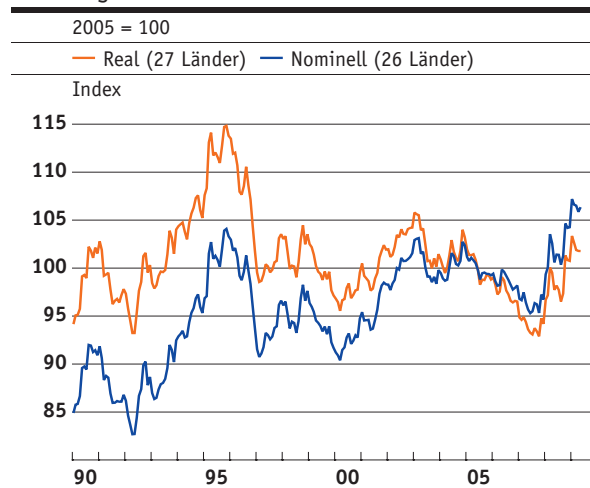
Der in Grafik 3.10 abgebildete relativ stabile Verlauf des handelsgewichteten realen Aussenwerts deutet an, dass die Bewegungen des nominellen Wechselkurses die Teuerungsunterschiede über einen längeren Zeitraum tendenziell ausglich (relative Kaufkraftparität).

Expansivere monetäre Bedingungen

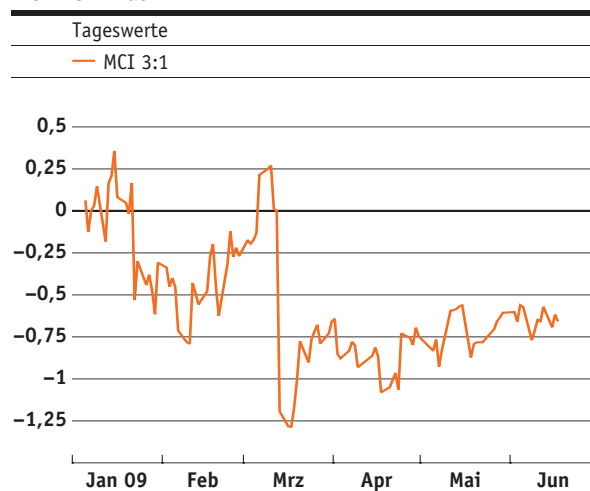
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor und den exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. Der Index wird jeweils unmittelbar nach der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt.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

Die Abschwächung des Frankens bei nur geringen Veränderungen des 3M-Libor seit der letzten Lagebeurteilung hat zu einem leichten Rückgang des MCI geführt, was einer geldpolitischen Lockerung entspricht.

Grafik 3.10
Handelsgewichteter Aussenwert des Frankens



Grafik 3.11
MCI nominal



Grafik 3.10:
Quelle: BIZ

Grafik 3.11:
Quelle: SNB

3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

Aktien, Rohwaren und Immobilien sind Vermögensanlagen, 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.

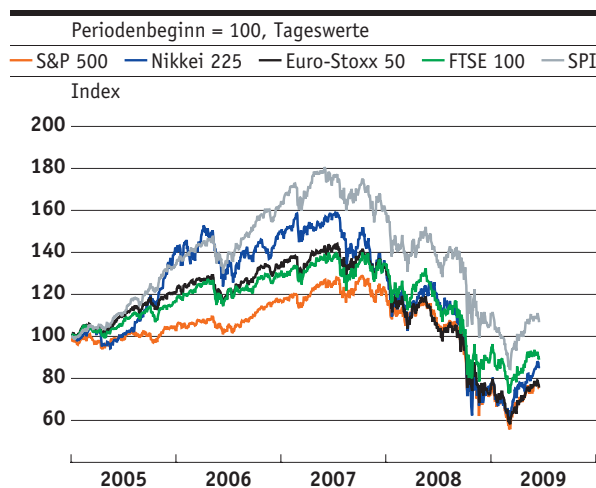
Erholung auf den Aktienmärkten

Die Aktienmärkte entwickelten sich im zweiten Quartal 2009 deutlich positiv. Seit der Lagebeurteilung vom März stieg der Swiss Performance Index (SPI) bis Mitte Juni um 18%. Der Standard & Poor's 500 (S&P) und der Dow Jones EURO STOXX (DJ Euro) legten rund 20% zu. Die Kursentwicklung kompensierte die Verluste von Anfang Jahr.

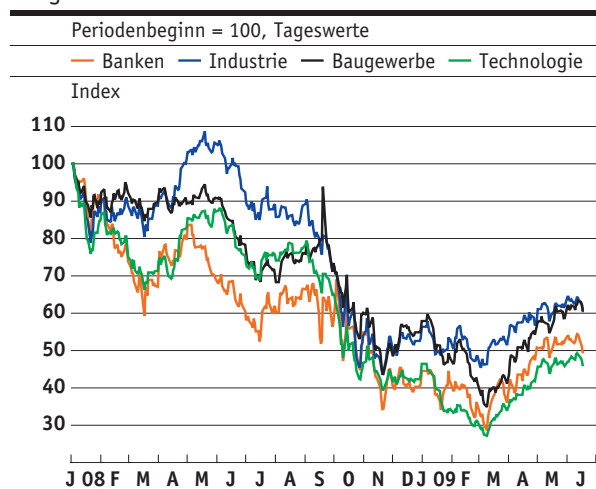
Die am VIX-Index gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten nahm ab. Der Index bildete sich seit der letzten Lagebeurteilung von rund 41% auf 31% zurück. Dies kann als Abnahme der Risikoaversion und als Hinwendung zu einem risikofreudigeren Verhalten gedeutet werden. Auch nach dem jüngsten Rückgang ist der VIX-Index im historischen Vergleich aber nach wie vor sehr hoch.

Unabhängig von ihrer Grösse haben Schweizer Unternehmen vom Aufwärtstrend an der Börse profitiert. Die Aktienkurse der grosskapitalisierten Unternehmen stiegen um 15%, während die Kurse der mittleren und kleinen Unternehmen um 24% bzw. 21% zulegten. Eine Betrachtung nach Sektoren zeigt aber, dass die Erholung am Schweizer Aktienmarkt nicht breit abgestützt war. Seit Mitte März 2009 schnellten vor allem die Bankentitel und jene von Technologieunternehmen in die Höhe.

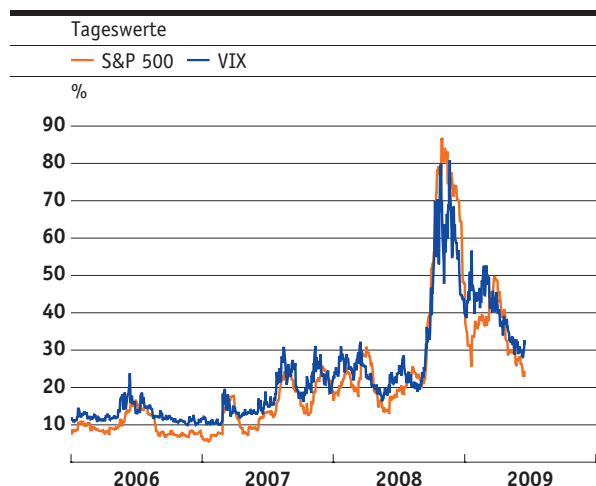
Grafik 3.12
Aktienkurse



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

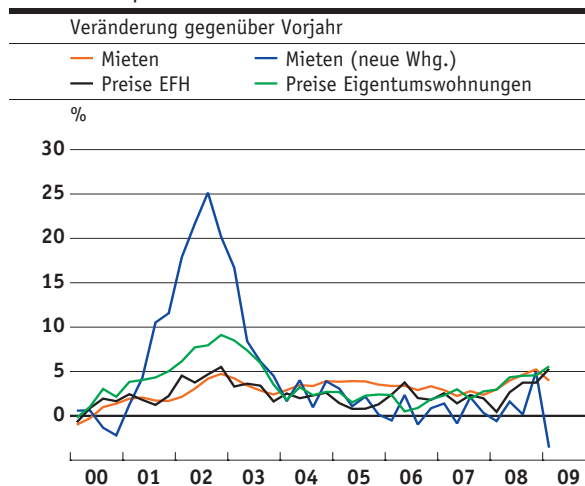
Markante Verteuerungen an den Rohwarenmärkten

Die Rohwarenpreise entwickelten sich ähnlich wie die Aktienbewertungen. Verschiedene Rohwaren haben jüngst neue Jahreshöchstpreise erzielt. Seit der Lagebeurteilung vom März stand der Preisanstieg insbesondere bei Energieträgern im Vordergrund. Der Erdölpreis in Dollar erhöhte sich um 52%. Dank der Aufwertung gegenüber dem Dollar fiel der Anstieg der Erdölnotierungen in Franken zwar schwächer aus, betrug aber immer noch 46%.

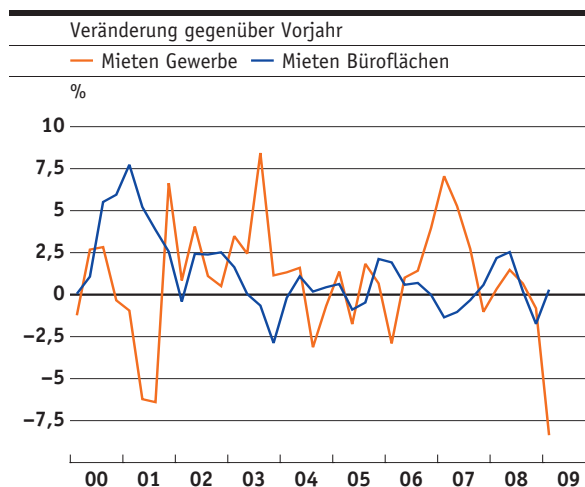
Uneinheitliche Tendenzen am Immobilienmarkt

Im ersten Quartal zeigten die Immobilienpreise uneinheitliche Tendenzen. Im Vorjahresvergleich legten die Immobilienpreise im Grossen und Ganzen deutlich zu. Die Preise für Eigentumswohnungen stiegen um 5,4%, diejenigen für Einfamilienhäuser um 5,1%, und die Wohnungsmieten erhöhten sich um 3,9%. Die Mieten bei Wohnungs-Erstvermietungen, welche die Marktkräfte besser abbilden, gingen dagegen um 3,6% zurück, und jene im gewerblich genutzten Bereich fielen sogar um 8,7%. Die Büromieten waren praktisch unverändert.

Grafik 3.15
Immobilienpreise und -mieten



Grafik 3.16
Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Grafiken 3.15 und 3.16:
Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

Wachstum der Geldaggregate

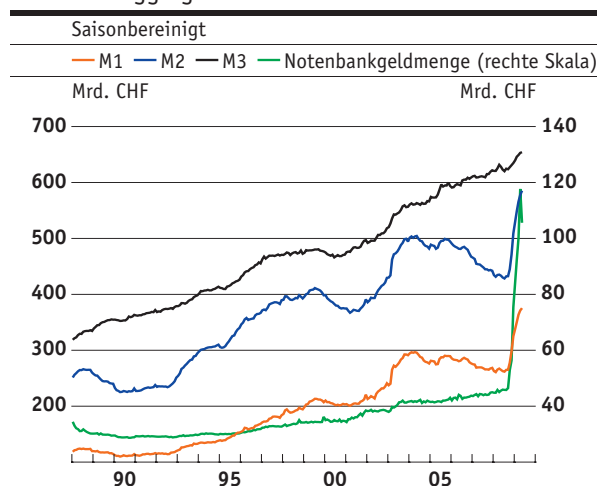
Die SNB versorgte den Markt weiterhin grosszügig mit Liquidität, um die aussergewöhnlich hohe Nachfrage der Geschäftsbanken zu befriedigen. Die allgemeine Verunsicherung liess auch die Nachfrage nach Banknoten mit einer hohen Stückelung ansteigen. Der im Mai verzeichnete massive Anstieg der Notenbankgeldmenge um 132% gegenüber dem Vorjahr ist deshalb nicht Ausdruck einer übermässigen Geldversorgung der Wirtschaft und birgt keine Teuerungsrisiken.

Dies wird auch dadurch bestätigt, dass die breiteren Geldaggregate nur wenig über ihrem Trendniveau liegen (Grafik 3.17). Sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) waren nach einem hohen Wachstum in den Jahren 2003–2005 ab Anfang 2006 infolge des Zinsanstiegs zurückgegangen. Ab Herbst 2007 stabilisierten sich diese Geldmengen im Einklang mit dem flacheren Verlauf der kurzfristigen Zinsen wieder. Mit den jüngsten Zinssenkungen begannen M1 und M2 wieder kräftig zu wachsen. Im Mai lag M1 um 41,7% über dem Vorjahresniveau, M2 um 35,1%. Die Geldmenge M3 (M2 plus Termineinlagen), die im Allgemeinen weniger schwankt als die anderen Aggregate, weitete sich um 4,2% aus (Tabelle 3.1).

Höhere Inflationsraten in der mittleren Frist

Zur Beurteilung möglicher Inflations- oder Deflationsrisiken 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 Geldmenge M3 von einem Gleichgewichtswert, der anhand des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt wird (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik, Quartalsheft 1/2005, S. 33). Grafik 3.18 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. Die Grafik zeigt, dass das Band im ersten Quartal immer noch unter der Nulllinie lag. Die Berücksichtigung der Geldmengenentwicklung von April und Mai deutet indessen auf einen positiven Geldüberhang hin, der höhere Inflationsraten in der mittleren Frist erwarten lässt.

