

März

2004

1

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA ☒

Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

März

1/2004

22. Jahrgang

Inhalt

| | |
|----|---|
| 5 | Übersicht |
| 6 | Bericht über die Geldpolitik |
| 44 | Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte |
| 48 | Swiss National Bank Working Papers und Economic Studies: Zusammenfassungen |
| 50 | Geld- und währungspolitische Chronik |

Übersicht

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. März 2004, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,0% bis 0,75% zu belassen. Der Dreimonats-Libor soll bis auf weiteres um 0,25% gehalten werden.

Die wirtschaftliche Erholung in der Schweiz ist zunehmend breiter abgestützt. Der Aufschwung ist aber noch nicht gesichert. Gleichzeitig ist das Inflationspotenzial in der kurzen Frist gering. Die SNB führt daher ihre expansive Geldpolitik fort. Um die Preisstabilität auch mittelfristig gewährleisten zu können, wird die SNB ihre Geldpolitik zu einem späteren Zeitpunkt wieder straffen müssen. Für 2004 geht die SNB von einem Wirtschaftswachstum von 1,5%–2% aus. Die durchschnittliche Jahresteuierung dürfte in diesem Jahr 0,4%, im Jahre 2005 1,0% und im Jahre 2006 2,3% betragen.

Die prognostizierte Inflation liegt ab Mitte 2006 nicht mehr im Bereich, den die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Es ist allerdings zu beachten, dass die Prognose wie immer von einem gleich bleibenden Dreimonats-Libor ausgeht, also von einer über die nächsten drei Jahre unverändert expansiven Geldpolitik. Wichtig ist auch zu verstehen, dass die Unsicherheit der Prognose mit der Länge des Prognosehorizonts zunimmt.

Die SNB führt seit über zwei Jahren eine stark expansive Geldpolitik. Sie hat rasch und deutlich auf die verschlechterte Wirtschaftslage und den Aufwertungsdruck auf den Franken reagiert. Diese expansive Politik war möglich, weil sich die Teuerungsaussichten in dieser Zeit sehr moderat entwickelten.

Dank günstigen monetären Bedingungen und verbesserter internationaler Konjunktur kommt die schweizerische Wirtschaft allmählich wieder in Fahrt. Es bestehen aber immer noch gewisse Risiken hinsichtlich der Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Erholung. Die SNB will den Aufschwung in der Schweiz nicht durch eine zu frühe Anhebung der Zinsen gefährden. Sie führt deshalb ihre expansive Geldpolitik fort.

Allerdings kann die SNB diese Politik zeitlich nicht unbegrenzt weiterführen, ohne die Preisstabilität zu gefährden. Zwar ist die starke Ausweitung der Geldaggregate teilweise durch Sondereffekte erklärbar, doch hat sich die Liquidität in der Wirtschaft deutlich erhöht. Die SNB wird diese Entwicklung sehr genau verfolgen. Sie wird ihre Politik anpassen müssen, wenn sich die Zeichen einer Wirtschaftserholung klar bestätigen.

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

Die Geschäftslage und die Stimmung bei den Unternehmen hellten sich in den vergangenen Monaten auf. Die Besserungstendenzen überwogen deutlich, auch wenn einige Gesprächspartner die Erholung als zögerlich beurteilten und auch noch nicht alle Branchen von der Erholung profitierten. Die Unternehmen beurteilten die Konjunkturaussichten vorsichtig optimistisch. Viele rechnen erst im zweiten Halbjahr mit einem eigentlichen Aufschwung, den sie zudem als moderat einschätzen.

Swiss National Bank Working Papers (S. 48)

Kurzzusammenfassung des Aufsatzes von Samuel Reynard, «Financial Market Participation and the Apparent Instability of Money Demand», Swiss National Bank Working Paper No. 1, 2004.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom 18. März 2004

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

Inhalt

| | |
|----|--|
| 8 | Das geldpolitische Konzept |
| 9 | Überblick |
| 11 | 1 Weltwirtschaftliches Umfeld |
| 14 | 2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz |
| 16 | 2.1 Exporte |
| 18 | 2.2 Investitionen |
| 19 | 2.3 Konsum |
| 20 | 2.4 Kapazitätsauslastung |
| 22 | 2.5 Arbeitsmarkt |
| 23 | 3 Monetäre Entwicklung |
| 23 | 3.1 Zinsentwicklung |
| 26 | 3.2 Wechselkurse und Monetary Conditions Index (MCI) |
| 28 | 3.3 Vermögenspreise |
| 29 | 3.4 Geldaggregate |
| 31 | 3.5 Kredite |
| 34 | 4 Güterpreise |
| 37 | 5 Aussichten |
| 37 | 5.1 Weltwirtschaft |
| 39 | 5.2 Schweiz |
| 40 | 6 Inflationsprognose der SNB |
| 40 | 6.1 Weltwirtschaftliche Annahmen |
| 41 | 6.2 Inflationsprognose 1. Quartal 2004 bis 4. Quartal 2006 |
| 42 | 7 Geldpolitischer Entscheid und Ausblick |

Das geldpolitische Konzept

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.

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 trägt sie der Tatsache Rechnung, 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 Situation 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. Der Zeitraum von drei Jahren entspricht der mittleren Verzögerung, mit der geldpolitische Impulse den LIK beeinflussen. Und drittens legt die SNB ihr operationelles Ziel in Form eines Zielbandes für den dreimonatigen Franken-Libor 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.

Es ist ein Anliegen der SNB, dass ihre Geldpolitik von der Öffentlichkeit verstanden wird. Sie wird aber auch vom Gesetz dazu verpflichtet, die Öffentlichkeit regelmässig über ihre Politik zu orientieren und ihre Absichten bekannt zu machen. Beides erfolgt im Bericht über die Geldpolitik, der jeweils im Hinblick auf die vierteljährliche Lagebeurteilung verfasst wird. Der Bericht zeigt, wie die SNB die Wirtschaftslage beurteilt und welche Konsequenzen sie daraus ableitet. Er beschreibt die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung und hält die wichtigsten Annahmen fest, die der Inflationsprognose zugrunde liegen. Der Bericht schliesst mit der Erläuterung der Inflationsprognose und dem geldpolitischen Entscheid, der sich daraus ergibt.

Überblick

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. März 2004, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,0% bis 0,75% zu belassen. Der Dreimonats-Libor soll bis auf weiteres um 0,25% gehalten werden. Die wirtschaftliche Erholung in der Schweiz ist zunehmend breiter abgestützt. Der Aufschwung ist aber noch nicht gesichert. Gleichzeitig ist das Inflationspotenzial in der kurzen Frist gering. Die SNB führt daher ihre expansive Geldpolitik fort. Um die Preisstabilität auch mittelfristig gewährleisten zu können, wird die SNB ihre Geldpolitik zu einem späteren Zeitpunkt wieder straffen müssen. Für 2004 geht die SNB von einem Wirtschaftswachstum von 1,5%–2% aus. Die durchschnittliche Jahresteuern dürfte bei einer unveränderten Geldpolitik in diesem Jahr 0,4%, im Jahre 2005 1,0% und im Jahre 2006 2,3% betragen.

Die konjunkturelle Trendwende, die sich bereits im dritten Quartal 2003 abgezeichnet hatte, bestätigte sich im vierten Quartal. Das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts (BIP) festigte sich gegenüber dem Vorquartal. Die schweizerische Wirtschaft wird von der Verbesserung der internationalen Konjunktur und den tiefen Zinssätzen positiv beeinflusst. Gleichzeitig hat der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken – sieht man vom Wechselkurs zum Dollar ab – nachgelassen. Die Wachstumsdynamik geht derzeit vor allem auf die starke Exportnachfrage und die deutliche Erhöhung der Ausrüstungsinvestitionen zurück.

Die wirtschaftliche Erholung in der Schweiz dürfte sich in den nächsten Monaten weiter festigen und das Wachstum an Breite gewinnen. Neben einer robusten Zunahme der Exporte und der Ausrüstungsinvestitionen dürfte sich auch der private Konsum weiter kräftigen. Dazu beitragen wird die ab Mitte 2004 erwartete Besserung auf dem Arbeitsmarkt. Insgesamt geht die SNB für 2004 von einem Wirtschaftswachstum von 1,5%–2% aus. In Einklang damit dürften die Produktionskapazitäten besser ausgelastet werden.

Obwohl sich die Aussichten für den Aufschwung in der Schweiz in den letzten Monaten verbessert haben, bestehen weiterhin Risiken. Eine Abflachung der internationalen Konjunktur oder eine ungünstige Entwicklung auf den Finanzmärkten könnte die wirtschaftliche Belebung beeinträchtigen.

Seit der geldpolitischen Lagebeurteilung im Dezember 2003 haben sich die monetären Bedingungen in der Schweiz insgesamt leicht gelockert. Der Dreimonats-Libor lag unverändert in der Nähe des angestrebten Niveaus von 0,25%. Gleichzeitig schwächte sich der nominale Aussenwert des Franken ab, und das starke Wachstum der Geldaggregate war nach wie vor hoch. Die Kreditfähigkeit blieb als Folge des noch geringen Wirtschaftswachstums jedoch schwach. Dagegen haben die tiefen Zinsen die Fortsetzung des Preisanstiegs am schweizerischen Aktien- und Obligationenmarkt begünstigt. Die Renditen am Kapitalmarkt sanken, was auf einen Rückgang der Inflationserwartungen in der langen Frist hindeutet. Die Zinserwartungen am Geldmarkt verringerten sich im letzten Halbjahr. Für die kommenden drei Monate werden an den Märkten zurzeit keine Zinsänderungen antizipiert.

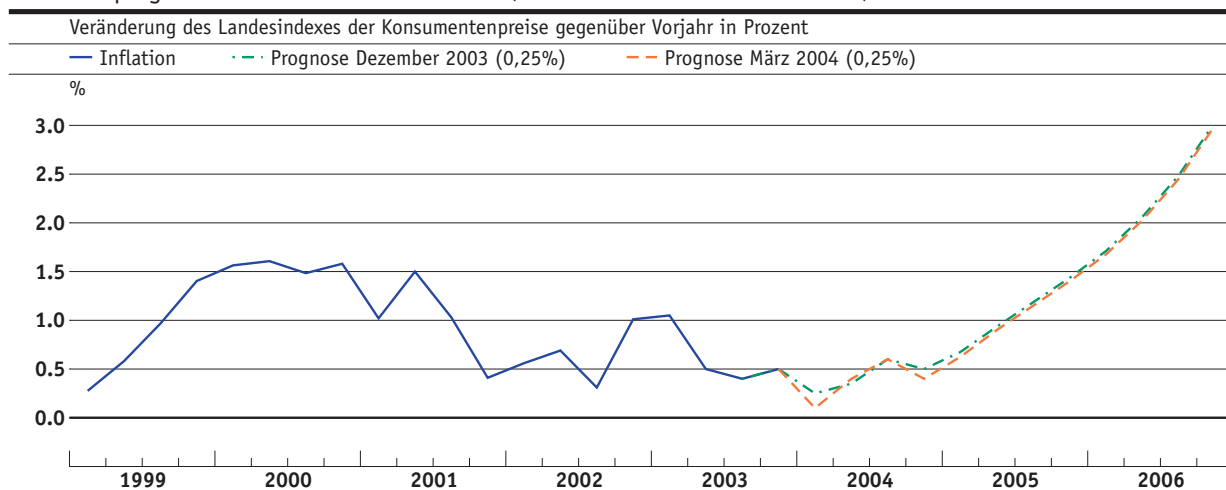
Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuern verlief in der zweiten Hälfte von 2003 sehr stabil und betrug durchschnittlich 0,5%. Im Januar und Februar 2004 fiel sie auf 0,2% bzw. 0,1%, was insbesondere auf einen Basiseffekt bei der Preisentwicklung der Erdölprodukte zurückzuführen war. Die von der SNB berechnete Kerninflationsrate fiel im Februar mit 0,5% nur leicht tiefer aus als im Durchschnitt des vierten Quartals.

Die Grafik auf Seite 10 zeigt die Inflationsprognose von Dezember 2003 (grüne strich-punktierte Kurve) sowie die neue Prognose von März 2004 (rote gestrichelte Kurve). Die Annahmen, die der neuen Prognose zugrunde liegen, unterscheiden sich nur geringfügig von denjenigen der Dezember-Prognose, da sich die Weltwirtschaft gemäss den Erwartungen entwickelt hat. Trotz dem Auslaufen der fiskalpolitisch getriebenen Expansion wird in den USA für die nächsten Jahre eine recht solide Wirtschaftsentwicklung erwartet. In Europa wird eine im Vergleich zur Dezember-Prognose leicht vorgezogene Wirtschaftserholung unterstellt. Aufgrund der Eurostärke dürfte die Wachstumsdynamik aber begrenzt sein. Der Teuerungsdruck aus dem Ausland wird weiterhin gering bleiben. Die Prognose geht zudem davon aus, dass der Ölpreis im Laufe von 2004 wieder auf unter 30 Dollar pro Fass fällt.

Die neue Inflationsprognose für einen über die nächsten drei Jahre unveränderten Dreimonats-Libor von 0,25% weicht nur unwesentlich von der Dezember-Prognose ab. Die Unterschiede betreffen ausschliesslich die kurze Frist. Sie sind auf Basiseffekte und die etwas tiefer als erwartete Teuerung zurückzuführen. Die Inflation dürfte bis Ende 2004 bei rund 0,5% verharren. Dabei ist es möglich, dass die Teuerung in einzelnen Monaten leicht negativ sein wird. Die Prognose zeigt, dass die Inflation bei einer unveränderten Geldpolitik ab Mitte 2005 anzusteigen droht. Sie erreicht Mitte 2005 einen Wert von 1%, Mitte 2006 einen solchen von 2% und gegen Ende 2006 einen Wert von 3%.

Die prognostizierte Inflation liegt ab Mitte 2006 nicht mehr im Bereich, den die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Es ist allerdings zu beachten, dass die Prognose wie immer von einem gleich bleibenden Dreimonats-Libor ausgeht, also von einer über die nächsten drei Jahre unverändert expansiven Geldpolitik. Wichtig ist auch zu verstehen, dass die Unsicherheit der Prognose mit der Länge des Prognosehorizonts zunimmt.

