Schweizerische Nationalbank
Quartalsheft

September 3/2010 28. Jahrgang

Inhalt

5 **Übersicht über das Quartalsheft 3/2010**

6 **Bericht über die Geldpolitik**

44 **Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte**

50 **SNB Working Papers: Zusammenfassungen**

54 **Geld- und währungspolitische Chronik**

Übersicht über das Quartalsheft 3/2010

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die Schweizer Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal erneut kräftig und dürfte das Wachstum des Produktionspotenzials wie bereits in den vorangegangenen drei Quartalen deutlich übertroffen haben. Das Bruttoinlandprodukt lag damit wieder ungefähr auf seinem Vorkrisenniveau. Das starke Wachstum ist vor allem auf die stetig zunehmende Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie, im Bankensektor und bei den unternehmensnahen Dienstleistungen zurückzuführen.

Die SNB rechnet für das Jahr 2010 mit einem Anstieg des Bruttoinlandprodukts von rund 2,5% nach einem Rückgang von 1,9% im Jahr 2009. Die Anpassung nach oben gegenüber dem letzten Bericht zur Geldpolitik beruht nicht auf einer optimistischeren Einschätzung der Aussichten, sondern ist eine Folge der stärkeren Erholung in den letzten vier Quartalen. Für die zweite Jahreshälfte und den Beginn des Jahres 2011 erwartet die SNB eine deutliche Abschwächung des Konjunkturverlaufs.

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 16. September beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% zu belassen und weiterhin das Ziel zu verfolgen, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten.

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

Aus den Gesprächen, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte im Juli und August mit 206 Vertreten verschiedener Wirtschaftsbranchen führten, geht hervor, dass sich die positive Wirtschaftsentwicklung im dritten Quartal fortgesetzt hat. Für die kommenden Monate wird mehrheitlich ein positives Umsatzwachstum erwartet, wobei sich die Dynamik etwas verlangsamen dürfte. Die Unterauslastung der technischen Produktionskapazitäten dürfte sich weiter reduzieren.

Besorgt zeigten sich viele Gesprächspartner in Bezug auf die Nachhaltigkeit der internationalen Wirtschaftserholung. Die Beurteilung der Auswirkungen des starken Frankens fiel je nach Branche sehr unterschiedlich aus.

SNB Working Papers (S. 50)

Zusammenfassungen von vier SNB Working Papers: Martin Brown, Steven Ongena, Alexander Popov und Pinar Yeşin, «Who needs credit and who gets credit in Eastern Europe?», SNB Working Paper 2010-9; Jean-Pierre Danthine und André Kurmann, «The business cycle implications of reciprocity in labor relations», SNB Working Paper 2010-10; Thomas Nitschka, «Momentum in stock market returns: Implications for risk premia on foreign currencies», SNB Working Paper 2010-11; Petra Gerlach-Kristen und Barbara Rudolf, «Macroeconomic and interest rate volatility under alternative monetary procedures», SNB Working Paper 2010-12.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2010

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis 16. September 2010 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 Bruttoinlandprodukt
17 2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen
20 2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt
21 2.4 Kapazitätsauslastung
23 2.5 Preise und Inflationserwartungen
26 2.6 Realwirtschaftliche Aussichten

27 3 Monetäre Entwicklung
27 3.1 Zinsentwicklung
30 3.2 Wechselkurse
31 3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise
33 3.4 Geldaggregate
36 3.5 Kredite

38 4 Die Inflationsprognose der SNB
38 4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
40 4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

38 Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Zu diesem Bericht

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

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

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom September 2010 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 16. September 2010.

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

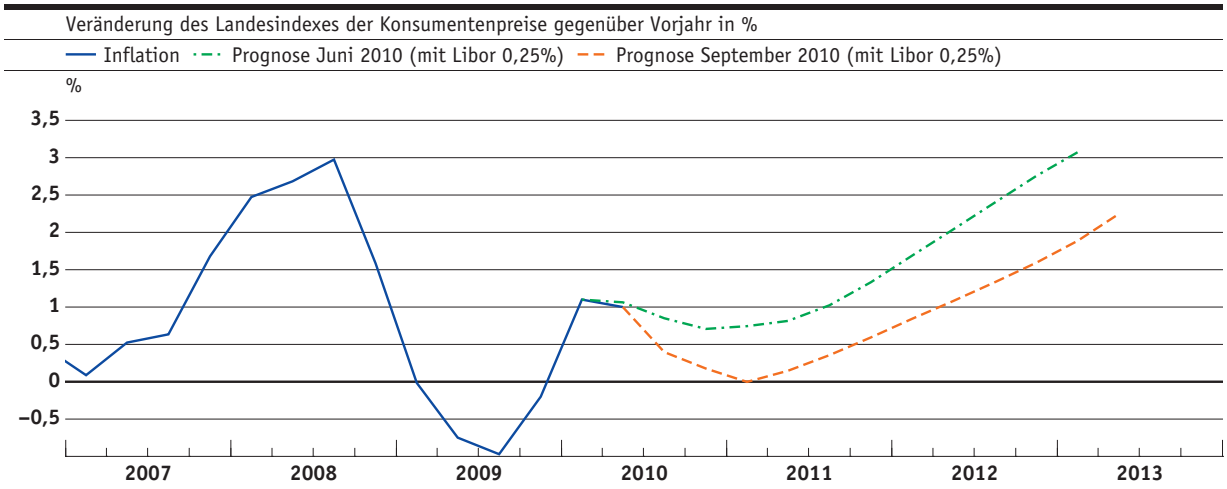
Geldpolitischer Entscheid

Die Schweizerische Nationalbank hat an ihrer Lagebeurteilung vom 16. September 2010 beschlossen, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen. Sie beliess das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% und kündigte an, sie strebe an, den Libor weiterhin im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten.

Die Schweizer Wirtschaft hat sich seit Mitte 2009 dynamischer als bisher angenommen entwickelt. Für 2010 rechnet die SNB nun mit einem realen Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) von rund 2,5%. Für die zweite Jahreshälfte und insbesondere für 2011 geht sie aber von einer deutlichen Abschwächung des Wachstums aus. Dies widerspiegelt die starke Aufwertung des Frankens und die abnehmende Dynamik der Weltkonjunktur. Die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Weltkonjunktur bleiben indessen hoch, und die Risiken sind vor allem nach unten gerichtet. Falls Abwärtsrisiken eintreten und zu erneuter Deflationsgefahr führen sollten, würde die Nationalbank die notwendigen Massnahmen ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Die auf einem konstanten Dreimonats-Libor basierende bedingte Inflationsprognose liegt über den gesamten dreijährigen Prognosezeitraum tiefer als die entsprechende Prognose vom vergangenen Juni. Sie deutet darauf hin, dass die expansive Geldpolitik derzeit angemessen ist, aber langfristig Risiken für die Preisstabilität birgt.

Bedingte Inflationsprognose Juni 2010 und September 2010



Quelle: SNB

Bedingte Inflationsprognose Juni 2010 und September 2010

Durchschnittliche Jahresinflation in %	2010	2011	2012
Prognose Juni 2010, mit Libor 0,25%	0,9	1,0	2,2
Prognose September 2010, mit Libor 0,25%	0,7	0,3	1,2

Quelle: SNB

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Weltwirtschaft hat im Frühjahr 2009 die Talsohle durchschritten und erlebt seither einen Wiederaufschwung. Bis heute ist die Erholung indessen je nach Region sehr unterschiedlich weit gediehen. So liegt die Industrieproduktion in den Industrieländern weiterhin unter dem Vorrezessionsniveau, während das entsprechende Niveau in den aufstrebenden Volkswirtschaften bereits deutlich übertroffen worden ist.

Im zweiten Quartal gewann das Wirtschaftswachstum in der Eurozone an Schwung, während es sich in den USA und in Japan verlangsamte. Sehr dynamisch blieb die Entwicklung in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften.

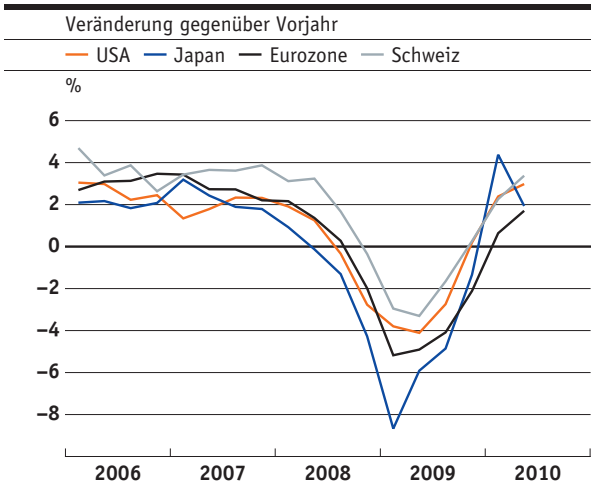
Die konjunkturelle Erholung dürfte sich im zweiten Halbjahr fortsetzen. Allerdings lassen die Impulse aus den Lagerbewegungen und verschiedenen Fiskalmassnahmen nach. Hinzu kommt, dass die Bestrebungen Chinas, den Investitionsboom und den schnellen Anstieg der Häuserpreise zu bremsen, erste Erfolge zeigen. Die SNB hat deshalb ihre Annahmen für das Wirtschaftswachstum im Jahr 2010 für die USA, Japan und China gesenkt. Für die Eurozone geht sie aufgrund des überraschend starken Wachstums im zweiten Quartal jedoch von einem höheren Wachstum aus als noch im Juni.

Abgeschwächtes US-Wirtschaftswachstum

Die konjunkturelle Erholung der US-Wirtschaft hat sich im zweiten Quartal verlangsamt. Das BIP legte noch um 1,6% zu, nach 3,7% im Vorquartal. Die Lager wurden zwar weiter aufgebaut, doch fiel deren Wachstumsbeitrag deutlich geringer aus als in der Vorperiode. Zudem belastete ein massiver Anstieg der Importe das BIP-Wachstum. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte expandierten weiter moderat. Gestützt durch die tiefen Zinssätze setzte sich auch die Erholung der Investitionstätigkeit fort, wobei der Wohnungsbau von Steuerkrediten an Hauskäufer profitierte. Schwierig blieb die Lage am Arbeitsmarkt. Seit Jahresbeginn hat die Beschäftigung, die in der Krise um 8,4 Millionen Personen gefallen war, zwar wieder zugenommen, doch war das Tempo der Erholung sehr gering (durchschnittlich kaum 100 000 Personen pro Monat). Die Arbeitslosenquote blieb mit 9,6% hoch.

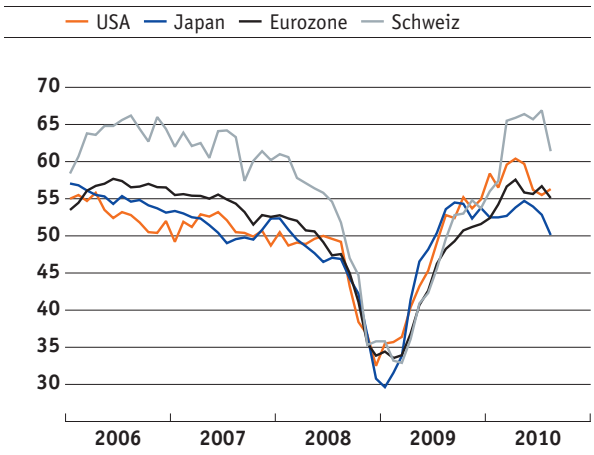
Die konjunkturellen Aussichten für die zweite Jahreshälfte präsentieren sich gegenüber unserer Einschätzung im Juni etwas weniger günstig. Geschäftsumfragen, insbesondere rückläufige Bestellungseingänge in der Industrie, deuten auf eine geringere Expansion der Aktivität hin. Sparanstrengungen der privaten Haushalte und die anhaltend angespannte Arbeitsmarktlage lasten weiterhin auf dem Konsum. Zudem sind von den Staatsausgaben angesichts der Bestrebungen der Regierung, das

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Financial Datastream, © und Datenbankrecht Markit Economics Ltd 2009, alle Rechte vorbehalten

Budgetdefizit zu begrenzen, in den kommenden Quartalen kaum mehr Wachstumsimpulse zu erwarten.

Die SNB rechnet nun für 2010 mit einem Wachstum des US-BIP von 2,7%, verglichen mit 3,2% anlässlich der Juni-Lagebeurteilung. Im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen entspricht dies einer nur moderaten Erholung.

Schwungvollere Erholung in der Eurozone

Die Wirtschaft der Eurozone hat im zweiten Quartal an Schwung gewonnen. Das BIP-Wachstum betrug 3,9%, nach 1,3% im Vorquartal. Mit Ausnahme der Lager trugen alle BIP-Komponenten zum höheren Wachstum bei. Allerdings wurde das Quartalsergebnis durch Sonderfaktoren begünstigt. Dazu zählen wetterbedingte Aufholeffekte bei den Bauinvestitionen sowie – in einigen Ländern – Mehrwertsteuererhöhungen per 1. Juli, die einen Anreiz schufen, Konsumausgaben zeitlich vorzuziehen.

Das Wirtschaftswachstum fiel im zweiten Quartal von Land zu Land sehr unterschiedlich aus. Deutschland, die grösste Volkswirtschaft der Eurozone, registrierte mit 9,0% die höchste Wachstumsrate aller Mitgliedländer. Gleichzeitig handelte es sich um die höchste Quartalswachstumsrate der deutschen Volkswirtschaft seit der Wiedervereinigung. In den südlichen Volkswirtschaften expandierte das BIP dagegen unterdurchschnittlich, und in Griechenland verschärfte sich die Rezession.

Die Voraussetzungen für eine fortgesetzte konjunkturelle Erholung in der Eurozone sind nach wie vor gegeben. Dennoch dürfte sich das Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte etwas abschwächen. Die hohe Arbeitslosigkeit und die fiskalischen Konsolidierungsbemühungen verschiedener Mitgliedländer dämpfen die Nachfrage. Auch ist weiterhin unsicher, ob die Erholung der Investitionen nachhaltig ist, zumal die Banken ihre Kreditkonditionen im zweiten Quartal gemäss einer EZB-Umfrage weiter verschärft haben.

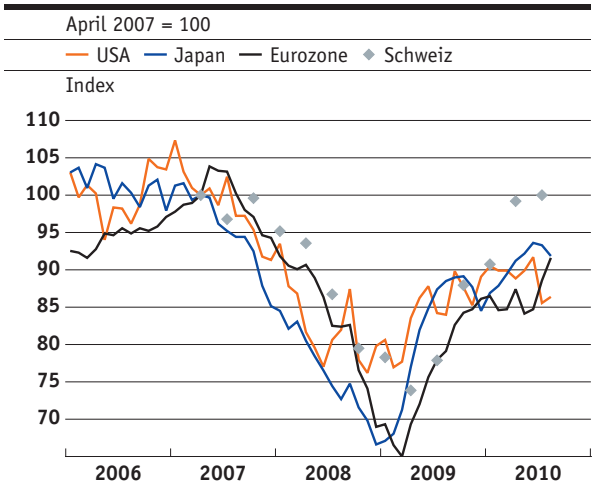
Infolge des überraschend kräftigen Wirtschaftswachstums im zweiten Quartal rechnet die SNB für 2010 mit einem Wachstum des BIP der Eurozone von 1,7%, verglichen mit 1,2% im Juni.

Wachstumsverlangsamung in Japan ...

Nach einem kräftigen Wachstum im ersten Quartal expandierte das japanische BIP im zweiten Quartal lediglich um 1,5%. Seit Beginn der Erholung vor einem Jahr hat die japanische Wirtschaft damit erst die Hälfte des in der Rezession erlittenen BIP-Verlustes wettgemacht. Alle grossen Nachfragekomponenten trugen im zweiten Quartal zur Wachstumsverlangsamung bei. Der grösste positive Wachstumsbeitrag stammte weiterhin von den Exporten, die inzwischen drei Viertel ihres Rezessionsverlustes aufgeholt haben.

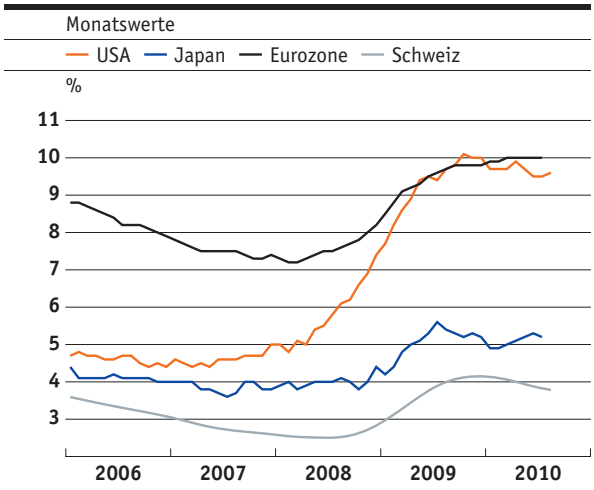
Mit der Abkühlung im globalen Industriesektor und der anhaltenden Aufwertung des Yen

Grafik 1.3
Konsumentenstimmung



Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.4
Arbeitslosenquoten



Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

wird sich das japanische Exportwachstum in der zweiten Jahreshälfte vermutlich abschwächen. Der hohe Bedarf an Ersatzinvestitionen, die robuste Gewinnentwicklung sowie günstige Kreditkonditionen sprechen jedoch dafür, dass die Unternehmen ihre Investitionstätigkeit weiter erhöhen werden. Gleichzeitig dürften die vor dem Hintergrund der guten Ertragslage deutlich gestiegenen Sommerboni, die graduelle Erholung auf dem Arbeitsmarkt und die in der zweiten Jahreshälfte wirkenden fiskalpolitischen Massnahmen den privaten Konsum stützen.

Die SNB hat ihre Prognose für die japanische Wirtschaft aufgrund des überraschend schwachen Wachstums im zweiten Quartal leicht nach unten angepasst. Sie geht für 2010 von einem Wachstum von 3,0% aus, verglichen mit 3,1% im Juni.

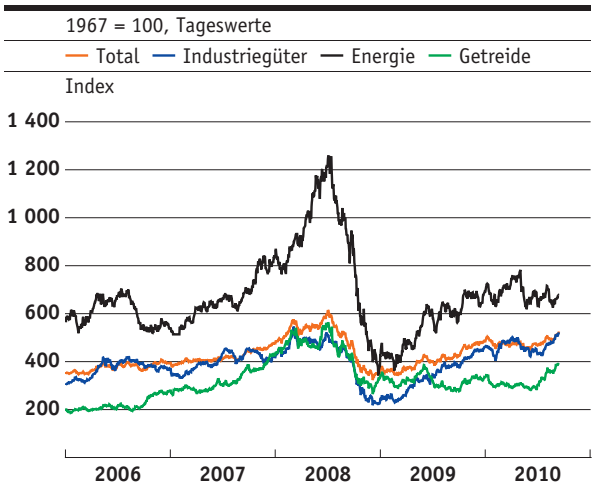
... und in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens

Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens zeichnet sich eine graduelle Wachstumsverlangsamung ab. In China scheinen die Normalisierung der monetären Bedingungen sowie die im April eingeleiteten Massnahmen im Immobiliensektor erste Wirkungen zu entfalten. Die Wirtschaftsleistung Chinas lag im zweiten Quartal noch 10,3% über dem Vorjahresniveau, nach 11,9% im ersten Quartal. Die Volkswirtschaft zeigte besonders in den Küstenregionen erste Abkühlungserscheinungen, weil staatliche Infrastrukturprojekte nach einem ausserordentlichen Anstieg im letzten Jahr allmählich zurückgefahren werden. Mit der sich verlangsamenden Industriekonjunktur ging die bis anhin hohe Nachfrage nach Rohwaren zurück. Staatliche Anreize und Transferzahlungen sowie ein robuster Arbeitsmarkt unterstützten die Verlagerung der Binnennachfrage von den Investitionen zum privaten Konsum, während günstige Wettbewerbsbedingungen zum robusten Exportwachstum beitrugen.