Grafik 3.17
Monetäre Aggregate

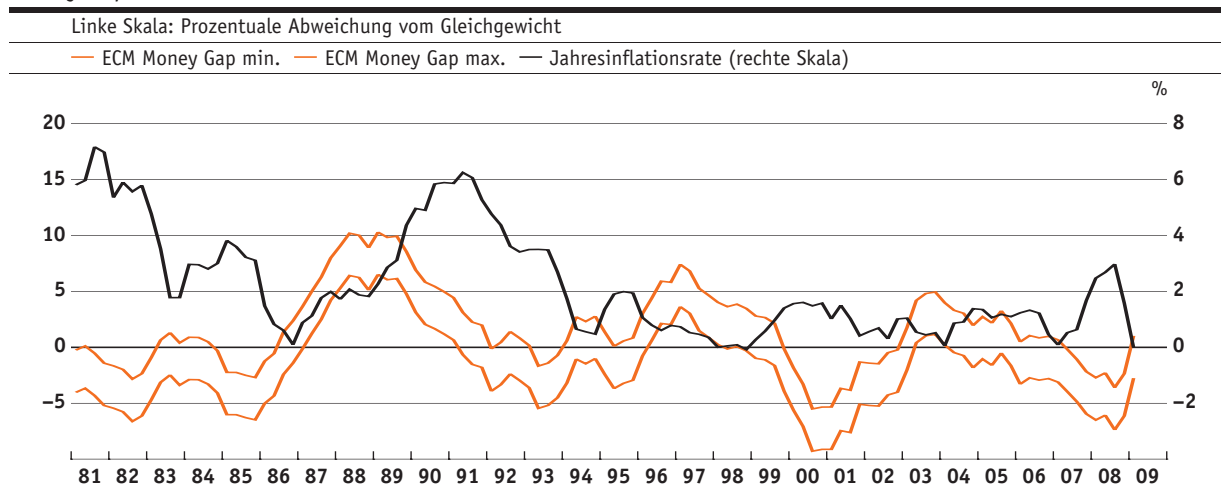


Quelle: SNB

	2007	2008	2008				2009	2009		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	März	April	Mai
Notenbankgeldmenge²	44,2	49,6	45,8	45,4	45,3	61,7	92,9	100,3	118,0	105,4
Veränderung ³	2,5	12,1	2,6	3,3	4,4	37,8	102,9	117,9	160,5	132,0
M1²	268,9	273,1	266,4	265,3	258,5	302,3	355,4	365,8	375,9	375,9
Veränderung ³	-4,8	1,6	-3,4	-1,7	-1,1	12,5	33,4	37,0	39,0	41,7
M2²	450,5	443,1	438,7	434,3	423,7	475,7	554,8	570,1	584,5	587,9
Veränderung ³	-6,4	-1,7	-5,8	-4,3	-3,5	7,3	26,5	30,2	32,8	35,1
M3²	612,8	625,9	625,2	629,3	617,9	631,1	648,1	650,7	658,4	656,7
Veränderung ³	2,1	2,1	1,9	2,8	1,8	2,0	3,7	3,8	3,4	4,2

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

Grafik 3.18
 Money Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

Drastische Zunahme der Nachfrage nach Zentralbankgeld

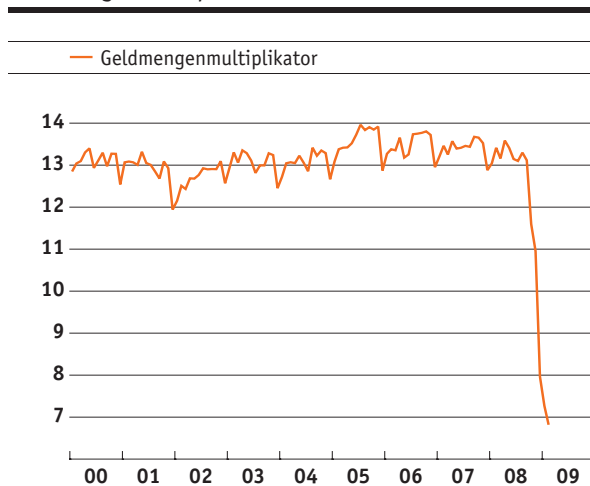
Die monetäre Basis, bestehend aus den Giro Guthaben der Banken bei der SNB und dem Notenumlauf, ist ein Mass für die Liquidität im Interbankenmarkt. Die Nachfrage nach Zentralbankgeld hat sich seit September 2008 mehr als verdoppelt, weil sich die Banken seit dem Ausbruch der Finanzkrise gegenseitig nicht mehr im gleichen Umfang Kredite gewähren wie vorher. Die Notenbanken haben diese im Normalfall von den Geschäftsbanken ausgeübte Funktion übernommen, so auch die SNB. Die Zunahme der Nachfrage der Banken nach Zentralbankgeld lässt sich am Verhältnis der Giro Guthaben zu den Depositen (Sicht-, Termin- und Spareinlagen) im Publikum, die in der Geldmenge M3 enthalten sind, ablesen.

Zwischen der Liquidität im Interbankenmarkt, den Giro Guthaben und der Geldmenge M3 besteht in der Regel eine stabile Beziehung, die im Geldmultiplikator zusammengefasst wird (Grafik 3.19). Dieser bringt zum Ausdruck, dass die Banken auf Basis der ihnen selbst zur Verfügung stehenden liquiden Mittel über Kreditgewährung ein Vielfaches an Geld im

Publikum entstehen lassen können. Der M3-Geldmultiplikator ist der Quotient aus dem Geldaggregat M3 und der monetären Basis. Seit Herbst 2008 sind die Giro Guthaben deutlich gestiegen, was sich in einem starken Rückgang des Multiplikators widerspiegelt. Der Rückgang des Multiplikators weist darauf hin, dass die von der SNB im Zuge der Finanzkrise geschaffene Liquidität bis heute im Bankensystem verblieben ist. Aus diesem Grunde ist die Geldmenge M3 bislang auch nur mässig gewachsen.

Über kurz oder lang wird der Multiplikator zu seinem Normalwert zurückzudrängen. Dies kann grundsätzlich auf zwei Arten geschehen. Im ersten, geldpolitisch zu vermeidenden Fall würde der Multiplikator bei unveränderter monetärer Basis ansteigen. Die hohe Liquidität der Banken würde so über die Gewährung von Krediten der übrigen Wirtschaft zur Verfügung gestellt. Der damit einhergehende Anstieg von M3 könnte mit der Zeit inflationstreibend wirken. Steigt hingegen der Multiplikator, weil die SNB die Liquidität aus dem Interbankenmarkt abschöpft und somit die Giro Guthaben ermässigt, bleiben das Wachstum von M3 und die Teuerung unter Kontrolle.

Grafik 3.19
Geldmengenmultiplikator M3



Quelle: SNB

3.5 Kredite

Verstärktes Wachstum der Hypothekarforderungen

Hypotheken wachsen aufgrund des tiefen Zinsniveaus robust. Die übrigen Kredite schrumpfen langsam, wobei jene an Haushalte rasch fallen. Wie in vergangenen Rezessionen übersteigt das Hypothekarvolumen der Kantonalbanken wieder dasjenige der Grossbanken. Grössere Firmen erfahren eine Abnahme der Kreditlimiten, und die Kreditbedingungen verschärfen sich gemäss dem Bank Lending Survey leicht.

Das jährliche Kreditwachstum fiel leicht, von 4,2% im letzten Quartal 2008 auf 4,1% im ersten Quartal 2009. Eine Aufteilung nach Hypotheken und übrigen Krediten zeigt, dass die Hypotheken rascher wuchsen (um 3,9% im ersten Quartal 2009, verglichen mit 3,4% im vierten Quartal 2008), während die übrigen Kredite langsamer expandierten (4,7% im Vergleich zu 7,1%). Das langsamere Wachstum der übrigen Kredite ist auf einen Rückgang der gedeckten Kredite um 6,0% zurückzuführen (-5,6% im Vorquartal). Ungedeckte Kredite expandierten um 10,9% (15,3%).

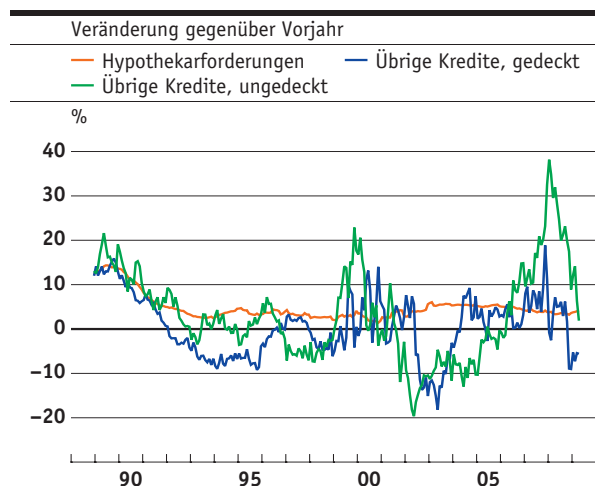
Im April 2009 setzte sich diese im ersten Quartal beobachtete Tendenz fort. So sank das gesamte Kreditwachstum weiter auf 3,1%. Die Hypotheken wuchsen mit 4,2% rascher, während die übrigen Kredite um 0,8% schrumpften. Das tiefe Zinsniveau hat

zu einem Hypothekenwachstum wie letztmals im April 2007 beobachtet geführt. Während die gedeckten Kredite weiter um 5,6% schrumpften, expandierten die ungedeckten Kredite noch leicht um 1,9%. Die Entwicklung der übrigen Kredite spiegelt die gegenwärtige Wirtschaftslage. Die Wachstumsrate der gedeckten Kredite hat seit 1988 eine Korrelation von 0,58 mit dem realen BIP-Wachstum, jene der ungedeckten Kredite eine Korrelation von 0,30.

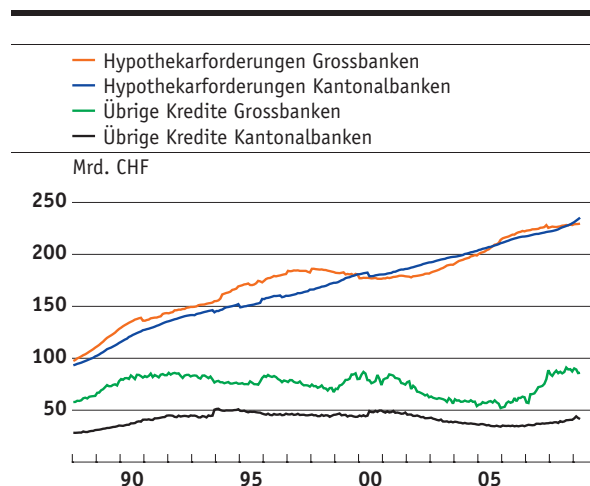
Seit März 2009 beruht die Kreditvolumenstatistik auf einem neuen Fragebogen. Eine wichtige Änderung besteht darin, dass Unternehmen nun nach Privat- und öffentlichem Sektor unterteilt werden. Eine Aufteilung der Kredite nach privaten Unternehmen und Haushalten zeigt, dass Unternehmenshypotheken im ersten Quartal 2009 um 6,6% und damit schneller als im Vorquartal expandierten, während die übrigen Unternehmenskredite um 15,0% wuchsen. Haushaltshypotheken nahmen mit 3,5% leicht rascher zu, während die übrigen Haushaltskredite um massive 17,9% schrumpften. Die übrigen Haushaltskredite bewegen sich in der Regel zusammen mit dem privaten Konsumwachstum (Korrelation von 0,51).

Grafik 3.21 zeigt die Hypotheken und die übrigen Kredite für die Gross- und Kantonalbanken. Das Hypothekarvolumen der Kantonalbanken liegt seit Ende 2008 über demjenigen der Grossbanken. Die gleiche Konstellation war auch während der Rezession Anfang des Jahrzehnts zu beobachten. Die Grafik

Grafik 3.20
Wachstum der Bankkredite



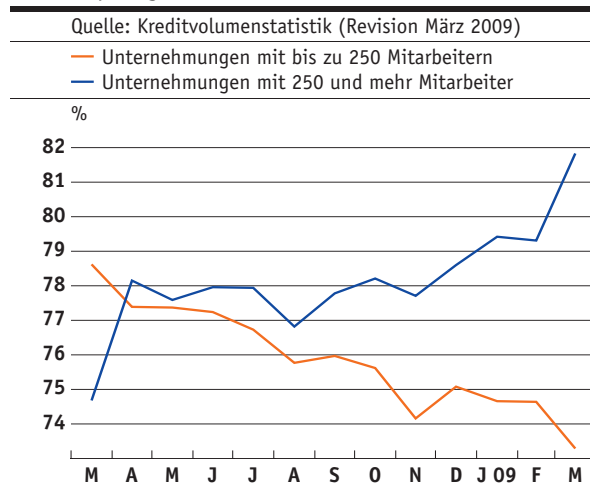
Grafik 3.21
Bankkredite



zeigt zudem, dass das Wachstum der übrigen Kredite vor allem bei den Grossbanken zurückgegangen ist.