Inflationsprognose Dezember 2003 mit Libor 0,25% und März 2004 mit Libor 0,25%



Inflationsprognose März 2004, Libor 0,25 %

| | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|------|------|------|
| Durchschnittliche Jahresinflation in % | 0,4 | 1,0 | 2,3 |

1 Weltwirtschaftliches Umfeld

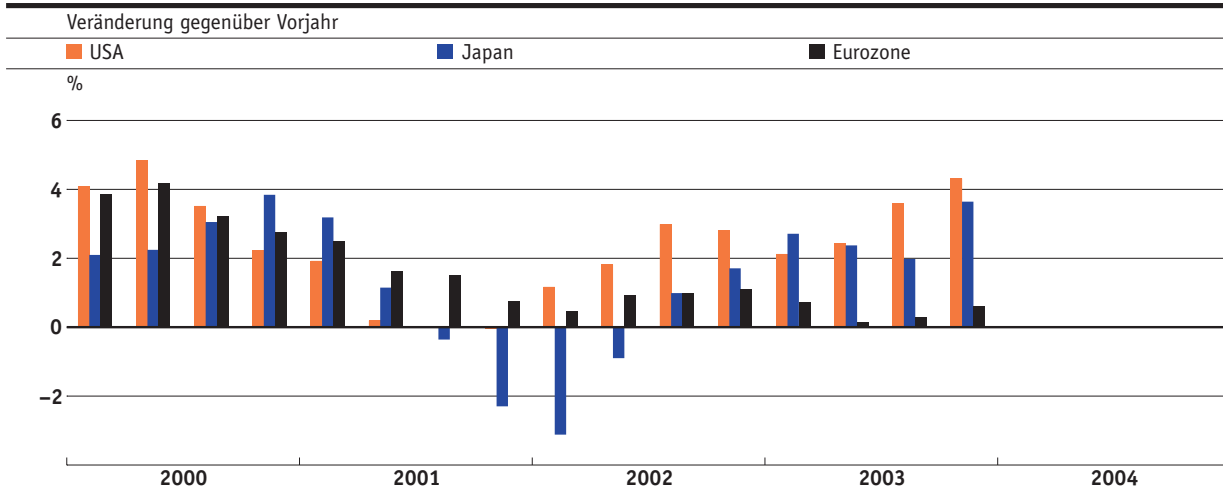
Weitere Erholung der Weltwirtschaft

Im zweiten Halbjahr 2003 hellte sich die Konjunktur weltweit auf. Zwischen den grossen Wirtschaftsräumen gab es jedoch weiterhin beträchtliche Unterschiede. Während das Wachstum in der Eurozone noch verhalten ausfiel, war es in den USA, im Vereinigten Königreich und in Japan bereits stark und breit abgestützt. Zur Erholung trugen die im Allgemeinen sehr günstigen monetären Rahmenbedingungen und eine expansive Finanzpolitik bei.

Zu Beginn dieses Jahres setzte sich die konjunkturelle Aufwärtstendenz fort. In den meisten Industrieländern verbesserte sich die Geschäftslage der Unternehmen weiter. Die Stimmung der Konsumenten blieb aber insbesondere in der Eurozone gedämpft. Angesichts der günstigen Teuerungsaussichten setzten die Zentralbanken der meisten Industrieländer ihre expansive Geldpolitik fort.

Reales Bruttoinlandprodukt

Grafik 1.1



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Kräftiges Wachstum in den USA und Japan

In den USA lag das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts (BIP) im dritten und vierten Quartal mit annualisiert 8,2% bzw. 4,1% über dem langfristigen Trend von rund 3%. Der private Konsum, der durch die Mitte Jahr in Kraft getretenen Steuererleichterungen gestützt wurde, blieb auch im zweiten Halbjahr stark. Die Investitionen und die Exporte gewannen an Dynamik, wobei die Ausfuhren vom Kursrückgang des Dollars gegenüber den meisten Währungen profitierten. Das kräftige Wirtschaftswachstum ging mit einer starken Zunahme der Produktivität einher, so dass die Erholung der Beschäftigung hinter den Erwartungen zurückblieb.

In Japan zog das reale BIP im vierten Quartal an und erreichte mit annualisiert 7% den höchsten Zuwachs seit 1990. Dazu trug wesentlich eine starke Nachfrage aus China, den neu industrialisierten Wirtschaften Asiens sowie den USA bei. Unter dem Einfluss der starken Auslandnachfrage stieg auch die Investitionstätigkeit.

Schwaches Wirtschaftswachstum in der Eurozone

Deutlich schwächer fiel die Erholung in der Eurozone aus. Das reale BIP stieg im vierten Quartal annualisiert um 1,2%. Zwar zogen die Investitionen kräftig an und die Lager wurden aufgestockt, doch

wuchsen der private Konsum und die Exporte nur bescheiden. Innerhalb der Eurozone bestanden weiterhin erhebliche Wachstumsunterschiede. Im Allgemeinen nahm das reale BIP in den kleinen Ländern sowie in Spanien stärker zu als in den grossen Ländern, insbesondere in Deutschland und Italien.

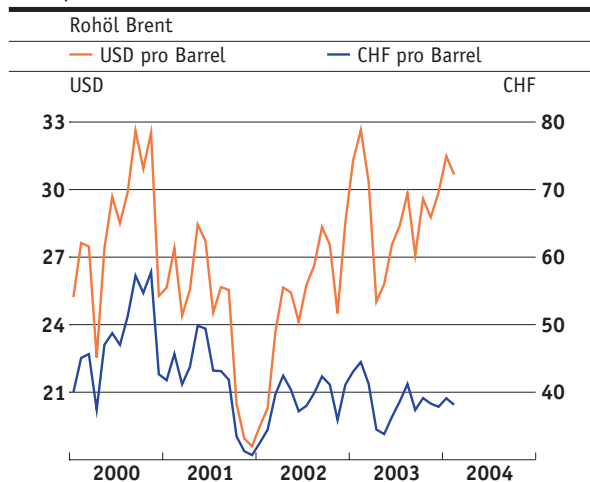
Erholung im Vereinigten Königreich

Anders als auf dem Kontinent setzte im Vereinigten Königreich im zweiten Halbjahr 2003 eine deutliche Konjunkturerholung ein. Stützend wirkten hauptsächlich der private Konsum und die Investitionen. Der ungebrochen kräftige Anstieg der Immobilienpreise und die stark steigende Hypothekarverschuldung weckten Befürchtungen einer konjunkturellen Überhitzung.

Weiterer Anstieg der Erdölpreise

Die in Dollar gemessenen Erdölpreise bewegten sich von November 2003 bis Februar 2004 tendenziell nach oben und lagen Anfang März mit 34 Dollar pro Barrel über dem Stand vor Jahresfrist (33 Dollar). Da der Dollar im gleichen Zeitraum gegenüber den meisten Währungen deutlich an Wert verlor, stiegen die in Lokalwährungen gemessenen Erdölpreise in vielen Ländern, insbesondere in der Eurozone und in der Schweiz, weniger ausgeprägt als in den USA.

Erdölpreise Grafik 1.2



Quelle: SNB

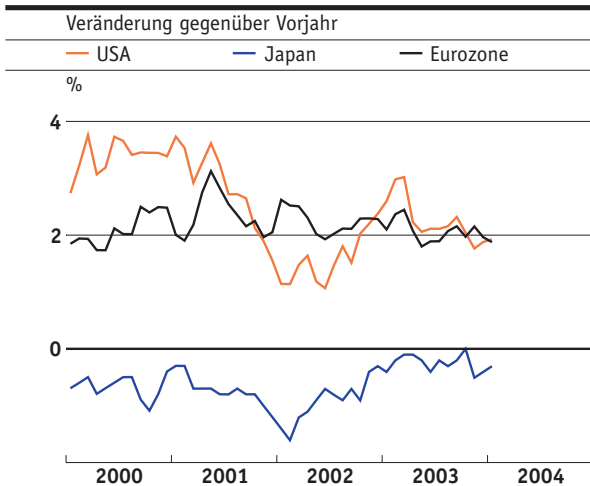
Anhaltend tiefe Teuerung

Trotz der nach oben tendierenden Erdölpreise blieb die Teuerung in den USA und in der Eurozone tief. In den USA betrug die Teuerung auf Konsumstufe im Januar 2,0% und in der Eurozone sank sie mit 1,9% in den von der Europäischen Zentralbank (EZB) definierten Bereich der Preisstabilität. In Japan setzte gegen Jahresende wieder eine leicht deflationäre Tendenz ein (Januar: -0,3%), nachdem diese im zweiten Halbjahr annähernd zum Stillstand gekommen war. Die Kerninflationsraten waren in den meisten Industrieländern stabil oder weiter rückläufig. Darin widerspiegelte sich die immer noch schwache Kapazitätsauslastung sowie – ausserhalb der USA – der Rückgang der Importteuerung infolge der Tieferbewertung des Dollars.

Weiterhin expansive Geldpolitik

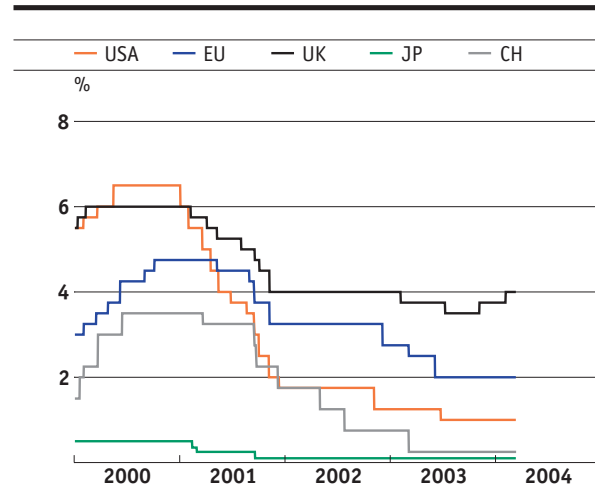
Die amerikanische Notenbank und die EZB liessen ihre Leitzinsen bis im Februar unverändert auf dem seit Juni 2003 herrschenden Stand von 1% bzw. 2%. Auch die japanische Zentralbank führte ihre expansive Geldpolitik fort. Dagegen erhöhte die Bank von England Anfang November und Anfang Februar den Leitzins in zwei Schritten auf 4%, um das mittelfristige Inflationsziel einhalten zu können. Seit Dezember 2003 beträgt dieses 2% und bezieht sich auf den harmonisierten Konsumentenpreisindex. Zuvor hatte sich das um 0,5 Prozentpunkte höhere Inflationsziel auf den Detailhandelspreisindex unter Ausschluss der Hypothekarzinszahlungen bezogen.

Konsumentenpreise Grafik 1.3



Quelle: BIZ

Offizielle Zinssätze Grafik 1.4



Quellen: BIZ, SNB

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

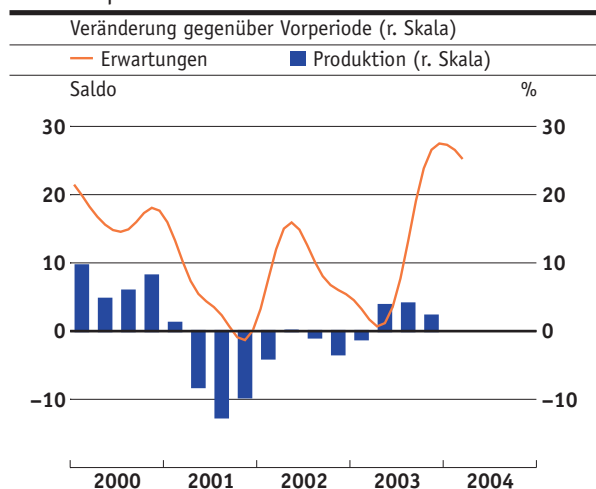
Wie im Ausland setzte sich die Konjunkturerholung im vierten Quartal 2003 auch in der Schweiz fort. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg annualisiert um 1,8% und wuchs damit gemäss den revidierten Daten ähnlich stark wie in der Vorperiode. Die wichtigsten Impulse gingen von den Exporten aus, doch zog auch die Binnennachfrage an. Während die Belebung der Investitionstätigkeit erwartet worden war, fiel das Wachstum des privaten Konsums überraschend hoch aus. Die kräftige Zunahme der Gesamtnachfrage war von stark steigenden Importen begleitet, was die positive Auswirkung auf das reale BIP abschwächte.

Die Erholung im Industriesektor, die sich im Sommer 2003 abzuzeichnen begann, setzte sich bis Januar fort. Die Bestellungen nahmen zu und die Auftragsbücher füllten sich. Nachdem die zuvor überhöhten Bestände an Halb- und Fertigfabrikaten auf ein angemessenes Niveau abgebaut werden konnten,

schlug sich die anziehende Nachfrage in einer steigenden Produktion nieder. Im vierten Quartal nahm die Produktion der verarbeitenden Industrie weiter zu. Gegenüber dem Vorjahr stieg sie um 1,9%, nach einer Zunahme von 0,5% im dritten Quartal.

Nach einem deutlichen Rückgang in der ersten Jahreshälfte 2003 trat somit im zweiten Halbjahr eine konjunkturelle Wende ein mit BIP-Wachstumsraten, die leicht über dem geschätzten Potenzialwachstum liegen. Dementsprechend verringerte sich die negative Produktionslücke. Auch bei den Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen verschiedener Branchen kam die konjunkturelle Besserung klar zum Ausdruck. Die Kapazitäten waren jedoch noch nicht voll ausgelastet, und am Arbeitsmarkt fand noch keine eindeutige Wende statt. Eine Reihe von Indikatoren deutete jedoch darauf hin, dass die Konjunkturerholung in den nächsten Quartalen an Breite gewinnen und die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten steigen wird.

Industrieproduktion Grafik 2.1



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS),
Konjunkturforschungsstelle der
ETH (KOF/ETH)

Reales BIP und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 2.1

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2002 | | | | 2003 | | | |
|------------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| | | | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. |
| Privater Konsum | 2,5 | 2,0 | 0,7 | 0,9 | 1,3 | 0,6 | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,8 | 0,9 | 1,7 |
| Staatlicher Konsum | 2,4 | 4,0 | 0,8 | 0,9 | -0,7 | 1,3 | 1,6 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | 0,5 | 0,8 |
| Anlageinvestitionen | 4,4 | -3,1 | -4,8 | 0,1 | -8,9 | -6,1 | -2,7 | -2,1 | 0,1 | -3,5 | -1,3 | 4,9 |
| - Bau | 2,7 | -3,4 | 2,2 | 0,9 | -0,7 | 4,2 | 2,6 | 1,8 | 0,7 | 0,0 | 1,1 | 1,8 |
| - Ausrüstungen | 5,6 | -3,0 | -10,1 | -0,7 | -14,3 | -14,5 | -7,3 | -4,9 | -0,3 | -7,1 | -3,8 | 7,5 |
| Inl. Endnachfrage | 2,9 | 1,0 | -0,6 | 0,7 | -1,3 | -1,0 | 0,0 | -0,1 | 0,3 | -0,2 | 0,2 | 2,4 |
| Inlandnachfrage¹ | 2,1 | 1,9 | -0,9 | -0,1 | -3,8 | 1,0 | -1,1 | 0,2 | 1,2 | -3,7 | 0,7 | 1,6 |
| Exporte total ¹ | 12,2 | 0,2 | -0,5 | -1,4 | -4,4 | -2,8 | 3,4 | 2,2 | -2,4 | -2,3 | -3,5 | 2,5 |
| - Waren ² | 11,9 | 3,7 | 0,3 | -1,1 | -4,7 | -0,5 | 3,7 | 3,1 | -1,8 | -3,1 | -2,1 | 2,4 |
| - Dienstleistungen | 13,6 | -3,2 | -4,9 | 1,2 | 0,1 | -12,3 | -1,4 | -6,3 | -3,6 | 2,0 | -0,4 | 8,2 |
| Gesamtnachfrage | 5,2 | 1,4 | -0,8 | -0,5 | -3,9 | -0,1 | 0,2 | 0,8 | 0,1 | -3,2 | -0,6 | 1,9 |
| Importe total ¹ | 9,5 | 2,2 | -3,1 | -0,1 | -10,1 | -0,3 | -1,5 | 0,1 | 1,7 | -6,3 | -0,5 | 5,1 |
| - Waren ² | 9,7 | 1,6 | -2,8 | 0,3 | -5,4 | -1,1 | -2,4 | -2,2 | 1,5 | -7,4 | 0,1 | 7,1 |
| - Dienstleistungen | 5,3 | 4,3 | -0,1 | 1,2 | 1,4 | -0,6 | -0,4 | -0,5 | 2,9 | 2,3 | 0,4 | -0,4 |
| BIP | 3,7 | 1,0 | 0,2 | -0,5 | -0,7 | -0,4 | 0,7 | 0,9 | -0,6 | -1,0 | -0,6 | 0,0 |

1 Inklusive Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (EESKA)

2 Ohne EESKA

2.1 Exporte

Die realen Exporte lagen im vierten Quartal 2,5% über dem Vorjahresstand, nach einem Rückgang von 3,5% in der Vorperiode. Sowohl die Warenexporte als auch die Ausfuhren von Dienstleistungen trugen zu dieser klaren Verbesserung bei.