Das Budget für 2010 sieht ein Defizit von 3% des BIP vor und beinhaltet eine breite Palette von Massnahmen, welche die Binnennachfrage auch in der zweiten Jahreshälfte stützen werden. Um das Risiko einer Preisblase im Immobilienmarkt zu reduzieren, verschärfte die Regierung Mitte April die Hypothekarkreditbedingungen insbesondere in Grossstädten, wo die Preise am schnellsten zugelegt hatten. Der für 70 chinesische Grossstädte ermittelte Häuserpreisindex zeigte im Juni erste Preisnachlässe gegenüber dem Vormonat.

In den exportorientierten Volkswirtschaften Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur expandierte das BIP im zweiten Quartal weiterhin stark und auf breiter Basis. Damit dürfte das Produktionspotenzial überschritten worden sein. Die Industriekonjunktur hat zur Jahresmitte etwas an Schwung verloren. Zwar blieb die Stimmung der Unternehmen gut, doch ist aufgrund der nachlassenden Impulse aus China eine Verlangsamung des BIP-Wachstums wahrscheinlich.

Grafik 1.5
Rohwarenpreise



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Verhaltene Teuerung

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung blieb im Zeitraum von April bis Juli fast in allen Ländern gering. In den USA sank die Jahresteuerung, d. h. der Preisanstieg gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat, von 2,2% im April auf 1,2% im Juli. Der Rückgang war mehrheitlich auf sinkende Benzinpreise und Basiseffekte bei den Energiepreisen zurückzuführen. Die Kerninflation blieb unverändert bei 0,9%. In der Eurozone stieg die Jahresteuerung unter dem Einfluss des schwachen Euro indessen weiter auf 1,7%, wobei alle grösseren Warengruppen mit Ausnahme der Energie zum Anstieg beitrugen. Die Kernteuerung kletterte von 0,8% im April auf 1,0% im Juli. In Japan verharrte die Jahresteuerung im negativen Bereich, doch schwächte sich der Preisrückgang von –1,2% auf –0,9% ab. Die Kernteuerung notierte im Juli bei –1,5%, nach einem historischen Tiefstand von –1,6% im April. Basiseffekte und steigende Nahrungsmittelpreise führten in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens zu einem weiteren Anstieg der Jahresteuerung. In China zog die Jahresteuerung um einen halben Prozentpunkt auf 3,3% an, während die Kernteuerung auf 1,1% stieg.

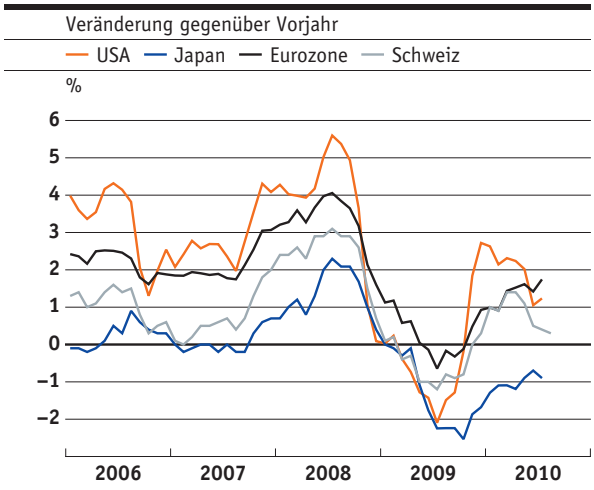
Unverändert expansive Zinspolitik der grossen Industrieländer

Die Zentralbanken der grössten Industrieländer haben ihre expansive Zinspolitik beibehalten (Grafik 1.9). Das Federal Reserve System beliess das Zielband für den Leitzins bei 0,0%–0,25%. In seinem jüngsten Communiqué geht es weiterhin von einem schwachen Inflationsdruck aus und erwartet für die kurze Frist einen moderateren wirtschaftlichen Aufschwung als bisher angenommen. Um den gegenwärtigen Expansionsgrad aufrechtzuerhalten, kündigte die amerikanische Zentralbank an, sie werde Rückzahlungen auslaufender hypothekenbezogener Wertpapiere in längerfristige Staatspapiere reinvestieren und den Bestand an Wertpapieren bei rund 2 Billionen USD stabilisieren.

Die EZB beliess den Hauptrefinanzierungssatz bei 1,0% und stellte den Banken weiterhin unbeschränkt Liquidität zur Verfügung. Das einjährige Programm zum Kauf von in Euro denominierten gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds) wurde wie geplant Ende Juni abgeschlossen. Weiter verringerte die EZB die im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte im Mai begonnenen Käufe von Wertpapieren.

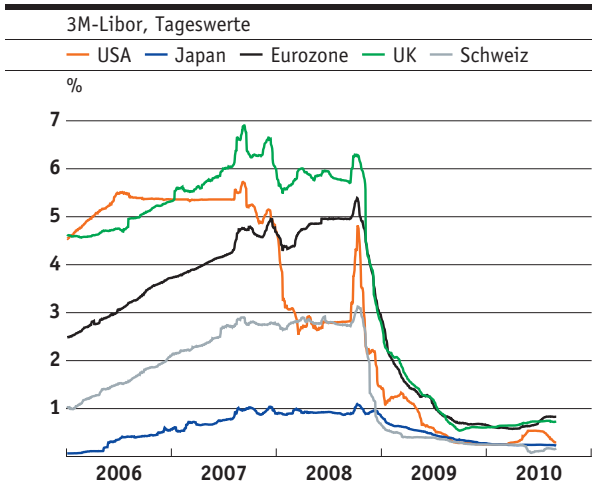
Die japanische Zentralbank beliess den Tagesgeldsatz bei 0,1%. Ende August begann sie mit der Umsetzung kreditpolitischer Massnahmen, die auf 3 Billionen Yen (rund 1% der gesamten japanischen Bankkredite) begrenzt sind und der Förderung viel-

Grafik 1.6
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Financial Datastream

Grafik 1.7
Internationale Kurzfristzinsen



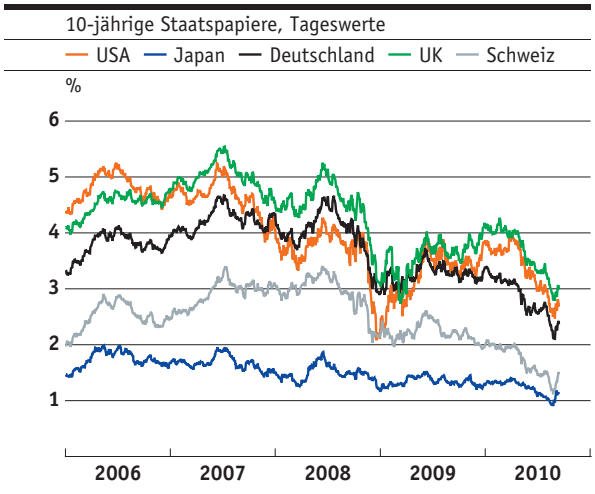
Quelle: Thomson Financial Datastream

versprechender Investitionsprojekte dienen sollen. Zudem erweiterte sie ihre Liquiditätsmassnahmen mit dem Ziel, die Marktzinssätze zu senken.

Die chinesische Zentralbank fuhr mit der Normalisierung ihrer expansiven Geldpolitik fort. Sie hob den Reservehaltungssatz an, beschränkte das Kreditwachstum und reduzierte die zur Verfügung gestellte Liquidität durch die vermehrte Ausgabe von Obligationen. Zudem beschloss die chinesische Zentralbank Ende Juni, zu einem Wechselkursregime des gesteuerten Floatings, unter welchem sie bereits von Mitte 2005 bis Mitte 2008 operiert hatte, zurückzukehren. Seither hat sich die chinesische Währung gegenüber dem USD um rund 1% aufgewertet.

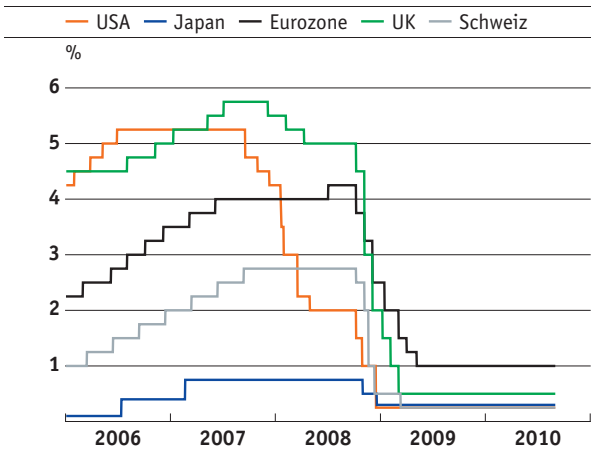
In verschiedenen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens veranlassten die schnelle Konjunkturerholung sowie steigende Preise auf den Immobilienmärkten die Zentralbanken zu ersten Leitzinserhöhungen.

Grafik 1.8
Internationale Langfristzinsen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.9
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

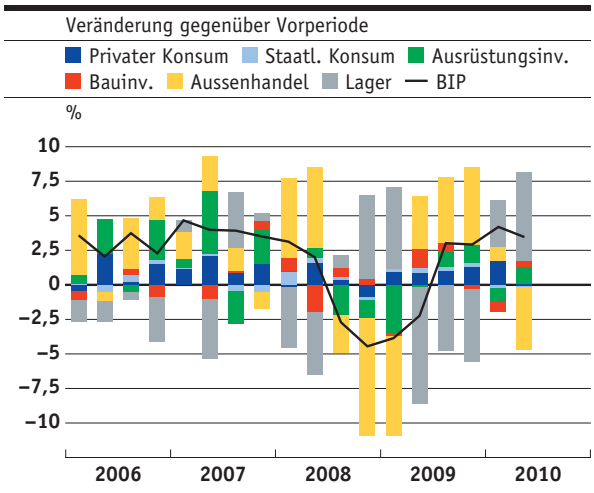
Wie die revidierten BIP-Quartalsschätzungen des SECO zeigen, ist die Schweizer Wirtschaft in der Krise stärker geschrumpft als ursprünglich angenommen. Umgekehrt hat sie sich aber nach der Krise auch schneller erholt. Die Erholung hat sich, wenn auch leicht abgeschwächt, im zweiten Quartal fortgesetzt. So ist die Wirtschaftsleistung mittlerweile wieder auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt.

Das starke Wachstum seit Anfang des Jahres ist vor allem auf die stetig zunehmende Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie, im Bankensektor und bei den unternehmensnahen Dienstleistungen zurückzuführen. Die Endnachfrage hat sich zuletzt aber etwas abgeschwächt.

Die graduelle Verbesserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt setzte sich im zweiten Quartal fort. Die Beschäftigung nahm weiter zu, während die Arbeitslosenquote sank. Neben der Arbeitslosenquote deutet auch die Produktionslücke weiterhin auf eine Unterauslastung der Wirtschaft hin. Von Seiten der Realwirtschaft blieb der Teuerungsdruck somit gering. Hauptgrund für den Rückgang der am Landesindex der Konsumentenpreise gemessenen Jahresteuerungsrate auf 0,3% im August waren allerdings die tieferen Preise für importierte Güter und Dienstleistungen, insbesondere für Erdölprodukte.

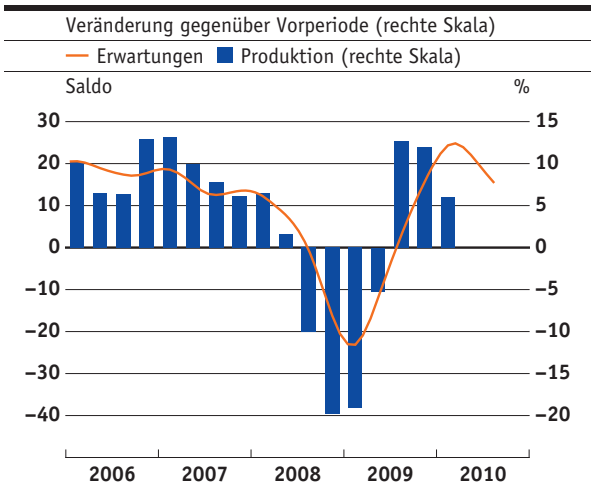
Das Wachstum der Gesamtwirtschaft dürfte in der zweiten Jahreshälfte 2010 – vor allem aufgrund einer aufwertungsbedingten Abschwächung bei den Exporten – deutlich tiefer ausfallen.

Grafik 2.1
Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

2.1 Bruttoinlandprodukt

Starkes Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal

Das Wirtschaftswachstum blieb im zweiten Quartal kräftig und dürfte das Wachstum des Produktionspotenzials erneut deutlich übertroffen haben. Gemäss der provisorischen Schätzung des SECO nahm das BIP um 3,5% zu, gegenüber 4,2% im Vorquartal. Innert Jahresfrist wuchs das BIP um 3,4%.

Gegliedert nach Sektoren wurde das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal vor allem durch grosse Wachstumsbeiträge der verarbeitenden Industrie, des Bankensektors und der unternehmensnahen Dienstleistungen gestützt. Die Wertschöpfung dieser drei Sektoren stieg im zweiten Quartal um 8,8%, 13,5% bzw. 5,5%. Auch die Wertschöpfung im Baugewerbe stieg an (3,3%). Nur der Handel wies eine tiefere Wertschöpfung als im Vorquartal auf.

Zum Wachstum der Gesamtnachfrage trugen alle Komponenten mit Ausnahme des Konsums bei. Die schwache Entwicklung des Konsums überrascht vor allem deshalb, weil eine Reihe wichtiger Konsumindikatoren nicht auf eine Stagnation hingedeutet haben. Kräftig wuchsen hingegen die Ausrüstungsinvestitionen und die Exporte. Das Exportwachstum wird allerdings vom Importwachstum noch übertroffen, so dass der Aussenbeitrag negativ zum Wachstum der Endnachfrage von 3% beitrug. Die Differenz zwischen dem von der Produktionsseite her ermittelten BIP-Wachstum und dem Wachstum der Endnachfrage deutet darauf hin, dass die Lagerbewegungen im zweiten Quartal einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum leisteten.

Gleichzeitig mit der Publikation der Resultate für das zweite Quartal korrigierte das SECO aufgrund der BIP-Jahresschätzung des BFS seine Quartalsschätzungen für die letzten drei Jahre. Nach den neuen Schätzungen war die Rezession von Mitte 2008 bis Mitte 2009 mit einem stärkeren Rückgang des BIP verbunden als bisher angenommen. Der gesamte Rückgang wird neu auf 3,3% geschätzt (bisher 2,4%). Allerdings fiel auch die anschliessende Erholung mit einer durchschnittlichen BIP-Wachstumsrate von 3,4% kräftiger aus (bisher 2,4%). Im zweiten Quartal lag das reale BIP damit

Reales BIP und Komponenten Tabelle 2.1

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

	2006	2007	2008	2009	2008		2009				2010	
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	1,6	2,3	1,3	1,0	0,6	–1,5	1,6	1,5	1,7	2,2	2,9	–0,2
Staatlicher Konsum	0,3	0,3	1,7	1,6	2,0	–1,8	1,6	2,9	2,5	2,8	–1,6	–0,4
Anlageinvestitionen	4,7	5,1	0,5	–4,9	–7,7	–4,6	–19,1	6,2	9,3	5,2	–5,6	9,9
Bau	–1,4	–2,3	0,0	3,0	8,1	5,0	–3,9	15,1	8,4	–2,0	–1,2	8,1
Ausrüstungen	10,1	11,1	0,8	–10,8	–17,4	–11,2	–29,8	–0,9	10,2	11,8	–9,2	11,6
Inländische Endnachfrage	**2,1**	**2,7**	**1,2**	**–0,3**	**–1,3**	**–2,3**	**–3,5**	**2,7**	**3,5**	**2,9**	**0,3**	**2,0**
Inlandnachfrage	**1,4**	**1,4**	**0,2**	**0,6**	**–2,5**	**6,2**	**6,9**	**–7,3**	**–2,4**	**–1,2**	**–0,5**	**8,6**
Exporte total	10,3	9,6	3,3	–8,7	–5,7	–27,7	–19,7	–5,8	23,2	13,1	15,7	7,1
Güter	11,1	8,4	2,6	–11,5	–2,9	–33,8	–25,2	–3,6	19,2	11,8	23,1	0,5
ohne Wertsachen[1]	11,2	8,3	2,1	–11,1	–7,9	–32,8	–23,8	–3,0	16,6	15,3	11,3	0,9
Dienstleistungen	8,4	12,8	4,8	–2,0	–12,0	–10,9	–5,6	–10,4	32,6	15,8	1,1	23,0
Gesamtnachfrage	**4,5**	**4,4**	**1,4**	**–3,0**	**–3,8**	**–8,5**	**–3,6**	**–6,8**	**6,2**	**3,9**	**5,5**	**8,0**
Importe total	6,5	6,1	0,3	–5,4	–6,1	–16,8	–3,1	–16,5	14,1	6,3	8,7	19,7
Güter	7,8	5,1	–0,5	–8,3	–8,8	–23,7	–4,9	–21,6	18,4	3,4	19,6	17,2
ohne Wertsachen[1]	7,4	6,7	–1,0	–8,5	–8,4	–21,2	–8,3	–21,6	20,1	2,4	18,7	19,3
Dienstleistungen	0,6	11,2	3,9	8,1	7,5	21,4	5,7	7,0	–0,9	18,2	–24,9	30,6
BIP	**3,6**	**3,6**	**1,9**	**–1,9**	**–2,7**	**–4,5**	**–3,9**	**–2,2**	**3,0**	**2,9**	**4,2**	**3,5**

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

wieder auf dem Niveau des zweiten Quartals 2008. Da die Bevölkerung in diesem Zeitraum deutlich gestiegen ist, liegt das Pro-Kopf-BIP allerdings nach wie vor klar tiefer.

Produktionsseitig fiel die Rezession in der verarbeitenden Industrie und im Handel stärker aus als bisher angenommen. Weniger stark war sie dagegen im Bankensektor und bei den unternehmensorientierten Dienstleistungen. Bei den Nachfragekomponenten wurde das Ausmass der Erholung bei den Bauinvestitionen nach oben und bei den Ausrüstungsinvestitionen nach unten korrigiert.

2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

Erholung der Exporte schwächt sich ab

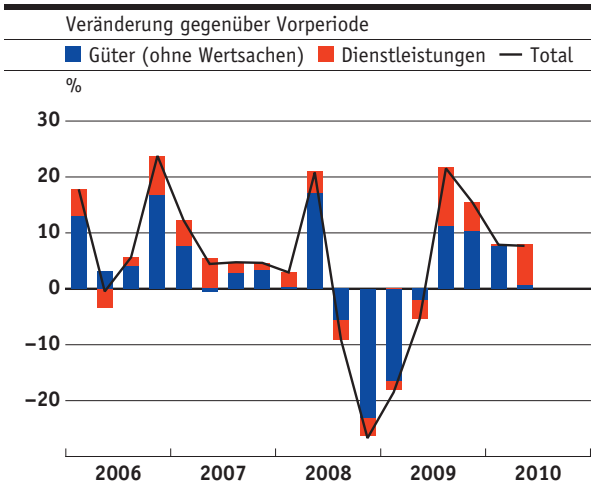
Der kräftige Anstieg der Warenexporte, welcher mit der weltwirtschaftlichen Erholung Mitte letzten Jahres eingesetzt hatte, verlangsamte sich im zweiten Quartal markant. Dagegen legten die Dienstleistungsexporte, die im ersten Quartal auf dem Niveau der Vorperiode verharrten, wieder deutlich zu. Insgesamt wuchsen die Exporte von Waren und Dienstleistungen (ohne Wertsachen) im ersten und zweiten Quartal um je rund 8%.