Grafik 3.22 zeigt die Ausschöpfung der Kreditlimiten für die privaten kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) sowie für die grossen Firmen. Der Ausschöpfungsgrad lag für Grossfirmen im März bei 82%, verglichen mit 79% im Februar, was auf tiefere Kreditlimiten zurückzuführen ist. Bei den KMU fiel die Ausschöpfung über den gleichen Zeitraum von 75% auf 73%. Der Umstand, dass Grossunternehmen sich mit tieferen Kreditlimiten konfrontiert sehen, deckt sich mit dem Bank Lending Survey, der eine weitere leichte Verschärfung der Kreditkonditionen für grosse Firmen und neu auch für KMU feststellt. Sollte diese relativ neue Umfrage wie im Ausland ein vorlaufender Indikator für das Kreditvolumen sein, würde die aktuelle Ausgabe des Bank Lending Survey signalisieren, dass in den kommenden Monaten eine Abnahme der Kreditvergabe an KMU möglich ist.

Grafik 3.22
Ausschöpfung der Limiten



Quelle: SNB

Bankkredite

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2007		2008				2009		2009		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April	
Total¹	5,8	5,7	6,6	6,4	5,8	4,2	4,1	4,4	3,6	3,1	
Hypothekarforderungen ¹	4,0	3,5	3,7	3,4	3,5	3,4	3,9	3,9	4,0	4,2	
davon Haushalte ²	4,3	3,3	3,6	3,0	3,5	3,3	3,5	3,3	3,7	-	
davon private Unternehmen ²	2,8	3,9	3,4	4,5	3,8	4,1	6,6	6,0	7,7	-	
Übrige Kredite ¹	13,4	14,8	19,3	19,0	15,0	7,1	4,7	6,4	2,1	-0,8	
davon gedeckt ¹	8,2	1,2	0,0	5,7	5,1	-5,6	-6,0	-7,3	-5,4	-5,6	
davon ungedeckt ¹	17,2	24,2	34,1	28,2	21,4	15,3	10,9	14,1	6,4	1,9	
davon in CHF ¹	5,7	20,3	22,4	23,6	19,3	16,3	6,2	8,2	3,4	1,2	
davon in anderen Währungen ¹	44,3	-1,8	8,8	5,2	2,3	-18,5	-3,2	-3,7	-4,9	-9,6	

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 einbetten. 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 März-Prognose.

Kurzfristiger Wachstumseinbruch markanter als erwartet

Ein unerwartet starker Wachstumseinbruch im letzten Winterhalbjahr hat zu einer erneuten Anpassung der Wachstumsannahmen für das Jahr 2009 nach unten geführt. Für das laufende Jahr wird ein BIP-Rückgang von 2,8% in den USA und von 4,6% in Europa unterstellt. Für 2010 wird sowohl für die USA als auch für Europa mit einer Erholung gerechnet, die leicht schwächer ausfällt als vor drei Monaten in der März-Prognose angenommen.

Für Erdöl wird in den nächsten Quartalen ein Preis von 60 Dollar, danach von 54 Dollar pro Fass unterstellt. Für die Jahre 2009 und 2010 werden weltweit deutlich tiefere Inflationsraten unterstellt als vor drei Monaten. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird im Prognosezeitraum bei 1.34 USD/EUR fixiert.

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.

Juni 2009	2009	2010	2011
BIP USA ¹	-2,8	1,7	2,9
BIP EU-15 ¹	-4,6	0,2	2,1
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.34	1.34
Ölpreis in USD/Fass ²		60	54
Ölpreis in CHF/Fass ³		65	58

März 2009	2009	2010	2011
BIP USA ¹	-1,8	1,9	2,9
BIP EU-15 ¹	-2,8	0,5	2,2
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.30	1.30
Ölpreis in USD/Fass ²		42	45
Ölpreis in CHF/Fass ⁴		49	52

1 Veränderung in %

2 Niveau

3 Niveau, Kurs vom 18. Juni 2009

4 Niveau, Kurs vom 12. März 2009

Quelle: SNB

4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

Die Geldpolitik der SNB hat seit dem Ausbruch der Finanzkrise im August 2007 drei Phasen durchlaufen. In der ersten Phase, als die Aktivität am Interbankenmarkt allmählich zum Erliegen kam, war es das vordringlichste Anliegen der SNB, die schweizerische Wirtschaft vor einer Verschlechterung der Bedingungen am Kreditmarkt zu schützen. Seit Ausbruch der Krise ist sie dem Aufwärtsdruck, dem der Dreimonats-Libor ausgesetzt war, mit angemessenen Senkungen des Repozinssatzes begegnet. Zwischen September 2007 und September 2008 gelang es ihr, den Libor auf einem Niveau von 2,75% zu stabilisieren und dadurch die Wirtschaft vor einem Anstieg des Zinsniveaus als Folge von höheren Risikoprämien auf dem Geldmarkt zu schützen. Im Wissen, dass sich der Wirtschaftsabschwung dämpfend auf die Preisentwicklung auswirken würde, sah die SNB von einer restriktiveren Geldpolitik ab, auch wenn der Höhenflug der Erdölpreise einen Teuerungsdruck auslöste und die Inflationserwartungen zu destabilisieren drohte.

Die zweite Phase der Geldpolitik der SNB nahm ihren Anfang im Herbst 2008, als die ersten Zeichen einer raschen konjunkturellen Verschlechterung sichtbar wurden und sich die Finanzkrise nach dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers zuspitzte. Sie hat ihre Geldpolitik rasch gelockert und das Zielband für den Dreimonats-Libor innerhalb von drei Monaten um 225 Basispunkte gesenkt, um den Libor auf einen Stand von zirka 0,5% hinzuführen. Gleichzeitig sah sie sich dazu aufgerufen, den Finanzsektor zu stabilisieren, weshalb sie sich verpflichtete, ein grosses Paket von illiquiden Aktiven der UBS zu übernehmen. Zudem schloss sie mit der Europäischen Zentralbank sowie der polnischen und ungarischen Zentralbank Vereinbarungen für Euro/Franken-Swaps ab, um die Refinanzierung der Banken, die in diesen beiden Ländern Hypothekarkredite in Schweizer Franken gewährt hatten, zu erleichtern. Dank dieser Swap-Vereinbarungen konnte die SNB dem Anstieg des Libors entgegenzutreten, der durch die zusätzliche Nachfrage nach Schweizer Franken ausserhalb ihres regulären Aktivitätsgebiets entstanden ist.

Die dritte Phase setzte im März 2009 ein. Ab diesem Zeitpunkt war die Preisstabilität bedroht. Die Gefahr ging jedoch nicht vom vorübergehenden Inflationsschub des Jahres 2008 aus, sondern viel

mehr vom Risiko sinkender Preise während der drei nächsten Jahre. Da der Handlungsspielraum der SNB im Zinsbereich eingeschränkt war, entschied sie sich für den Einsatz von unkonventionellen Instrumenten, um eine weitere Lockerung der geldpolitischen Bedingungen herbeizuführen.

Wie hat sich die wirtschaftliche und finanzielle Situation seit der letzten Lagebeurteilung im März entwickelt?

Internationale Wirtschaftsaussichten

Die globale Wirtschaftsaktivität ging im Verlauf des ersten Quartals 2009 stärker zurück als angenommen, insbesondere in Europa und in Japan. Die jüngsten finanziellen und makroökonomischen Indikatoren lassen jedoch einige positive Zeichen erkennen. Die Börsenindizes zeigen allmählich wieder nach oben und der Erdölpreis, seit Juli 2008 im Abwärtssog, steigt seit März wieder an. Die Risikoprämien auf den Geld- und Kapitalmärkten sanken. Obwohl sie immer noch einen historischen Tiefstand aufweisen, zeigen die Indikatoren zum Geschäftsgang und zur Stimmung der privaten Haushalte nun wieder eine klar steigende Tendenz. Der kumulierte Effekt dieser Entwicklungen verändert die Einschätzung der Risiken durch die SNB, hat jedoch keine nennenswerte Auswirkung auf die Entwicklung des weltwirtschaftlichen Szenarios. Die SNB ist nach wie vor der Meinung, dass positive Wachstumszahlen in den Vereinigten Staaten in der zweiten Jahreshälfte und in Europa zu Beginn des Jahres 2010 möglich sind. Die SNB erwartet nach wie vor eine bescheidene weltweite Erholung, welche indessen die starke Unterauslastung der Produktionskapazitäten in den nächsten Quartalen nicht ausgleichen kann. In der Folge dürfte die Arbeitslosenrate in allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiter steigen.

Wirtschaftsaussichten für die Schweiz

Die Lage der schweizerischen Wirtschaft hat sich wie erwartet Anfang des Jahres weiterhin verschlechtert. Im ersten Quartal 2009 ging das reale BIP auf annualisierter Basis um 3,2% zurück. Diese Zahl verdeckt allerdings einen weit stärkeren Rückgang der Endnachfrage. Wie bereits im Vorquartal, wurde ein Teil der Produktion durch eine Erhöhung der Lager absorbiert. Die Auslandnachfrage brach erneut ein, und der Kapazitätsauslastungsgrad im verarbeitenden Sektor bildete sich stark zurück. Im Inland stagnierte die von Privaten generierte End-

nachfrage. Diese wird sich voraussichtlich in den kommenden Monaten abschwächen, da die Unternehmen ihre Ausrüstungsinvestitionen drosseln und die privaten Haushalte angesichts der wachsenden Unsicherheit auf dem Arbeitsmarkt mit ihren Ausgaben zurückhaltender sein werden. Die Zahl der Kurzarbeiter stieg Anfang Jahr stark an, und die Arbeitslosigkeit nimmt ständig zu. Die vorlaufenden Indikatoren zur Arbeitsnachfrage sind deutlich rückläufig, so dass sich diese Tendenz in den nächsten Monaten fortsetzen dürfte.

Trotzdem ist zu hoffen, dass sich die im Ausland erkennbaren Zeichen einer Besserung allmählich auf die schweizerische Wirtschaft übertragen werden. Ab dem zweiten Quartal dürfte sich die Rückgangsdynamik der Exporte verlangsamen. Aufgrund der schwächeren Inlandnachfrage und des Abbaus der Lagerbestände dürfte das Wirtschaftswachstum jedoch in den nächsten Quartalen negativ bleiben. Über das ganze Jahr gesehen rechnet die Nationalbank für 2009 weiterhin mit einem BIP-Rückgang um 2,5% bis 3%. Diese Zahlen sind im internationalen Vergleich noch ziemlich moderat. Die Schweiz zeichnet sich durch eine breit diversifizierte und relativ flexible Wirtschaft aus. Es ist allerdings zu betonen, dass die mit der SNB-Prognose verbundenen Risiken eindeutig nach unten tendieren.

Entwicklung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen

Wie haben sich die monetären und finanziellen Bedingungen seit der letzten Lagebeurteilung im März entwickelt? Zuerst werden die Entwicklung der Zinsen an den Geld- und Kapitalmärkten sowie die Kursbewegungen an den Devisenmärkten betrachtet.

Am Geldmarkt fiel der Dreimonats-Libor, ohne jedoch das von der SNB anvisierte Niveau zu erreichen. Der Abwärtstrend wurde durch die Höhe der Risikoprämien gebremst, und der Libor liegt bei ungefähr 40 Basispunkten. Das Ziel bleibt, wie im März angekündigt, der untere Bereich des Zielbandes, also ein Stand von etwa 0,25%. Dieser Prozess wird langsam vor sich gehen, denn die Geldpolitik kann die Risikoprämien nur indirekt beeinflussen, z.B., indem sie ein Klima des Vertrauens in den Bankensektor fördert.

Der Kapitalmarkt stand unter dem Einfluss von zwei gegenläufigen Kräften. Einerseits stiegen die von internationalen Entwicklungen beeinflussten langfristigen Zinsen leicht an. Dieser Anstieg wider-

spiegelt sowohl eine wiedergewonnene Hoffnung auf einen Konjunkturaufschwung, Inflationsbefürchtungen und einen erhöhten Kapitalbedarf der öffentlichen Hand. Andererseits sind die Risikoprämien leicht gesunken, befinden sich aber noch immer auf hohem Niveau. Die verzeichneten Rückgänge sind zudem je nach Branche, Qualität der Schuldner und Laufzeit der Obligationen unterschiedlich.

Zwischen November 2007 und März 2009 verteuerte sich der Franken signifikant um 10% (handelsgewichteter Aussenwert) bzw. um 11% gegenüber dem Euro. Trotz der Zinssenkungen zwischen Oktober und Dezember 2008 hatten sich die monetären Bedingungen aufgrund der Frankenstärke unerwünscht verschärft. Angesichts dieser Entwicklung entschied sich die SNB an ihrer Lagebeurteilung im März, eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern, indem sie auf dem Devisenmarkt Fremdwährungen kaufte. Dieses Ziel erreichte sie: Seither hat sich der Franken gegenüber dem Euro nicht weiter aufgewertet und seine Volatilität gegenüber der europäischen Währung hat deutlich nachgelassen.

Im Folgenden werden die monetären Bedingungen hinsichtlich Volumen, d.h. hinsichtlich der Kredite und Geldaggregate analysiert. Die jährliche Wachstumsrate des Gesamtkreditvolumens liegt weiterhin bei über 3%. Hinter dieser Zahl verbergen sich gegensätzliche Entwicklungen. Einerseits nehmen die Hypothekarkredite seit November verstärkt zu; die Zuwachsrate betrug 3,6% im Dezember und 4,2% im April. Zu diesem Anstieg beigetragen hat die Senkung des Libors. Andererseits begannen sich die übrigen Kredite in sämtlichen Währungen im April zurückzubilden (-0,8%), wie es in dieser Phase des Konjunkturzyklus zu erwarten war. Die übrigen, in Franken gewährten Kredite wuchsen jedoch weiter mit 1,2%, obschon sie bereits ein relativ hohes Niveau erreicht hatten. Die Kredite an private Unternehmen stiegen im ersten Quartal 2009 gegenüber dem selben Vorjahresquartal um 10,2%. Die SNB sieht deshalb keinerlei Anzeichen für eine Kreditverknappung (Credit Crunch) in der Schweiz. Da sich die Qualität bestimmter Schuldner in einer Rezessionsphase verschlechtert, ist eine zyklische Verschärfung der Kreditvergabebedingungen natürlich unvermeidbar; von einem Credit Crunch kann jedoch keine Rede sein.