Höhere Ausfuhren von Dienstleistungen

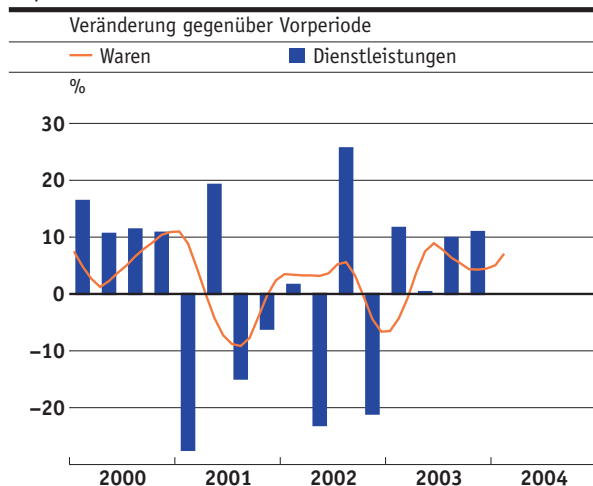
Die Exporte von Dienstleistungen stiegen dank höherer Einnahmen aus Versicherungs- und Finanzdiensten im vierten Quartal weiter und übertrafen den Vorjahresstand um 8,2%. Infolge der Erholung der internationalen Finanzmärkte nahmen insbesondere die Einnahmen aus Bankkommissionen stark zu.

Warenexporte wieder über dem Vorjahresstand

Die realen Warenexporte stiegen im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode annualisiert um 11,4% und übertrafen den Vorjahresstand um 2,4% (3. Quartal: -2,1%).¹ Das Expansionstempo war vor allem zu Beginn des Quartals hoch. Um die Jahreswende flachte es sich infolge leicht schwächer steigender Ausfuhren von Konsumgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten ab. Dagegen zogen die Exporte von Investitionsgütern, vor allem von Präzisionsinstrumenten, Industriemaschinen sowie Gütern der Elektroindustrie, deutlich an.

Im Januar verloren die Warenexporte leicht an Schwung. Davon betroffen waren vor allem die Ausfuhren in die USA. Stark steigende Bestellungseingänge, ein zunehmender Auftragsbestand sowie die optimistischen Erwartungen der Exporteure deuten indessen auf ein weiterhin robustes Exportwachstum hin.

Exporte Grafik 2.1.1



Quellen: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV),
Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco)

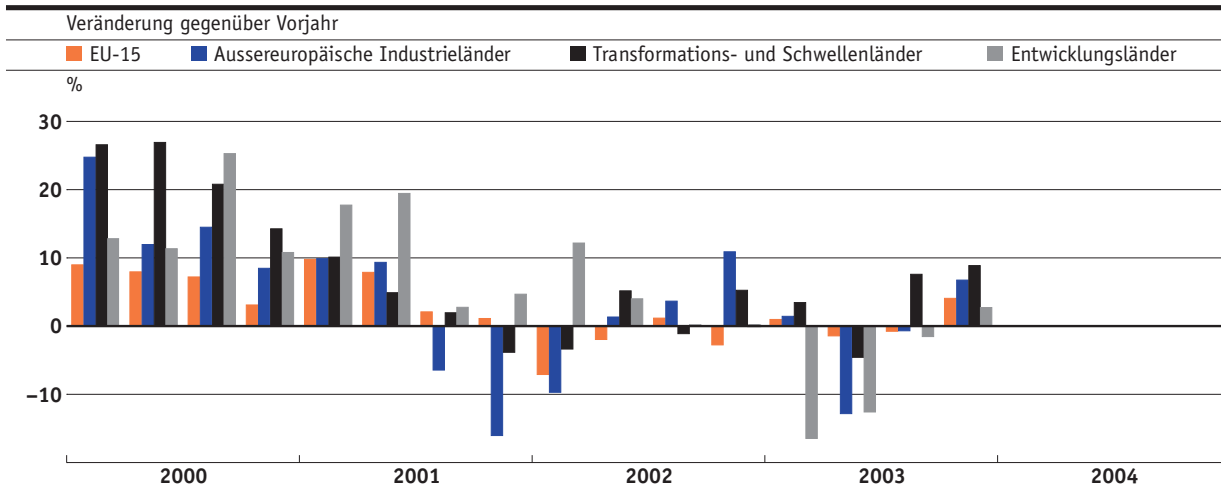
1 Ohne EESKA

Hauptimpulse aus den USA, Zentraleuropa und Asien

Die nominalen Warenexporte nach den USA, Grossbritannien und den OPEC-Staaten expandierten überdurchschnittlich stark.² Dagegen schwächte sich die Dynamik der Exporte nach Asien, Japan sowie Zentraleuropa ab, wobei die Lieferungen weiterhin mehrheitlich über dem Vorjahresstand lagen. Ein Lichtblick stellte die sich belebende Nachfrage aus der Eurozone dar. Im Laufe des Quartals zogen insbesondere die bis anhin schwachen Exporte nach Deutschland und Frankreich an.

Exporte nach Handelspartnern

Grafik 2.1.2



Entwicklungsländer inkl.
OPEC-Staaten
Quelle: EZV

² Für die Aufteilung nach Exportdestinationen liegen nur nominelle Werte vor.

2.2 Investitionen

Bei den Investitionen sind nach wie vor starke Unterschiede zwischen den Ausrüstungs- und den Bauinvestitionen feststellbar. Während die Ausrüstungsinvestitionen im vierten Quartal stark zunahm, wuchsen die Bauinvestitionen weiterhin nur moderat. Insgesamt lagen die Anlageinvestitionen 4,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand und lieferten damit erstmals seit mehr als zwei Jahren wieder einen positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum.

Weiterhin stützender Wohnungsbau

Die Bauinvestitionen nahmen im Vorjahresvergleich um 1,8% zu, wobei die Baukonjunktur vor allem durch den Wohnungsbau gestützt wurde. Die Indikatoren aus der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes deuteten auf einen weiteren Rückgang beim gewerblich-industriellen Bau und eine Stagnation beim Tiefbau hin.

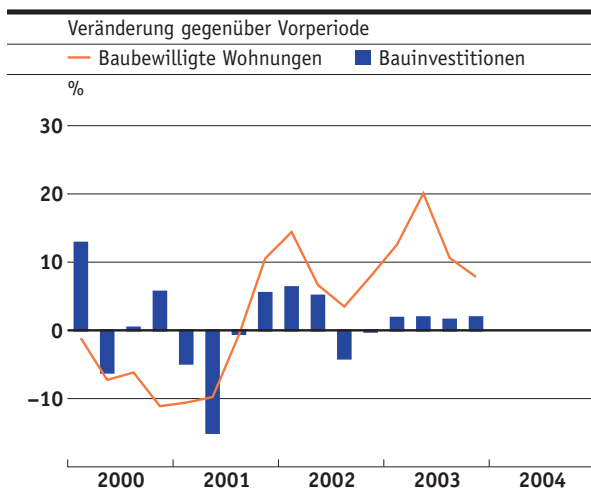
Die deutliche Zunahme der Zahl der baubewilligten Wohnungen im vierten Quartal widerspiegelt die anhaltend starke Nachfrage nach Wohnraum. In die gleiche Richtung weisen die steigenden Mieten bei Neuvermietungen¹ sowie die sehr tiefe Leerwohnungsziffer. Umgekehrt deuten die sinkenden Mieten und die hohe Leerstandquote bei den Büroflächen auf einen unverändert hohen Angebotsüberhang bei den Geschäftsimmobilien hin. Im Zuge der konjunkturellen Erholung dürften sich die Marktverhältnisse in dieser zyklischen Sparte ändern. Gegen Ende dieses Jahres kann deshalb mit einer allmählichen Belebung des Geschäftsbaus gerechnet werden.

Anziehende Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen lagen im vierten Quartal 7,5% über dem Vorjahresstand. Besonders stark stiegen die Importe von Ausrüstungsgütern, insbesondere von Büromaschinen, während der inländische Umsatz gemäss der Quartalsumfrage in der schweizerischen Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (Swissmem) weiterhin rückläufig war.

In den nächsten Monaten dürften die anziehende Produktion und die steigende Kapazitätsauslastung den Ausrüstungsinvestitionen weiteren Schwung verleihen. Die besseren Ertragsaussichten der Unternehmen und das tiefe Zinsniveau sollten diese Entwicklung zusätzlich begünstigen.

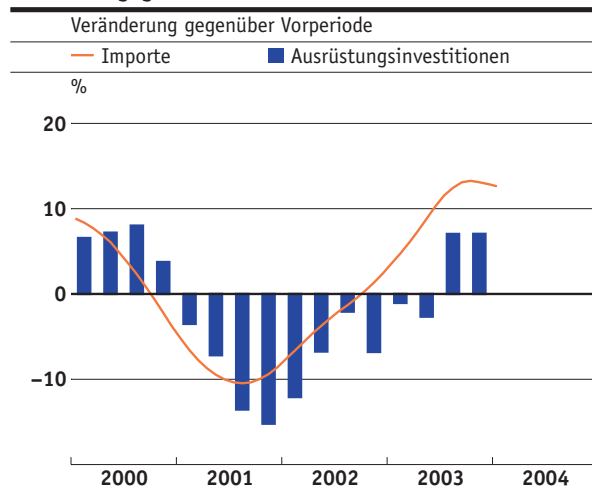
Bau Grafik 2.2.1



Quellen: BFS, Seco

¹ gemäss Mietpreisindex von Wüest & Partner

Ausrüstungsgüter Grafik 2.2.2



Quellen: EZV, Seco

2.3 Konsum

Überraschend starker privater Konsum

Der private Konsum fiel im vierten Quartal überraschend stark aus. Auf Jahresbasis hochgerechnet betrug der Zuwachs gut 3%, im Vorjahresvergleich 1,7%. Es ist allerdings noch zu früh, bereits von einem nachhaltigen Aufschwung des privaten Konsums auszugehen. Nach wie vor gingen die wichtigsten Impulse von den weitgehend gebundenen Ausgaben für Wohnen und Gesundheit aus. Zudem wurde das Bild durch Sonderfaktoren verzerrt. So war der Energiekonsum aufgrund des kalten Wetters im Oktober ungewöhnlich hoch und bei Bekleidungsartikeln und Schuhen wurden nach schwachen Vormonaten Nachholkäufe getätigt.

Die Detailhandelsumsätze schrumpften im Durchschnitt des vierten Quartals um 0,3% gegenüber dem Vorjahr, nachdem sie in der Vorperiode leicht gestiegen waren. Die Zahl der Neuzulassungen von Personenwagen lag mit -3,8% immer noch unter dem Stand vor Jahresfrist, allerdings weniger ausgeprägt als in den Vorquartalen (3. Quartal: -5,2%). Auch der Binnentourismus entwickelte sich schwach. Die Zahl der Hotelübernachtungen inländischer Gäste verfehlte den Vorjahresstand um 1,8%, nachdem sie in der Vorperiode stagniert hatte.

Leicht besseres Konsumklima

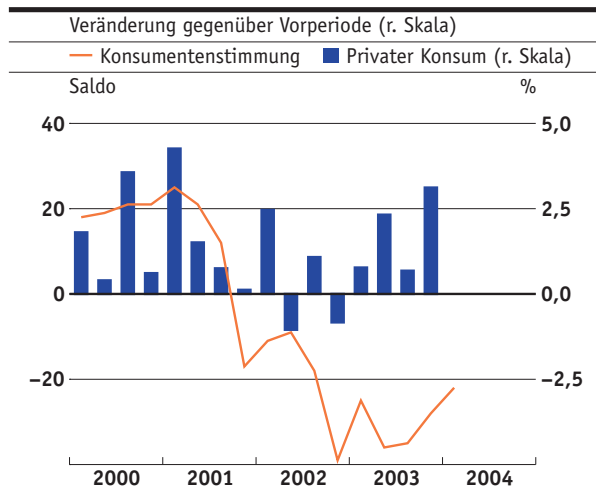
Einen Lichtblick bildete indessen der Index der Konsumentenstimmung, der im Januar zum zweiten Mal in Folge leicht stieg. Die Haushalte schätzten insbesondere die künftige allgemeine Wirtschaftslage und die persönliche Finanzlage etwas zuversichtlicher ein als in der Vorerhebung vom Oktober 2003. Auch die Sicherheit der Arbeitsplätze wurde höher eingeschätzt. Die Festigung des Konsumentenvertrauens kam auch in den Umfragen der KOF/ETH zum Ausdruck. Der Detailhandel beurteilte den Geschäftsgang im Januar erneut weniger schlecht und schätzte die künftige Umsatzentwicklung besser ein als noch im Herbst 2003. Im Gastgewerbe und insbesondere in der Hotellerie hellten sich die Erwartungen ebenfalls leicht auf.

Neben diesen Stimmungsindikatoren sprechen auch der steigende Ersatzbedarf bei den dauerhaften Konsumgütern sowie die Einkommensentwicklung für eine allmähliche Belebung des privaten Konsums. Die nominalen Arbeitnehmereinkommen, die sich aus der Zahl der Beschäftigten und dem durchschnittlichen Lohn ergeben, dürften im Jahre 2004 mit schätzungsweise 1,4% stärker zunehmen als im Vorjahr (0,8%). Dies ist auf die günstigere Beschäftigungsentwicklung zurückzuführen, welche die geringere Zunahme der Löhne mehr als ausgleicht. Bei einem erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise von 0,4% steigt damit die Kaufkraft der Arbeitnehmereinkommen real um rund 1%. Im Vorjahr hatte der entsprechende Zuwachs lediglich 0,2% betragen.