Bei den Warenexporten konnten zwar die Exporte von Investitionsgütern, insbesondere von Maschinen und Präzisionsinstrumenten, weiter vom globalen Industriezyklus profitieren. Dagegen verzeichneten die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten keinen weiteren Anstieg mehr. Das Wachstum der Konsumgüterexporte, insbesondere der Pharmazeutika und Uhren, war sogar leicht rückläufig. Gegliedert nach Absatzmärkten war das schwache Wachstum auf die zurückhaltende Nachfrage aus Europa und Asien zurückzuführen, während die Exporte in die USA und die erdölexportierenden Länder kräftig expandierten.

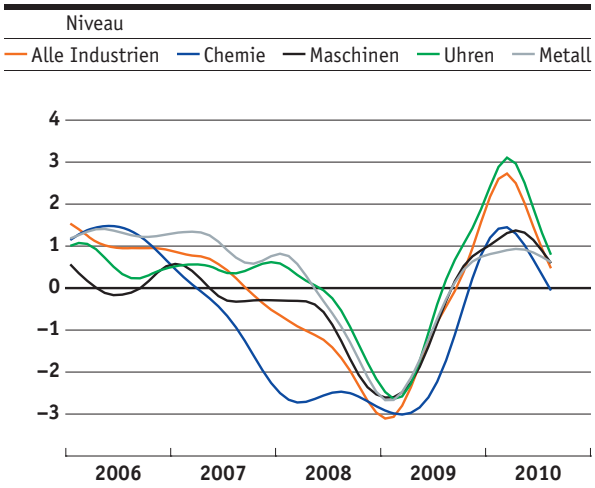
Bei den Dienstleistungsexporten verzeichneten insbesondere die Nettoeinnahmen aus dem Transithandel im Zuge weiter steigender Ölpreise eine kräftige Zunahme. Daneben wuchsen auch die Einnahmen aus Lizenzen und Patenten sowie die Einnahmen im Tourismus.

Gemäss den Umfragen der KOF beurteilten die Industrieunternehmen die weiteren Aussichten im Juli etwas verhaltener als noch in den Monaten zuvor. Tatsächlich kam der Aufwärtstrend der Warenexporte im Juli und August zum Erliegen. Insgesamt dürfte die Entwicklung der Exporte im weiteren Jahresverlauf angesichts der kräftigen Aufwertung des Frankens schwach bleiben.

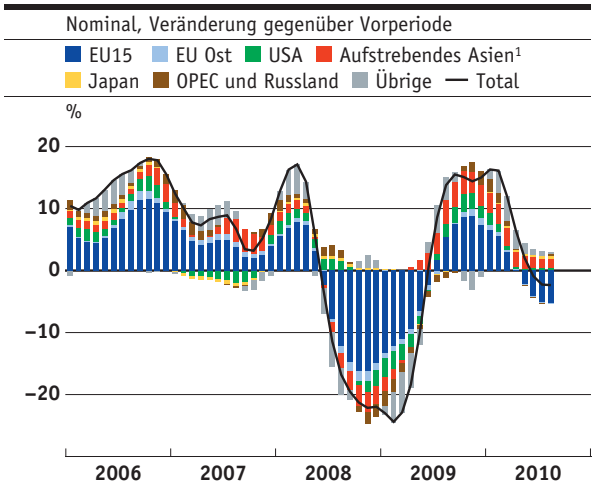
Grafik 2.3
Exporte: Wachstumsbeiträge



Grafik 2.4
Erwartete Bestellungseingänge



Grafik 2.5
Güterexporte: Regionale Wachstumsbeiträge



Grafik 2.3:
Quelle: SECO

Grafik 2.4:
Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.5:
1 Aufstrebendes Asien: China, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Südkorea, Taiwan, Vietnam
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV)

Bauinvestitionen auf hohem Niveau

Die Bauinvestitionen stiegen im zweiten Quartal 2010 um 5,2%, nachdem im Winterhalbjahr, teilweise wetterbedingt, ein Rückgang beobachtet worden war. Im Vergleich zum Stand vor Jahresfrist blieben die Bauinvestitionen nahezu unverändert.

Gemäss der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes war die Wohnbautätigkeit im zweiten Quartal anhaltend stark. Auch der Tiefbau zeigte sich recht robust. Weiterhin schwächer als der Wohnungs- und Tiefbau entwickelte sich hingegen der Wirtschaftsbau.

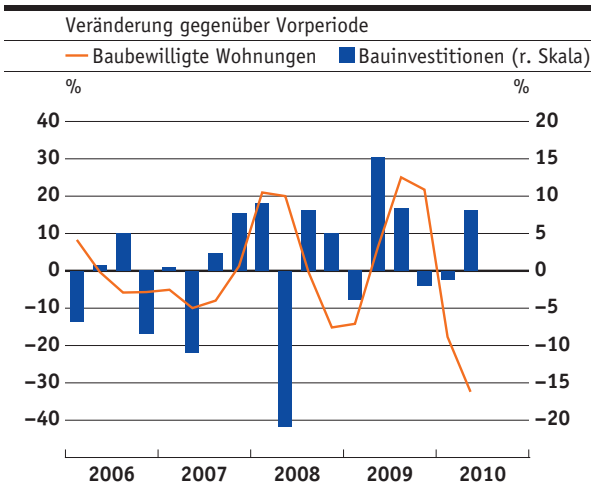
Die neusten Daten zum Auftragseingang und Arbeitsvorrat deuten für die kommenden Quartale insgesamt auf einen moderaten Anstieg der Bauinvestitionen hin.

Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen im zweiten Quartal um 11,6%, nachdem sie im Vorquartal fast im gleichen Ausmass zurückgegangen waren. Dank des in der zweiten Jahreshälfte 2009 registrierten Anstiegs übertreffen die Ausrüstungsinvestitionen ihr Vorjahresniveau klar, liegen aber noch immer um fast 11% unter dem Vorrezessionsstand.

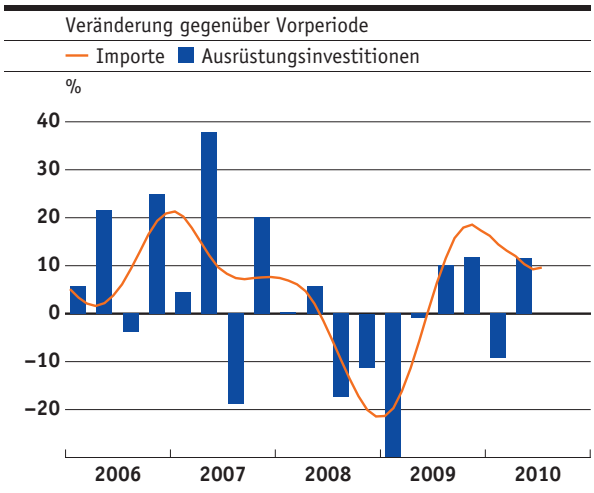
Der mit der konjunkturellen Erholung einhergehende Anstieg der Kapazitätsauslastung in der Industrie wird die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern weiter ansteigen lassen.

Grafik 2.6
Bau



Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.7
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

Unveränderter privater Konsum

Der private Konsum verharrte im zweiten Quartal auf dem Stand der Vorperiode. In Teilbereichen blieb die Entwicklung aber auch im zweiten Quartal positiv. So stiegen die Detailhandelsumsätze weiter an. Auch die Neuzulassungen von Personenwagen legten zu, was auf eine wachsende Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern hindeutet.

Gute Konsumentenstimmung

Die Konsumentenstimmung hat sich in den letzten Monaten weiter verbessert. Der international vergleichbare Index des SECO, der bereits im April wieder sein Vorrezessionsniveau erreicht hatte, lag im Juli nochmals etwas höher. Zwar fielen die Erwartungen zur Wirtschaftsentwicklung in den nächsten zwölf Monaten etwas weniger optimistisch aus als im April, doch schätzten die befragten Konsumenten die Wahrscheinlichkeit, dass sie vermehrt Ersparnisse aufbauen können, etwas höher ein. Die Erwartungen zur Entwicklung des Arbeitsmarktes und zur finanziellen Lage der Haushalte blieben weitgehend unverändert.

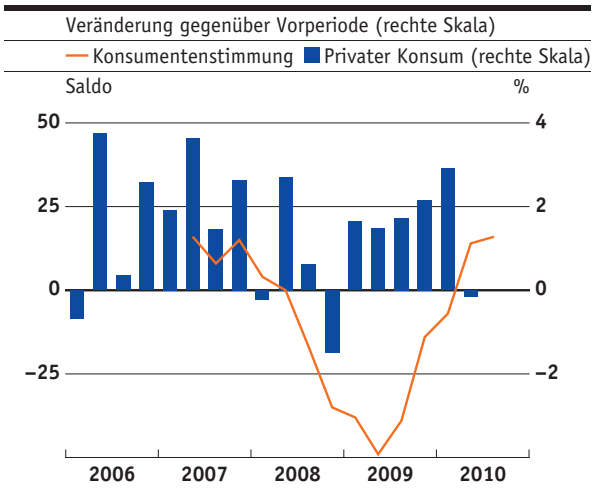
Durch Sondereffekt überzeichnetes Importwachstum

Getrieben durch einen Sondereffekt bei den Warenimporten (aussergewöhnlich hohe Einfuhr von Goldschmuck aus Vietnam) stiegen die Importe von Waren und Dienstleistungen (ohne Wertsachen) im zweiten Quartal um 21,6% an. Sieht man von diesem Sondereffekt ab, hat sich das Expansionstempo der Warenimporte nahezu halbiert. Zwar setzte sich die Erholung bei den Importen von produktionsbezogenen Investitionsgütern wie Maschinen und Präzisionsinstrumenten fort. Dagegen schwächte sich aber der Aufwärtstrend bei Rohstoffen und Halbfabrikaten ab. Bei den Einfuhren von Konsumgütern war die Entwicklung uneinheitlich. Während die Importe der Uhrenindustrie kräftig stiegen, gingen die Einfuhren von Chemieprodukten (zum Grossteil Pharmazeutika), welche im ersten Quartal einen grossen Wachstumsbeitrag geleistet hatten, leicht zurück.

Die Dienstleistungsimporte verzeichneten im zweiten Quartal einen kräftigen Zuwachs. Treibende Kraft waren die traditionell volatilen Ausgaben für Lizenzen und Patente. Daneben stiegen angesichts der Frankenstärke auch die als Tourismusimporte erfassten Auslandreisen nochmals leicht an.

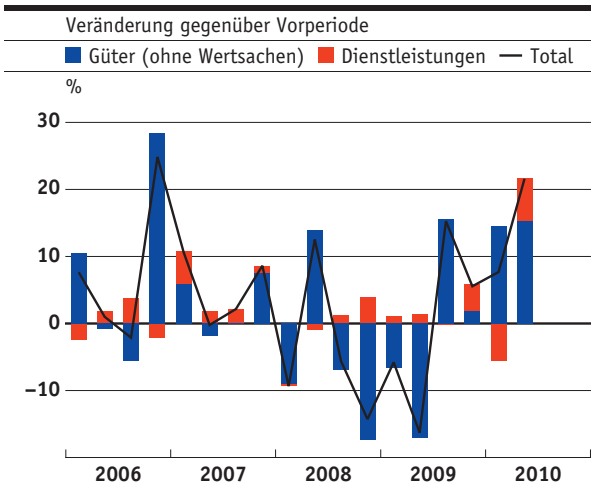
Gemäss Industrieumfrage der KOF/ETH waren die Erwartungen der Unternehmen bezüglich des Einkaufs von Vorprodukten im Juli etwas weniger optimistisch. Im Einklang damit tendierten die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten im Juli und August erstmals seit einem Jahr wieder abwärts.

Grafik 2.8
Privater Konsum



Quelle: SECO

Grafik 2.9
Importe: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Moderates Beschäftigungswachstum ...

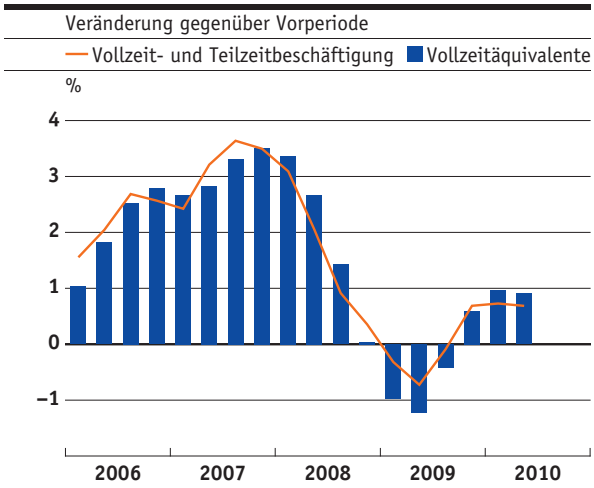
Die Beschäftigung wuchs im zweiten Quartal weiter moderat. Das in Vollzeitäquivalenten gemessene Arbeitsvolumen nahm um 0,9% zu, während die Zahl der Beschäftigten wie bereits in den beiden Vorquartalen um 0,7% stieg. Im Unterschied zur Beschäftigtenzahl, die das vor der Krise registrierte Niveau bereits wieder erreicht hat, liegt das Arbeitsvolumen noch leicht tiefer.

Gegliedert nach Wirtschaftsbranchen verlief die Beschäftigungsentwicklung uneinheitlich. In der verarbeitenden Industrie hat sich die in Vollzeitäquivalenten ausgedrückte Beschäftigung stabilisiert, während sich der Stellenabbau bei den Kreditinstituten und Versicherungen fortsetzte. Alle anderen Branchen registrierten einen Anstieg der Beschäftigung, wobei sich das Wachstumstempo in der öffentlichen Verwaltung, im Gesundheitswesen und bei den unternehmensorientierten Dienstleistungen leicht verlangsamte, während es sich im Bau, Handel und Verkehr beschleunigte.

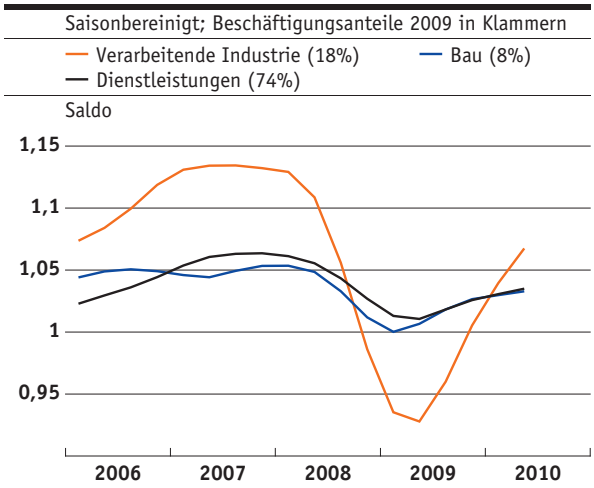
... und leicht verbesserte Beschäftigungsaussichten

Die vorlaufenden Beschäftigungsindikatoren stiegen im zweiten Quartal leicht, was darauf hindeutet, dass sich das seit Anfang Jahr registrierte moderate positive Beschäftigungswachstum in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen wird. Gegliedert nach Branchen verbesserten sich die Beschäfti-

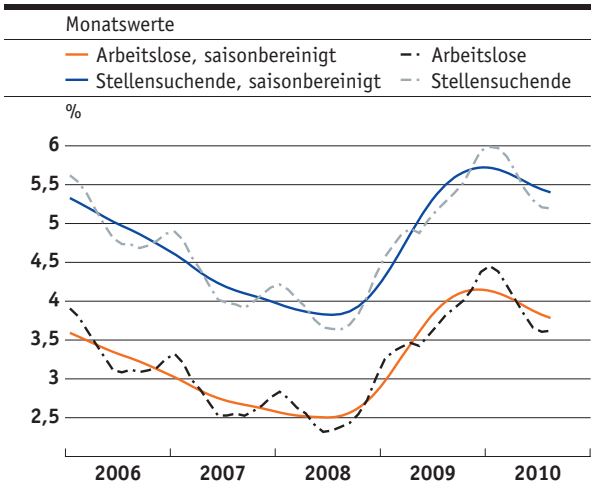
Grafik 2.10
Beschäftigung



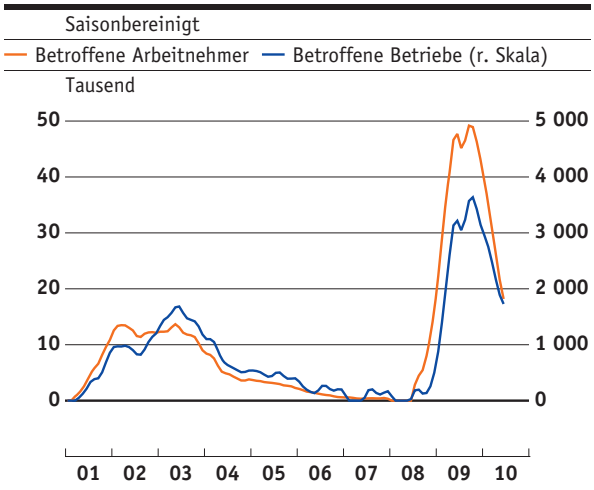
Grafik 2.11
Indikator der Beschäftigungsaussichten



Grafik 2.12
Arbeitslosen- und Stellensuchendenquoten



Grafik 2.13
Kurzarbeit



Grafik 2.10:
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 2.12:
Bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quelle: SECO

Grafik 2.11:
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 2.13:
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

gungsaussichten auf breiter Front, teilweise allerdings nur noch schwach. Während die verarbeitende Industrie und der Handel das Beschäftigungswachstum stützen dürften, ist in der öffentlichen Verwaltung mit einer weiteren Abschwächung zu rechnen.

Weiterer Rückgang der Arbeitslosigkeit

Zwischen Mai und August nahm die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit weiter ab. Die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) eingeschriebenen Arbeitslosen verringerte sich um 6100 Personen, was einem Rückgang der Arbeitslosigkeit um 0,1 Prozentpunkte auf 3,8% entspricht. Die Quote der Stellensuchenden, die neben den eingeschriebenen Arbeitslosen jene Personen einschliesst, die an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einem Zwischenverdienst nachgehen, verringerte sich ebenfalls leicht auf 5,4%.

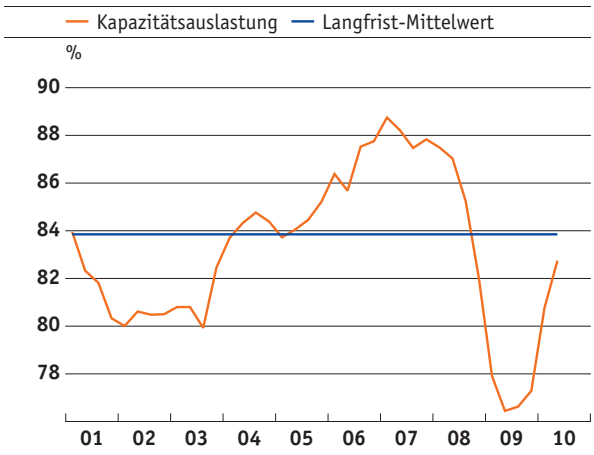
Die Kurzarbeit wies zwischen März und Juni einen weiteren deutlichen Rückgang auf. Gegenüber dem im Oktober 2009 registrierten Höchststand hat sich sowohl die Zahl der betroffenen Personen als auch die Zahl der betroffenen Betriebe halbiert. Der Anteil der von Kurzarbeit betroffenen Personen am Total der Erwerbspersonen betrug im Juni noch rund 0,4%.