Diese statistischen Angaben werden durch die Quartalsumfrage zu den Kreditvergabebedingungen gestützt, welche die Nationalbank seit 2008 bei

den 20 wichtigsten Banken der Schweiz durchführt. Aus der Umfrage geht hervor, dass ein Drittel der befragten Banken ihre Bedingungen zur Kreditvergabe leicht verschärft hat. Dieser Anteil ist für die Kredite an Grossunternehmen etwas höher als für Kredite an kleine und mittlere Unternehmen.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Lage am Markt für Bankkredite weiterhin relativ entspannt ist und sich deutlich besser präsentiert als in den USA oder im Euroraum. Eine Verschlechterung kann aber für die Zukunft nicht ausgeschlossen werden.

Die monetäre Analyse zeigt das Folgende: Auf dem Interbankenmarkt hat die Nachfrage nach Liquidität nun seit über 18 Monaten stark zugenommen, und wie schon zuvor erwähnt, hat der Vertrauensverlust zwischen den Banken die Marktaktivitäten praktisch zum Erliegen gebracht. Die Nationalbank hat anstelle der zurückhaltenden Gläubigerbanken den Markt grosszügig mit Liquidität versorgen müssen, und dazu ihre Repo-Kredite kräftig ausgeweitet. Zusätzliche Liquidität wurde ausserdem durch Fremdwährungskäufe auf den Devisenmärkten, den Kauf von Obligationen privater Schuldner sowie die Bereitstellung von Schweizer Franken mittels Swapabkommen mit der Europäischen Zentralbank und den Zentralbanken Polens und Ungarns geschaffen. So ist die Notenbankgeldmenge im Mai innert Jahresfrist um 132% gewachsen und beträgt nun rund 105 Mrd. Franken. Die mittel- und langfristige Inflationsgefahr, die von einer solchen Ausweitung der Notenbankgeldmenge ausgeht, ist begrenzt, denn die SNB ist in der Lage, diese Liquidität rasch abzuschöpfen, indem sie ihre Kreditvergabe einschränkt oder SNB Bills emittiert, sobald an den Märkten wieder ein Klima des Vertrauens herrscht.

Die aggregierte Liquidität der Banken könnte jedoch zu einer übermässigen Geldschöpfung führen, falls die Banken ihre Kredite massiv ausweiten. Das Wachstum der eng definierten Geldaggregate M1 und M2, die stark auf Änderungen des Zinssatzes reagieren, hat im Mai 40% bzw. 30% überschritten. Dieser starke Zuwachs widerspiegelt in erster Linie die Präferenz des Publikums für die liquidessten Anlageformen zu Lasten der Termineinlagen. Grund dafür sind die finanziellen Unsicherheiten und die rückläufigen Zinsen. Das Geldaggregat M3, das diese Substitutionseffekte enthält, ist im Mai mit 4,2% weiterhin in gemässigerem Tempo gewachsen. Dies zeigt, dass sich die Geldschöpfung auf die Interbankenebene beschränkt und sich noch

nicht auf die übrige Wirtschaft übertragen hat. Die Geldpolitik muss sicherstellen, dass das Volumen der Geldaggregate nicht dauerhaft überhöht wird. Die von der SNB beobachteten Indikatoren zeigen, dass dies zurzeit nicht der Fall ist.

Inflation und Inflationsrisiken

Die Teuerung hat sich gemäss den Erwartungen entwickelt. Im ersten Quartal dieses Jahres lag sie bei null – die SNB hatte 0,1% erwartet. Insgesamt sind ihre Prognosen für das laufende Jahr unverändert geblieben: Die Inflationsrate wird für den Rest des Jahres negativ bleiben, vor allem aufgrund der im Vergleich zum hohen Niveau von 2008 tieferen Preise für Importe. Bei den inländischen Waren und Dienstleistungen hingegen wird die Teuerung im Laufe des Jahres zwar nachlassen, aber dennoch weiterhin über 1% liegen. Die Aussichten für die kommenden Jahre wurden leicht nach oben korrigiert.

Der geldpolitische Entscheid

Anlässlich ihrer Lagebeurteilung vom März hat die SNB anhand einer Reihe von Faktoren eine negative Inflation für 2009 und ein Deflationsrisiko für die Jahre 2010 und 2011 prognostiziert. Angesichts dieser Gefahren hat sie unter Einsatz zusätzlicher geldpolitischer Mittel eine Lockerung der monetären Bedingungen herbeigeführt. Das Zielband für den Dreimonats-Libor hat sie um 25 Basispunkte auf 0%–0,75% gesenkt, wobei sie ein Zinsniveau von 0,25% anpeilt. Zur Erreichung dieses Ziels hat sie längerfristige Repo-Kredite gewährt und Devisenswaps abgeschlossen. Um einen erneuten Anstieg des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern, hat sie auf dem Devisenmarkt Fremdwährungen gekauft und daneben Obligationen privater Schuldner erworben, um einen Rückgang der Risikoprämien auf dem Kapitalmarkt zu bewirken. Insgesamt waren diese Massnahmen erfolgreich. Die Situation normalisiert sich zunehmend, bleibt aber weiterhin sehr labil, denn nach wie vor sind die Abwärtsrisiken beträchtlich. Unter diesen Umständen, und gestützt auf ihre Inflationsprognose, ist die SNB der Ansicht, dass die Zeit für eine Korrektur noch nicht gekommen ist, dass aber eine weitere Lockerung der geldpolitischen Bedingungen ebenfalls nicht nötig ist. Sie hat deshalb am 18. Juni beschlossen, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen und die am 12. März eingeleiteten Massnahmen weiterzuführen.

Grafik der Inflationsprognose

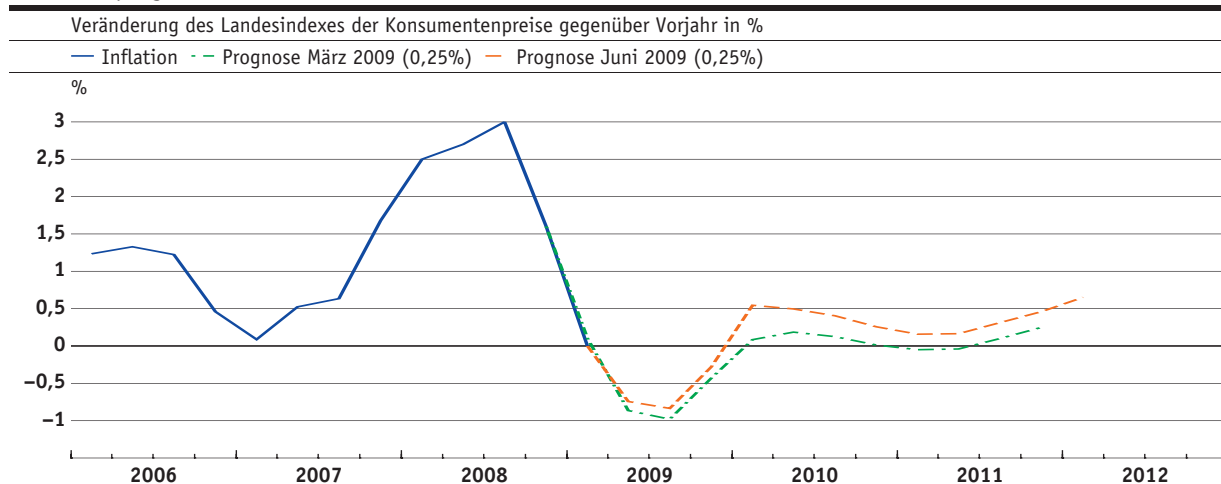
Inwiefern ist die Inflationsprognose angepasst worden? Die rot gestrichelte Linie in Grafik 4.1 stellt die neue Prognose dar. Sie erstreckt sich vom zweiten Quartal 2009 bis zum ersten Quartal 2012 und zeigt die künftige Entwicklung der Teuerung unter der Annahme eines über den gesamten Prognosezeitraum hinweg gleichbleibenden Dreimonats-Libor von 0,25%. Die strichpunktierte grüne Linie gibt zum Vergleich die Inflationsprognose vom März wieder, die ebenfalls auf einem Dreimonats-Libor von 0,25% beruhte. Die neue Prognose geht immer noch von einer negativen Inflation für 2009 aus, jedoch mit einer leichten Korrektur nach oben. Grund dafür ist der jüngste Preisanstieg bei den fossilen Energieträgern sowie den Rohstoffen im Allgemeinen. Im Jahresdurchschnitt wird die Inflation jedoch negativ bleiben, und zwar unverändert bei $-0,5\%$. Für 2010 erwartet die SNB die Rückkehr zu einer leicht positiven Inflationsrate, die möglicherweise etwas über die März-Prognose zu liegen kommt. Der Grund dafür liegt darin, dass

die Inlandinflation – trotz rückläufigem Trend – um die Jahreswende rund 1% betragen wird, während die importierte Deflation etwas rascher als erwartet zurückgehen wird. Für 2011 schliesslich, gegen Ende des Prognosezeitraums, sieht die Vorhersage einen nochmaligen leichten Anstieg der Teuerung vor, falls der dann angepeilte Libor auf dem gegenwärtigen tiefen Niveau bleibt. Es zeigt sich also, dass der Libor nicht auf unbeschränkte Zeit bei 0,25% belassen werden kann. Aber, wie aus der Prognose ebenfalls hervorgeht, wäre eine Erhöhung des Libor zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht angebracht, da die für 2010 und 2011 erwarteten sehr tiefen Inflationsraten von 0,4% bzw. 0,3% deutlich machen, dass die Deflationsgefahr noch nicht völlig gebannt ist.

Die Inflationsprognose ist und bleibt eine zentrale Richtschnur für die Entscheide der SNB. Dadurch stellt sie sicher, dass die zurzeit angewandten ausserordentlichen Massnahmen keine Gefahr für die mittel- und langfristige Preisstabilität darstellen.

Grafik 4.1

Inflationsprognose März 2009 mit Libor 0,25% und Juni 2009 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

Beobachtete Inflation Juni 2009

Tabelle 4.2

	2006				2007				2008				2009				2006	2007	2008	
	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	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70	3,00	1,60	0,00					1,1	0,7	2,5

Inflationsprognose März 2009 mit Libor 0,25% und Juni 2009 mit Libor 0,25%

	2009				2010				2011				2012				2009	2010	2011	
	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 März 2009, Libor 0,25%	0,10	-0,86	-0,98	-0,43	0,09	0,19	0,13	0,01	-0,05	-0,04	0,10	0,25						-0,5	0,1	0,1
Prognose Juni 2009, Libor 0,25%		-0,74	-0,83	-0,28	0,55	0,50	0,40	0,26	0,16	0,17	0,31	0,46	0,65					-0,5	0,4	0,3

Quelle: SNB

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2009

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 April bis Mai 2009 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten April bis Mai 2009 mit rund 180 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren führten, vermitteln das Bild einer weiteren Verschlechterung der Wirtschaftslage. Zwar gab es eine Reihe von Hinweisen, dass sich die Abwärtsbewegung zumal in der Exportwirtschaft verlangsamt hat, doch sprachen nur vereinzelte Firmen von einer Stabilisierung oder gar einer Besserung des Geschäftsgangs.

Nachdem die Krise zunächst vor allem den Export- und den Finanzsektor getroffen hatte, erfasste sie in den letzten Monaten zusehends auch die Binnenwirtschaft. Die Unterschiede blieben jedoch markant. Der Geschäftsgang der Exportwirtschaft ist nach wie vor klar schlechter als jener der auf die Binnenwirtschaft ausgerichteten Firmen. Gegliedert nach Branchen ist es die Investitionsgüterindustrie, die den stärksten Einbruch erlitten

hat. Der Grossteil der Bauwirtschaft und des Detailhandels steht demgegenüber vergleichsweise gut da, obwohl auch diese Branchen deutlich an Schwung verloren haben.

Die meisten Firmen trafen aufgrund der Krise umfassende Massnahmen zur Senkung der Kosten. Investitionsvorhaben wurden vermehrt auf Eis gelegt und viele Unternehmungen – vor allem im Industriebereich – führten Kurzarbeit ein. Darin widerspiegeln sich auch die Aussichten, die von den meisten Gesprächspartnern als düster beurteilt werden. Mit einer Besserung der Lage in der zweiten Jahreshälfte rechnen nur wenige, und die Erwartungen für 2010 werden als sehr unsicher bezeichnet. Vor dem Hintergrund der weltweiten Rezession bereitete die Wechselkursentwicklung in den letzten Quartalen vielen Gesprächspartnern Sorgen. Besonders Vertreter der Exportwirtschaft begrüsst deshalb die Ankündigung der Nationalbank, eine weitere Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern.

1 Produktion

Industrie

Industriebetriebe, die mit maximaler Kapazitätsauslastung arbeiten, waren vor einem Jahr noch die Regel. Inzwischen sind sie die Ausnahme. Auftragseingänge und -bestände nahmen stark ab und die Produktion wurde zurückgefahren. In den letzten Monaten hat sich die Nachfrageschwäche zudem weiter verbreitet, so dass auch Unternehmen in den Strudel der Krise gezogen wurden, die aufgrund ihrer Marktposition und Produktionsstruktur wenig gefährdet schienen und sich der Krise bisher entziehen konnten.