Leicht höherer Staatskonsum

Im Jahre 2003 gingen von der Fiskalpolitik leicht positive Konjunkturimpulse aus. Die staatlichen Konsumausgaben (inklusive Sozialversicherungen) stiegen mit 0,9% ähnlich stark wie im Vorjahr. Sowohl die Personal- als auch die Sachausgaben nahmen zu. Für das Jahr 2004 sehen die Voranschläge von Bund, Kantonen und Gemeinden eine Verlangsamung des realen Ausgabenwachstums vor, so dass die von dieser Seite ausgehenden stimulierenden Effekte schwächer werden.

Privater Konsum Grafik 2.3.1



Quellen: BFS, Seco

2.4 Kapazitätsauslastung

Stabilisierung der Produktionslücke

Für die Beurteilung des Auslastungsgrads der gesamtwirtschaftlichen Produktionsfaktoren stützt sich die SNB auf das Konzept des Produktionspotenzials bzw. der Produktionslücke. Das Produktionspotenzial gibt das geschätzte Niveau der Produktion an, das bei Normalauslastung der Produktionsfaktoren erreicht werden kann. Die prozentuale Abweichung der beobachteten Produktion vom Produktionspotenzial, die Produktionslücke, liefert wichtige Informationen für die Einschätzung der konjunkturellen Lage bzw. der Inflations- oder Deflationsrisiken.

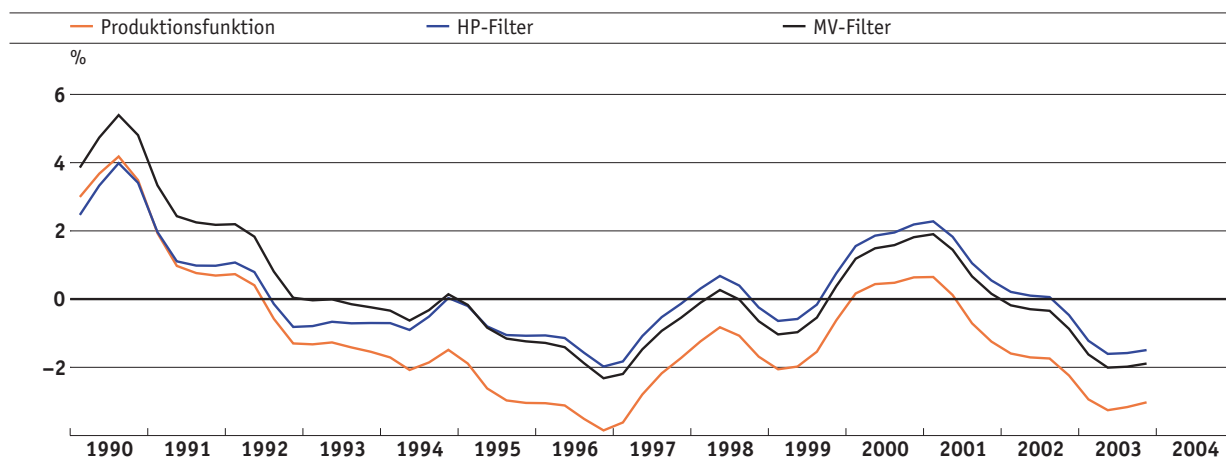
Da das Produktionspotenzial nicht beobachtbar ist, muss es mit Hilfe ökonometrischer Verfahren geschätzt werden. Zur Anwendung kommen drei Ansätze: (1) Der Hodrick-Prescott-Filter (HP-Filter) zählt zu den univariaten Verfahren, die zur Ableitung des Produktionspotenzials nur die Zeitreiheninformationen der beobachteten Produktion ausnutzen. Bei diesem Verfahren wird die beobachtete Produktion (gemessen am realen Bruttoinlandprodukt) in eine Trendkomponente und eine Konjunkturkomponente zerlegt. Dabei widerspiegelt die Trendkomponente das Produktionspotenzial, während die Produktionslücke der Konjunkturkomponente der beobachteten Produktion entspricht. (2) Beim multivariaten Filter (MV-Filter) handelt es sich um einen HP-Filter, der bei

der Zerlegung des realen BIP in seine Trend- und Konjunkturkomponente zusätzlich Informationen über den Zusammenhang zwischen Produktion und Inflation nutzt (Philips-Kurve). (3) Beim Produktionsfunktionsansatz wird das Produktionspotenzial anhand einer gesamtwirtschaftlichen Produktionsfunktion geschätzt, die den Zusammenhang zwischen dem Produktionspotenzial und seinen Bestimmungsfaktoren (langfristige Entwicklung der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital sowie des technologischen Fortschritts) beschreibt.

In Grafik 2.4.1 sind die drei Schätzungen der Produktionslücke dargestellt. Die Schätzverfahren führen zu ähnlichen Ergebnissen: Zwischen dem zweiten Quartal 2001 und dem zweiten Quartal 2003 sank die gesamtwirtschaftliche Auslastung kontinuierlich. Im dritten und vierten Quartal stabilisierte sich die Produktionslücke auf einem Niveau, das bei allen drei Schätzverfahren eine Unterauslastung der Produktionsfaktoren anzeigt. Die Unsicherheit, die mit der Schätzung der Produktionslücke verbunden ist, widerspiegelt sich in der beträchtlichen Bandbreite der drei Outputlücken. Während die gesamtwirtschaftliche Unterauslastung gemäss HP-Filter im vierten Quartal 2003 bei $-1,5\%$ lag, betrug sie gemäss Produktionsfunktionsansatz $-3,0\%$. Insgesamt zeigt die konjunkturelle Situation ein ähnliches Bild wie Anfang 1997.

Produktionslücke

Grafik 2.4.1



Quellen: Seco, SNB

Leicht höhere Kapazitätsauslastung in der Industrie

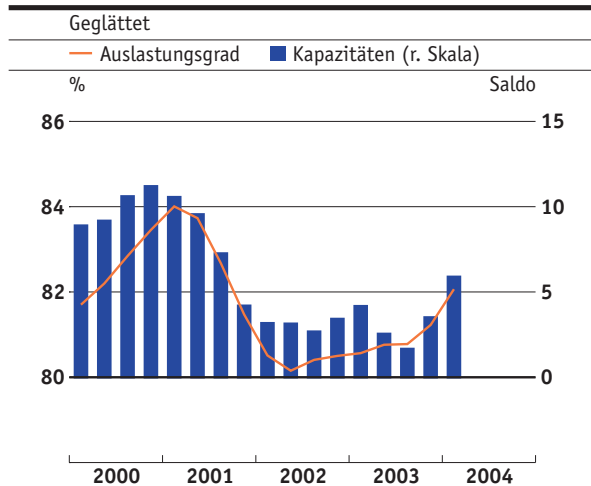
Weitere Informationen zur Kapazitätsauslastung geben die von der KOF/ETH quartalsweise publizierten Umfrageergebnisse. Diese beziehen sich aber nicht mehr auf die Gesamtwirtschaft, sondern nur auf den Industriesektor. Demnach liess die Mehrheit der befragten Unternehmen die technischen Kapazitäten auch im vierten Quartal unverändert. Der positive Saldo zwischen den Unternehmen, die eine Zunahme der technischen Kapazitäten und denjenigen, die eine Abnahme meldeten, stieg jedoch leicht.

Die Kapazitätsauslastung erhöhte sich auf 82,4%, nachdem sie in den letzten beiden Jahren zwischen 80%–81% stagniert hatte. Sie lag aber

nach wie vor unter dem langfristigen Durchschnitt von 84% und signalisierte damit weiterhin eine Unterauslastung der technischen Kapazitäten.

Eine Reihe von Produktionsindikatoren blieb zu Beginn des Jahres nach oben gerichtet. Dazu gehörten insbesondere die stark wachsenden Einfuhren von Vorprodukten (Eisen, Stahl, Metallwaren). Auch die Unternehmerpläne (KOF/ETH) sowie der Einkaufsmanager-Index verbesserten sich weiter, allerdings in leicht abgeschwächtem Rhythmus. Insgesamt deutet dies darauf hin, dass sich das Wachstum der Industrieproduktion im ersten Quartal nicht weiter verstärken und die Kapazitätsauslastung in der Industrie weiterhin nur langsam steigen wird.

Technische Kapazitäten in der Industrie Grafik 2.4.2



Quelle: KOF/ETH

2.5 Arbeitsmarkt

Stabile Beschäftigung

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich im vierten Quartal stabilisiert. Die Beschäftigung nahm gegenüber der Vorperiode geringfügig zu (0,4%, annualisiert) und lag nur noch 0,2% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Der leichte Anstieg gegenüber dem Vorquartal ist auf den Beschäftigungszuwachs im Dienstleistungssektor und im Bau zurückzuführen (+1,0% bzw. 3,3%). In der Industrie setzte sich der Stellenabbau dagegen fort (-2,4%).

Innerhalb des Dienstleistungssektors entwickelte sich die Beschäftigung unterschiedlich. Am stärksten stieg sie im öffentlichen Bereich, auf den rund 30% der Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor entfallen (Verwaltung: +4,2%; Unterrichtswesen: +2,8%; Gesundheit und Soziales: +3,0%). Eine leicht höhere Beschäftigung verzeichneten auch der Detailhandel (+0,7%) sowie die unternehmensbezogenen Dienstleistungen (+2,7%), die zusammen 25% der Beschäftigung im Dienstleistungssektor ausmachen. Bei den Banken (-2,9%) und den Versicherungen (-5,1%) wurden dagegen erneut Stellen abgebaut.

Umgerechnet auf Vollzeitstellen bildete sich die Beschäftigung weiter leicht zurück (-0,5%), da der Anstieg der Teilzeitstellen den Abbau an Vollzeitstellen nicht auszugleichen vermochte.

Unveränderte Arbeitslosenquoten

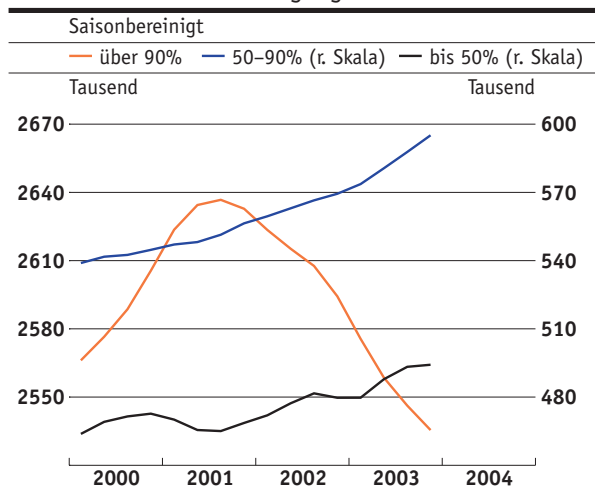
Die um Saisoneinflüsse bereinigte Arbeitslosenquote blieb von August 2003 bis Februar 2004 unverändert bei 3,9%, während die Quote der Stellensuchenden seit Oktober bei 5,6% verharret. Im Februar waren 154 800 Personen als arbeitslos gemeldet; die Zahl der Stellensuchenden betrug 219 700 Personen.

Verbesserte Beschäftigungsaussichten

Die Nachfrage nach Arbeitskräften scheint langsam anzuziehen. Die im Rahmen der Beschäftigungsumfrage des Bundesamtes für Statistik (BSF) erhobenen Beschäftigungsaussichten verbesserten sich im vierten Quartal weiter. Gemäss den Umfragen der KOF/ETH beurteilten der Bau, der Detailhandel sowie das Gastgewerbe den Personalbestand als weniger stark überhöht als noch vor ein paar Monaten. Die Industrie meldete dagegen weiterhin einen zu hohen Personalbestand.

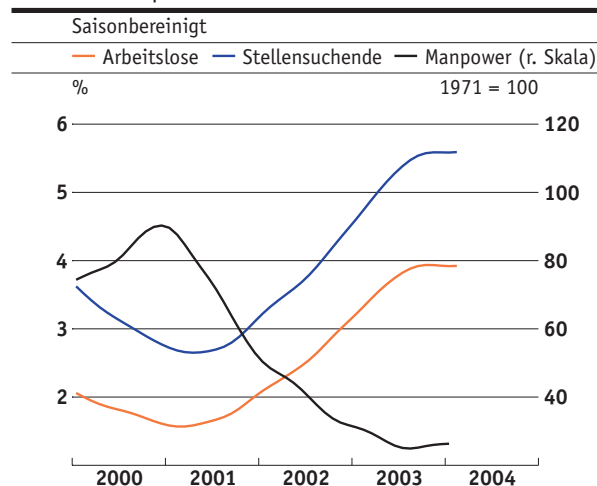
Die verbesserten Aussichten schlugen sich allmählich auch in einer Ausweitung des Stellenangebots nieder. Die Zahl der bei den regionalen Arbeitsämtern gemessenen offenen Stellen nahm im Februar erneut leicht zu. Auch der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninserate in den Zeitungen misst, sowie der Jobpilot-Index (Januar), der die Stellenangebote im Internet erfasst, stiegen leicht.

Voll- und Teilzeitbeschäftigung Grafik 2.5.1



Quelle: BFS

Arbeitslosenquoten und offene Stellen Grafik 2.5.2



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

Quellen: Manpower, Seco

3.1 Zinsentwicklung

Geldmarkt

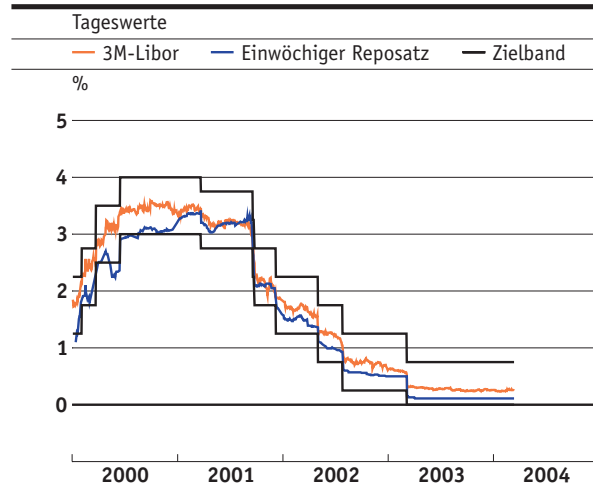
Die SNB führte ihre expansive Geldpolitik zwischen Mitte Dezember 2003 und Mitte März 2004 fort. Das Zielband betrug unverändert 0,0%–0,75%, und der 3M-Libor lag mit 0,25% weiterhin auf dem angestrebten Niveau. Die Reposätze für alle Laufzeiten lagen seit April letzten Jahres stets bei 11 Basispunkten.

Infolge der unveränderten Geldpolitik der EZB und des amerikanischen Fed blieben die Dreimonatssätze der betroffenen Währungen in den letzten drei Monaten auf ihrem tiefen Niveau. Einzig im Vereinigten Königreich stiegen die Sätze. Am 1. März lagen die britischen Kurzfristzinsen bei 4,22%, gegenüber 2,05% in der Eurozone und 1,12% in den USA. Somit betrug die Differenz zwischen dreimonatigen Euro- und Frankenzinsen 1,8 Prozentpunkte. Gegenüber dem Dollar belief sie sich auf knapp 0,9 Prozentpunkte.