2.4 Kapazitätsauslastung

Weiterer Anstieg der Kapazitätsauslastung in der Industrie

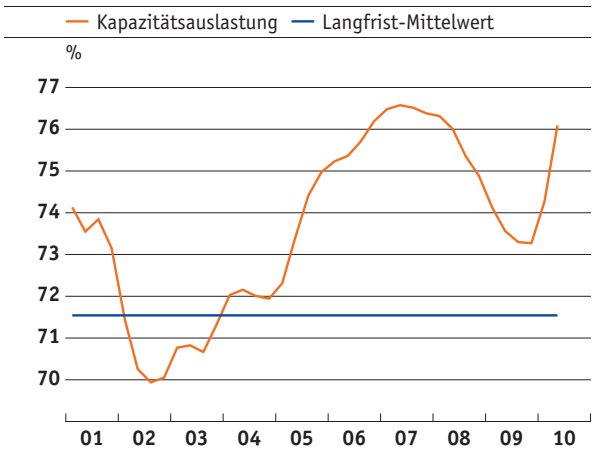
Die Auslastung der Kapazitäten in der Industrie verbesserte sich laut den Umfragen der KOF/ETH im zweiten Quartal weiter. Hatte die Auslastung im ersten Quartal noch 80,7% betragen, stieg sie im zweiten Quartal um 2 Prozentpunkte auf 82,7% an. Gemessen an ihrem langjährigen Durchschnitt (83,9%) waren die Kapazitäten in der Industrie jedoch noch immer leicht unterausgelastet. Auch im Bausektor verzeichnete die Kapazitätsauslastung einen markanten Anstieg und lag im zweiten Quartal mit 76,3% deutlich über dem langjährigen Durchschnitt (71,6%).

Grafik 2.14
Kapazitätsauslastung Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.15
Kapazitätsauslastung Bau



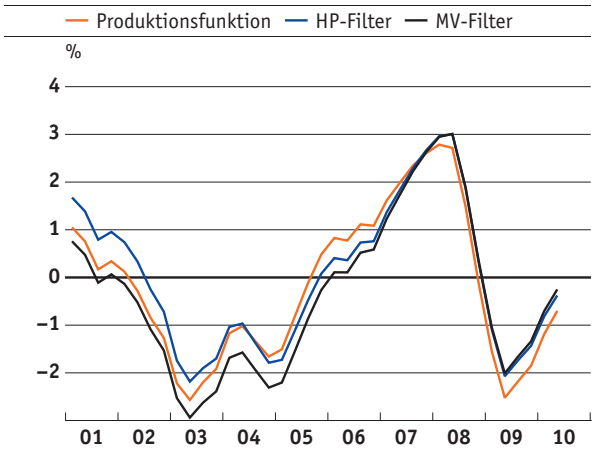
Quelle: KOF/ETH

Produktionslücke weiterhin negativ

Die als prozentuale Abweichung des BIP vom geschätzten gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzial berechnete Produktionslücke ist eine nützliche Kennzahl, die etwas über den Inflationsdruck aussagt. Steigt oder fällt das BIP während längerer Zeit über bzw. unter das Produktionspotenzial, so signalisiert dies einen Nachfrage- bzw. Angebotsüberhang und damit einen steigenden bzw. fallenden Inflationsdruck.

Schätzungen des Produktionspotenzials mit unterschiedlichen Methoden lassen alle darauf schliessen, dass das BIP zwar auch im zweiten Quartal unter dem Produktionspotenzial lag, die Produktionslücke aber gegenüber dem Vorquartal weiter geschrumpft ist. Die Produktionslücke betrug je nach Verfahren zur Schätzung des Produktionspotenzials –0,7% (Produktionsfunktion), –0,4% (Hodrick-Prescott-Filter) und –0,3% (multivariater Filter). Die abnehmende Produktionslücke widerspiegelt in erster Linie eine Verbesserung der Auslastung der technischen Kapazitäten.

Grafik 2.16
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.5 Preise und Inflationserwartungen

Preise des Gesamtangebots unter Druck

Die Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) sind seit Mai deutlich gefallen. Zwei Faktoren waren ausschlaggebend: die Korrektur an den Rohstoffmärkten im Mai, die zu tieferen Preisen für Vorleistungsgüter und Energieprodukte führte, und die Höherbewertung des Schweizer Frankens an den Devisenmärkten, die den Druck auf die Importpreise erhöhte. Infolgedessen verlangsamte sich der über zwölf Monate gemessene Preisanstieg – die Jahresteuerungsrate – von 1,4% im Mai auf 0,5% im August. Von den Preisen des Gesamtangebots geht somit weiterhin kein Teuerungsdruck auf die nachgelagerten Konsumentenpreise aus.

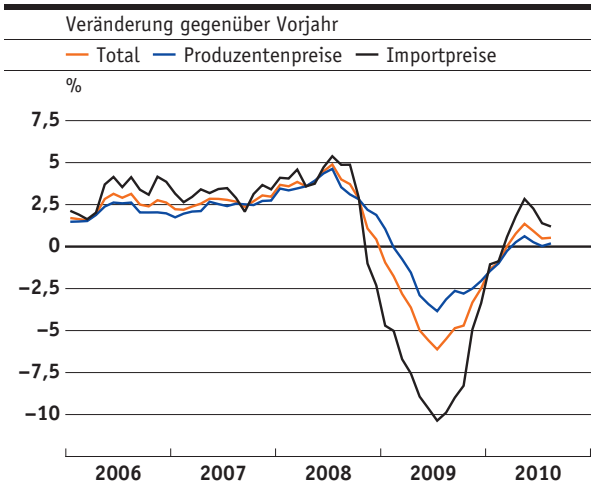
Tiefere LIK-Teuerung

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung fiel zwischen Mai und August deutlich von 1,1% auf 0,3%. Dies widerspiegelte insbesondere tiefere Preise für Erdölprodukte. Die Jahresteuerungsrate der übrigen importierten Waren und Dienstleistungen betrug im August gleich wie im Mai –1,3%. Auch die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen blieb recht stabil. Die Preise inländischer Waren sanken innert Jahresfrist um 0,1% (Mai: –0,2%), während die Preise der inländischen Dienstleistungen im gleichen Zeitraum um 0,6% zulegten (Mai: 0,7%).

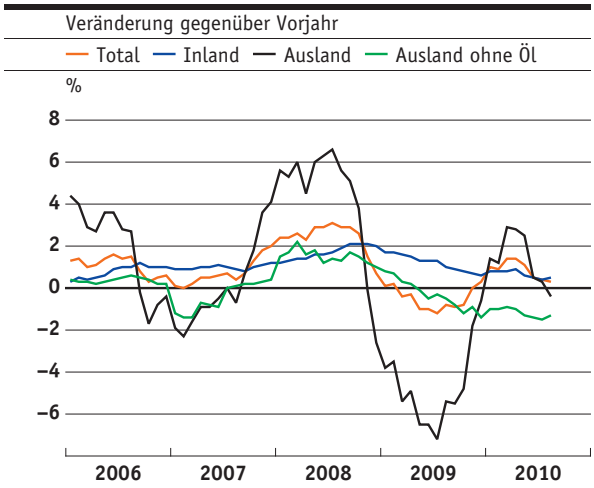
Kernteuerungsraten unter 1%

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristigen Schwankungen, welche die Sicht auf den Teuerungstrend verstellen können. Aus diesem Grund werden sogenannte Kernteuerungsraten berechnet, welche die Grundtendenz der Preisentwicklung abbilden. Die SNB berechnet zwei Messgrössen der Kernteuerung (Grafik 2.20). Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat je 15% der Güterpreise mit den höchsten und den tiefsten Jahresveränderungsraten aus dem LIK ausgeschlossen. Bei der breiter angelegten Dynamic Factor Inflation (DFI) wird die Grundteuerung aus einer Vielzahl von Preisen, realwirtschaftlichen Daten, Finanzmarktindikatoren und monetären Variablen extrahiert. Die vom BFS berechneten Kerninflationsraten wiederum schliessen in jeder Periode

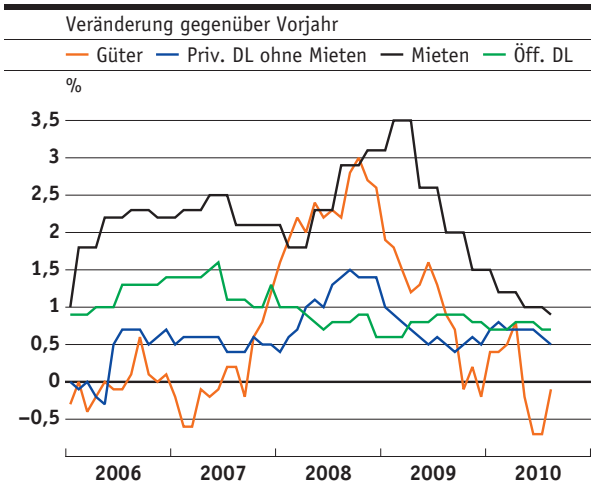
Grafik 2.17
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.18
LIK: In- und ausländische Güter



Grafik 2.19
LIK: Inländische Güter und Dienstleistungen



Grafik 2.17:
Quelle: BFS

Grafiken 2.18 und 2.19:
Quellen: BFS, SNB

die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.21). Bei der Kerninflation 1 (BFS1) sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe, bei der Kerninflation 2 (BFS2) zusätzlich Produkte mit administrierten Preisen.

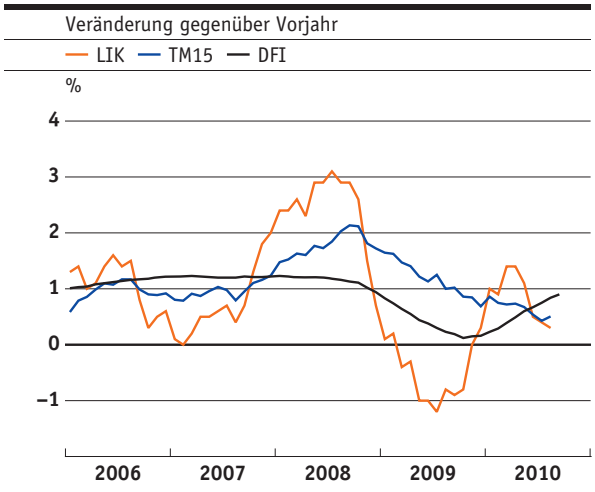
Die starke Aufwertung des Schweizer Frankens führte zu einem Rückgang der traditionellen Kernteuerungsraten. Im August belief sich der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert auf 0,5%, während die beiden Kernteuerungsraten des BFS nur noch je 0,1% betrugen. Hingegen ist die DFI, die üblicherweise einen Vorlauf auf die traditionellen Kernteuerungsraten hat, seit Oktober letzten Jahres kontinuierlich gestiegen. Im August lag sie bei 0,8% und damit höher als die traditionellen Kernteuerungsraten. Der Anstieg der DFI deutet darauf hin, dass sich die den Teuerungstrend signalisierenden Faktoren robust entwickelt haben.

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten Tabelle 2.2
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2009	2009 4. Q.	2010 1. Q.	2. Q.	2010 Mai	Juni	Juli	August
LIK total	**–0,5**	**–0,2**	**1,1**	**1,0**	**1,1**	**0,5**	**0,4**	**0,3**
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,2	0,7	0,8	0,6	0,6	0,5	0,4	0,5
Güter	1,0	–0,0	0,4	–0,0	–0,2	–0,7	–0,7	–0,1
Dienstleistungen	1,3	0,9	0,9	0,7	0,7	0,8	0,7	0,6
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,6	0,5	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5
Mieten	2,5	1,6	1,3	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
öffentliche Dienstleistungen	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Ausländische Güter und Dienstleistungen	–4,7	–2,4	1,8	1,9	2,5	0,5	0,3	–0,4
ohne Erdölprodukte	–0,3	–1,2	–0,9	–1,2	–1,3	–1,4	–1,5	–1,3
Erdölprodukte	–25,9	–10,9	18,3	21,0	25,9	12,0	11,5	6,3

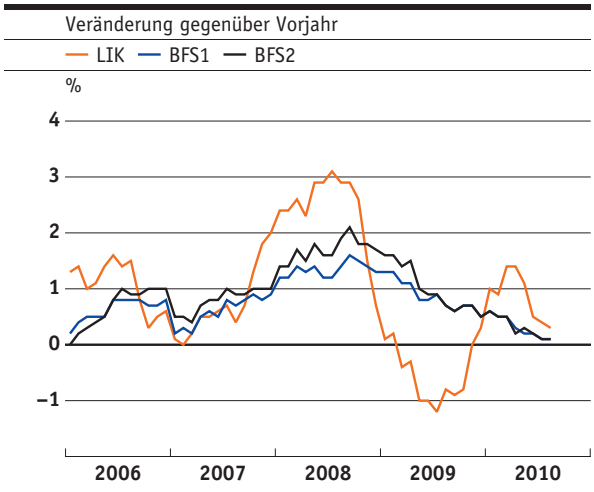
Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.20
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.21
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

Leicht tiefere Inflationserwartungen

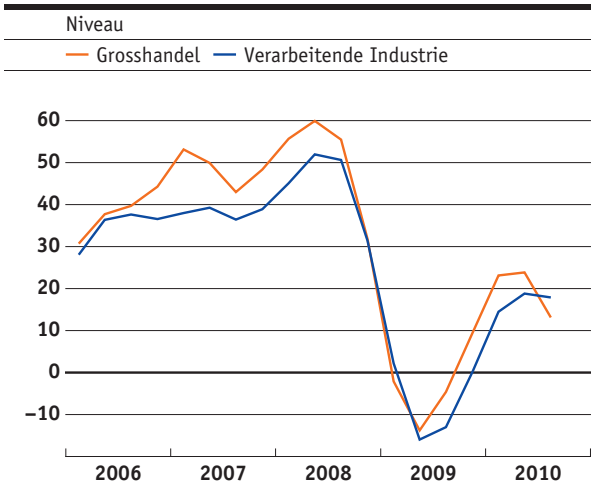
Zu den Inflationserwartungen der Unternehmen und Haushalte liegen verschiedene Umfragen vor. Insgesamt deuten die Umfragen auf etwas tiefere, jedoch weiterhin gut verankerte Inflationserwartungen hin.

Bei der Quartalsumfrage der KOF/ETH werden jeweils leitende Mitarbeiter in der Schweiz tätiger Unternehmungen befragt. Dabei wird unter anderem nach der von den Unternehmungen für die kommenden drei Monate erwartete Entwicklung der Einkaufs- und Verkaufspreise gefragt. Die Ergebnisse der Anfang August publizierten Umfrage lassen den Schluss zu, dass die befragten Unternehmen für das dritte Quartal stabile Verkaufspreise und leicht steigende Einkaufspreise erwarten. Im Vergleich zur Vorerhebung sind die Inflationserwartungen sowohl im Grosshandel als auch in der Industrie tendenziell leicht gesunken.

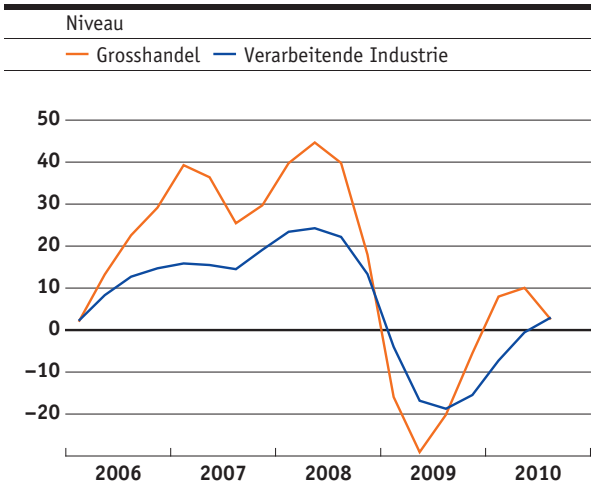
Beim Credit Suisse ZEW Finanzmarktreport werden monatlich rund 70 Analysten darüber befragt, ob sie in den kommenden sechs Monaten höhere, tiefere oder unveränderte LIK-Teuerungsraten erwarten. Die Ergebnisse der Augustumfrage lassen auf im Vergleich zur Umfrage im Mai leicht tiefere Inflationserwartungen schliessen. Der Anteil der Analysten, der von steigenden Teuerungsraten ausgeht, nahm von 29% auf 18% ab. Zwei Drittel der Befragten erwarteten im August für die nächsten sechs Monate unveränderte Teuerungsraten.

Die einmal pro Quartal durchgeführte Haushaltsumfrage des SECO erfasst die für die kommenden zwölf Monate erwartete Preisentwicklung aus Sicht der Konsumenten. Der Anteil der Haushalte, die in den nächsten zwölf Monaten tiefere Preise erwarten, stieg im Juli leicht auf 10%. Mehr als 80% der Haushalte gehen jedoch immer noch von unveränderten oder leicht steigenden Preisen aus.

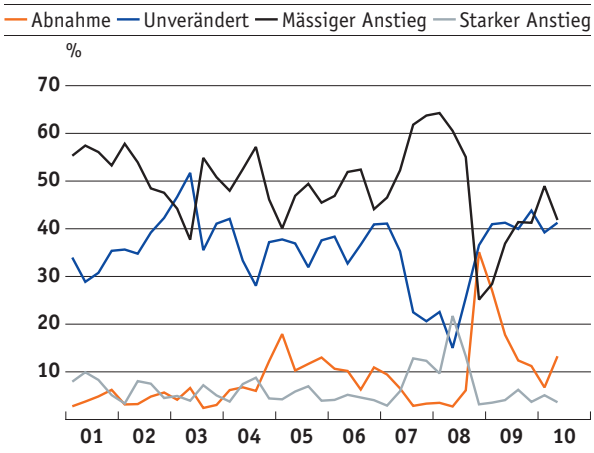
Grafik 2.22
Erwartete Einkaufspreise



Grafik 2.23
Erwartete Verkaufspreise



Grafik 2.24
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafiken 2.22 und 2.23:
Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.24:
Quellen: SECO, SNB

2.6 Realwirtschaftliche Aussichten

Abschwächung der Konjunktur

Die SNB rechnet für das Jahr 2010 mit einem Anstieg des Schweizer BIP von rund 2,5%, nach einem Rückgang von 1,9% im Jahr 2009. Die Anpassung nach oben gegenüber dem letzten Bericht zur Geldpolitik beruht allerdings nicht auf einer optimistischeren Einschätzung der gegenwärtigen Lage, sondern ist eine Folge der stärkeren Erholung in den letzten vier Quartalen. In der zweiten Jahreshälfte 2010 und zu Beginn des nächsten Jahres dürfte sich das Wirtschaftswachstum vor dem Hintergrund der schleppenden Erholung in einigen wichtigen Handelspartnerländern und der Höherbewertung des Frankens hingegen deutlich abschwächen.

Die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Weltkonjunktur bleiben hoch. Die Nachwirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise sind weiterhin spürbar, da sich die Situation der öffentlichen Haushalte in vielen Industrieländern durch die staatlichen Stützungsprogrammen deutlich verschlechtert hat. Dies hat nicht nur zu einer Verunsicherung auf den Finanzmärkten geführt, sondern auch den fiskalischen Handlungsspielraum eingeschränkt.

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

Geldpolitische Massnahmen seit der Lagebeurteilung vom Juni

An der Lagebeurteilung vom Juni 2010 beschloss die SNB, an ihrer expansiven Geldpolitik festzuhalten. Sie beliess das Zielband für den 3M-Libor bei 0%–0,75% und kündigte an, einen Wert im unteren Bereich des Bandes um 0,25% anzustreben. Zudem wies sie auf eine Zunahme der Unsicherheit und erhöhte Abwärtsrisiken hin. Sie bekräftigte ihre Absicht, alle notwendigen Massnahmen zu ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten, falls diese Abwärtsrisiken eintreten und zu erneuten Deflationsgefahren führen sollten.