Die stärksten Spuren hat die Rezession bisher in der Exportwirtschaft hinterlassen. Die Auftragsbestände liegen hier teilweise massiv unter dem Vorjahresniveau. Besonders deutlich ist der Rückgang in der Investitionsgüterindustrie. Am stabilsten halten sich, wenig überraschend, die Nahrungsmittelindustrie und die Pharmaindustrie. Positiv entwickelte sich die Lage nur in einigen Nischen, darunter bei Firmen, die im Bereich der erneuerbaren Energien tätig sind.

Besonders hart trifft die Rezession viele Zulieferfirmen. Sie hatten in der Hochkonjunktur davon profitiert, dass Grossunternehmen Teile ihrer Wertschöpfungskette auslagerten. Mit der Krise hat sich diese Entwicklung teilweise umgekehrt, das heisst Unternehmen führen diese Arbeiten wieder selber durch, um ihre Arbeitskräfte zu beschäftigen. Der Bestellungseingang vieler Zulieferfirmen wurde in den letzten Monaten weiter dadurch belastet, dass viele wichtige Kunden im Ausland ihre Lager stark reduzierten.

Diverse Gesprächspartner aus der Industrie berichteten, dass sich der Rückgang des Auftrags-eingangs in jüngster Zeit nicht mehr verstärkt hat. Sie gingen jedoch überwiegend weiter davon aus, dass der konjunkturelle Wendepunkt noch nicht in Sicht ist.

Dienstleistungen

Die Gesprächspartner aus den konsumnahen Dienstleistungen äusserten sich zur Geschäftsentwicklung unterschiedlich. Im Detailhandel lagen die Umsätze für Nahrungsmittel und andere Güter des täglichen Bedarfs bis zuletzt mehrheitlich über dem Stand vor Jahresfrist. Schlechter liefen Bekleidungsartikel, Unterhaltungselektronik und langlebige Konsumgüter. Deutliche Einbussen erlitten Luxusartikel; generell scheinen die Konsumenten

teure Artikel durch billigere zu ersetzen. Seit Ostern gibt es zudem Anzeichen, dass die Nachfrage generell deutlicher an Schwung verloren hat. Die Detailhändler haben bereits seit längerem damit gerechnet, dass die steigende Arbeitslosigkeit auf die Konsumentenstimmung drücken wird.

In der Hotellerie sind die Übernachtungszahlen in den letzten Monaten gefallen, wobei der Rückgang bei den ausländischen Gästen deutlicher war als bei den inländischen. Einen spürbaren Rückgang gab es insbesondere bei den Geschäftskunden sowie bei den Gästen aus den neuen Märkten wie Russland. Die Ausgaben pro Gast scheinen ebenfalls gesunken zu sein. Die meisten Gesprächspartner rechnen für die Sommersaison zwar mit weiter sinkenden Gästezahlen, aber nicht mit einem eigentlichen Einbruch. Die Einschätzung wird allerdings dadurch erschwert, dass in Rezessionsjahren tendenziell weniger lange im Voraus gebucht wird als in normalen Zeiten.

Die Gesprächspartner von Firmen, die unternehmensbezogene Dienstleistungen anbieten, sind von der Krise überwiegend stärker betroffen als der Detailhandel und grosse Teile des Gastgewerbes. Im Transport- und Logistikgewerbe ist die Nachfrage markant zurückgegangen und bleibt flau. Auch die Werbeindustrie und die Beratungsbranche spüren die Auswirkungen deutlich. Relativ robust scheint demgegenüber die Auftragslage im IT-Sektor zu sein. Zwar leidet auch diese Branche unter der Krise, doch äusserten verschiedene Gesprächspartner, sie hätten keine Einbussen erlitten.

Die meisten Bankenvertreter zeigten sich in Bezug auf das Zinsgeschäft mit der Volumenentwicklung zufrieden, klagten aber über die Margen. Das Kommissionsgeschäft liegt weiter deutlich unter dem Vorjahresstand. Obwohl das seit Mitte März anhaltende Erholungsrally an den Börsen wieder etwas Optimismus zurückbrachte, stellten verschiedene Vermögensverwalter fest, das Vertrauen der Anleger sei nach wie vor gering.

Bau und Immobilien

Erstaunlich robust präsentierte sich weiterhin die Bauwirtschaft. Zwar blieb die Bautätigkeit im ersten Quartal witterungsbedingt unter den Erwartungen und ist die Nachfrage im gewerblichen Bau deutlich gefallen, doch sprachen die Gesprächspartner mehrheitlich von einem anhaltend guten Geschäftsgang im Tiefbau und von einer nach wie vor starken Nachfrage im Wohnungsbau, zu der neben Aufträgen für Neubauten insbesondere auch

Aufträge zur Renovation von Einfamilienhäusern beitragen.

Für die nächsten Quartale erwarten die Gesprächspartner aus der Bauwirtschaft zwar eine Abschwächung der Nachfrage, aber keinen Einbruch. Die Nachfrage im Wohnbaubereich wird nicht nur durch die tiefen Hypothekarzinsen, sondern auch durch das Bevölkerungswachstum gestützt. Dazu kommt, dass Immobilien als Vermögensanlage aufgrund der grossen Unsicherheit an den Aktienmärkten für Pensionskassen und Privatanleger interessanter geworden sind. Impulse erhält die Bau-nachfrage auch durch die Konjunkturprogramme des Bundes und verschiedener Kantone. Stimuliert durch die guten Rechnungsabschlüsse der letzten Jahre planen selbst Kantone, die kein Konjunkturprogramm verabschiedet haben, höhere Bauausgaben als im vergangenen Jahr.

2 Arbeitsmarkt

Viele Firmen – vor allem aus dem Industrie-sektor – reagierten auf die Nachfrageschwäche mit der Einführung von Kurzarbeit. Die Gesprächspartner sehen den Hauptvorteil der Kurzarbeit mehrheitlich darin, dass sie erlaubt, Kosten zu senken, ohne das Humankapital zu verlieren. Ausserdem wirke sich Kurzarbeit auf die Motivation der Mitarbeiter nicht so zersetzend aus wie Entlassungen.

Die meisten Gesprächspartner rechneten damit, dass die Zahl der Arbeitslosen in den nächsten Monaten zunehmen wird. Zum einen würden viele Unternehmen weiter versuchen, ihre Belegschaften durch das Ausnutzen der natürlichen Personalfluktuation zu reduzieren. Zum anderen dürfte Kurzarbeit zunehmend in Entlassungen münden, wenn die Aussichten auf eine wirtschaftliche Erholung sich nicht verbesserten.

3 Kreditbedingungen

Der Rückgang der Kreditvolumen ist aus der Sicht der meisten Gesprächspartner hauptsächlich nachfrageinduziert. Zum einen werde weniger investiert und zum anderen seien die noch getätigten Investitionen in vielen Fällen eigenfinanziert.

Die Finanzierungsbedingungen wurden praktisch von allen Gesprächspartnern als grundsätzlich unverändert bezeichnet. Viele rechneten indessen mit einer bevorstehenden Verschärfung aufgrund

der nun klar schlechteren Kennzahlen. Zudem wurde da und dort erwähnt, die Situation bei den Grosskrediten sei schwieriger geworden.

Viele Firmenvertreter erklärten, sie widmeten dem Liquiditätsmanagement hohe Aufmerksamkeit und seien bestrebt, genügend Liquidität zu halten. Banken und Unternehmensberater sprachen ihrerseits von einer wachsenden Anzahl Problemfirmen und erwarten höhere Kreditausfälle.

4 Preise, Margen und Ertragslage

Die meisten Gesprächspartner sprachen davon, dass der Wettbewerbsdruck parallel zur wachsenden Unterauslastung der Kapazitäten zugenommen hat. Viele Firmen sehen sich einem starken Preisdruck ausgesetzt. Um dem Druck auf die Margen zu begegnen, setzen die Betriebe auf der Kostenseite an. Viele haben Kostensparmassnahmen ergriffen und bereiten weitere Massnahmenpakete vor. Eine gewisse Entlastung bieten je nach Kostenstruktur die gesunkenen Rohstoff- und Transportpreise sowie die tiefen Kapitalzinsen.

Vor dem Hintergrund der verschlechterten Ertragslage wird der Wechselkursentwicklung erhöhte Aufmerksamkeit geschenkt. Die Gesprächspartner aus der Exportwirtschaft, die die Höherbewertung des Frankens mit Sorge verfolgt hatten, begrüßten deshalb die Ankündigung der Nationalbank, eine weitere Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern.

Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Hansueli Raggenbass, Präsident des Bankrats
Gehalten in Bern am 17. April 2009

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre
Meine Damen und Herren
Liebe Gäste

Die letztjährige Generalversammlung stand noch im Zeichen des hundertjährigen Jubiläums der Nationalbank. Ich stellte damals fest, dass die schweizerische Notenbank sowohl in ihrem Gründungsjahr wie auch in den folgenden Jubiläumsjahren jeweils vor besondere Herausforderungen gestellt wurde. Als besondere Herausforderung zum hundertjährigen Jubiläum hatte ich die Turbulenzen auf den Finanzmärkten genannt, die im August 2007 ausbrachen. Seitdem haben sich diese Turbulenzen zur tiefsten und komplexesten Finanzkrise ausgewachsen, die die Welt seit der grossen Depression erlebt hat. Zudem ist aus der Finanzkrise mittlerweile eine globale Wirtschaftskrise geworden, die auch die Schweiz mit voller Wucht erfasst hat.

Verschärfung der Finanzkrise und Massnahmen zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems

Die Finanzkrise hat die Schweizerische Nationalbank im Geschäftsjahr 2008 intensiv beschäftigt. Schon früh war klar geworden, dass die Schweiz mit ihrem bedeutenden Finanzsektor und vor allem mit ihren zwei international tätigen Grossbanken besonders verletzlich ist. Kaum ein anderes Land kennt ein Bankensystem, in dem einzelnen Bankinstituten eine derart enorme volkswirtschaftliche Bedeutung zukommt wie den beiden Grossbanken in der Schweiz. Die UBS und die CS spielen durch ihre schiere Grösse eine zentrale Rolle für die Stabilität des gesamten Finanzsystems. Die Gefährdung einer Grossbank ist daher zugleich eine Gefährdung für das Schweizer Finanzsystem.

Gemäss Art. 5 Nationalbankgesetz trägt die Schweizerische Nationalbank zur Stabilität des Finanzsystems bei. Im Bewusstsein ihrer Mitverantwortung für die Stabilität des Finanzsystems begann die Nationalbank schon frühzeitig mit der Ausarbeitung von Massnahmen für den Ernstfall – immer in der Hoffnung, dass dieser Ernstfall nicht eintreten würde. Dabei stand die Notenbank mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement und der Eidgenössischen Bankenkommission EBK (der heutigen FINMA) in permanentem Kontakt. Als sich die Krise an den Finanzmärkten nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im vergangenen September nochmals verschärfte, zeichnete sich mehr und mehr ab, dass sich im Schweizer Finanzsystem ein Ernstfall ereignen könnte. Am 16. Oktober gaben der Bundesrat, die

Nationalbank und die EBK daher ein Massnahmenpaket zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems bekannt. Das Massnahmenpaket umfasst eine Verstärkung des Einlegerschutzes, eine grundlegende Revision des Einlagensicherungssystems sowie gezielte Massnahmen zur Stärkung der Bilanz der grössten Schweizer Bank, der UBS. Dabei gliedert die UBS illiquide Vermögenswerte in der Höhe von maximal 60 Mrd. USD aus ihrer Bilanz aus und überträgt diese an eine Zweckgesellschaft der Nationalbank. Die UBS bringt Eigenkapital im Umfang von 10% des zu transferierenden Betrags in die Zweckgesellschaft ein. Gleichzeitig stärkt der Bund die Eigenmittelbasis der UBS über die Zeichnung einer Pflichtwandelanleihe in der Höhe von 6 Mrd. Franken. Die Nationalbank ihrerseits gewährt der Zweckgesellschaft ein langfristiges Darlehen von höchstens 54 Mrd. USD. Das Darlehen der Nationalbank wird durch die vom Stabilisierungsfonds gehaltenen Vermögenswerte gesichert.

Bei der Bekanntgabe des Massnahmenpakets im vergangenen Oktober wurde von einem Maximalbestand an zu übertragenden Vermögenswerten von 60 Mrd. USD ausgegangen. Die genaue Überprüfung des Portfolios und die entsprechenden Verhandlungen zwischen der UBS und der SNB führten schliesslich zur Übernahme eines Portfolios von nunmehr 38,7 Mrd. USD durch den Stabilisierungsfonds. Dementsprechend reduzierte sich auch das Darlehen der Nationalbank an den Stabilisierungsfonds von maximal 54 Mrd. auf 34,8 Mrd. USD. Der Umfang der 10-prozentigen Beteiligung der UBS an der Zweckgesellschaft hat sich von 6 Mrd. auf 3,9 Mrd. USD reduziert.