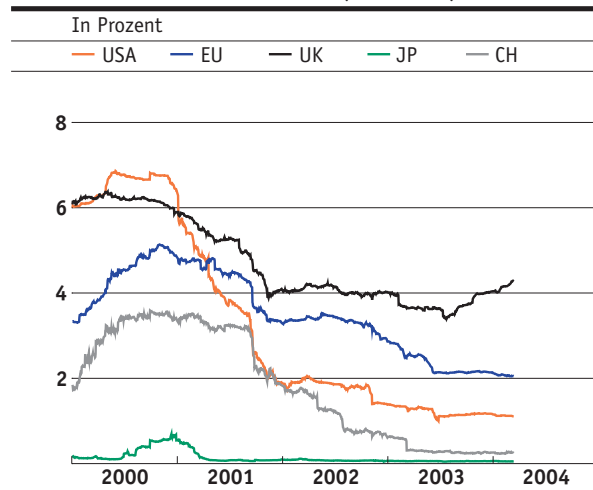
Am Markt sind die Zinserwartungen für den Schweizer Franken im zweiten Halbjahr 2003 kontinuierlich gesunken. Grafik 3.1.3 zeigt die Anpassung der Erwartungen für den 3M-Libor am Futures-Markt mit Verfall Mitte März 2004. Die Zinserwartungen für Mitte März gingen von über 80 Basispunkten im vergangenen Sommer auf rund 50 Basispunkte im Dezember 2003 zurück. Anfang Jahr 2004 setzte sich allmählich die Erwartung eines bis Mitte März unveränderten 3M-Libor durch. Der März-Futures kam im Februar auf das Niveau des 3M-Libor zu stehen.

Die expansive Geldpolitik widerspiegelt sich auch in der Entwicklung der geschätzten realen Franken-Zinssätze mit einer Laufzeit von einem Jahr (Grafik 3.1.4). Der Realzins ergibt sich als Differenz zwischen dem 12M-Libor und der in den kommenden 12 Monaten erwarteten Inflation. Die erwarteten Inflationsraten widerspiegeln die durchschnittliche Meinung von 14 Instituten, welche als «Consensus Forecast» quartalsweise publiziert wird.

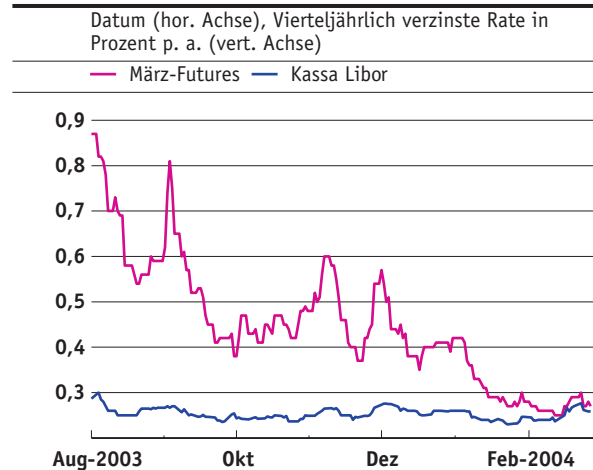
Geldmarktsätze Grafik 3.1.1



Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate) Grafik 3.1.2



Der dreimonatige Zinssatz-Futures Grafik 3.1.3



Grafiken 3.1.1, 3.1.2, 3.1.3:
Quelle: SNB

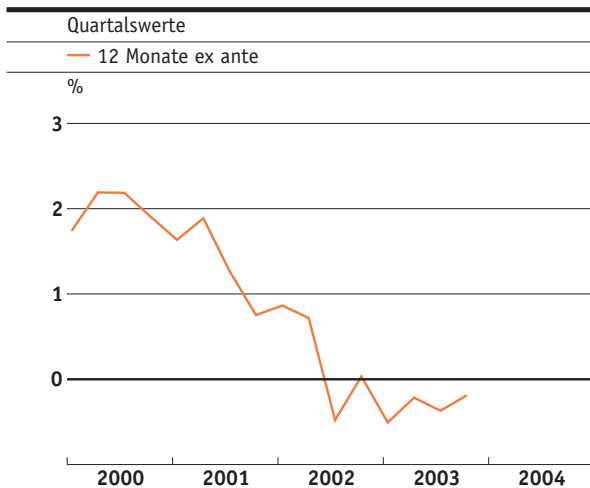
Der so gemessene ex ante reale Jahreszinssatz ist seit anderthalb Jahren ziemlich stabil. Er lag im letzten Quartal 2003 immer noch im negativen Bereich (-0,2%). Damit deutet er weiterhin keine Tendenz an, dass sich die Geldaufnahme in der Schweiz in der kurzen Frist real verteuern könnte.

Für die kommenden drei Monate wird von den Finanzmärkten nur eine geringe Zinsanpassung nach oben erwartet. In der Grafik 3.1.5 wird der gemäss Berechnungen der Nationalbank erwartete 3M-Libor mit den folgenden drei Zinssätzen verglichen: dem Verlauf des Zinssatzes eines gehandelten Futures-Vertrages mit Verfall Mitte Juni 2004, dem implizit in der Zinsstruktur der Libor-Sätze mit einer Laufzeit von 1 bis 12 Monaten enthaltenen Terminzinssatz sowie dem Verlauf des Kassasatzes für den 3M-Libor.

Der gemäss Modellrechnung der SNB aufgrund der Informationen vom 9. Februar 2004 erwartete 3M-Libor per Mitte Juni 2004, dem Datum der nächsten geldpolitischen Lagebeurteilung, betrug 0,39% und lag damit 15 Basispunkte höher als der Kassasatz des 3M-Libor. Am selben Stichtag rechneten die Futures-Märkte für den Kassazinssatz ebenfalls mit einem Niveau von 0,39% auf den gleichen Verfallzeitpunkt. Der an diesem Stichtag berechnete Terminzinssatz lag 2 Basispunkte über dem erwarteten Kassasatz.

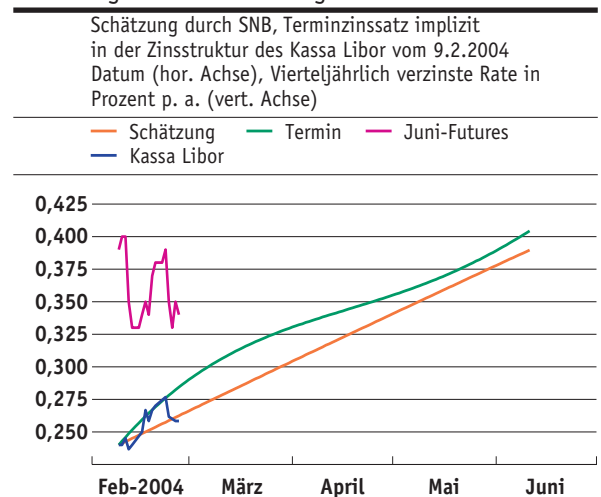
Seit dem 9. Februar schwankte der Juni-Futures geringfügig zwischen 0,4% und 0,33%. Am 1. März lag er bei 0,35%. Somit erwarteten die Teilnehmer an den Futures-Märkten Anfang März nur eine geringe Erhöhung des 3M-Libor bis zur geldpolitischen Lagebeurteilung Mitte Jahr.

Geschätzte Realzinssätze Grafik 3.1.4



Quelle: SNB

Erwartungen des dreimonatigen Zinssatzes Grafik 3.1.5



Quelle: SNB

Kapitalmarkt

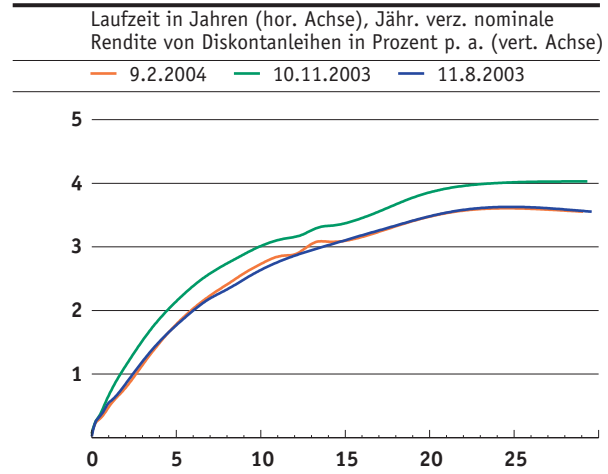
Die Zinskurve eidgenössischer Anleihen lag im Februar ausser am ganz kurzen Ende deutlich unter der Zinskurve vom November und praktisch auf der Höhe derjenigen vom August letzten Jahres.

Grafik 3.1.7 zeigt den seit 2000 bis Mitte 2003 anhaltenden Rückgang der Anleihenrenditen der Schweizerischen Eidgenossenschaft. Mitte letzten Jahres setzte eine vorübergehende Korrektur ein, welche ab Herbst von einem erneuten Rückgang abgelöst wurde. Im Februar entwickelten sich die beiden Enden der Zinskurve gegenläufig. Während die Sätze ab 15 Jahren leicht anstiegen, bildeten sich die kürzeren Sätze weiter zurück.

Der seit Herbst letzten Jahres eingetretene tendenzielle Rückgang der Renditen in der Schweiz kann durch sinkende Inflationserwartungen, aber auch durch den internationalen Zinszusammenhang erklärt werden (Grafik 3.1.8). Die Zinssätze langfristiger Staatsanleihen im Ausland zeigen ein ähnliches Bild wie die schweizerischen Sätze. Nach einem seit dem Jahr 2000 andauernden Rückgang bis Mitte 2003 erfolgte eine Korrektur, die in Japan besonders ausgeprägt war. In den vergangenen Monaten bildeten sich die Zinsen jedoch wieder deutlich zurück.

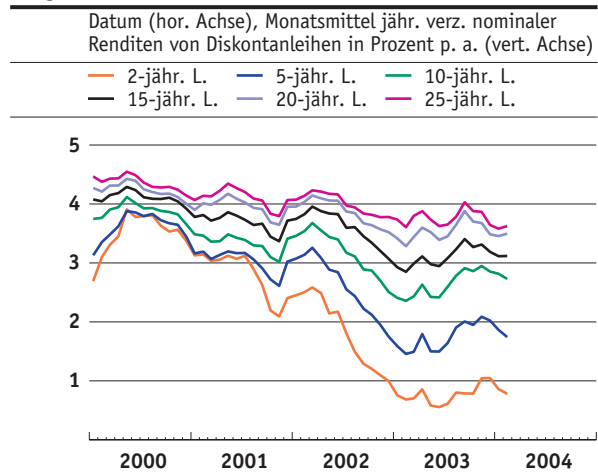
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen

Grafik 3.1.6



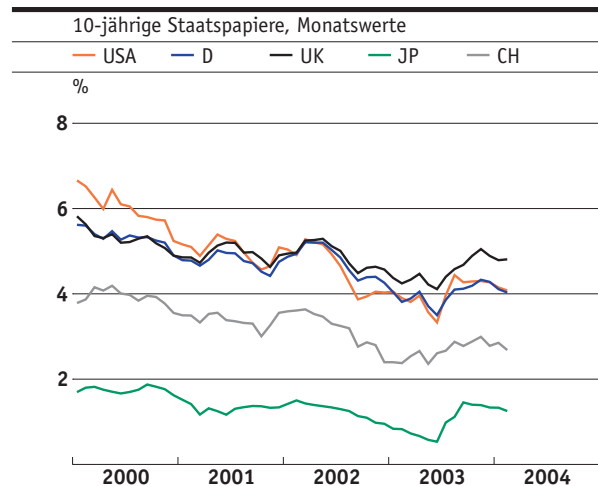
Anleihenrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft

Grafik 3.1.7



Zinssätze im Ausland

Grafik 3.1.8



Grafiken 3.1.6, 3.1.7, 3.1.8:
Quelle: SNB

3.2 Wechselkurse und Monetary Conditions Index (MCI)

Wechselkurse

Der Dollar sank gegenüber dem Franken zwischen Dezember 2003 und Februar 2004 von 1.27 Franken auf 1.24 Franken. In dieser Zeit stieg der Euro leicht von 1.56 auf 1.57 Franken.

Der exportgewichtete nominale Aussenwert des Frankens gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern bildete sich von Dezember bis Februar um 0,7% zurück und lag damit im Februar 3,6% unter seinem Vorjahresstand.

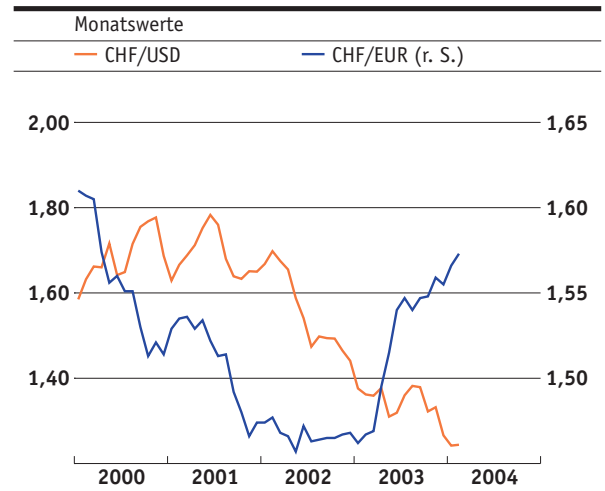
Für die Auswirkungen des Frankenkurses auf die realen Aktivitäten in der Schweiz ist indessen nicht der nominale, sondern der reale Aussenwert des Frankens entscheidend. Dieser trägt der unterschiedlichen Inflationsentwicklung in der Schweiz und im Ausland Rechnung. Da die Inflation in der Schweiz tendenziell geringer ist als im Ausland, überschätzt der nominale Wechselkurs die Auswirkungen einer Höherbewertung des Frankens und unterschätzt die Auswirkungen einer Tieferbewertung des Frankens.

Der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens ging zwischen Dezember und Februar um 1,0% zurück. Im Vorjahresvergleich betrug der Rückgang 4,6%. Dahinter verbergen sich indessen zwei gegenläufige Entwicklungen. Gegenüber den für die schweizerische Exportwirtschaft im Vordergrund stehenden europäischen Handelspartnern lag der reale Wert des Frankens im Februar 7,8% unter seinem Vorjahresstand. Gegenüber den USA und Kanada wertete sich der Franken hingegen real um 8,0% auf.