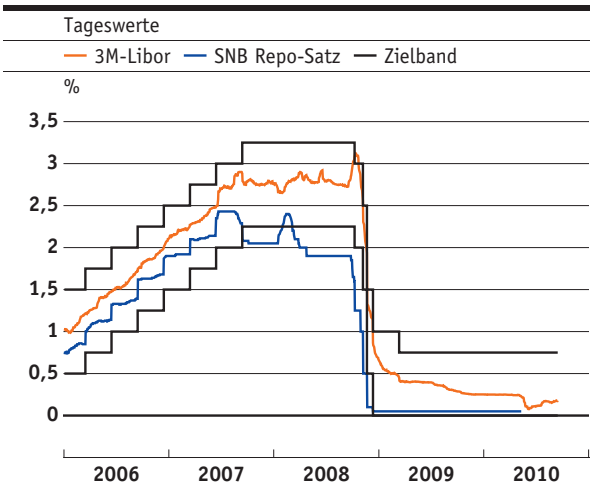
Durch die Schaffung von permanenter Frankenliquidität veränderte sich die strukturelle Liquiditätsposition des Finanzsystems gegenüber der SNB von einem Defizit in einen Überschuss. In diesem neuen Umfeld erfolgt die Zinssteuerung über liquiditätsabschöpfende statt über liquiditätszuführende Operationen. Ein Grossteil der Liquidität wird durch mehrmonatige SNB Bills mit unterschiedlichen Laufzeiten zum Marktsatz absorbiert. Zur Zinssteuerung wird über tägliche 1W-Repo-Auktionen die verbleibende Überschussliquidität zu einem von der SNB bestimmten Preis (SNB Repo-Satz) abgeschöpft. Mittels Feinsteuerungsoperationen hat die SNB zudem die Möglichkeit, die Volatilität des Tagesgeldsatzes zu reduzieren.

Die SNB emittiert seit Oktober 2008 SNB Bills, um gezielt und umfangreich Frankenliquidität abzuschöpfen. In den Vorquartalen beschränkte sich diese Emissionstätigkeit auf SNB Bills mit einwöchiger Laufzeit. Seit Mai 2010 werden SNB Bills mit Laufzeiten von 28, 84, 168 und 336 Tagen platziert. Die Gebote bei den Auktionen von SNB Bills schwankten im Zeitraum von Juni bis Ende August zwischen rund 3 und 32 Mrd. Franken. Das ausstehende Volumen belief sich Ende August auf rund 111 Mrd. Franken. Bis Ende August erhöhte die SNB die marginale Rendite in der Laufzeit von 28 Tagen von 0,07% auf 0,20%. Die marginale Rendite stieg in der Laufzeit von 84 Tagen von 0,09% auf 0,23%, in der Laufzeit von 168 Tagen von 0,13% auf 0,24% und in der Laufzeit von 336 Tagen von 0,31% auf 0,35%.

Zur Zinssteuerung führte die SNB am 5. Juli 2010 liquiditätsabschöpfende Repo-Auktionen (Reverse-Repo) mit einwöchiger Laufzeit ein. Die Nachfrage der Banken schwankte in den liquiditätsabschöpfenden Repo-Auktionen zwischen 2 und 23 Mrd. Franken. Die Zuteilungsquote betrug durchschnittlich rund 75%. Das ausstehende Volumen belief sich per Ende August auf rund 22 Mrd. Franken. Der SNB Repo-Satz für die entsprechenden Repo-Auktionen wurde im gleichen Zeitraum von 0,09% auf 0,12% erhöht.

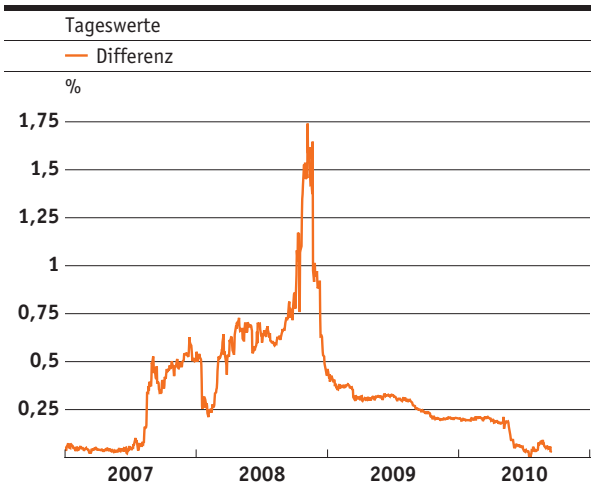
Wegen geänderten Finanzierungsmöglichkeiten führte die SNB die letzte Auktion von SNB USD Bills

Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.2
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Quellen: Bloomberg, Reuters

am 21. Juni 2010 durch. Per Ende August 2010 betrug der Ausstand an SNB USD Bills noch 5 Mrd. USD.

Seit der Wiedereinführung der temporären Swap-Fazilität mit der Federal Reserve im Mai 2010 verzeichnete die SNB in ihren US-Dollar-Repo-Auktionen keine Nachfrage.

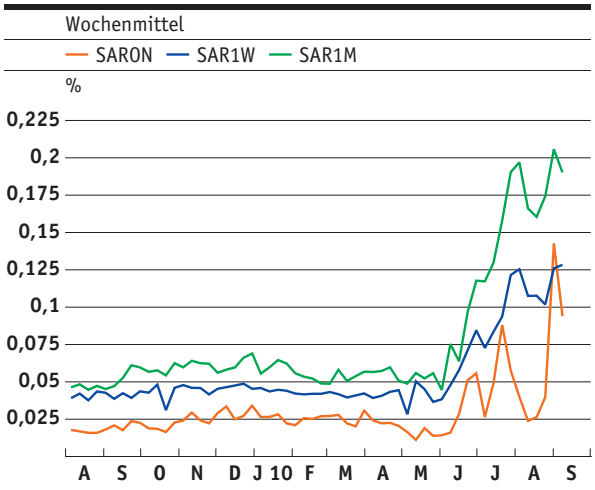
Auf niedrigem Niveau anziehende Geldmarktzinsen

Die erwähnten Abschöpfungsmassnahmen hatten einen leichten Aufwärtsdruck auf die schweizerischen Geldmarktzinsen zur Folge. Der 3M-Libor stieg in den letzten drei Monaten etwas an und lag Mitte September bei 0,18%, nachdem er im Juni unter 0,10% gefallen war. Der im 3M-Libor enthaltene Risikoaufschlag gegenüber dem entsprechenden Overnight Index Swap (OIS) bewegte sich im gleichen Zeitraum auf unverändert tiefem Niveau (Grafik 3.2). Während der Finanzkrise hatte dieser Aufschlag stark zugenommen und ist erst im zweiten Quartal 2010 zu seinem Vorkrisenniveau zurückgekehrt. Grafik 3.3 zeigt, dass sich der leichte Aufwärtsdruck auf die Geldmarktsätze trotz ungewöhnlich hoher Volatilität auch auf die Zinsen am besicherten Franken-Interbankenmarkt niederschlug und ab Ende Juni leicht steigende Swiss Reference Rates nach sich zog. Im Wochenmittel bewegte sich der Tagesgeldsatz dieser Referenzgruppe, Swiss Average Overnight Rate (SARON), zwischen November 2009 und Juni 2010 leicht über 0,02%. Vor kurzem legte er allerdings auf Werte bis 0,08% zu.

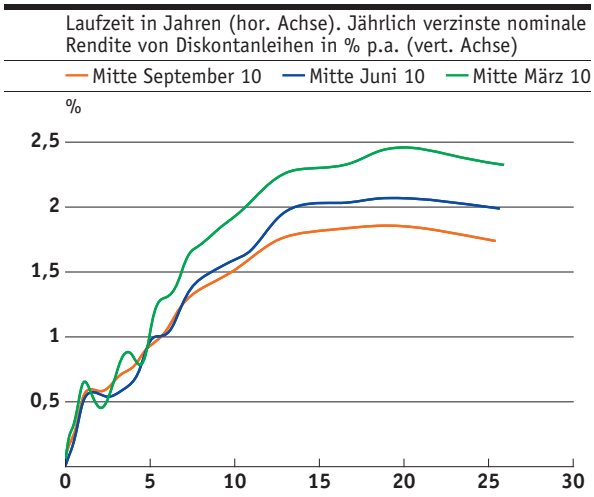
Weitere Abflachung der Zinskurve

Die Flucht in Qualität unter anderem aufgrund von Ängsten über die defizitären Staatshaushalte im Ausland drückte die Renditen sicherer Schweizer Anleihen weiter nach unten. Die Renditen von Anleihen der schweizerischen Eidgenossenschaft mit längerer Laufzeit gaben in den letzten drei Monaten weiter nach. Mitte Juni betrug die Rendite von zehnjährigen Anleihen noch 1,55%; bis Ende August fiel sie auf 1,07% und damit auf einen langfristigen Tiefstand. Seitdem stieg sie wieder an und lag Mitte September bei 1,45%. Da die kurzfristigen Geldmarktzinsen im selben Zeitraum leicht anstiegen, führte der Rückgang der Anleihenrenditen zu einer leichten Abflachung der Zinskurve (Grafik 3.4). Der Term Spread, d. h. die Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Schweizer Staatsanleihen und dem 3M-Libor, verengte sich aus diesen Gründen ebenfalls etwas. Grafik 3.6 illustriert, dass der Term Spread nach dem Konkurs von Lehman Brothers im

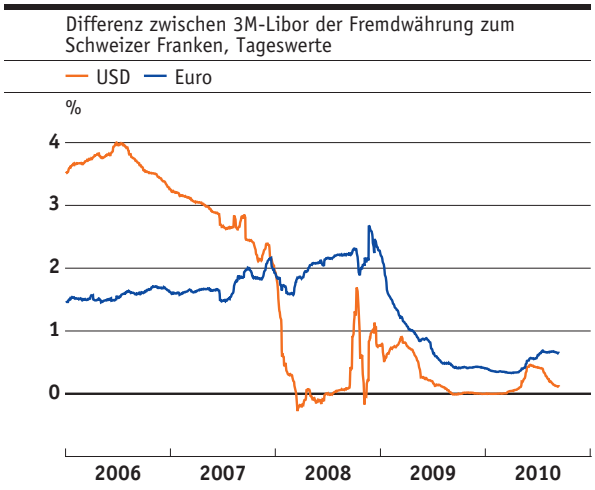
Grafik 3.3
Swiss Reference Rates



Grafik 3.4
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.5
Differenzen internationaler Kurzfristzinsen



Grafik 3.3:
Quelle: SIX Swiss Exchange AG

Grafik 3.4:
Quelle: SNB

Grafik 3.5:
Quellen: Reuters, SNB

September 2008 eingebrochen war. Mit der massiven Lockerung der Geldpolitik Ende 2008 und Anfang 2009 stieg er rasch auf im historischen Vergleich hohe Werte. Seit Mai letzten Jahres hat sich der Term Spread in der Schweiz wieder verengt und lag Mitte September unter dem langfristigen Durchschnitt.

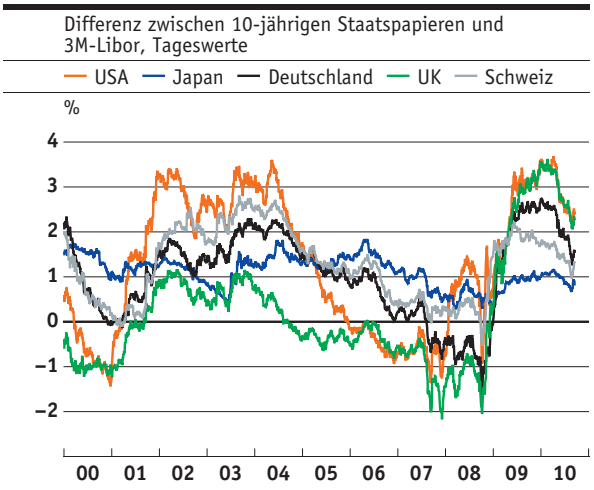
Rückläufige internationale Term Spreads

Während der 3M-Dollar-Libor in den letzten drei Monaten nachgab, stieg der 3M-Euro-Libor etwas stärker an als in der Schweiz. Somit verringerte sich die Differenz zwischen den Kurzfristzinsen zum Dollarraum, während sie sich zum Euroraum ausweitete (Grafik 3.5). Am längeren Ende des Laufzeitenspektrums gaben die Renditen zehnjähriger internationaler Benchmark-Staatsanleihen zwischen Mitte Juni und Mitte September erneut nach, so dass sich die ausländischen Term Spreads weiter verengten. Grafik 3.6 zeigt ausserdem, dass die Term Spreads in den USA, in Grossbritannien und Deutschland – anders als in der Schweiz – trotz des jüngsten Rückgangs im historischen Vergleich immer noch relativ hoch sind.

Weiterhin tiefe Realzinsen

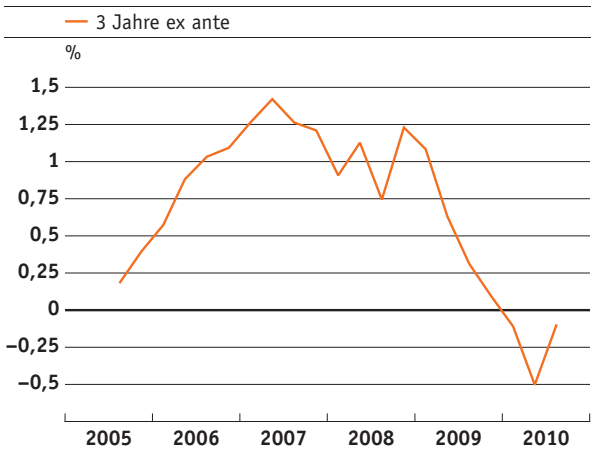
Der Realzins beeinflusst das Spar- und Investitionsverhalten der Haushalte und Unternehmen und ist damit ein Indikator für die zukünftige Entwicklung der Konjunktur. Grafik 3.7 zeigt den dreijährigen Realzins. Die diesen Zeitraum betreffenden Inflationserwartungen sind aus den Prognosen verschiedener SNB-Modelle abgeleitet. Da sich die Nominalzinsen mit Laufzeiten von drei Jahren im dritten Quartal 2010 leicht weniger nach unten bewegten als die prognostizierte Inflation, stieg der dreijährige Realzins im dritten Quartal im Vergleich zum Vorquartal leicht an. Er blieb aber nach wie vor im negativen Bereich (–0,1%). Die historisch tiefen Realzinsen dürften stimulierend auf die Konjunktur wirken.

Grafik 3.6
Term Spreads



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafik 3.7
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

3.2 Wechselkurse

Starker Schweizer Franken

Seit Dezember 2009 wertete sich der US-Dollar gegenüber dem Euro kontinuierlich auf. Seit der Lagebeurteilung vom Juni 2010 bis Mitte September büsste der Dollar allerdings gegenüber dem Euro 5% an Wert ein (Grafik 3.8).

Gegenüber dem Schweizer Franken gab der Dollar in den letzten drei Monaten noch deutlicher nach (11%). Auch die Abwertung des Euro gegenüber dem Schweizer Franken setzte sich fort. In den letzten drei Monaten verlor der Euro gegenüber dem Franken 6% an Wert.

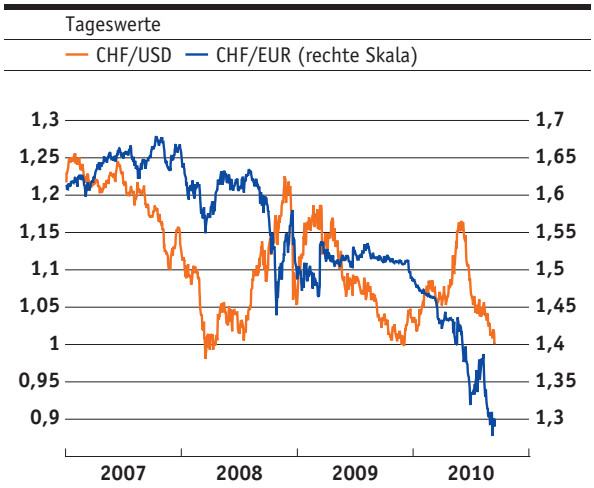
Infolgedessen notierte der nominale handelsgewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens stärker und lag im August 8% über dem Durchschnittswert für 2009 (Grafik 3.9). Die Bewegungen der nominalen Wechselkurse gleichen allerdings die Teuerungsunterschiede zwischen den Währungsräumen in der langen Frist weitgehend aus. So werten sich z. B. Währungen, deren Länder vergleichsweise tiefe Inflationsraten verzeichnen, in der Tendenz auf. Für Vergleiche ist daher der reale handelsgewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens besser geeignet, da er keinen langfristigen Trend aufweist. Im Juli lag der reale Aussenwert des Frankens deutlich über seinem historischen Durchschnitt.

Straffere monetäre Bedingungen

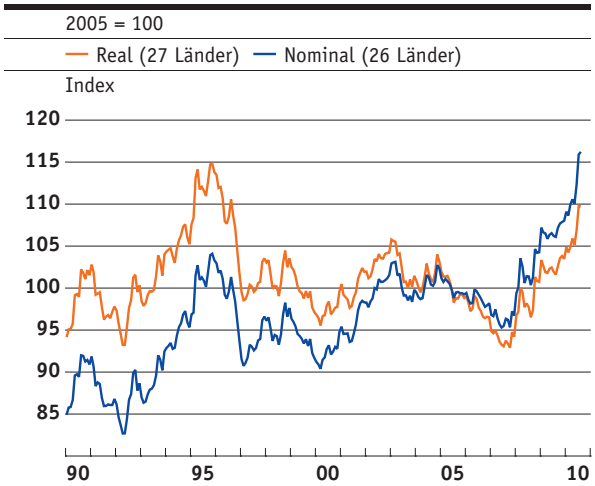
Der Monetary Conditions Index (MCI) basiert auf dem 3M-Libor und dem nominalen exportgewichteten Aussenwert des Frankens und stellt ein Mass für den geldpolitischen Restriktionsgrad dar. Der Index wird jeweils unmittelbar nach der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt. Ein positiver (negativer) aktueller Wert signalisiert somit eine Straffung (Lockerung) der monetären Bedingungen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik, Quartalsheft 1/2004, S. 27).

Der MCI zeigte Mitte September 2010 deutlich straffere monetäre Bedingungen an (Grafik 3.10). Diese Entwicklung geht bei einem nur leicht anziehenden 3M-Libor in erster Linie auf die Aufwertung des Frankens zurück.

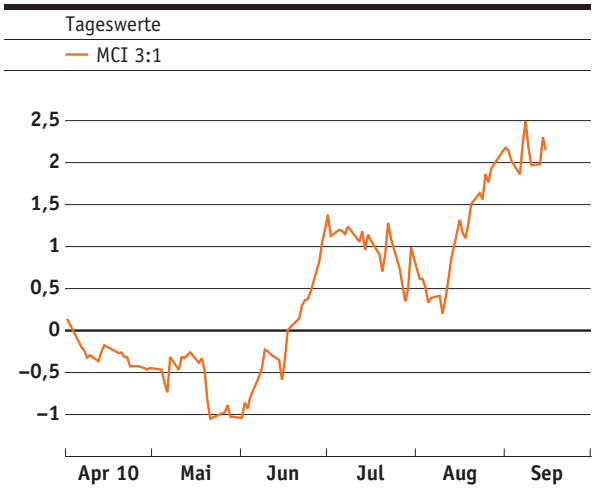
Grafik 3.8
Devisenkurse



Grafik 3.9
Handelsgewichteter Aussenwert des Frankens



Grafik 3.10
MCI nominal



Grafiken 3.8 und 3.10:
Quelle: SNB

Grafik 3.9:
Quelle: BIZ

3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

Schwankungen an den Aktienmärkten

Während der europäische Euro-Stoxx 50 zwischen Mitte Juni und Mitte September 4% zulegte, bewegten sich der amerikanische S&P 500 und der Swiss Performance Index (SPI) in der gleichen Zeit seitwärts. Seit Jahresanfang verzeichneten allerdings alle genannten Indizes leicht negative Wertentwicklungen.