Gesetzlicher Auftrag und Kompetenzen der SNB

Die Kompetenz der SNB zur Errichtung und Finanzierung der Zweckgesellschaft ergibt sich aus ihrem verfassungsmässigen Auftrag, eine Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. In diesem Rahmen hat die SNB auch die Aufgabe, zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen. Die Führung der Geld- und Währungspolitik obliegt gemäss Art. 46 Nationalbankgesetz ausschliesslich dem Direktorium. Der Entscheid zur Errichtung und Finanzierung der Zweckgesellschaft lag somit in der alleinigen Kompetenz und Verantwortung des Direktoriums. Das Nationalbankgesetz sieht vor, dass das Direktorium der Bundesversammlung über die Erfüllung ihrer Aufgaben Rechenschaft ablegt. Diese Erfordernisse gelten auch in Bezug auf die Zweckgesellschaft. So hat die Nationalbank in ihrem Rechenschaftsbericht an die Bun-

desversammlung, der den ersten Teil des vorliegenden Geschäftsberichts bildet, ausführlich über die Errichtung der Zweckgesellschaft, die Übernahme der illiquiden Vermögenswerte und die Darlehensgewährung Rechenschaft abgelegt. Auch hat der Präsident des Direktoriums die entsprechenden Kommissionen der Bundesversammlung anlässlich diverser Aussprachen über die Zweckgesellschaft informiert.

Der Bankrat der Schweizerischen Nationalbank hat keine geld- und währungspolitischen Kompetenzen. Vielmehr ist er das oberste Aufsichts- und Kontrollorgan der Nationalbank. Seine Aufsichts- und Kontrollfunktion betrifft jedoch nicht die Geld- und Währungspolitik, sondern erstreckt sich auf die Betriebsführung der Nationalbank. Diese Kompetenzregelung basiert auf dem speziellen Corporate-Governance-Modell der SNB. Das Modell unterscheidet klar zwischen der Führung der Geld- und Währungspolitik einerseits und den betrieblichen Angelegenheiten andererseits. Für die Führung der Geldpolitik ist das Direktorium allein und ausschliesslich verantwortlich. In betrieblichen Angelegenheiten hingegen geht das Nationalbankgesetz – wie im Übrigen auch das Bankengesetz – vom Prinzip der Trennung von Aufsichts- und Geschäftsleitungsfunktionen aus. Dabei ist das Direktorium das oberste geschäftsleitende und ausführende Organ, während der Bankrat die Geschäftsleitung beaufsichtigt und kontrolliert. Die einzelnen Kompetenzen des Bankrats sind im Organisationsreglement aufgeführt. Insbesondere legt der Bankrat die Grundzüge der Organisation der SNB fest, regelt die Ausgestaltung des Rechnungswesens, der Finanzkontrolle und der Finanzplanung, überwacht und beurteilt das Risikomanagement und den Anlageprozess und überprüft die Ressourcenstrategien der Nationalbank. Zudem verabschiedet der Bankrat Jahresbericht und Jahresrechnung zuhanden von Bundesrat und Generalversammlung und bereitet die Generalversammlung vor.

Aufgaben des Bankrats im Zusammenhang mit der Zweckgesellschaft

Was bedeutet nun die Kompetenztrennung zwischen dem Direktorium und dem Bankrat im Hinblick auf die Zweckgesellschaft? Erstens wurde der eigentliche Entscheid zur Errichtung und Finanzierung der Zweckgesellschaft durch das Direktorium allein gefällt. Dem Bankrat kam dabei kein Mitspracherecht zu. Zweitens hatte der Bankrat den Entscheid, der ja ein Entscheid geld- und währungspolitischer Natur ist, im Nachhinein auch nicht zu überprüfen. Dennoch kommen dem Bankrat im Zu-

sammenhang mit der Zweckgesellschaft wichtige Aufgaben im Rahmen seiner Aufsichts- und Kontrollfunktion zu. Diese Aufgaben leiten sich aus der Verantwortung des Bankrats für die Beaufsichtigung und Kontrolle der Rechnungslegung einerseits und für die Überwachung und Beurteilung des Risikomanagements und Anlageprozesses andererseits ab.

Zur optimalen Wahrnehmung seiner Aufsichts- und Kontrollfunktion bildete der Bankrat bereits im Jahr 2004 einen Prüfungs- und einen Risikoausschuss. Die beiden Ausschüsse bestehen aus je drei Bankratsmitgliedern, die auf den jeweiligen Gebieten über besondere Kenntnisse und Erfahrungen verfügen. Der Prüfungsausschuss überwacht die Rechnungslegung sowie die finanzielle Berichterstattung, und der Risikoausschuss beurteilt die Angemessenheit und Wirksamkeit des Anlageprozesses und überwacht das Risikomanagement. Die Ausschüsse nehmen eine Vorbereitungs- und Unterstützungsfunktion im Hinblick auf die Beschlüsse des Bankrats wahr; die eigentliche Aufsichtskompetenz liegt jedoch beim Bankrat.

Im Zusammenhang mit dem Aufbau der Zweckgesellschaft und der Übernahme der illiquiden Vermögenswerte sind die beiden Ausschüsse besonders gefordert. Der Prüfungsausschuss befasst sich mit komplexen Fragen der Rechnungslegung, insbesondere hinsichtlich Ausweis, Bewertung und Verbuchung sowie Darstellung im Jahresbericht. Dabei arbeitet er intensiv mit den Leitern der internen und der externen Revision zusammen. Der Risikoausschuss befasst sich mit Fragen zu den finanziellen Risiken und zur Bewirtschaftung der übernommenen Vermögenswerte. Er überwacht den Risikokontrollprozess und lässt sich regelmässig über die Risikobeurteilung informieren. Dazu steht der Risikoausschuss in engem Kontakt mit der Leitung des Risikomanagements der Nationalbank. Beide Ausschüsse stellen zudem sicher, dass die Ressourcen, das Know-how und die Strukturen der Nationalbank zur Bewältigung dieser neuen Aufgaben angemessen sind. Sowohl der Prüfungs- wie auch der Risikoausschuss erhalten umfassende vierteljährliche Berichte über die Entwicklung des Stabilisierungsfonds.

Rechnungslegung und Bewirtschaftung der illiquiden Vermögenswerte

Wie Sie dem Geschäftsbericht entnehmen können, ergeben sich aus der Übernahme der illiquiden Vermögenswerte und der in diesem Zusammenhang verfolgten langfristigen Anlagestrategie grundsätzliche Auswirkungen auf die bisherige Jahresrech-

nung. Neu präsentieren wir Ihnen eine Konzernrechnung, welche die Jahresrechnung der SNB als Muttergesellschaft und den Zwischenabschluss der Zweckgesellschaft als Tochtergesellschaft konsolidiert darstellt. Alle diese Abschlüsse werden von PricewaterhouseCoopers (PwC) als externer Revisionsstelle geprüft.

Die Rechnungslegung des Stabilisierungsfonds erfolgt gemäss den International Financial Reporting Standards (IFRS). Angesichts des langfristigen Zeithorizonts werden die illiquiden Aktiven nicht zu Marktpreisen, sondern – soweit gemäss Rechnungslegungsstandard zulässig – zu fortgeführten Anschaffungswerten bewertet. Marktpreise sind aufgrund der Illiquidität der Aktiven gegenwärtig kaum vorhanden und wenig repräsentativ. Mit anderen Worten: Fair Values haben stark an Aussagekraft verloren; sie sind für die Bewertung der entsprechenden Aktiven nicht relevant. Die Werthaltigkeit der Vermögenswerte wird aber vierteljährlich durch sogenannte Impairment-Tests überprüft. Damit wird sichergestellt, dass Aktiven mittelfristig nicht höher als ihr erzielbarer Wert bilanziert werden, dass aber nachhaltige Wertverluste entsprechend berücksichtigt werden. Ein erster Werthaltigkeitstest wurde bereits per Ende 2008 durchgeführt; wo erforderlich, wurde eine Wertberichtigung vorgenommen. Verluste auf den Aktiven des Stabilisierungsfonds werden zuerst durch das von der UBS eingebrachte Eigenkapital in der Höhe von 10% der übertragenen Aktiven aufgefangen. Für weitere Verluste ist eine sekundäre Absicherung vorgesehen. Die Nationalbank hat nämlich einen Anspruch auf 100 Mio. UBS-Aktien, sofern es bei der Liquidation der Vermögenswerte zu einem Verlust auf ihrem Darlehen kommen sollte.

Die Nationalbank führt die Bewertung der Vermögenswerte nicht selbst durch. Sie hat diese Aufgabe an Dritte ausgelagert, deren Tätigkeit sie jedoch eng begleitet und kontrolliert. Dieses Vorgehen wurde auch bereits bei der Festlegung des Übernahmepreises gewählt. Als Ausgangspunkt zur Bestimmung des Übernahmepreises diente der Buchwert der Aktiven in der Zwischenbilanz der UBS per 30. September 2008. Daneben liess die Nationalbank diese Aktiven für denselben Zeitpunkt durch unabhängige Experten bewerten. Die Expertisen wurden durch spezialisierte Firmen mit unterschiedlichen Bewertungsansätzen durchgeführt. Es standen sich somit zwei Werte gegenüber: Der Buchwert bei der UBS und die Bewertung durch die Experten der SNB. Die Übernahme der Aktiven erfolgte zum tieferen dieser beiden Werte.

Die Bewirtschaftung der Aktiven erfolgt durch Dritte auf der Grundlage von Anlagerichtlinien der

Nationalbank. Die Nationalbank begleitet und überwacht die ausgelagerten Arbeiten intensiv. Sie beabsichtigt, die übernommenen Vermögenswerte entweder bis zum Verfall oder zumindest so lange zu halten, bis sich die entsprechenden Märkte erholen. Bei einer späteren Veräusserung der Aktiven wird die Verkaufsstrategie entscheidend sein, da der Stabilisierungsfonds in einem Verwertungswettbewerb mit anderen Akteuren auf dem Markt steht, die ähnliche Aktiven halten.

Schlusswort

Die Nationalbank ist sich ihrer Mitverantwortung für die Stabilität des schweizerischen Finanzsystems und der ganzen schweizerischen Volkswirtschaft bewusst. Sie hat sich nicht gescheut, mit der Errichtung und Finanzierung der Zweckgesellschaft ausserordentliche Massnahmen zu ergreifen. Die Nationalbank ist dabei ein beträchtliches Risiko eingegangen. Diesem Risiko stand jedoch das Risiko einer Destabilisierung des Finanzsystems gegenüber. Die Nationalbank schätzte die Risiken für das Finanzsystem als höher ein und entschied sich deshalb für die Operation zugunsten der UBS.

Nach dieser Entscheidung gilt für die Zweckgesellschaft, wie für sämtliche betriebliche Angelegenheiten der Nationalbank, das Prinzip der Trennung von Aufsichts- und Geschäftsleitungsfunktionen. Der Bankrat nimmt seine Aufgabe als Aufsichts- und Kontrollorgan im Zusammenhang mit der Zweckgesellschaft sehr ernst. Er trägt dabei die Verantwortung für die Beaufsichtigung und Kontrolle der Rechnungslegung sowie für die Überwachung und Beurteilung des Risikomanagements und Anlageprozesses. Zur Wahrnehmung seiner Aufgabe wird der Bankrat regelmässig und umfassend über die Entwicklung des Stabilisierungsfonds informiert und steht über seine beiden Ausschüsse in permanentem Kontakt mit den entsprechenden Verantwortlichen der Nationalbank.

Die Nationalbank wird im Rahmen ihres verfassungsmässigen Auftrags und ihrer praktischen Möglichkeiten weiterhin ihren Beitrag zur Bekämpfung der Krise und zur Ebnung des Weges für den Wiederaufschwung leisten. Ihnen als Aktionärinnen und Aktionäre möchte ich dafür danken, dass Sie «Ihrer» Nationalbank auch in schwierigen Zeiten Ihre Unterstützung und Ihr Vertrauen bezeugen.

Referat anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums
Gehalten in Bern am 17. April 2009

Herr Bankratspräsident
Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre
Liebe Gäste

Die Finanzkrise, die im August 2007 ausgebrochen ist, hat sich im Jahr 2008 ausgeweitet und seit Mitte September deutlich verschärft. Die wachsende Unsicherheit in Bezug auf die Stabilität des Finanzsystems hat allmählich zu einer Lähmung des Geldmarkts geführt. In den meisten Industrieländern sind Stützungsmaßnahmen getroffen worden, um zum einen die Refinanzierungsbedingungen für die Banken zu verbessern und zum andern die Bilanzen der Banken zu sanieren oder ihr Kapital zu stärken. Die staatlichen Eingriffe haben ein noch nie dagewesenes Ausmass angenommen: Äusserst umfangreiche Garantien wurden gegeben, wichtige Institute unter staatliche Kontrolle gestellt und beträchtliche Risiken des privaten Sektors vom öffentlichen Sektor übernommen.

Die Schwierigkeiten bei der Umsetzung der Geldpolitik der Nationalbank

Das schlechtere Funktionieren der Finanzmärkte hat eine Anzahl Probleme für die Umsetzung der Geldpolitik der Nationalbank gebracht. Einerseits hat die vorherrschende Unsicherheit dazu geführt, dass verstärkt Liquidität nachgefragt wurde; andererseits hat der ins Stocken geratene Interbankenmarkt die Versorgung des Marktes mit Franken erschwert. Auf diese beiden Tatsachen musste die Nationalbank mit ausserordentlichen Massnahmen reagieren.