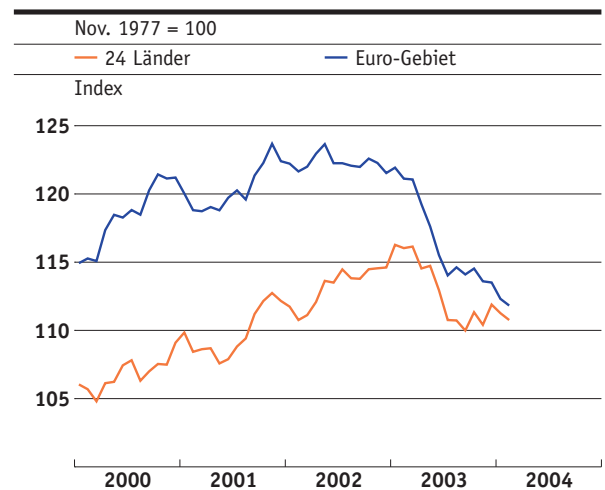
Monetary Conditions Index (MCI)

Der Monetary Conditions Index (MCI) fasst die Entwicklung der Zinsen und des Wechselkurses in einem einzigen Indikator zusammen. Der MCI weist auf eine Lockerung der monetären Rahmenbedingungen hin. Er lag nämlich Anfang März 50 bzw. 80 Basispunkte (5:1- bzw. 3:1-Gewichtung) unter seinem Stand vom 12. Dezember 2003, dem Zeitpunkt der letzten vierteljährlichen Lagebeurteilung der SNB (siehe Box). Der Grund für diesen Rückgang ist die seither eingetretene Abschwächung des nominalen Aussenwertes des Frankens. Im März setzte indessen eine Korrektur nach oben ein. Der MCI wurde seit März letzten Jahres, als das angestrebte Ziel für den 3M-Libor auf das heutige Niveau von 0,25% gesenkt wurde, praktisch ausschliesslich vom Wechselkurs bestimmt.

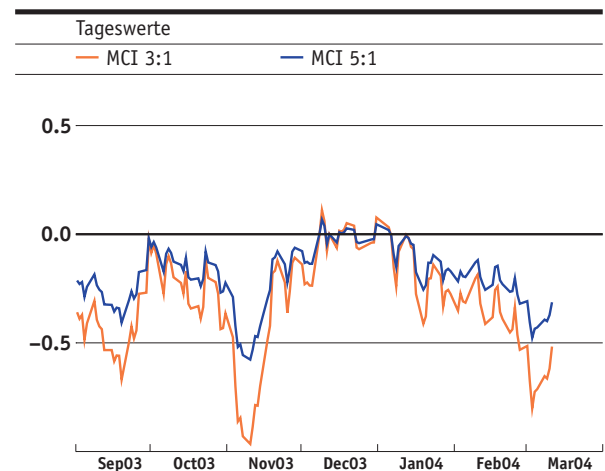
Devisenkurse Grafik 3.2.1



Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens Grafik 3.2.2



MCI nominal Grafik 3.2.3



Grafiken 3.2.1, 3.2.2, 3.2.3:
Quelle: SNB

Box: Der Monetary Conditions Index (MCI)

Der nominale Monetary Conditions Index (MCI) ist die gewichtete Summe aus dem 3M-Libor und der prozentualen Abweichung des nominalen handelsgewichteten Wechselkurses gegenüber 24 Ländern von einem Trend. Die Steigung des Trends entspricht der durchschnittlichen jährlichen nominalen Aufwertung des Frankens, die seit 1977 rund 1,4% beträgt. Der MCI wird mit zwei verschiedenen Gewichten berechnet. Die Gewichtung von 3:1 bzw. 5:1 bedeutet, dass eine Zinserhöhung (Zinssenkung) von einem Prozentpunkt einer Aufwertung (Abwertung) des Frankens von 3% bzw. 5% entspricht.

Der MCI wird jeweils am Tag einer Zinsentscheidung der SNB auf null gesetzt. Er beschreibt die seither aufgetretenen Veränderungen des monetären Umfelds, ausgedrückt in Basispunkten des 3M-Libor. Ein Rückgang des MCI entspricht einer Lockerung, ein Anstieg entspricht einer Straffung der monetären Bedingungen. Aufgrund der Verwendung nominaler Werte eignet sich der MCI nur für kurzfristige Betrachtungen.

3.3 Vermögenspreise

Swiss Performance Index

Die Schweizer Aktienbörse setzte von Dezember bis Januar ihren im März 2003 begonnenen Anstieg im Gleichschritt mit den internationalen Börsen unvermindert fort. Besonders deutlich von dieser Entwicklung profitierten die Technologie- und Industriewerte, welche allerdings zuvor auch überdurchschnittlich stark zurückgegangen waren. Ende Februar lag der SPI (Swiss Performance Index) bei 4200 Punkten, 7% höher als Ende des vergangenen Jahres. Die seit fast einem Jahr anhaltende Zunahme der Börsenkurse führte dazu, dass der SPI Ende Februar über die Hälfte der Verluste wettmachte, die sich zwischen seinem bisherigen Höchstwert im August 2000 und seinem Tiefstwert im März 2003 eingestellt hatten. Die gestiegenen Börsennotierungen sind zum einen auf die weltweit tiefen Zinsen zurückzuführen. Zum andern dürften sie aber auch die Folge verbesserter Gewinnaussichten der Unternehmen sein.

Im Februar fand indessen eine Konsolidierung am schweizerischen Aktienmarkt statt. Grund dafür dürften die teilweise enttäuschenden Konjunkturmeldungen aus Deutschland und den USA gewesen sein.

Swiss Bond Index

Der Verlauf der Bondpreise war spiegelbildlich zu demjenigen der langfristigen Zinssätze. Die Bondpreise stiegen bis März 2003 stark an. Mit dem darauf folgenden Stimmungsumschwung an der Aktienbörse begannen die Bondpreise eine mehrmonatige Korrekturbewegung, die bis im September anhielt. Seither weisen die Bondpreise jedoch wieder einen steigenden Trend auf. Bis Ende Februar 2004 machte der Swiss Bond Index knapp die Hälfte der zwischen März und September 2003 eingetretenen Verluste wieder wett.

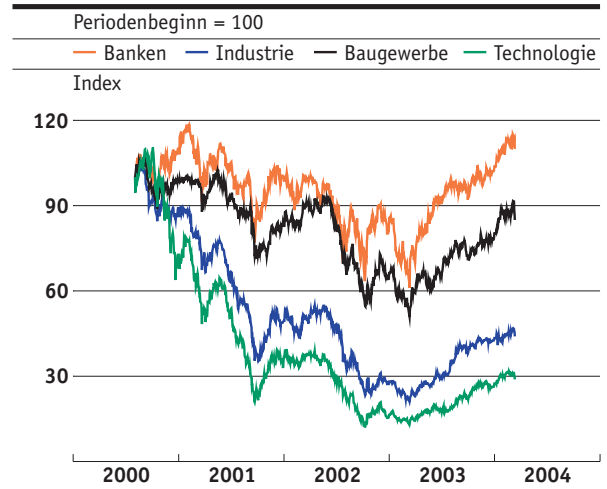
Mieten und Immobilienpreise

Der schweizerische Immobilienmarkt ist durch gegenläufige Tendenzen gekennzeichnet. Während die Mieten für Büroflächen im vierten Quartal 2003 rückläufig waren, stabilisierten sich die Preise von Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen, und die Wohnungsmieten zogen weiter an.

In den vergangenen drei Jahren stiegen die Preise von Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen trotz der konjunkturellen Abschwächung jährlich durchschnittlich um 4,2%. Die Wohnungsmieten erhöhten sich im Durchschnitt um 2,3%. In diesen Preissteigerungen widerspiegelt sich ein knappes Angebot bei anhaltend starker Nachfrage nach Wohnraum. Die Nachfrage profitierte nicht zuletzt von der seit drei Jahren expansiven Geldpolitik der SNB, die zu sehr günstigen Finanzierungsbedingungen geführt hat. Im Gegensatz dazu litten die Mieten von Büroflächen in den letzten drei Jahren unter der Konjunkturabschwächung, was sich in einem jährlichen Preisrückgang von durchschnittlich 0,6% niederschlug.

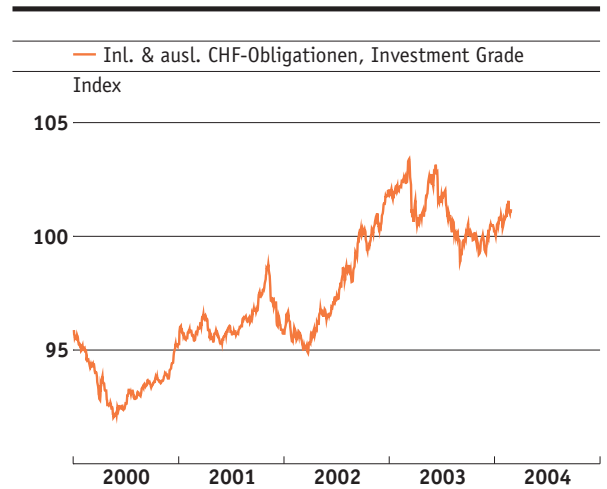
SPI nach Sektoren

Grafik 3.3.1



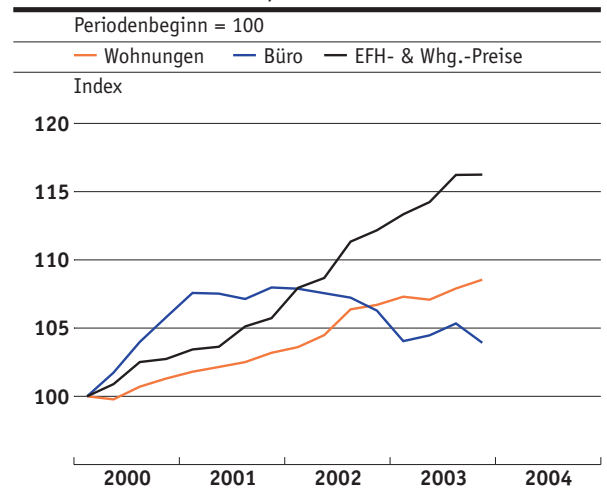
Swiss Bond Index

Grafik 3.3.2



Mieten und Immobilienpreise

Grafik 3.3.3



Grafik 3.3.1, 3.3.2:
Quelle: Swiss Exchange (SWX)

Grafik 3.3.3:
Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

Die Notenbankgeldmenge, die sich aus dem Notenumlauf und den Giro Guthaben der inländischen Banken bei der SNB zusammensetzt, betrug im vierten Quartal 2003 41,5 Mrd. Franken. Sie wuchs im Schlussquartal 2003 um 7,4% im Vergleich zum Vorjahr.

Die Geldmenge M_3 , die den Bargeldumlauf, die Sicht- und die Transaktionskonti sowie die Spar- und die Termineinlagen umfasst, wies im vierten Quartal einen Bestand von 558,6 Mrd. Franken auf (Tabelle 3.4.1). Die Geldmenge M_2 (M_3 minus Termineinlagen) betrug 500 Mrd. Franken, und die Geldmenge M_1 (M_2 abzüglich Spareinlagen) lag bei 293,6 Mrd. Franken. Sämtliche Geldaggregate nahmen im vierten Quartal gegenüber dem Vorjahr stark zu. Die Wachstumsraten betrugen 23,9% für M_1 , 18,1% für M_2 und 8,9% für M_3 .

Das langfristige Wachstum der Geldmenge ist massgeblich für den Inflationstrend verantwortlich. Die breiten Geldaggregate M_1 , M_2 und M_3 wachsen bereits seit einem Jahr kräftig. Dies ist in erster Linie auf die expansive Geldpolitik der SNB zurückzuführen. Allerdings muss das Wachstum der Geldmengen im Hinblick auf seine inflationären Wirkungen relativiert werden.

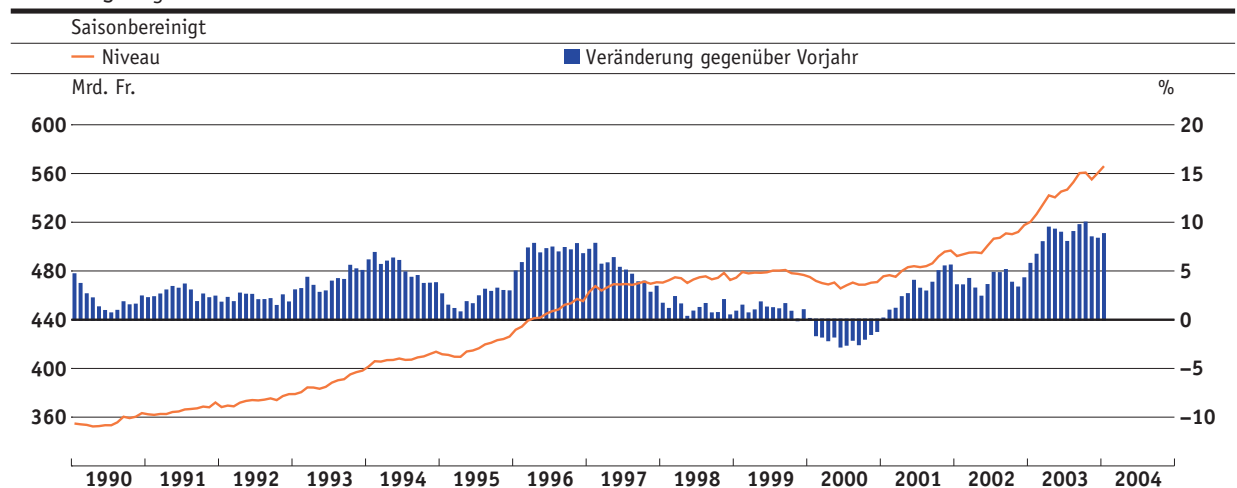
Zum einen ist der Verlauf der Geldaggregate auf einen Aufholeffekt zurückzuführen. Die Geldmenge M_3 wuchs in den Jahren 2000 bis 2002 weniger stark als im historischen Trend. In dieser Zeit entstand eine

Unterversorgung an Geld (Geldlücke). Somit widerspiegeln die hohen Wachstumsraten von 2001 und 2002 eine Aufholung. In einer Phase, in der die Geldmenge von unten zu ihrem langfristigen Trend zurückkehrt, muss die Wachstumsrate höher sein als im Normalfall, ohne dass damit eine Inflationsgefahr verbunden wäre.

Zum andern ist das starke Geldmengenwachstum auch die Folge zinsinduzierter Portfolioumschichtungen. Wie schon in der Vergangenheit beobachtet werden konnte, führten die tiefen Zinssätze im Ausland zur Auflösung von Treuhandanlagen, die nicht in der Geldmenge M_3 enthalten sind, und zu deren Überweisung auf Sichtguthaben in der Schweiz. Dies blähte die Geldmenge M_3 auf. Der allein auf Portfolioumschichtungen zurückgehende Zuwachs von M_3 dürfte nicht inflationär wirken.

Die in den Jahren 2001 und 2002 vorhandene Geldlücke wurde indessen im vergangenen Jahr durch einen Geldüberhang abgelöst. Bei einem Geldüberhang ist mehr Geld vorhanden als für das gegenwärtige nominelle BIP nötig ist. In diesem Jahr wird der Geldüberhang bestehen bleiben. In der Vergangenheit hat sich ein Überhang an M_3 mit der Zeit preistreibend ausgewirkt. So gesehen, lässt der Geldüberhang der Jahre 2003 und 2004 auf einen mittelfristig zunehmenden Inflationsdruck schliessen. Dies widerspiegelt sich in der aktuellen Inflationsprognose der SNB. Eine Straffung der Geldpolitik zu einem späteren Zeitpunkt dürfte den vorhandenen Geldüberhang wieder reduzieren.