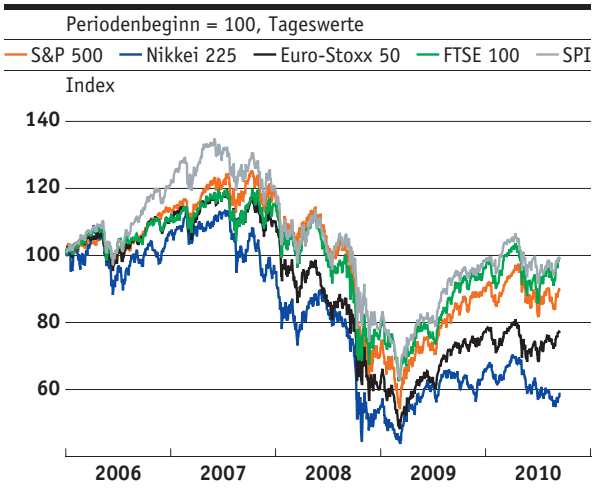
In den letzten drei Monaten waren ausgeprägte Kursfluktuationen zu beobachten. Nicht nur die Banken, sondern auch andere Unternehmen überraschten die Märkte positiv durch über den Erwartungen liegende Unternehmensergebnisse. Die europäischen Banktitel profitierten zudem von den seitens der EU-Aufsichtsbehörde geforderten Stresstests zur Prüfung der Stärke des Bankensystems in Europa. Andererseits wirkten einige makroökonomische Indikatoren, wie etwa die jüngsten Daten zum US-amerikanischen Arbeitsmarkt, als Warnzeichen für eine Verlangsamung der Konjunkturerholung.

Die Volatilität an den Aktienmärkten stellt ein Mass für die Unsicherheit dar. Grafik 3.13 zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden 30 Tage anhand des Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index (VIX) sowie die realisierte Volatilität, gemessen als annualisierte Standardabweichung der monatlichen Renditen des S&P 500. Beide Indizes liegen nach wie vor über ihren Vorkrisenniveaus.

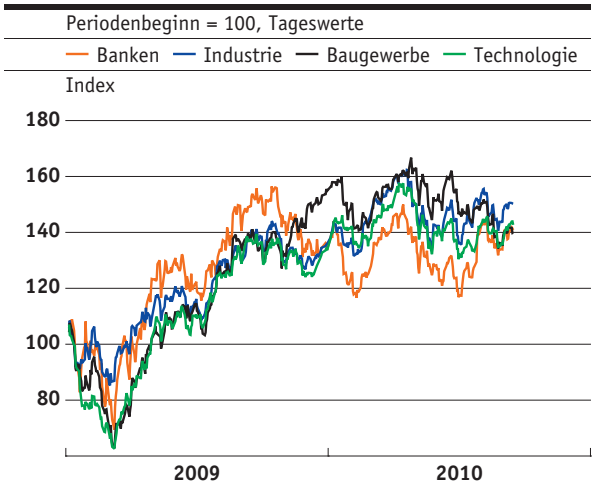
Unterschiedliche Entwicklung bei Rohwarenpreisen

Verliert der US-Dollar an Boden, ziehen die Rohwarenpreise meist an. Dieser Zusammenhang war auch zwischen Mitte Juni und Mitte August wieder zu beobachten. Zudem beeinflussen spezifische Ereignisse wie das Wetter und andere Erntebedingungen die Preisentwicklung insbesondere bei den Agrarrohstoffen. Jüngst haben die Brände in weiten Teilen Russlands und die Überschwemmungen in anderen Regionen der Welt vor allem den Getreidepreis nach oben getrieben. Auch der Ölpreis legte zwischenzeitlich zu, gab dann wieder etwas nach und lag Mitte September nur leicht über dem Preis von Mitte Juni bei rund 78 Dollar pro Fass. Nach wie vor war Gold als sicherer Hafen beliebt und notierte Mitte September mit rund 1270 Dollar pro Unze noch höher als Mitte Juni.

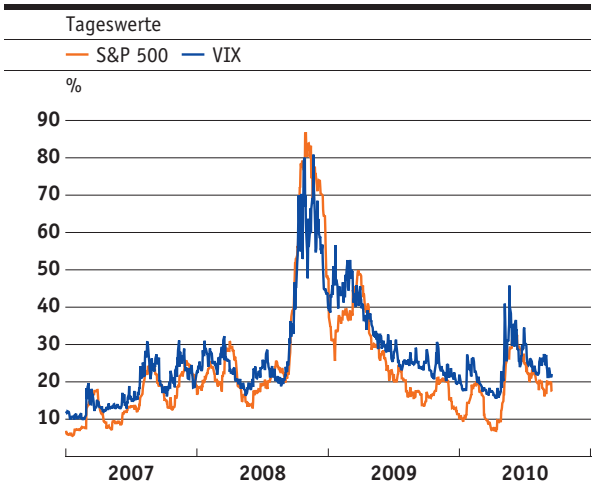
Grafik 3.11
Aktienkurse



Grafik 3.12
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.13
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.11:
Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

Grafik 3.12:
Quelle: Thomson Financial Datastream

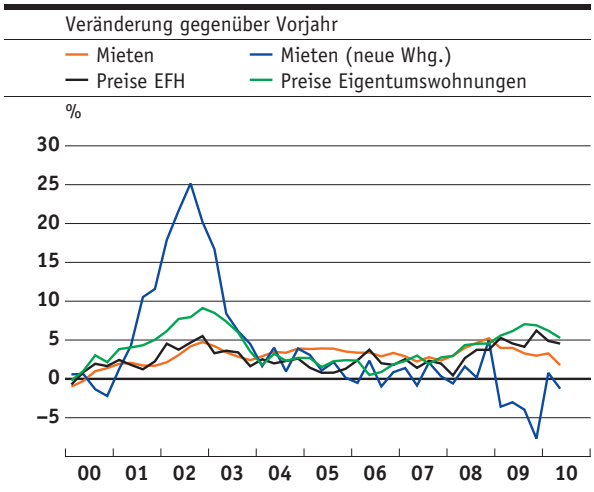
Grafik 3.13:
Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Höhere Immobilienpreise

Im zweiten Quartal 2010 stiegen die nominalen Mieten und Preise im Vergleich zum Vorjahr an. Die Preise von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern lagen um 5,1% bzw. 4,4% höher. Die Wohnungsmieten wuchsen im gleichen Zeitraum um 1,8%. Die Mieten für Neuwohnungen, welche die Marktkräfte besser widerspiegeln, gaben allerdings erneut leicht nach (–1,3%). Bei den Gewerbeflächen zeigte sich eine Erholung der Mieten um 6,2%. Die Büromieten zogen etwas langsamer an (0,8%).

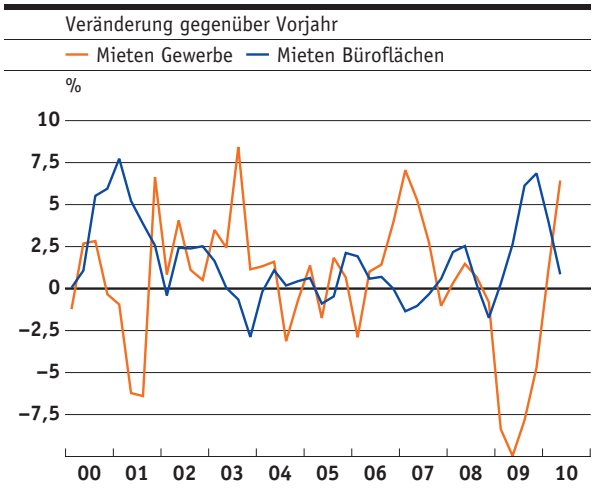
In den letzten Quartalen waren die beobachteten Wachstumsraten des Wohneigentumsegments relativ hoch. Zusammen mit den historisch tiefen Zinsen und einem kräftigen Hypothekarkreditwachstum kann dies zu einem Aufbau von Risiken im Finanzsektor führen. Eine Umfrage der SNB bei den wichtigsten Hypothekarkreditbanken der Schweiz ergab, dass die internen Kreditvergabevorschriften teilweise wenig konservativ sind und nicht immer konsequent angewendet werden. Der verschärfte Wettbewerb im Hypothekarmarkt kann die Risikoneigung der Banken erhöhen und sie dazu veranlassen, Zinsmargen zu senken und höhere Zins- und Kreditrisiken einzugehen. Insbesondere bei einem zukünftigen Anstieg der Zinsen könnten die Ausfallraten bei den Hypothekarkrediten merklich steigen, was negative Auswirkungen auf die Konjunktur in der Schweiz hätte.

Grafik 3.14
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

Grafik 3.15
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

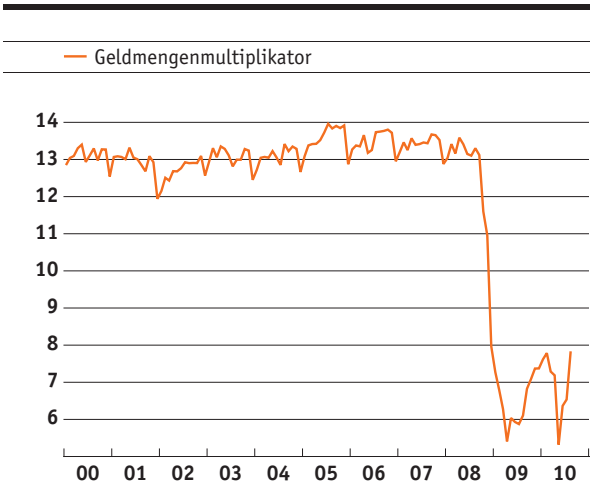
Anhaltend hohe Notenbankgeldmenge

Seit der Finanzkrise hat die Notenbankgeldmenge, die sich aus den Giroguthaben und dem Notenumlauf zusammensetzt, stark zugenommen. Vor der Krise war das Verhältnis der Notenbankgeldmenge zu den breiter definierten Geldaggregaten sehr stabil. Dies zeigt sich im Verlauf des M3-Geldmultiplikators (Grafik 3.16), der als Quotient aus dem Geldaggregat M3 und der Notenbankgeldmenge M0 definiert ist. Dieser Multiplikator bringt zum Ausdruck, dass die Banken auf Basis der ihnen zur Verfügung stehenden liquiden Mittel über Kreditgewährung ein Vielfaches an Geld im Publikum entstehen lassen können. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise gewähren sich die Banken gegenseitig weniger Kredite und halten aus Vorsichtsgründen mehr Liquidität als zuvor. Dies hat sich in einem starken Rückgang des Geldmultiplikators niedergeschlagen, der sich seit über einem Jahr auf einem sehr tiefen Niveau bewegt. Nach einer starken Zunahme von M0 im Mai 2010 hat die SNB in den letzten Monaten Liquidität abgeschöpft, was M0 wieder verringerte und sich auch in einem Anstieg des Multiplikators niederschlägt.

Expansion der breiteren Geldaggregate

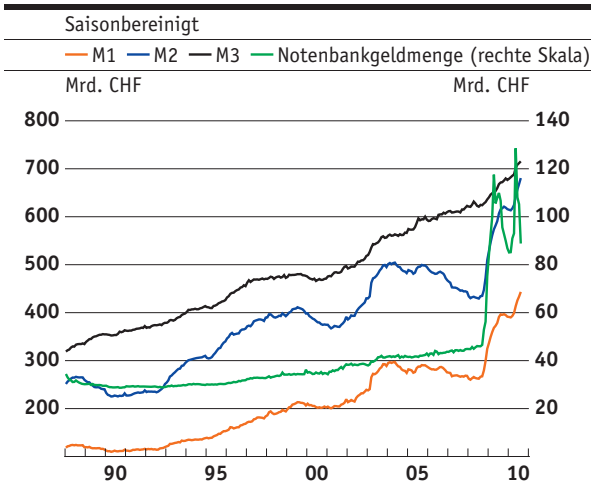
Die breiteren Geldaggregate (M1, M2 und M3) durchbrachen in jüngster Zeit ihre Trendniveaus (Grafik 3.17) und liegen nun bei anhaltend steigender Tendenz deutlich darüber. Nach einem hohen Wachstum insbesondere im Jahr 2003 waren infolge steigender Zinsen sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) zurückgegangen. Ab Herbst 2007 stabilisierten sich diese Geldmengen dann im Einklang mit relativ konstanten kurzfristigen Zinsen. Mit den letzten Zinssenkungen begannen M1 und M2 dann allerdings wieder kräftig zu wachsen. Im August 2010 lagen M1 11,6% und M2 10,4% über dem Vorjahresniveau. M3 (M2 plus Termineinlagen) ist generell weniger volatil als die anderen Aggregate und weitete sich um 6,6% aus (Tabelle 3.1).

Grafik 3.16
Geldmengenmultiplikator M3



Quelle: SNB

Grafik 3.17
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

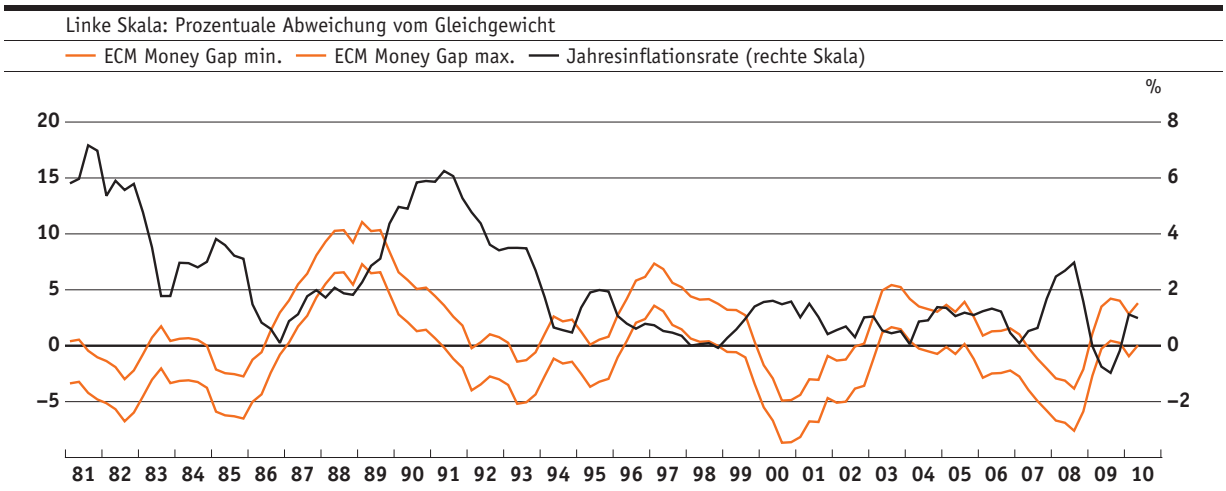
Geldaggregate[1]

Tabelle 3.1

	2008	2009	2009			2010		2010		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
Notenbankgeldmenge[2]	**49,6**	**99,1**	**110,2**	**103,0**	**90,1**	**87,9**	**109,8**	**107,5**	**104,6**	**87,6**
Veränderung[3]	*12,1*	*99,9*	*142,6*	*127,4*	*46,1*	*–5,4*	*–0,4*	*0,2*	*–4,3*	*–17,0*
M1[2]	**273,1**	**377,2**	**375,3**	**383,0**	**395,2**	**399,6**	**415,3**	**420,4**	**421,6**	**427,6**
Veränderung[3]	*1,5*	*38,1*	*41,5*	*48,2*	*30,8*	*12,5*	*10,6*	*12,3*	*10,7*	*11,6*
M2[2]	**443,1**	**589,3**	**586,1**	**599,0**	**617,2**	**626,4**	**645,8**	**651,4**	**654,2**	**662,0**
Veränderung[3]	*–1,6*	*33,0*	*35,0*	*41,4*	*29,7*	*12,9*	*10,2*	*11,1*	*10,0*	*10,4*
M3[2]	**626,0**	**662,0**	**657,9**	**664,6**	**677,2**	**685,8**	**702,3**	**706,5**	**706,0**	**709,3**
Veränderung[3]	*2,2*	*5,8*	*4,5*	*7,5*	*7,3*	*5,8*	*6,8*	*7,4*	*6,5*	*6,6*

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

Grafik 3.18
Money Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

Höhere Inflationsraten in der mittleren Frist

Mögliche Inflations- oder Deflationsrisiken aufgrund einer übermässigen bzw. einer unzureichenden Liquiditätsversorgung der Wirtschaft lassen sich anhand des «Money Gap» abschätzen. Dieser entspricht der positiven (Geldüberhang) oder negativen (Geldlücke) prozentualen Abweichung 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 den so berechneten Money Gap in der Form eines Bandes mit einer Weite von einer Standardabweichung, was der statistischen Unsicherheit Rechnung tragen soll. Demnach hat sich die Geldlücke im zweiten Quartal 2009 geschlossen. Aktuell zeichnet sich ein Geldüberhang ab, was gemäss diesem Indikator mittelfristig zu einem höheren Inflationsdruck führen kann.

3.5 Kredite

Höheres Kreditwachstum

Das Kreditwachstum stieg im Vorjahresvergleich im zweiten Quartal 2010 zum dritten Mal in Folge und betrug 4,2%. Dieser Wert steht im Einklang mit dem Bank Lending Survey. Der Bank Lending Survey ist eine Umfrage über die Kreditbedingungen, welche die SNB seit Anfang 2008 bei 20 Banken, die über 80% des Kreditmarktes im Inland abdecken, quartalsweise durchführt. Seit dem dritten Quartal 2009 weist der Bank Lending Survey auf keine Verschärfung der Kreditvergabekonditionen hin.

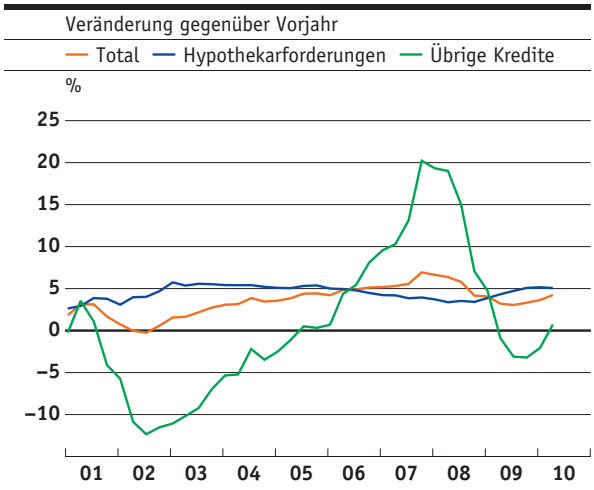
Bei anhaltend tiefem Zinsniveau blieb das Wachstum der Hypothekarkredite auf hohem Niveau bei rund 5% stabil. Das insgesamt höhere Kreditwachstum ist somit vor allem auf die übrigen Kredite zurückzuführen (Grafik 3.19), welche zum ersten Mal seit Anfang 2009 expandierten. Dieser Aufschwung ist hauptsächlich von den in Fremdwährungen gewährten übrigen Krediten getrieben, welche mit der Importentwicklung korrelieren.

Während die gesamten Kreditvolumen der Grossbanken seit Anfang 2008 stabil blieben, wuchsen die Kreditvolumen der Kantonalbanken weiter. Dies ist insbesondere auf eine deutliche Zunahme der Hypothekarkredite der Kantonalbanken im Vergleich zu den Grossbanken zurückzuführen. Eine ähnliche Entwicklung wurde in vergangenen Rezessionen verzeichnet, z. B. Anfang des Jahrzehnts (Grafik 3.20).