In der Schweiz hat die durch die Finanzkrise verursachte Unsicherheit von Anfang an zu einer äusserst grossen Liquiditätsnachfrage seitens der Banken und der Öffentlichkeit geführt. Das Misstrauen, das für die Interbankbeziehungen typisch war, hat einige Institute dazu verleitet, ihre Mittel zu horten. Dieser Trend wurde noch verstärkt, weil verschiedene Banken aufgrund der ausgeprägten Nachfrage des Publikums nach Bargeld weniger gut in der Lage waren, ihren eigenen Liquiditätsbedarf richtig einzuschätzen. Bis zum Jahresende nahm der Notenumlauf um 11% zu, und die Guthaben der Banken auf den Girokonten bei der Nationalbank waren dreimal so hoch wie vor einem Jahr.

Um die ausserordentliche Nachfrage zu befriedigen, musste die Nationalbank die Laufzeiten und das Volumen ihrer Repo-Transaktionen ausweiten und zusätzlich Liquidität über einen neuen Kanal zuführen, nämlich über Swap-Geschäfte.

In den letzten Jahren waren die Repos das übliche Instrument der Nationalbank für die Umsetzung ihrer Geldpolitik. Bei diesen Transaktionen handelt es sich um Frankenkredite, die den Banken gegen Hinterlegung von Wertpapieren gewährt werden. Die Kredite haben normalerweise eine Laufzeit von einer Woche. Im Jahr 2008 allerdings hat die Nationalbank angesichts der besonderen Bedürfnisse des Marktes die Laufzeit der Kredite mehrmals verlängern und sie bis auf zwölf Monate ausdehnen müssen. Im Gegensatz zu anderen Zentralbanken musste die SNB die Liste der repofähigen Wertpapiere jedoch nicht erweitern, denn sie betreibt bereits eine sehr liberale Politik und akzeptiert erstklassige Wertschriften nicht nur in Schweizer Franken, sondern unter anderem auch in Euro, britischem Pfund und US-Dollar. Der durchschnittliche Bestand an ausstehenden Repos stieg 2008 im Vergleich zum Vorjahr um 53%.

Trotz der Ausweitung unserer Repo-Geschäfte haben die Spannungen am Geldmarkt im Laufe des Jahres zugenommen, da sich das wirtschaftliche und finanzielle Umfeld stetig verschlechterte. Diese Spannungen erreichten im Herbst ihren Höhepunkt. Eine besondere Herausforderung stellte die starke Frankennachfrage aus osteuropäischen Ländern dar. Einige Banken dieser Länder haben in hohem Ausmass Frankenkredite gewährt und sich dazu am Geldmarkt refinanziert. Da diese Banken über keinen Zugang zu den SNB-Krediten verfügen, gerieten sie in Schwierigkeiten, als der Franken-Geldmarkt austrocknete. Ihre erhöhte Nachfrage nach Schweizer Franken hat die Zinsen für unsere Währung ansteigen lassen – eine Entwicklung, welche die Nationalbank aus geldpolitischer Sicht als unerwünscht erachtete.

Um der Nachfrage der osteuropäischen Banken zu begegnen, ist die SNB die Europäische Zentralbank (EZB) um Unterstützung angegangen. Im Rahmen eines Euro-Franken-Swapabkommens hat die Nationalbank der EZB Franken zur Verfügung gestellt, welche die EZB anschliessend ihren Gegenparteien zuteilte. Ähnliche Abkommen – Euro gegen Franken – wurden später auch mit der polnischen Zentralbank und der ungarischen Zentralbank geschlossen, um ihnen ein analoges Vorgehen gegenüber den Banken in ihren Ländern zu ermöglichen. Ausserdem hat die Nationalbank im Interesse einer besseren Versorgung des Marktes mit Franken selbst Swaps mit ihren Gegenparteien abgeschlossen. Ende 2008 waren mit drei Zentralbanken und mehreren Geschäftsbanken Swap-Geschäfte im Betrag von 50 Mrd. CHF abgeschlossen worden.

Insgesamt war also die Liquiditätsnachfrage beträchtlich. Die Kredite der Nationalbank haben sich zwischen Ende 2007 und Ende 2008 von 31 Mrd. auf 101 Mrd. CHF mehr als verdreifacht. Parallel dazu hat die SNB am 20. Oktober 2008 zum ersten Mal überhaupt SNB Bills emittiert. Wir wollen damit den Banken eine andere Platzierungsmöglichkeit für ihre Liquidität als das Girokonto bei der SNB anbieten. Zudem verfügen wir damit über ein Instrument, mit dem allenfalls Liquidität in grossem Ausmass wieder abgeschöpft werden kann. Ende 2008 hatte die Nationalbank für insgesamt 24,4 Mrd. CHF SNB Bills emittiert.

Dank der aktiven Liquiditätsbewirtschaftung am Frankenmarkt konnte die SNB den Dreimonats-Libor auf jenem Niveau halten, das sie aus geldpolitischen Gründen anstrebt. Darauf werde ich gleich noch zurückkommen.

Die Massnahmen zur Konsolidierung der UBS

Bereits im Herbst 2007 war sich die Nationalbank bewusst geworden, dass die Finanzmarktunruhen eine besondere Bedrohung für die beiden Schweizer Grossbanken darstellten. Deshalb hatte die SNB von Anfang an ihre Kontakte zur Eidgenössischen Bankenkommission (EBK, heute Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA) intensiviert, um eine kontinuierliche Überwachung der beiden Institute sicherzustellen. Aufgrund der zunehmenden Anfälligkeit der UBS planten wir ab Frühjahr mehrere Massnahmen, welche die Bank vor den Auswirkungen der grossen Zahl illiquider Aktiven in ihrer Bilanz schützen sollten. Schliesslich sah sich die UBS im Herbst, als der Konkurs der US-amerikanischen Bank Lehman Brothers eine völlige Austrocknung des Interbankenmarkts nach sich gezogen hatte, zunehmenden Refinanzierungsschwierigkeiten gegenüber und musste mit substanziellen Verlusten fertig werden. Nach Ansicht der EBK war eine Konsolidierung dringend nötig, um eine rasche Verschlechterung der Lage und damit einen grossen Schaden für die Stabilität des gesamten Bankensystems und für die Schweizer Wirtschaft generell zu verhindern.

In diesem Umfeld bereitete die Nationalbank in enger Zusammenarbeit mit der EBK und dem Bund die Massnahme vor, über welche die Öffentlichkeit am 16. Oktober informiert wurde.

Es wäre nicht angezeigt, hier nochmals auf eine Transaktion einzugehen, die von den Medien bereits eingehend diskutiert wurde und in unserem

Jahresbericht erläutert ist. Als wir diese Massnahme in Angriff nahmen, waren wir uns der Risiken sehr wohl bewusst, die vom zu übernehmenden Wertchriften-Portfolio ausgehen. Nach Ansicht der SNB gab es jedoch für diese Risiken einen angemessenen Ausgleich in Form der Beteiligung der UBS an allfälligen Verlusten und vor allem in Form des Gewinns für die Allgemeinheit, der durch die Stabilisierung der grössten Schweizer Bank entstand. Der Entscheid der Nationalbank stützte sich somit einzig auf Überlegungen im Zusammenhang mit der Stabilität des Finanzsystems.

Die Massnahme der SNB wird erst in ein paar Jahren abschliessend beurteilt werden können. Falls sie am Ende einen Gewinn abwirft, wird man sich vielleicht fragen, ob sie wirklich nötig gewesen sei. Falls aber Verluste entstehen, wird man zum Schluss kommen, dass mit dieser Massnahme das Schlimmste hat verhindert werden können. Wie sich das finanzielle Ergebnis auch präsentieren wird – man darf nicht vergessen, dass der Eingriff aus einem einzigen Grund erfolgte, nämlich um zu verhindern, dass die Unsicherheit über den Wert illiquider Aktiven bei der UBS diese Bank – und damit unser Finanzsystem und unsere ganze Wirtschaft – destabilisiere.

Wenn öffentliche Mittel für die Konsolidierung der Finanzstabilität herangezogen werden, müssen die Regeln an den Finanzmärkten so angepasst werden, dass ein ähnliches Ereignis nicht mehr vorkommt. So hat die Nationalbank denn die Forderung der EBK nach einer graduellen Verbesserung der Eigenmittelausstattung unserer Grossbanken, nach einer Begrenzung des Niveaus ihrer Schulden und nach einer Reform ihres Entlohnungssystems dezidiert unterstützt. Überdies arbeitet die Nationalbank zurzeit mit der FINMA an einer Verschärfung der Liquiditätsanforderungen. Wie ich Ihnen letztes Jahr schon darlegte, ist es das gute Recht unseres kleinen Landes, besondere Bedingungen festzulegen, um Systemrisiken, die durch die beiden auf unserem Territorium angesiedelten internationalen Grossbanken entstehen, zu begrenzen. Der Bundesrat und die EBK sind sich dieser Tatsache klar bewusst geworden und haben die nötigen vorbeugenden Massnahmen ergriffen. Für die Zukunft muss abgeklärt werden, ob ein gesetzlicher Rahmen und organisatorische Massnahmen zur geordneten Liquidation systemisch relevanter Banken zweckmässig sind.

Die Ausweitung der Krise auf die Realwirtschaft

Ein Übergreifen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft war unausweichlich. Dabei hatte das Jahr 2008 gut begonnen. Unser Land kannte ein hohes Wirtschaftswachstum und einen starken Zustrom ausländischer Arbeitskräfte. In den ersten drei Quartalen 2008 betrug das Wachstum gegenüber den entsprechenden Vorjahresquartalen 2,4%. Es wurde durch alle Nachfragekomponenten gestützt, wobei der Bau eine Ausnahme bildete.

Die Lage veränderte sich Anfang Herbst völlig. Die Schwierigkeiten an den internationalen Kreditmärkten und die zunehmende Unsicherheit führten zu einem Einbruch des Welthandels und einem allgemeinen Wachstumsrückgang an unseren Exportmärkten, wobei die meisten unserer Handelspartner sogar in eine Rezession glitten. Im vierten Quartal sank unser Bruttoinlandprodukt um 1,2% und die Arbeitslosigkeit, deren Rate mit 2,5% sehr tief gewesen war, begann wieder zu steigen. An der Lagebeurteilung vom Dezember kündigte die Nationalbank für 2009 einen voraussichtlichen Rückgang des BIP von -0,5% bis -1% an. Im März korrigierte die SNB diese Prognose aufgrund der neusten Daten nach unten, und zwar auf -2,5% bis -3%.

Die Reaktion der Nationalbank

Im Herbst 2008 mussten wir somit eine brutale Umkehr des Wirtschaftszyklus und aufgrund der kräftigen Preiskorrektur bei den Rohstoffen eine spektakuläre Änderung der Inflationsperspektiven beobachten. Während im Juli die Inflation noch 3,1% betrug, war die Preisstabilität bereits im November wiederhergestellt.

Diese Veränderung hat die Nationalbank dazu veranlasst, ihre Geldpolitik rasch und kräftig zu lockern. So haben wir das Zielband für den Dreimonats-Libor zwischen Oktober 2008 und März 2009 insgesamt fünfmal gesenkt und den Geldmarktsatz von 3% auf 0,25% reduziert. Die markante Lockerung der geldpolitischen Zügel hatte zum Ziel, die Kreditkonditionen zu verbessern und Frankenanlagen unattraktiv zu machen. Das Wachstum des Kreditvolumens in der Schweiz setzte sich zwar fort, flachte sich aber ab, und die den Schuldner gewährten Kreditlimiten wurden weniger stark beansprucht. Bis jetzt deutet die Situation am Kreditmarkt eher auf einen Nachfragerückgang und auf leicht restriktivere, der konjunkturellen Verschlechterung zuzuschreibende Kreditkonditionen hin als auf eine eigentliche Kreditverknappung (credit

crunch). Allerdings haben wir festgestellt, dass sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen am Kapitalmarkt wegen der allgemeinen Unsicherheit und des Liquiditätsmangels deutlich verschärft haben. Aus diesem Grund haben wir am 12. März beschlossen, in jenen Marktsegmenten zu intervenieren, welche die markantesten Ungleichgewichte aufwiesen.

In dieser heiklen, von der Verschlechterung der Situation am Kreditmarkt geprägten Phase hat sich die Geldpolitik der Nationalbank als besonders zweckmässig erwiesen. Im Gegensatz zu den meisten anderen Zentralbanken hat die Nationalbank die Stabilisierung eines Marktsatzes, des Libors für dreimonatige Anlagen in Franken, zum Ziel, der als Referenz für zahlreiche kommerzielle Zinssätze dient. Die Nationalbank verwendet also nicht einen Zinssatz als operationelles Ziel, der lediglich für die kurzfristige Refinanzierung der Banken bei der Zentralbank relevant ist. Die SNB hat dank der festen Kontrolle über den Libor den Schweizer Markt vor einer Verschlechterung der Kreditbedingungen, wie sie an ausländischen Märkten zu beobachten war, schützen können. So hat sich das Gefälle zwischen dem Libor für dreimonatige Anlagen in Euro und dem Libor für dreimonatige Anlagen in Franken, das normalerweise bei 1,5 Prozentpunkten lag, auf 2,2 Prozentpunkte im Jahr 2007 und auf 2,7 Prozentpunkte im Jahr 2008 erhöht. Unsere Politik, den Dreimonats-Libor zu stabilisieren, hat uns somit erlaubt, die Schweizer Wirtschaft teilweise von den Auswirkungen der Finanzkrise abzuschirmen.