Geldmenge M_3 Grafik 3.4.1



Quelle: SNB

| | 2002 | 2003 | 2002 | 2003 | | | | | 2004 | |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | Dezember | Januar | Februar |
| Notenbankgeldmenge² | 38,4 | 40,4 | 38,7 | 39,2 | 39,9 | 41,0 | 41,5 | 43,3 | 43,1 | 42,0 |
| <i>Veränderung³</i> | <i>5,7</i> | <i>5,3</i> | <i>2,2</i> | <i>0,7</i> | <i>4,6</i> | <i>8,6</i> | <i>7,4</i> | <i>8,3</i> | <i>9,6</i> | <i>8,9</i> |
| M₁² | 224,4 | 273,7 | 236,9 | 249,0 | 273,0 | 279,0 | 293,6 | 292,0 | 298,9 | 301,2 |
| <i>Veränderung³</i> | <i>8,7</i> | <i>22,0</i> | <i>10,1</i> | <i>15,0</i> | <i>25,2</i> | <i>23,5</i> | <i>23,9</i> | <i>21,5</i> | <i>24,7</i> | <i>24,0</i> |
| M₂² | 404,8 | 475,6 | 423,2 | 444,8 | 475,0 | 482,5 | 500,0 | 501,9 | 510,3 | 514,2 |
| <i>Veränderung³</i> | <i>8,1</i> | <i>17,5</i> | <i>10,2</i> | <i>13,4</i> | <i>19,6</i> | <i>18,6</i> | <i>18,1</i> | <i>16,4</i> | <i>17,9</i> | <i>17,4</i> |
| M₃² | 503,0 | 545,3 | 513,0 | 530,1 | 545,2 | 547,4 | 558,6 | 562,3 | 568,9 | 571,2 |
| <i>Veränderung³</i> | <i>3,8</i> | <i>8,4</i> | <i>3,8</i> | <i>6,8</i> | <i>9,1</i> | <i>8,9</i> | <i>8,9</i> | <i>8,3</i> | <i>8,7</i> | <i>7,8</i> |

1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. CHF

3 Veränderung gegenüber

Vorjahr in Prozent

Quelle: SNB

3.5 Kredite

Das Kreditwachstum nahm im Laufe des Jahres 2003 leicht zu. Im Dezember lagen die Bankkredite gegenüber dem Inland (Monatsbilanzstatistik) um 2,5% über dem Stand vor Jahresfrist. Ein Jahr zuvor hatte der entsprechende Anstieg 1,4% betragen.

Insgesamt bleibt das Kreditwachstum jedoch schwach. Dies gilt insbesondere im Vergleich zu den Geldaggregaten, die im vergangenen Jahr massiv gestiegen sind. Der Unterschied bleibt auch dann bestehen, wenn nur die in Franken denominierten Kredite betrachtet werden (2,3%). Der Hauptgrund für das schwache Kreditwachstum ist die noch geringe Investitionstätigkeit. Im Unterschied zum Geldmengenwachstum, das der konjunkturellen Entwicklung vorausläuft, bewegt sich das Kreditwachstum ziemlich zeitgleich mit dem Wirtschaftswachstum.

Das Kreditwachstum ist zurzeit aber auch im Vergleich zum Wirtschaftswachstum schwach. Wie Grafik 3.5.1 zeigt, hat sich das Verhältnis zwischen Krediten und nominellem BIP, das in den achtziger Jahren noch gestiegen war, in den letzten Jahren leicht zurückgebildet. Deutlich erhöht hat sich hingegen das Verhältnis zwischen Krediten und nominellen Investitionen. Ein solcher Anstieg ist indessen für Konjunkturphasen mit schrumpfender Investitionstätigkeit typisch.

Die Gliederung der Kredite in «Hypothekarforderungen» und «übrige Kredite» verdeutlicht, dass das Kreditwachstum nach wie vor nur durch die «Hypothekarforderungen» getragen wird. Diese lagen Ende Jahr um 5,3% über dem Vorjahresstand. Im

Unterschied dazu verringerten sich die «übrigen Kredite» binnen Jahresfrist um 7,5%. Die Scherenbewegung zwischen «Hypothekarforderungen» und «übrigen Krediten» setzte sich damit fort. Auch das Tempo, mit dem sich die beiden Kreditkomponenten auseinander bewegen, veränderte sich kaum.

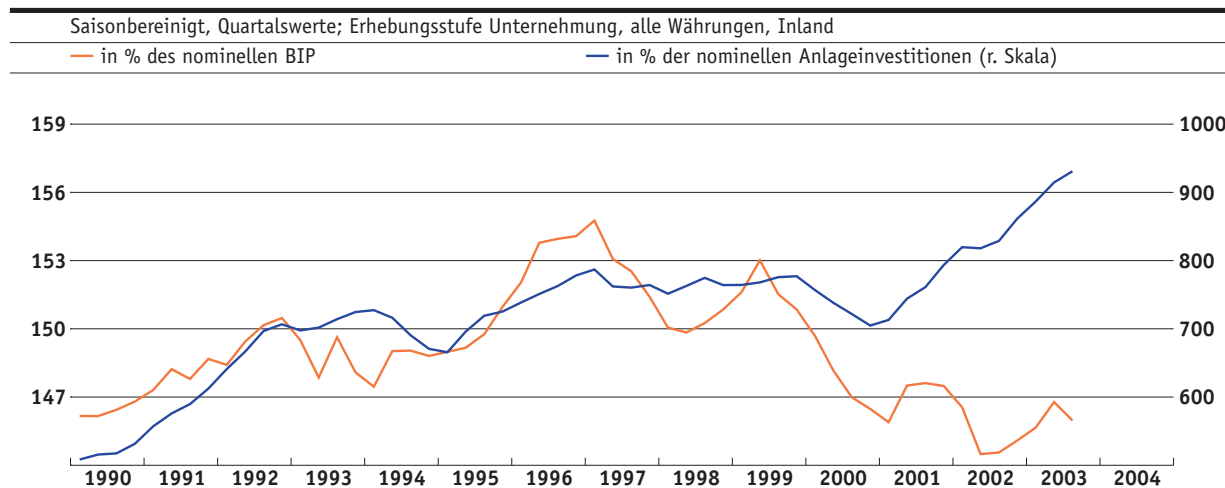
Eine Fortsetzung der Trends des Vorjahres zeigt sich weiter in der Gliederung der «übrigen Kredite» in gedeckte und ungedeckte Kredite. Die ungedeckten «übrigen Kredite», die in den letzten Jahren den stärksten Einbruch erlitten hatten, bildeten sich zwar in den ersten drei Quartalen 2003 weniger stark zurück als die gedeckten «übrigen Kredite». Im vierten Quartal entwickelten sie sich jedoch wieder schwächer als die gedeckten «übrigen Kredite». Dieses Muster gilt für alle Bankengruppen mit Ausnahme der Regionalbanken und Sparkassen, welche bei den «übrigen Krediten» allerdings nur einen sehr geringen Marktanteil aufweisen.

Kreditzinsspannen

In der Grafik 3.5.2 wird die Bonität von Anleihen mit einer zweijährigen Laufzeit aus sieben Sektoren dargestellt. Die Bonität wird gemessen als Zinsspanne von Diskontanleihen aus einem dieser Sektoren gegenüber den entsprechenden Anleihenrenditen der Schweizerischen Eidgenossenschaft. Dabei werden die Schuldner in verschiedene Bonitätsklassen eingeteilt. Die ausgewählten Sektoren sind die Kantone, Banken, Pfandbriefinstitute, Industrie sowie drei Gruppen von ausländischen Schuldner mit der Einschätzung AAA, AA und A gemäss Standard & Poor's.

Bankkredite

Grafik 3.5.1



Quelle: SNB

Die Zinsspanne gibt an, wie sich die Bonitäts-einstufungen und somit auch die Finanzierungs-konditionen für Obligationenschuldner am Kapitalmarkt über die Zeit verändern. Darüber hinaus liefert sie auch Hinweise über die künftige Konjunktur-entwicklung. Je kleiner die Zinsspanne, desto besser wird sich in der Regel die Konjunktur entwickeln.

Der Grafik kann entnommen werden, dass im Jahr 2003 in der ersten Bonitätsklasse, die sich aus den besten Schuldner eines Sektors zusammensetzt, vor allem die Industrie- und abgeschwächt auch die ausländischen Anleihen mit einem A-Rating eine besonders hohe Zinsspanne aufwiesen. Die Zinsspan-

nen der übrigen Schuldnersektoren lagen relativ eng beieinander und schwankten (in absoluten Werten) überdies auch weniger.

Die Grafik zeigt ferner, dass sich die zweijährige Zinsspanne erstklassiger Anleihen am schweizerischen Kapitalmarkt ab Oktober 2003 zurückgebildet hat und seit Anfang dieses Jahres stabil ist. Die von den Finanzmärkten schlechter eingeschätzten Anleihen konnten ihre Bonität im Laufe des letzten Jahres deutlich verbessern. Der tendenzielle Rückgang der Zinsspanne widerspiegelt die günstigeren Konjunktur-erwartungen.

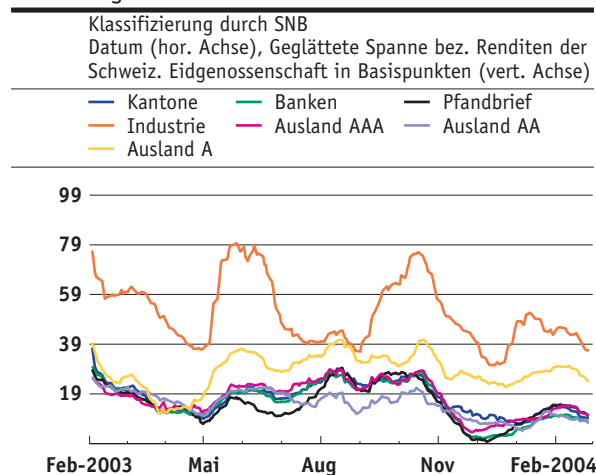
Bankkredite¹
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 3.5.1

| | 2002 | 2003 | 2002 4. Q. | 2003 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | Dezember | 2004 Januar | Februar |
|-----------------------|------------|------------|---------------|---------------|------------|------------|------------|------------|----------------|------------|
| Total | 0,5 | 2,1 | 0,9 | 1,6 | 1,7 | 2,3 | 2,9 | 2,5 | 3,0 | 3,1 |
| Hypothekarforderungen | 3,9 | 5,6 | 4,7 | 5,7 | 5,4 | 5,6 | 5,5 | 5,3 | 5,3 | 4,8 |
| Übrige Kredite | -9,3 | -8,7 | -10,4 | -10,6 | -9,7 | -8,3 | -6,1 | -7,5 | -4,9 | -2,8 |
| davon gedeckt | -3,2 | -10,7 | -12,6 | -13,4 | -14,9 | -9,4 | -4,3 | 2,3 | 3,4 | 2,8 |
| davon ungedeckt | -12,9 | -7,4 | -9,0 | -8,7 | -6,1 | -7,6 | -7,3 | -10,8 | -5,8 | -6,9 |

1 Bankbilanzen, Erhebungsstufe Unternehmung, alle Währungen, Inland; Jahres- und Quartalswerte als Durchschnitte aus Monatsendwerten

Die 2-jährige Zinsspanne von
erstklassigen Anleihen Grafik 3.5.2



Quelle: SNB

Box: Einteilung von Anleihen in Bonitätsklassen

Die Anleihen eines bestimmten Sektors sind bezüglich ihrer Bonität heterogen. Dies hat zur Folge, dass es nicht möglich ist, für alle Anleihen eines Sektors eine einzige Zinsstrukturkurve zu berechnen. Somit müssen die Zinskurven innerhalb eines Sektors einzeln für verschiedene Bonitätsklassen berechnet werden. Je höher die Klasse, desto schlechter die Bonität. Für die Heterogenität innerhalb eines Sektors können vier Gründe angeführt werden. Erstens können die Anleihen eines Sektors verschiedene von den Rating-Agenturen vergebene Bonitäten aufweisen. Zweitens kann die ungenügende Liquidität des schweizerischen Anleihenmarktes zu Verzerrungen bzw. zu unerwünschter Volatilität in den Zinsspannen führen. Drittens können einzelne Anleihen beliebter als andere Anleihen desselben Schuldners sein. Beispielsweise ist die 30-jährige Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft deutlich beliebter als jene mit einer Laufzeit von 25 Jahren. Viertens können einzelne Anleihen durch den Markt zeitweilig anders eingeschätzt werden als durch die Rating-Agenturen.

In der Regel können die Sektoren in mehrere Klassen eingeteilt werden. Eine Ausnahme bilden die homogenen Anleihen der Pfandbriefinstitute, die aus einer einzigen Klasse bestehen. Die Klasseneinteilung ist dann stabil, wenn drei Bedingungen erfüllt sind. Erstens sollten möglichst viele Anleihen eines bestimmten Sektors gehandelt werden. Zweitens sollte eine Klasse aus Anleihen mit möglichst vielen verschiedenen Laufzeiten bestehen. Hätten alle Anleihen die gleiche Laufzeit, dann würde bei Verfall der Anleihen die entsprechende Klasse sofort «aussterben», falls diese Schuldner in der Zwischenzeit keine neuen Anleihen begeben haben. Drittens sollten in einer Klasse möglichst viele verschiedene Schuldner enthalten sein. Eine Klasse, die nur aus einem Schuldner besteht, würde sonst wegfallen, falls die Anleihen dieses Schuldners auslaufen und dieser Schuldner keine neuen Anleihen begibt. Dadurch würden die Anleihen der höheren Klassen in eine nächst tiefere Klasse rutschen.

4 Güterpreise

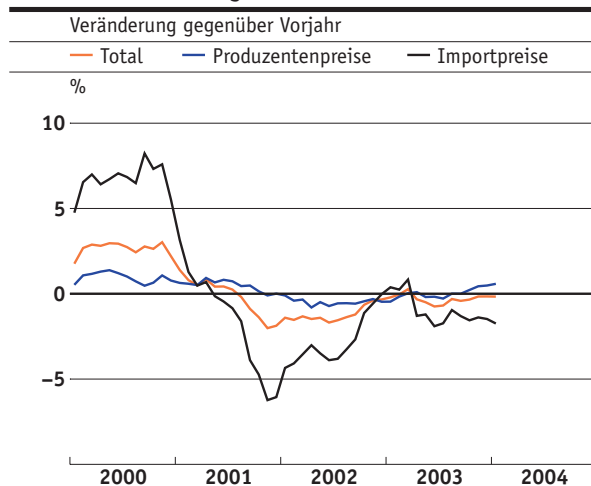
Leicht steigende Produzentenpreise

Zwischen Oktober und Januar blieben die Teuerungsimpulse, die von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerte Konsumstufe ausgehen, weiterhin bescheiden. Die Jahresteuerung der Produzentenpreise zog ab Oktober leicht an und erreichte im Januar 0,6%. Dabei verteuerten sich diejenigen Güter, die für den Absatz im Inland bestimmt waren, mit 0,8% etwas stärker als die exportierten Waren (+0,3%). Demgegenüber verharrte die Teuerung der Importprodukte im negativen Bereich. Im Januar verbilligten sich die importierten Güter gegenüber dem Vorjahr um 1,7%, verglichen mit einem Rückgang von 1,6% im Oktober. Überdurchschnittlich stark sanken weiterhin die Preise der importierten Investitionsgüter wie Büromaschinen und anderer Geräte der Informationstechnologie.