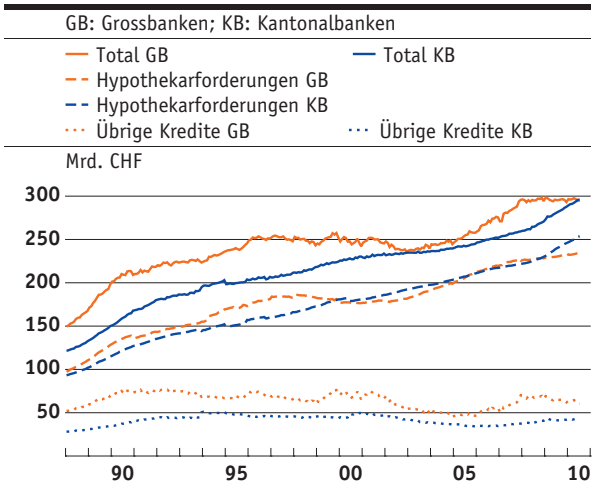
Die Kredite an Haushalte nahmen auf Vorjahresbasis um rund 26 Mrd. Franken zu (Grafik 3.21), was einer Wachstumsrate von 4,6% entspricht. Insbesondere die übrigen Haushaltkredite expandierten zum ersten Mal seit 2008.

Die Kredite an private Unternehmen legten in der gleichen Zeitspanne um 7,5 Mrd. Franken zu. Die Wachstumsrate lag wie schon im Vorquartal bei 2,8%.

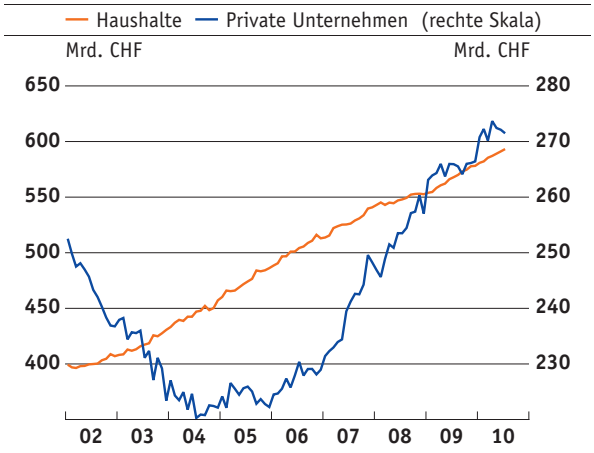
Grafik 3.19
Wachstum der Bankkredite



Grafik 3.20
Bankkredite nach Bankengruppe



Grafik 3.21
Bankkredite



Grafiken 3.19, 3.20 und 3.21:
Quelle: SNB

Bankkredite Tabelle 3.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2008	2009	2009			2010		2010		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli
Total[1]	**5,7**	**3,4**	**3,2**	**3,0**	**3,3**	**3,6**	**4,2**	**4,6**	**3,8**	**3,6**
Hypothekarforderungen[1]	3,5	4,5	4,3	4,7	5,1	5,2	5,1	5,1	5,0	4,9
davon Haushalte[2]	3,3	4,7	4,6	5,0	5,4	5,3	4,9	5,0	4,8	4,7
davon private Unternehmen[2]	3,8	5,8	5,8	6,2	6,1	5,7	5,3	5,0	5,4	5,1
Übrige Kredite[1]	14,8	–0,7	–0,9	–3,1	–3,2	–2,1	0,7	2,5	–1,3	–2,4
davon gedeckt[1]	1,2	–5,4	–6,2	–7,2	–2,1	2,7	4,2	6,1	6,6	4,2
davon ungedeckt[1]	24,2	2,0	2,1	–0,8	–3,8	–4,4	–1,4	0,2	–6,1	–6,3
davon in CHF[1]	20,3	1,5	1,2	0,4	–1,7	–3,7	–2,1	–1,7	–3,4	–2,1
davon in anderen Währungen[1]	–1,8	–10,0	–9,7	–16,5	–9,8	6,5	10,4	17,0	5,8	–3,3

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 unverändertem 3M-Libor 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 Modellschätzungen 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 Prognose vom Juni 2010.

Moderate Fortsetzung der Weltkonjunktur

Die jüngsten Daten legen nahe, dass die Erholung in den USA und in Asien an Schwung verliert. Für die USA wird nun von einer Jahreswachstumsrate von 2,9% für 2010 und von 2,6% für 2011 ausgegangen. Dagegen fiel das Wachstum in Europa im zweiten Quartal 2010 unerwartet stark aus, weshalb das prognostizierte Wachstum für 2010 auf 1,6% erhöht wird. Die schwächere Entwicklung in den USA führt zu einer Senkung der erwarteten Inflationsrate für 2010 und für 2011. Auch für Europa wird weiterhin von einer moderaten Inflation von weniger als 2% ausgegangen. Nach der Wiederaufnahme von Wertpapierkäufen durch das Fed ist es wahrscheinlich, dass sich die Normalisierung der Geldpolitik in den USA weiter verzögert. Die Prognoseunsicherheiten bleiben hoch und die Risiken nach unten gerichtet.

Für Erdöl wird in den nächsten Quartalen ein Preis von 74 Dollar, danach von 83 Dollar pro Fass unterstellt. Der Dollar/Euro-Wechselkurs von 1.30 USD/EUR trägt der jüngsten Aufwertung des Euro Rechnung.

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.

Annahmen für die Inflationsprognose

Tabelle 4.1

September 2010	2010	2011	2012
BIP USA[1]	2,7	2,5	3,5
BIP EU-15[1]	1,7	2,2	2,9
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR[2]		1.30	1.30
Ölpreis in USD/Fass[2]		74	83
Ölpreis in CHF/Fass[3]		74	83

Juni 2010	2010	2011	2012
BIP USA[1]	3,2	2,8	3,5
BIP EU-15[1]	1,1	2,2	2,9
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR[2]		1.25	1.25
Ölpreis in USD/Fass[2]		72	83
Ölpreis in CHF/Fass[4]		81	93

1 Veränderung in %
2 Niveau
3 Niveau, Kurs vom 16. September 2010
4 Niveau, Kurs vom 17. Juni 2010
Quelle: SNB

4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

Die Schweizerische Nationalbank setzt ihre expansive Geldpolitik fort. Sie belässt das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–0,75% und strebt an, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten.

Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich fort, wenn auch etwas weniger stark, als die SNB an der letzten Lagebeurteilung angenommen hatte. Die Schweizer Wirtschaft hat sich seit Mitte 2009 dynamischer als bisher erwartet entwickelt. Für 2010 rechnet die Nationalbank mit einem realen Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) von rund 2,5%. Für die zweite Jahreshälfte und insbesondere für 2011 geht die Nationalbank nun aber von einer deutlichen Abschwächung des Wachstums aus. Dies widerspiegelt die starke Aufwertung des Frankens und die abnehmende Dynamik der Weltkonjunktur.

Die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Weltkonjunktur bleiben hoch. Die wirtschaftliche Erholung ist noch nicht nachhaltig. Die Risiken sind vor allem nach unten gerichtet. Falls Abwärtsrisiken eintreten und zu erneuter Deflationsgefahr führen sollten, würde die Nationalbank die notwendigen Massnahmen ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Die bedingte Inflationsprognose der Nationalbank liegt über den gesamten Prognosezeitraum tiefer als im Juni prognostiziert. Unter Annahme eines unveränderten Dreimonats-Libor von 0,25% wird die durchschnittliche Teuerung im Jahr 2010 voraussichtlich bei 0,7%, im Jahr 2011 bei 0,3% und im Jahr 2012 bei 1,2% liegen. Es ist nicht auszuschliessen, dass die Teuerung Anfang 2011 vorübergehend leicht negativ sein wird. Aus der Inflationsprognose geht hervor, dass die expansive Geldpolitik derzeit angemessen ist, aber langfristig Risiken für die Preisstabilität birgt.

Internationale Wirtschaftsaussichten

Die Erholung der Weltkonjunktur setzt sich moderat fort. In den USA und in Asien verlangsamte sich das Wachstum im zweiten Quartal 2010. Gleichzeitig festigte sich die Konjunktur in der Eurozone deutlich, gestützt durch eine kräftige Auslandnachfrage und einen vorteilhaften Wechselkurs. Die Nationalbank geht nach wie vor von einer weiteren, aber etwas weniger starken Erholung, insbesondere in den Industrieländern aus. Die Nationalbank hat ihre Wachstumsannahmen für die USA und die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens für 2010 und 2011 leicht nach unten und diejenige der Eurozone für das laufende Jahr nach oben revidiert. Die Prognoseunsicherheiten bleiben hoch und die Risiken nach unten gerichtet.

Wirtschaftsaussichten für die Schweiz

Gemäss der vor Kurzem revidierten Zahlen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung war die Rezession tiefer als bisher angenommen. Dagegen wuchs das reale BIP in der Schweiz zwischen dem dritten Quartal 2009 und dem zweiten Quartal 2010 deutlich stärker als das Produktionspotenzial. Im zweiten Quartal 2010 hat sich die Erholung in der verarbeitenden Industrie, die 2009 am stärksten von der Rezession in Mitleidenschaft gezogen worden war, ausgeprägt fortgesetzt. Aber auch in anderen Sektoren war die Dynamik robust. Die Zunahme der Aktivität wirkte sich günstig auf den Arbeitsmarkt aus. Sowohl die Kurzarbeit als auch die Arbeitslosigkeit haben sich weiter zurückgebildet. In der zweiten Jahreshälfte und zu Beginn des nächsten Jahres erwartet die Nationalbank dagegen aufgrund der starken Frankenaufwertung und der abnehmenden Dynamik der Weltkonjunktur eine deutliche Abschwächung des realen BIP-Wachstums. Für 2010 rechnet sie nun mit einem realen Wachstum des BIP von rund 2,5%. Diese im Vergleich zur letzten Lagebeurteilung höhere Wachstumsprognose ergibt sich nicht aufgrund einer Neueinschätzung der Konjunkturaussichten, sondern vor allem wegen der Revision des bisherigen BIP-Verlaufs.

Entwicklung der monetären Rahmenbedingungen

Die monetären Rahmenbedingungen sind durch gegenläufige Entwicklungen gekennzeichnet. Die Renditen auf Bundesanleihen liegen weiterhin auf sehr tiefem Niveau. Die Renditen auf Unternehmensanleihen, die Kreditrisikoprämien sowie die Zinsen für Bankkredite bildeten sich weiter zurück.

Der Dreimonats-Libor ist seit der Lagebeurteilung vom Juni leicht gestiegen. Die Liquidität im Bankensektor ist nach wie vor hoch, und die Geldbestände bei den Haushalten und Unternehmen nehmen zu. Die Wachstumsraten der breiten Geldaggregate sind weiterhin hoch. So stieg die Geldmenge M2 im August um 10,4% gegenüber dem Vorjahr, M3 um 6,6%. Seit der letzten Lagebeurteilung hat sich der Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar stark aufgewertet.

Insgesamt sind die monetären Rahmenbedingungen seit der letzten Lagebeurteilung etwas weniger expansiv.

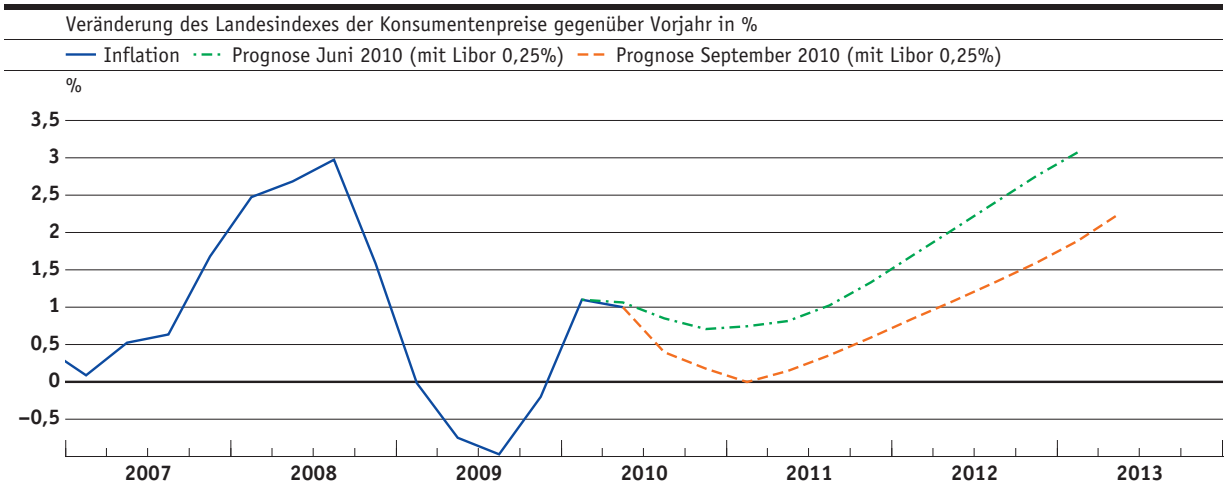
Die Kredittätigkeit war weiterhin rege. Gemäss der von der Nationalbank durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft setzte sich im zweiten Quartal 2010 die bereits im Vorquartal beobachtbare Entwicklung fort, dass die während der Krise gemeldete leichte Verschärfung der Kreditvergabebedingungen für Unternehmenskredite durch leichte Lockerungen zurückgenommen werden. Bezüglich Hypothekarkrediten an Haushalte melden die meisten Banken unveränderte Kreditvergabebedingungen und eine weitere Zunahme der Nachfrage. Das Wachstum von Hypothekarkrediten und Immobilienpreisen hat sich im Vergleich zu Ende 2009 leicht entschleunigt. Die Entwicklungen im Hypothekarmarkt erfordern jedoch weiterhin die volle Aufmerksamkeit der Nationalbank.

Grafik der bedingten Inflationsprognose

Die rote (gestrichelte) Linie stellt die neue bedingte Inflationsprognose dar. Sie deckt den Zeitraum vom dritten Quartal 2010 bis zum zweiten Quartal 2013 ab und zeigt die künftige Entwicklung der Teuerung unter der Annahme eines über den gesamten Prognosehorizont hinweg gleichbleibenden Dreimonats-Libor von 0,25%. Die grüne (strichpunktierte) Linie gibt zum Vergleich die Inflationsprognose vom Juni wieder, die ebenfalls auf einem Dreimonats-Libor von 0,25% beruhte.

Die neue Inflationsprognose liegt über den gesamten Prognosehorizont tiefer als vor drei Monaten. Der Grund ist die Aufwertung des Frankens und die abnehmende Dynamik der Weltkonjunktur. Die Prognose sinkt bis auf 0% im ersten Quartal 2011. Dies widerspiegelt den nachlassenden Basiseffekt aufgrund der Ölpreisentwicklung und die wechselkursbedingte Verbilligung der Importpreise. Es ist nicht auszuschliessen, dass die Teuerung Anfang 2011 vorübergehend leicht negativ sein wird. Aus der Inflationsprognose geht hervor, dass die expansive Geldpolitik derzeit angemessen ist, aber langfristig Risiken für die Preisstabilität birgt.

Grafik 4.1
Bedingte Inflationsprognose Juni 2010 und September 2010



Quelle: SNB

Beobachtete Inflation September 2010 Tabelle 4.2

	2007				2008				2009				2010				2007	2008	2009
	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	0,09	0,52	0,63	1,68	2,47	2,68	2,97	1,58	–0,02	–0,75	–0,97	–0,20	1,10	1,00			0,7	2,4	–0,5

Bedingte Inflationsprognose Juni 2010 mit Libor 0,25% und September 2010 mit Libor 0,25%

	2010				2011				2012				2013				2010	2011	2012
	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 Juni 2010, mit Libor 0,25%	1,06	0,85	0,71	0,74	0,81	1,02	1,33	1,69	2,04	2,40	2,76	3,07					0,9	1,0	2,2
Prognose September 2010, mit Libor 0,25%		0,40	0,18	0,00	0,15	0,36	0,59	0,84	1,08	1,33	1,60	1,89	2,25				0,7	0,3	1,2

Quelle: SNB

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2010

Drittes Quartal 2010

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 Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den im Juli und August 2010 mit 206 Vertretern verschiedener Wirtschaftsbranchen geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergeben haben.

Zusammenfassung

Die positive Wirtschaftsentwicklung hat sich im dritten Quartal fortgesetzt. Gegenüber dem Vorjahr war die Erholung in der verarbeitenden Industrie am stärksten. Ein breit abgestütztes Wachstum war jedoch auch in der Bauwirtschaft und im Dienstleistungssektor zu beobachten. Die Arbeitsnachfrage hat sich in der Folge belebt. Die Unternehmen sind in Bezug auf einen Ausbau der Belegschaft weniger zurückhaltend als im zweiten Quartal.

Aufgrund der beobachteten Nachfrageverstärkung blickten die Gesprächspartner mit Zuversicht in die nahe Zukunft. Die Erwartungen für die kommenden Monate deuten auf ein positives Umsatzwachstum in allen drei Wirtschaftssektoren hin, obschon insbesondere in der verarbeitenden Industrie eine gewisse Verlangsamung der Dynamik erwartet wird. Die Unterauslastung der technischen Produktionskapazitäten der schweizerischen Volkswirtschaft dürfte sich weiter reduzieren.

Trotz der günstigen Entwicklung des Geschäftsganges waren jedoch auch anhaltende Sorgen hinsichtlich der Nachhaltigkeit der internationalen Wirtschaftserholung feststellbar. Einerseits gehen Unsicherheiten aus von der Verfassung der Staatsfinanzen auf internationaler Ebene und deren möglichen Auswirkungen auf die Finanz- und Devisenmärkte sowie auf die aggregierte Nachfrage in den betroffenen Ländern. Anderseits birgt die weltweit sehr expansive Geldpolitik – gemäss der Einschätzung eines Teils der Gesprächspartner – Inflationsrisiken und lässt abrupte Zinserhöhungen befürchten.

Die Reaktionen auf die Frankenaufwertung fielen je nach Branche recht unterschiedlich aus.

1 Geschäftsgang

Industrie

Im dritten Quartal hellte sich die Wirtschaftslage in der verarbeitenden Industrie weiter auf, obschon der Vorquartalsvergleich etwas weniger positiv als noch im zweiten Quartal ausfiel. Im Vorjahresvergleich stiegen die Umsätze im Allgemeinen stark an; nur in wenigen Firmen lagen sie noch unter dem Vorjahresniveau. Branchenmässig konnten sich – ausgehend von deutlich unterschiedlichen Ausgangsniveaus – die Textil- und Bekleidungsindustrie, die Chemie, die pharmazeutische Industrie, die Uhren- und Metallindustrie sowie der automobilabhängige Maschinenbau innert Jahresfrist überdurchschnittlich stark erholen. Starke Impulse erlebten auch die Kunststoffindustrie sowie die Spezialitätenchemie.

Die Inlandnachfrage blieb eine wichtige Stütze. Überdurchschnittlich dynamisch präsentierte sich auch die Nachfrage aus den aufstrebenden Ländern Asiens und aus Südamerika. Nachfrageimpulse stammten auch aus der Eurozone, speziell aus dem Automobilsektor Deutschlands und Frankreichs.

In den vergangenen Monaten waren die Lager an Fertigprodukten stark reduziert worden. Wie schon im Vorquartal wurden die Lagerbestände in sämtlichen Branchen als angemessen betrachtet. Entsprechend dürften sich künftige Nachfrageimpulse weiterhin in einem Anstieg der Produktion niederschlagen.

Bau

Ausgehend von einem sehr guten Niveau akzentuierte sich im Bausektor die positive Dynamik. Sowohl im Vorjahresvergleich wie im Vorquartalsvergleich konnten die Gesprächspartner stark steigende Umsätze verzeichnen. Wachstumsimpulse kamen hauptsächlich aus dem Wohn- und Ausbaubereich. Eine zunehmende Zahl von Gesprächspartnern gab sich besorgt über die Immobilienmarktrisiken, welche die Tiefzinspolitik mit sich bringt. Eine eigentliche Blase war aus ihrer Sicht jedoch nicht feststellbar.