Leider ist die Lockerung der monetären Bedingungen, die wir seit letztem Herbst mit der Senkung des Libors angestrebt hatten, durch die stete Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro weitgehend ausgeglichen worden. Unsere Währung hat sich zwischen Oktober 2008 und März 2009 gegenüber dem Euro um fast 10% aufgewertet. Dies war angesichts des raschen Rückgangs der Inflation und des weltweiten Nachfrageeinbruchs ganz besonders unwillkommen. Die Nationalbank wollte verhindern, dass die kontinuierliche Aufwertung des Frankens die Wirkung ihrer Politik der tieferen Zinsen zunichte macht. Deshalb haben wir am 12. März beschlossen, das Libor-Zielband nochmals herabzusetzen und gleichzeitig Devisen am Markt zu kaufen, um einen erneuten Anstieg des Frankenkurses gegenüber dem Euro zu verhindern und der Wirtschaft zusätzliche Liquidität zuzuführen. Die Deflationsrisiken erforderten eine dezidierte Reak-

tion. Wir werden an dieser Strategie festhalten, solange solche Risiken fortbestehen.

Nach fünfzehn Jahren hat also die Nationalbank zum ersten Mal wieder am Devisenmarkt intervenieren müssen. Es geht aber nicht darum, unser traditionelles Konzept einer unabhängigen Geldpolitik, die das Ziel der Preisstabilität verfolgt, umzukrempeln. Es handelt sich eigentlich nur um eine Anpassung bei der Umsetzung dieses Konzepts, die dem Umstand Rechnung trägt, dass die Zinssätze momentan praktisch bei null liegen und dass der Franken wieder die Rolle einer Fluchtwährung spielt. Ganz im Gegensatz zu dem, was aus einigen Kommentaren hervorgeht, bedeutet die Bekämpfung des Frankenanstiegs gegenüber dem Euro nicht, dass eine wettbewerbsorientierte Abwertungs politik betrieben wird; diese wäre auf die Dauer den Interessen unseres Landes ohnehin nur abträglich. Die Devisenkäufe sind ein wichtiges operationelles Element, das der Nationalbank unter den gegebenen Umständen ermöglicht, ihren Auftrag in Bezug auf die Preisstabilität zu erfüllen oder, anders gesagt, unsere Wirtschaft vor Inflation wie Deflation zu schützen.

Die Aussichten für 2009

Das Jahr 2009 wird vom stärksten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts seit 1975 geprägt sein. Der Exportmotor wird nur auf niedrigen Touren laufen, und das mangelnde Vertrauen der Unternehmer wird die Nachfrage nach Investitionen dämpfen. Es ist auch davon auszugehen, dass der Konsum schrittweise zurückgehen wird, da die Unsicherheit über die Entwicklung der Kaufkraft der privaten Haushalte wachsen wird. Die Aussichten sind also ziemlich düster.

Die Schweiz ist kein Einzelfall: Alle Industrieländer sehen sich einer Verschlechterung der konjunkturellen Lage gegenüber, insbesondere, wenn sie einen regen Aussenhandel betreiben.

Wir dürfen jedoch getrost davon ausgehen, dass wir für diese Situation relativ gut gewappnet sind, denn:

- Die Schweiz verfügt über eine Exportindustrie, die sowohl in preislicher wie auch in technologischer Hinsicht wettbewerbsfähig ist.
- Unsere Unternehmen haben in den letzten Jahren gute Ergebnisse erzielt, und ihre Finanzen sind gesund.
- In der Schweiz entstand im Unterschied zu anderen Ländern in den vergangenen Jahren keine Immobilienblase.
- Unsere Wirtschaftsstruktur beruht auf kleinen und mittleren Unternehmen, was uns den Vorteil der Flexibilität verschafft.
- Die Finanzen der öffentlichen Hand sind saniert und die Zahlungsbilanz ist in einem soliden Zustand.

Aus diesen Gründen gehen wir davon aus, dass sich unsere Wirtschaft wieder erholen wird, wenn die internationale Konjunktur die Talsohle überwunden hat. Der Internationale Währungsfonds prognostiziert im Gefolge einer Erholung in den USA für Europa einen konjunkturellen Aufschwung ab 2010. Bei uns gibt es da und dort Anzeichen einer Stabilisierung, und der Rückgang des BIP dürfte in näherer Zukunft allmählich an Intensität verlieren. Allerdings wird voraussichtlich erst nächstes Jahr eine eigentliche Wende eintreten. Die Erholung wird langsam vor sich gehen, denn die gegenwärtigen Schwierigkeiten sind nicht einfach zyklischer Natur. Sie sind auch die Folge einer tiefen Vertrauenskrise hinsichtlich der Widerstandskraft des Finanzsektors und des zukünftigen Wachstumspotenzials der Weltwirtschaft.

Angesichts des Nachfrageeinbruchs haben sich alle Länder für eine expansive Geld- und Finanzpolitik entschieden. Massive Zinsreduktionen wurden beschlossen, und für einige Ankurbelungsprogramme mussten ansehnliche Summen gesprochen werden. Dies hat die Staatsverschuldung erhöht. Solche Massnahmen sind in einer Notsituation absolut angebracht. Wir dürfen allerdings nicht vergessen, dass die heutigen Schwierigkeiten mit grosser Wahrscheinlichkeit die Folge einer zu hohen Verschuldung und einer zu akkomodierenden Geldpolitik sind, beides Faktoren, welche die übertriebene Entwicklung der Weltwirtschaft seit dem Jahr 2000 zusätzlich angetrieben haben. Es ist paradox, dass zur Bekämpfung der Rezession heute dieselben Stimulatoren eingesetzt werden, mit denen man in der Vergangenheit Missbrauch getrieben hat.

Sobald die Konjunktur wieder in Gang gekommen ist, wird also die grosse politische und ökonomische Herausforderung darin bestehen, die nötigen korrigierenden Massnahmen zu treffen, um eine ausgewogenere Entwicklung der Weltwirtschaft sicherzustellen. Das Wachstum wird im Vergleich zu früheren Jahren vielleicht weniger beeindruckend, dafür umso nachhaltiger sein. Was die Nationalbank anbelangt, ist sie sich bewusst, dass sie zur Wahrung der mittelfristigen Preisstabilität in der Schweiz das monetäre Gleichgewicht wiederherstellen und rechtzeitig überschüssige Liquidität abschöpfen muss. Sie hat den klaren Willen, dies zu tun, und verfügt auch über die geeigneten Mittel dazu.

Die Weltwirtschaft ist in eine leidvolle Phase eingetreten, in der sie sich neu orientieren muss. Diese Phase wird gekennzeichnet sein von schwachem Wachstum und hoher Arbeitslosigkeit. Die Schweizer Wirtschaft ist international eng verflochten und wird sich diesen Schwierigkeiten nicht entziehen können. Die Nationalbank hat rasch auf die Verschlechterung der Wirtschaftslage reagiert. Viele hoffen, dass die Geldpolitik unser Land vor den Turbulenzen im Ausland bewahren werde. Wir können diese Erwartung nicht erfüllen. Die Nationalbank hat im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrags ihr Möglichstes getan. Wir wissen, dass 2009 für unsere Wirtschaft ein schwieriges Jahr werden wird, und 2010 höchstwahrscheinlich auch, denn selbst nach der Überwindung der Talsohle werden unsere Produktionskapazitäten immer noch viel zu wenig ausgelastet sein.

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre
Liebe Gäste

In diesem anspruchsvollen Umfeld benötigen wir einmal mehr die Unterstützung jedes Einzelnen, insbesondere jene unserer Aktionärinnen und Aktionäre. Wir danken Ihnen für Ihre treue Unterstützung und das Interesse, das Sie der Tätigkeit der Nationalbank im vergangenen Jahr entgegengebracht haben.

Measurement of labour quality growth caused by unobservable characteristics

**Thomas Bolli und
Mathias Zurlinden
Working Paper 2009-1**

Die traditionellen volkswirtschaftlichen Indizes der Arbeitsqualität (oder des Humankapitals) lassen die Rolle unbeobachteter Eigenschaften der Erwerbstätigen – wie z. B. individuellen Fähigkeiten – weitgehend unbeachtet. Das vorliegende Papier entwickelt eine Methode zur Identifikation der Beiträge beobachteter und unbeobachteter Eigenschaften der Erwerbstätigen. Die Methode entgeht dem unter dem Begriff des «incidental parameter problem» bekannten Schätzproblem. Basierend auf Daten für die Schweiz von 1991 bis 2006 zeigt die Studie, dass ein grosser Teil des Wachstums der Arbeitsqualität durch Veränderungen in der Verteilung unbeobachteter Eigenschaften verursacht wird. Die der Ausbildung und dem Alter zugeschriebenen Wachstumsbeiträge werden nach unten korrigiert, wenn die unbeobachteten Eigenschaften berücksichtigt werden. Der Gesamtindex scheint durch den Einschluss der unbeobachteten Eigenschaften jedoch nur geringfügig verändert zu werden. Dies ist erfreulich für Berechnungen des Produktivitätswachstums, die sich auf die traditionellen Methoden zur Berechnung der Arbeitsqualität stützen.

Foreign currency borrowing by small firms

**Martin Brown, Steven Ongena
und Pinar Yeşin
Working Paper 2009-2**

Dieser Artikel untersucht, weshalb sich viele Kleinunternehmen in Osteuropa und der ehemaligen Sowjetunion in Fremdwährung anstatt in Lokalwährung verschulden. Zuerst wird die Entscheidung eines Unternehmens für Fremd- oder Lokalwährung in Abhängigkeit von Zinsdifferenzen, von Wechselkurschwankungen der Währungsdenominierung seiner Einnahmen sowie seiner Kosten bei Zahlungsunfähigkeit modelliert. Ist der Zinssatz eines Fremdwährungskredites niedriger als derjenige eines Lokalwährungskredites, werden die Unternehmer mit Fremdwährungseinkünften sich in Fremdwährung verschulden. Unternehmer, die hohe Einkünfte in Lokalwährung und tiefe Kosten von Zahlungsunfähigkeit aufweisen, nehmen ebenfalls Fremdwährungskredite auf. Wenn die Banken nur ungenau über die Einnahmen eines Unternehmens informiert sind, entscheiden sich noch mehr Firmen, welche Einnahmen in Lokalwährung erzielen, für einen Fremdwährungskredit, weil sie die Kosten des entsprechenden Kreditrisikos nur teilweise übernehmen müssen.

Die Voraussagen des Modells werden anhand von Umfragedaten über 3105 Kleinunternehmen in 26 Transitionsländern aus dem Jahre 2005 getestet. Die Ergebnisse bestätigen, dass Unternehmer mit Fremdwährungseinkünften sich eher in Fremdwährung verschulden. Hingegen beeinflussen Zinssatzunterschiede, Wechselkursvolatilität, die Kosten von Zahlungsunfähigkeit und die finanzielle Transparenz eines Unternehmens die Währungsentscheidung kaum. Die Ergebnisse lassen die Folgerung zu, dass «carry-trade» nicht der wichtigste Faktor für die beobachtete Fremdwährungsverschuldung von Kleinunternehmen in Transitionsländern ist.

Forecasting realised (co)variances with a block structure Wishart autoregressive model

**Matteo Bonato, Massimiliano Caporin
und Angelo Ranaldo
Working Paper 2009-3**

Bei der Modellierung und der Prognose von Volatilität entstehen hauptsächlich zwei Trade-offs, nämlich zwischen mathematischer Lösbarkeit und ökonomischer Interpretierbarkeit einerseits und zwischen Lösungsgenauigkeit und -geschwindigkeit andererseits. Bei dem in dieser Studie verwendeten Modell handelt es sich um einen Versuch, die beiden Zielkonflikte mindestens teilweise zu lösen. Der erste Zielkonflikt ist für viele Finanzanwendungen, einschliesslich des Portfolio- und Risikomanagements, von grosser Wichtigkeit. Der Zielkonflikt zwischen Genauigkeit und Geschwindigkeit gewinnt bei grösseren Portfolios, in längeren Phasen hoher Volatilität wie in der gegenwärtigen Finanzkrise und durch den immer populärer werdenden algorithmischen Handel, bei dem computergestützte Handelsregeln automatisch implementiert werden, zusehends an Bedeutung. Durch die bessere Verfügbarkeit von Hochfrequenzdaten entstehen neue Möglichkeiten bei der Prognose von Varianzen und Kovarianzen zwischen Anlagen. Es gibt aber nur wenig Literatur über Prognosen von mehr als einer realisierten Volatilität.

In Anlehnung an Gourieroux, Jasiak und Sufana (Journal of Econometrics, forthcoming) wird eine Methode angewandt, um realisierte Kovarianzen zu modellieren und zu prognostizieren. Dabei werden den Parametern keine Restriktionen auferlegt und gleichzeitig wird die ökonomische Interpretierbarkeit gewährleistet. In der vorliegenden Studie wird eine empirische Anwendung präsentiert, die auf der Varianzprognose und der Risikobewertung eines Portfolios beruht, das aus zwei amerikanischen Schatzanweisungen und zwei Wechselkursen besteht. Das Modell wird mit mehreren anderen in der Literatur vorgeschlagenen Spezifizierungen verglichen. Die empirische Evidenz lässt darauf schliessen, dass sich das Modell für grosse Portfolios eignet.

Beibehaltung des geldpolitischen Kurses

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung vom 18. Juni 2009 beschloss die Nationalbank, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% zu belassen und weiterhin das Ziel zu verfolgen, den Libor allmählich auf ein Niveau von rund 0,25% zu führen. Ferner kündigte die Nationalbank an, sie werde die grosszügige Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität fortsetzen, ebenso wie den Erwerb von Schweizerfranken-Obligationen, mit dem die Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von privaten Schuldern reduziert werden sollen. Ausserdem werde sie einem Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken.

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 2009

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