Dienstleistungen

Zwischen dem zweiten und dritten Quartal 2010 stiegen die Umsätze im Dienstleistungssektor deutlich an. Damit befanden sich die Umsätze auch klar über dem Vorjahresstand. Die stärkste Dynamik wurde im IT-Bereich beobachtet, wo die Umsätze im Vorquartalsvergleich sehr deutlich zulegen konnten. Ein anhaltend robustes Umsatzwachstum konnte auch in der Hotellerie und der Gastronomie, bei Ingenieur- und Beratungsbüros sowie im Gross- und Detailhandel beobachtet werden. In den Grenzregionen hat die Euroschwäche im Detailhandel allerdings zu einem spürbaren Kaufkraftabfluss in die Nachbarländer geführt. Sehr heterogen ist die Umsatzentwicklung im Bankenbereich.

2 Kapazitätsauslastung

Der Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten hat sich seit dem zweiten Quartal in allen Sektoren weiter verbessert und sich einer Normalauslastung angenähert. Allerdings bestehen noch immer Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren.

Die verarbeitende Industrie signalisiert insgesamt noch eine leichte Unterauslastung der Kapazitäten. Ausgeprägt blieb das Phänomen jedoch in der Chemie, in der Maschinenindustrie sowie bei den Zulieferbetrieben der Uhrenindustrie, trotz der jüngsten günstigen Entwicklung des Geschäftsganges. Die Metallindustrie wies ein recht heterogenes Bild auf. In der Nahrungsmittelindustrie war die Auslastung normal.

Im Bausektor hat die technische Kapazitätsauslastung weiter zugenommen und wird nun als «hoch» und somit deutlich über dem normalen Vollbeschäftigungsniveau eingestuft. Keine Firma signalisierte eine unbefriedigende Auslastung der Kapazitäten.

Im Dienstleistungssektor hat die Unterauslastung der Kapazitäten weiter abgenommen und annähernd die Normalauslastung erreicht. Gut war die Auslastung in Ingenieur- und Beratungsbüros und bei Immobilienvermittlern. Dem starken Umsatzwachstum zum Trotz war die Auslastung im Detail- und Versandhandel, in gewissen Sparten der Hotellerie und bei Reiseveranstaltern noch unbefriedigend. Das Phänomen war auch in der Personalvermittlung und bei vereinzelten Banken präsent.

3 Arbeitsnachfrage

In der verarbeitenden Industrie ging die Erholung des Geschäftsganges nach wie vor einher mit einer spürbaren Belebung der Arbeitsnachfrage. Noch bestehende Kurzarbeitsmassnahmen wurden weiter abgebaut, etliche Firmen setzen zunehmend Temporärkräfte ein oder ordnen Überstunden an. Vereinzelt begannen Firmen auch wieder damit, neues Personal einzustellen, so dass die Beschäftigung leicht zunahm. Insgesamt schien das Niveau der Belegschaften dem Firmenbedarf zu entsprechen, wogegen im zweiten Quartal noch ein etwas zu hohes Niveau angegeben worden war. Vereinzelt war im Maschinen- und Werkzeugmaschinenbau ein gewisser Mangel an Arbeitskräften zu beobachten. In den Bereichen Herstellung elektrischer Anlagen und Geräte wurden demgegenüber noch eher zu hohe Belegschaften gemeldet.

Auch im Bausektor nahm die Arbeitsnachfrage weiter zu. Überbrückungsmassnahmen wie die Einstellung von Arbeitnehmern auf temporärer Basis wurden teilweise ergriffen, um den Bedarf abzudecken. Zwar gab sich die Mehrheit der befragten Firmen mit dem gegenwärtigen Beschäftigungsniveau zufrieden; im Vergleich zum zweiten Quartal meldet aber ein grösserer Anteil von Gesprächspartnern eine eher knappe Belegschaft.

Im Dienstleistungssektor war das Beschäftigungsniveau im Allgemeinen angemessen bis leicht zu tief. Ein Einstellungsbedarf wurde vor allem im IT- und Finanzdienstleistungsbereich sowie bei Ingenieurbüros signalisiert.

Die Schwierigkeiten bei der Rekrutierung neuer Mitarbeiter wurden im Allgemeinen erneut als kleiner als üblich eingeschätzt. Eine Ausnahme bildeten in dieser Hinsicht nach wie vor die Bauwirtschaft und die Finanzindustrie. Auch im Gastgewerbe scheint die Personalsuche etwas schwieriger als sonst zu verlaufen. Hoch qualifiziertes Personal blieb generell eher schwierig zu finden.

Die Pro-Kopf-Arbeitskosten waren in den meisten Industriezweigen recht stabil. Im Vergleich zu den Angaben im Vorquartal hat sich der Lohndruck gar etwas vermindert. Eine Ausnahme bildet die Uhrenindustrie, in der die Reallöhne im Vorjahresvergleich anstiegen. Im Bausektor und im Dienstleistungssektor – insbesondere in der IT-Branche, im Transportbereich und im Handel – zeigten die Löhne wie schon im zweiten Quartal eine leicht steigende Tendenz. Im Bausektor hat sich die Tendenz verstärkt. Für 2011 stellen etliche Unternehmen Reallohnerhöhungen in Aussicht, insbesondere in Industriezweigen, in denen Nachholbedarf besteht.

4 Preise, Margen und Ertragslage

Die höheren Produktions- und Umsatzvolumen verbesserten zwar per se die Gewinnmargen, da die Fixkosten besser absorbiert werden. In der verarbeitenden Industrie wurden die Margen aber – wie schon in den Vorquartalen – als signifikant schwächer als üblich betrachtet; oft lassen sie sich nur über die Lancierung neuer Produkte steigern. Kurzfristig dürften die Margen unter Druck bleiben. Einerseits rechnen die Firmen nur noch mit marginal steigenden Einkaufspreisen, was die erwartete Abkühlung der Weltwirtschaft widerspiegelt. Die Aufwertung des Schweizer Frankens wird dieses Phänomen nach wie vor etwas dämpfen. Anderseits dürften die Verkaufspreise in Franken – als Folge eines intensiven Wettbewerbs und des Wechselkurseffekts – tendenziell stabil bleiben oder gar leicht sinken. Vereinzelt werden die Firmen in mehreren Branchen versuchen, Preiserhöhungen durchzusetzen. Diese Möglichkeit hängt jedoch von den spezifischen Firmen- und Marktbedingungen ab.

Im Bausektor werden die Gewinnmargen als annähernd normal bis leicht unbefriedigend eingestuft. Gegenüber dem Vorquartal zeigt sich eine weniger negative Lageeinschätzung. Die noch im zweiten Quartal vorhandene Erwartung steigender Einkaufspreise hat sich in Richtung stabiler Preiserwartungen verschoben. Auch haben etwas mehr Firmen den Eindruck, höhere Verkaufspreise realisieren zu können. Durch die Abwertung des Euro hat sich der Wettbewerb mit ausländischen Anbietern, vor allem aus Deutschland, zusätzlich intensiviert.

Die Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor betrachten das Ausmass ihrer Gewinnmargen als normal bis leicht unbefriedigend. Negativ beeinflusst wurde das Gesamtergebnis von den klar unbefriedigenden Zinsmargen der Banken – insbesondere im Hypothekarkreditgeschäft ist der Wettbewerb unvermindert stark. Als unbefriedigend werden die Gewinnmargen auch bei Arbeitsvermittlern, Ingenieurbüros, einzelnen Detail- und Grosshändlern und in der Hotellerie eingestuft.

5 Auswirkungen der Frankenaufwertung

Die Firmen wurden in der Umfrage von Juli und August 2010 auch auf das Wechselkursthema angesprochen. Auf die spezifische Frage nach den Auswirkungen der Frankenaufwertung auf den Geschäftsgang gab mehr als die Hälfte der Firmen an, insgesamt keine spürbaren Effekte festzustellen. Positive Effekte wurden von knapp einem Fünftel der Firmen gemeldet. Von milden oder stark negativen Effekten war gut ein Viertel der Firmen betroffen.

Die Auswirkungen fallen allerdings je nach Produktionssektor sehr unterschiedlich aus. Am stärksten negativ von der Frankenstärke betroffen wurde die verarbeitende Industrie. Etwa 60% der Firmen äusserten sich in diesem Sinn, insbesondere solche, die in der Herstellung von Vorprodukten (chemische Erzeugnisse, Kunststoffe), in der Investitionsgüterindustrie (Herstellung elektrischer Ausrüstungen sowie weite Teile der Maschinenindustrie) und in der Metallindustrie tätig sind. Die negativen Auswirkungen ergaben sich in erster Linie in Form von stark reduzierten Gewinnmargen und – in geringerem Ausmass – von Einbussen in den Verkaufsvolumen. Positive Effekte ergaben sich demgegenüber vor allem aus den tieferen Importpreisen und teilweise geringeren Kosten für Investitionen.

Sowohl im Dienstleistungs- wie auch im Bausektor blieb die grosse Mehrheit der Firmen von der Frankenstärke unbeeinflusst. Selbst in der Hotellerie wurde bis im Sommer nur von sehr begrenzten negativen Auswirkungen berichtet.

6 Aussichten

In der verarbeitenden Industrie hat sich die Stimmungserholung, die schon seit der zweiten Hälfte 2009 im Gang ist, fortgesetzt. Die grosse Mehrheit der Firmen geht von steigenden Umsätzen und einer höheren Kapazitätsauslastung aus. Auch die Beschäftigungsaussichten für die nächsten sechs Monate sind verhalten positiv, wird doch mit einem leichten Anstieg der Beschäftigung gerechnet. Zu Beginn des Jahres waren die Gesprächspartner noch von einer unveränderten Belegschaft ausgegangen. Die Wiederherstellung einer höheren Arbeitsproduktivität bleibt ein verbreitetes Ziel.

Im Bausektor bleiben die Unternehmen zuversichtlich. Sie gehen von einer weiteren leichten Zunahme der Umsätze aus. Im Wohn- und Ausbaubereich antizipieren die Firmen eine Stabilisierung der Kapazitätsauslastung auf dem gegenwärtigen hohen Niveau. Nur vereinzelt wird noch mit einer weiteren Zunahme der Auslastung gerechnet. Kein Gesprächspartner rechnet mit einer abnehmenden Auslastung. Die Beschäftigung dürfte leicht zunehmen.

Im Dienstleistungssektor haben sich die Erwartungen in Bezug auf die Geschäftsentwicklung über die nächsten sechs Monate verbessert. Besonders optimistische Einschätzungen der Umsatzaussichten waren in der IT-Branche, im Gross- und Detailhandel und bei den Autoverkäufern festzustellen. Zuversicht ist auch bei den Erbringern von Finanzdienstleistungen, in der Hotellerie und der Gastronomie auszumachen. Entsprechend rechneten die Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor mit einer allmählichen Erhöhung der technischen Kapazitätsauslastung und einem leichten Anstieg der Beschäftigung.

Im Hintergrund bleiben allerdings Unsicherheiten betreffend die Aussichten für die europäische Wirtschaft, mögliche Wechselkursbewegungen sowie künftige Zinsbedingungen bestehen. Vor allem rasche Veränderungen dieser Parameter würden das Bild massgeblich eintrüben. Verunsichernd wirken auch vermehrte Medienberichte über einen möglichen, von den USA ausgehenden «Double Dip». Die Einschätzung, dass ein Negativszenario eintreten könnte, ist infolgedessen etwas häufiger anzutreffen. Dennoch haben die Investitionspläne in allen Sektoren im Vergleich zum Vorquartal zugenommen. Dies trifft sowohl für die Ausrüstungswie für die Bauinvestitionen zu. Diese stärkeren Investitionsausgaben widerspiegeln indes vor allem den Bedarf, bisher aufgeschobene Ersatzinvestitionen zu tätigen, als die Absicht, die bestehenden Produktionskapazitäten auszudehnen.

SNB Working Papers: Zusammenfassungen

Who needs credit and who gets credit in Eastern Europe?

Martin Brown, Steven Ongena, Alexander Popov und Pinar Yesin
Working Paper 2010-9

Basierend auf Umfragedaten zu mehr als 8000 Unternehmen in 20 Ländern vergleicht diese Studie die Kreditnachfrage und das Kreditangebot in Ost- und Westeuropa. Die Ergebnisse zeigen, dass Firmen in Osteuropa häufiger Kredit benötigen, aber weniger häufig einen Kreditantrag stellen. Der höhere Anteil von «abgeschreckten» Firmen in Osteuropa hängt damit zusammen, dass kleinere und finanziell intransparente Firmen besonders selten einen Kredit beantragen, auch wenn sie Kredit benötigen. Die Präsenz von ausländischen Banken ist mitverantwortlich dafür, dass Firmen in Osteuropa ungern einen Kreditantrag stellen. Die Ergebnisse zeigen, dass der tiefere Anteil von Firmen mit einem Kredit in Osteuropa verglichen mit Westeuropa nicht auf einen kleineren Kreditbedarf oder eine höhere Ablehnungsrate von Kreditanträgen zurückzuführen ist. Es scheint im Gegenteil so zu sein, dass viele kreditwürdige Firmen, die einen Kredit benötigten, sich nicht getrauen, einen Kredit nachzufragen. Mehr Transparenz über die Bedingungen der Kreditvergabe und die Kreditkonditionen könnte den Zugang zu Kredit erhöhen, besonders in Ländern mit einem hohen Anteil an ausländischen Banken.

The business cycle implications of reciprocity in labor relations

Jean-Pierre Danthine und André Kurmann
Working Paper 2010-10

Dynamische, stochastische Modelle des allgemeinen Gleichgewichts (dynamic stochastic general equilibrium, DSGE) mit nominalen Preis- und Lohnkontrakten bilden die Hauptmerkmale von Konjunkturzyklen erstaunlich gut ab. Deshalb werden sie zunehmend für geldpolitische Analysen verwendet. Nominale Lohnkontrakte erweisen sich für die Leistungsfähigkeit dieser Modelle oft als entscheidend. Die üblichen Lohnkontraktmodelle drücken die Rigidität der Löhne jedoch mithilfe eines vereinfachten Prozesses aus, bei dem davon ausgegangen wird, dass nicht alle Angestellten ihre Löhne jedes Mal wieder verhandeln können, wenn neue Informationen verfügbar sind. Die vorliegende Studie schlägt ein Modell vor, bei dem die Löhne basierend auf Reziprozität in den Arbeitsverhältnissen festgelegt werden. Das Modell wertet die konjunkturellen Auswirkungen in einem modernen DSGE-Kontext aus. Alles in allem reproduziert das geschätzte Modell die empirische Dynamik von VAR-Modellen überraschend gut. Insbesondere der Einbezug von Rententeilung erlaubt es dem Modell, gleichzeitig die verzögerte Reaktion der Inflation auf einen geldpolitischen Schock und den starken Rückgang der Inflation nach einem neutralen Technologieschock abzubilden. Dies ist ein interessanter Unterschied zu den Modellen, die nominale Lohnkontrakte verwenden. Ihnen misslingt es üblicherweise, diese spezifischen Reaktionen der Inflation, die in US-amerikanischen Daten beobachtet werden, nachzubilden.

Momentum in stock market returns: Implications for risk premia on foreign currencies

Thomas Nitschka
Working Paper 2010-11

Hohe (niedrige) Aktienmarktrenditen sagen typischerweise kurzfristig hohe (niedrige) Aktienmarktrenditen vorher. Aktienmarktrenditen werden üblicherweise als Mass für systematisches Risiko interpretiert. Demnach sollten vergangene Aktienmarktrenditen nicht nur zukünftige Aktienmarktrenditen, sondern auch Renditen von anderen Finanztiteln signalisieren. Dieses Arbeitspapier geht dieser Hypothese nach, indem es aus Sicht eines US-Investors Fremdwährungsportefeuilles auf Grundlage vergangener nationaler Aktienmarktrenditen bildet. Investitionen in Währungen von Ländern mit hoher vergangener Aktienmarktrendite bieten heute höhere Renditen als Investitionen in Währungen von Ländern mit vergleichsweise niedriger vergangener Aktienmarktrendite. Schwankungen der Renditen auf diesen Währungsportefeuilles über die Zeit lassen sich dadurch erklären, dass sich Investoren mit zeitvariablen Refinanzierungskosten konfrontiert sehen. Die Erklärung der Querschnittstreuung dieser Renditen ist schwieriger. Kürzlich vorgeschlagene Währungsrisikofaktoren versagen in dieser Hinsicht, da keine Verbindung dieser Risikofaktoren mit den von makroökonomischen Risiken getriebenen Komponenten der Renditen von Währungsportefeuilles zu bestehen scheint.

Macroeconomic and interest rate volatility under alternative monetary procedures

Petra Gerlach-Kristen und Barbara Rudolf
Working Paper 2010-12

In der Finanzkrise von 2007/08 nahmen das Niveau und die Volatilität der Zinsspannen dramatisch zu. Dieses Papier untersucht, wie die Wahl des Zinssatzes, der von der Zentralbank zur Signalisierung ihrer geldpolitischen Absichten verwendet wird, die Volatilität der Produktion, der Inflation und des allgemeinen Zinsniveaus beeinflusst. Es werden drei geldpolitische Regimes mit unterschiedlichen Leitzinssätzen betrachtet. Die betrachteten Leitzinssätze sind zwei Marktzinssätze von einem Monat bzw. drei Monaten Laufzeit sowie der gewissermassen risikolose Repo-Zinssatz mit einer Laufzeit von einem Monat. Das geldpolitische Instrument ist in allen drei Regimes der einmonatige Repo-Zinssatz. In einem stark vereinfachten Modell wird gezeigt, dass die beiden auf einen Geldmarktzinssatz ausgerichteten Regimes generell eine geringere Variabilität der makroökonomischen Variablen liefern als das auf dem kurzfristigen Repo-Zinssatz basierende Regime. Dies gilt einerseits unabhängig davon, ob die Zentralbank eine diskretionäre Geldpolitik verfolgt oder sich auf die optimale geldpolitische Regel verpflichtet und andererseits sowohl für Zeiten einer Finanzkrise als auch für normale Zeiten. Ob ein auf den einmonatigen oder auf den dreimonatigen Zinssatz ausgerichtetes geldpolitisches Regime bessere Resultate liefert, hängt von der Fristigkeit des Zinssatzes, welcher für die IS Kurve unterstellt wird, ab.

Geld- und währungspolitische Chronik

Fortsetzung des expansiven geldpolitischen Kurses

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung vom 16. September 2010 beschloss die Nationalbank, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% zu belassen und weiterhin das Ziel zu verfolgen, den Libor im unteren Bereich des Zielbandes um 0,25% zu halten. Ferner kündigte sie an, falls Abwärtsrisiken eintreten und zu erneuter Deflationsgefahr führen sollten, die notwendigen Massnahmen zu ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Herausgeberin
Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Urheberrecht/Copyright ©
Die Schweizerische Nationalbank (SNB) respektiert sämtliche Rechte Dritter namentlich an urheberrechtlich schützbaren Werken (Informationen bzw. Daten, Formulierungen und Darstellungen, 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 (Vervielfältigung, Nutzung via Internet etc.) zu nicht kommerziellen Zwecken einer Quellenangabe. Die urheberrechtliche Nutzung zu kommerziellen Zwecken ist nur mit der ausdrücklichen Zustimmung der SNB gestattet.

Allgemeine Informationen und Daten, die von der SNB ohne Copyright-Vermerk veröffentlicht werden, können auch ohne Quellenangabe genutzt werden.

Soweit Informationen und Daten ersichtlich aus fremden Quellen stammen, sind Nutzer solcher Informationen und Daten verpflichtet, allfällige Urheberrechte daran zu respektieren und selbst entsprechende Nutzungsbefugnisse bei diesen fremden Quellen einzuholen.

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 Haftungsbeschränkung gilt insbesondere für die Aktualität, Richtigkeit, Gültigkeit und Verfügbarkeit der Informationen.

© **Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2010**

Gestaltung
Weiersmüller Bosshard Grüninger 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