Starker Teuerungsrückgang auf der Konsumentenstufe

Nachdem sich die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung von August bis Dezember zwischen 0,5% und 0,6% bewegt hatte, sank sie im Januar und Februar auf 0,2% bzw. 0,1%. Diese Entwicklung kam nicht überraschend, hatte doch die im Dezember 2003 von der SNB veröffentlichte Inflationsprognose ein Nachlassen der Teuerung von durchschnittlich 0,5% im vierten Quartal auf 0,3% im ersten Quartal signalisiert. Der Teuerungsrückgang war vor allem auf einen verstärkten Preisrückgang bei den ausländischen Konsumgütern zurückzuführen.

Preise des Gesamtangebots Grafik 4.1



Quelle: BFS

Leicht sinkende Binnenteuerung

Die Jahresteuering der inländischen Waren und Dienstleistungen lag im Januar und Februar mit jeweils 0,7% leicht tiefer als im vierten Quartal. Dieser Rückgang war auf den geringeren Preisauftrieb bei den Dienstleistungen zurückzuführen, die drei Viertel des inländischen Warenkorbs ausmachen. Die Jahresteuering der öffentlichen Dienstleistungen sank zwischen November und Februar um 0,4 Prozentpunkte auf 1,5%. Bei den privaten Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten ging die Teuerung um 0,2 Prozentpunkte auf 0,5% zurück. Besonders deutlich war der Rückgang innerhalb der Gruppe «Restaurants und Hotels». Hingegen stieg die vierteljährlich erhobene jährliche Mietteuerung im Februar auf 0,7% an und lag damit 0,4 Prozentpunkte höher als bei der Vorerhebung im November. Bei den inländischen Waren lag die Teuerung im Februar mit 0,9% geringfügig unter dem Stand von November. Überdurchschnittlich stark verteuerten sich wiederum die Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren.

Verstärkter Preisrückgang bei den importierten Konsumgütern

Bei den Konsumgütern ausländischer Herkunft setzte sich der Preisrückgang zwischen November und Februar verstärkt fort. Im Februar belief er sich gegenüber dem Vorjahr auf -1,7%, im Vergleich zu -0,4% im November. Ins Gewicht fiel erneut die Preisentwicklung der Erdölprodukte (Treibstoffe und Heizöl), deren Preise im Februar aufgrund eines Basiseffektes um 3,9% unter dem entsprechenden Vorjahresstand lagen. Die übrigen importierten Güter verbilligten sich im Februar mit -1,3% etwas stärker als in den drei Vormonaten. Der verstärkte Rückgang war vor allem auf die tiefen Ausverkaufspreise in der Gruppe «Bekleidung und Schuhe» zurückzuführen, die zu rund 85% aus dem Ausland importiert werden. Ausgeprägt waren ferner die Preisabschläge im Bereich der Heimelektronik wie PCs (-14,2%), Software (-3,7%), Telefonapparate (-12,7%) sowie Fernseh- und Videogeräte (-7,5%).

Landesindex der Konsumentenpreise
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 4.1

| | 2002 | 2003 | | | | 2004 | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | November | Dezember | Januar | Februar |
| LIK total | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,2 | 0,1 |
| Inländische Waren und Dienstleistungen | 0,8 | 0,9 | 0,7 | 0,8 | 0,8 | 0,9 | 0,7 | 0,7 |
| Waren | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 1,0 | 1,0 | 1,3 | 1,3 | 0,9 |
| Dienstleistungen | 0,9 | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 0,7 |
| private Dienstleistungen ohne Mieten | 1,0 | 1,1 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 0,5 | 0,5 |
| Mieten | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,7 |
| öffentliche Dienstleistungen | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,3 | 1,5 |
| Ausländische Waren und Dienstleistungen | 0,0 | -0,4 | -0,3 | -0,4 | -0,4 | -0,2 | -1,4 | -1,7 |
| ohne Erdölprodukte | -0,5 | -0,3 | -0,6 | -0,6 | -0,7 | -0,6 | -1,0 | -1,3 |
| Erdölprodukte | 3,2 | -1,0 | 1,5 | 1,0 | 1,0 | 1,7 | -3,5 | -3,9 |

Quellen: BFS, SNB

Leicht tiefere Kerninflationsraten

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen Preistrend verzerren können. Die Nationalbank berechnet deshalb eine Kerninflationsrate. Diese klammert in jeder Periode die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuerung aus dem Warenkorb des LIK aus. Im Februar lag die Kerninflationsrate mit 0,5% nur leicht tiefer als im November und um 0,4 Prozentpunkte höher als die Konsumteuerung. Dies zeigt, dass die teuerungsdämpfenden Sondereinflüsse zu Beginn des Jahres deutlich stärker waren als die teuerungstreibenden Faktoren. Die niedrige Kerninflation widerspiegelt den unverändert tiefen Teuerungstrend.

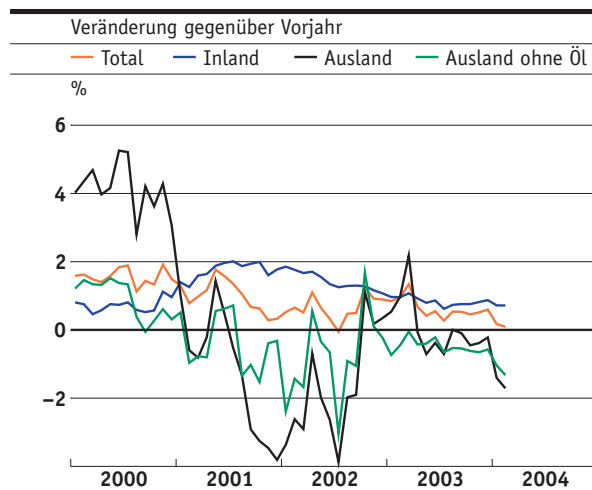
Im Unterschied zur Kerninflationsrate der Nationalbank schliessen die beiden Kerninflationsraten des BFS in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Gegenüber November sanken die vom BFS veröffentlichten Kerninflationsraten um jeweils 0,1 Prozentpunkte. Die Kerninflation 1 betrug im Februar 0,3% und die Kerninflation 2 0,1%.

Löhne und Lohnstückkosten

Gemäss der im Oktober durchgeführten Lohnumfrage der UBS dürften die Nominallöhne im Jahre 2004 um 0,9% zunehmen und damit weniger stark steigen als im Jahre 2003 (1,3%). Gegliedert nach Branchen, reicht die Bandbreite der Lohnerhöhungen von 0,4% im grafischen Gewerbe bis 2,2% im Telekommunikationssektor. Da die Arbeitsproduktivität in einer Erholungsphase erfahrungsgemäss überdurchschnittlich stark steigt, dürften sich die Lohnstückkosten in diesem Jahr zurückbilden.

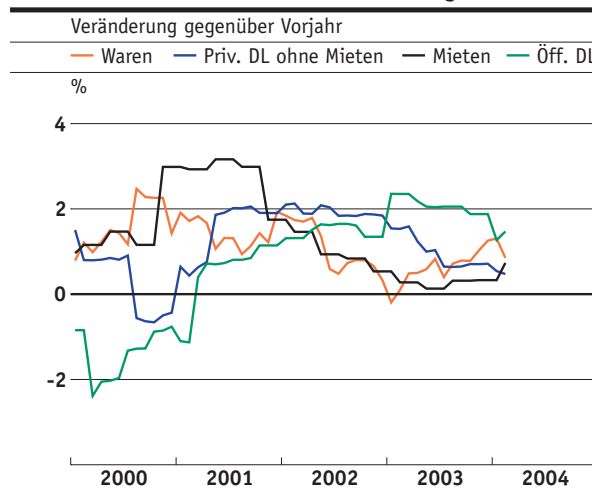
LIK: In- und ausländische Güter

Grafik 4.2



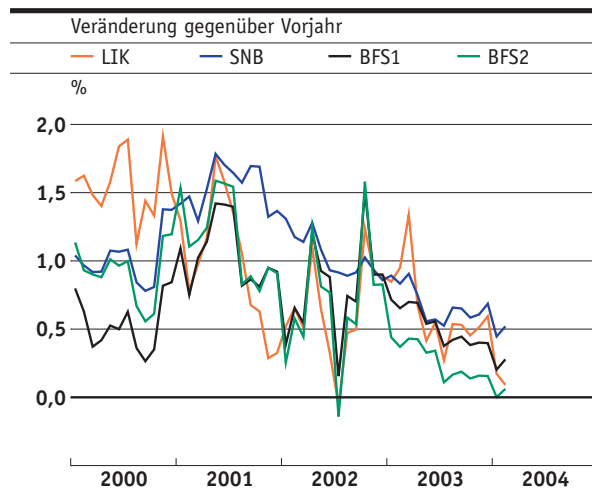
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen

Grafik 4.3



Kerninflation

Grafik 4.4



Grafik 4.2, 4.3:
Landesindex der Konsumentenpreise, 2000 = 100
Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.4:
Quellen: BFS, SNB

5 Aussichten

5.1 Weltwirtschaft

Im ersten Halbjahr 2004 dürfte sich die weltweite Konjunkturerholung fortsetzen. Für die USA und das Vereinigte Königreich sind weiterhin hohe Wachstumsraten zu erwarten, während in der Eurozone das Wachstum anziehen dürfte. In Japan ist dagegen mit einer leicht schwächeren konjunkturellen Dynamik als im zweiten Halbjahr 2003 zu rechnen.

Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren der OECD weisen seit Anfang 2003 nach oben, jedoch in unterschiedlichem Ausmass. In den USA war der Anstieg bis zuletzt deutlich stärker als in der Eurozone und in Japan. Dies weist in diesen beiden Gebieten auf höhere Unsicherheiten bezüglich Kraft und Dauer der Konjunkturerholung im Vergleich zu den USA hin.

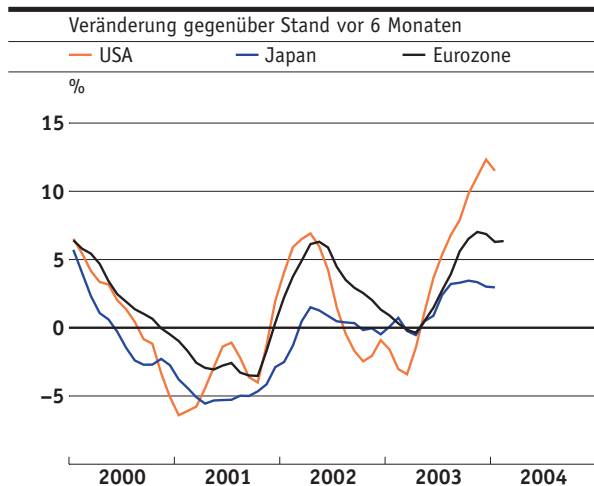
Die Umfrageergebnisse in der Industrie lassen für die USA weiter kräftig steigende Investitionen erwarten, während der private Konsum gegenüber dem zweiten Halbjahr an Schwung verlieren dürfte. In der Eurozone wächst die Binnennachfrage weiterhin nur verhalten. Einer zusätzlichen Investitionstätigkeit und einem Lageraufbau steht ein schwacher Konsum gegenüber, der von der Unsicherheit über die Entwicklung der Beschäftigung geprägt ist. Die wichtigsten Impulse dürften daher von der Auslandsnachfrage ausgehen. Erheblich stärker und breiter abge-

stützt als in der Eurozone dürfte das Wachstum im Vereinigten Königreich ausfallen. In Japan bilden die Exporte weiterhin die wichtigste Konjunkturstütze. Die günstige Exportkonjunktur verleiht indessen auch den Investitionen Auftrieb.

Die Teuerungsaussichten sind weiterhin günstig. In den USA begrenzt das starke Wachstum der Produktivität den Teuerungsanstieg, während in der Eurozone und in Japan nach wie vor Überkapazitäten bestehen und zudem die Aufwertung der Währungen tendenziell teuerungsdämpfend wirkt. Bedingt auch durch Basiseffekte dürfte die Teuerung in der Eurozone in den ersten Monaten des Jahres 2004 weiter sinken. In Japan hält die leichte deflationäre Tendenz an.

Trotz der insgesamt günstigen Konjunkturerwicklung rückten seit Jahresbeginn wieder die potenziellen Problemfelder in den Vordergrund. In den USA könnten die nur zögerlich steigende Beschäftigung sowie der bis zuletzt steigende Erdölpreis den privaten Konsum stärker dämpfen als angenommen. In der Eurozone würde ein weiterer starker Anstieg des Euro das Exportwachstum empfindlich bremsen und damit insbesondere die Erholung der Investitionstätigkeit gefährden. Die jüngsten Umfrageergebnisse deuten denn auch auf eine höhere Unsicherheit bei den Unternehmen hin. Umgekehrt könnte die Erholung in der Eurozone stärker ausfallen als erwartet, sollte der – insbesondere in Deutschland sehr schwache – Konsum unerwartet an Schwung gewinnen.

Vorlaufende Indikatoren der OECD Grafik 5.1.1



Quelle: OECD

| | Wirtschaftswachstum ¹ | | | | Teuerung ² | | | |
|------------------------|----------------------------------|------|------------------------|------|-----------------------|------|------------------------|------|
| | IWF | | Konsensus ³ | | IWF | | Konsensus ³ | |
| | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 |
| USA | 4,6 | 3,9 | 4,6 | 3,6 | 1,3 | 2,0 | 1,5 | 1,9 |
| Japan | 3,2 | 1,7 | 2,2 | 1,7 | -0,4 | -0,1 | -0,2 | -0,2 |
| Eurozone | 1,9 | 2,5 | 1,8 | 2,2 | 1,7 | 1,6 | 1,7 | 1,7 |
| Deutschland | 1,7 | 2,1 | 1,7 | 1,8 | 1,0 | 0,9 | 1,1 | 1,2 |
| Frankreich | 2,0 | 2,6 | 1,7 | 2,1 | 1,8 | 1,6 | 1,8 | 1,7 |
| Italien | 1,4 | 2,2 | 1,6 | 2,0 | 2,1 | 2,0 | 2,2 | 2,1 |
| Vereinigtes Königreich | 3,1 | 2,6 | 2,8 | 2,6 | 1,5 | 1,8 | 1,6 | 1,8 |

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 Bei den Konsensus-Prognosen (Consensus Forecasts) handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei rund 200 bedeutenden Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in rund 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandprodukts, der Preise, der Zinssätze

und anderer wichtiger volkswirtschaftlicher Grössen. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London. Quellen: IMF Economic Outlook April 2004; Konsensus February 2004 Survey

5.2 Schweiz

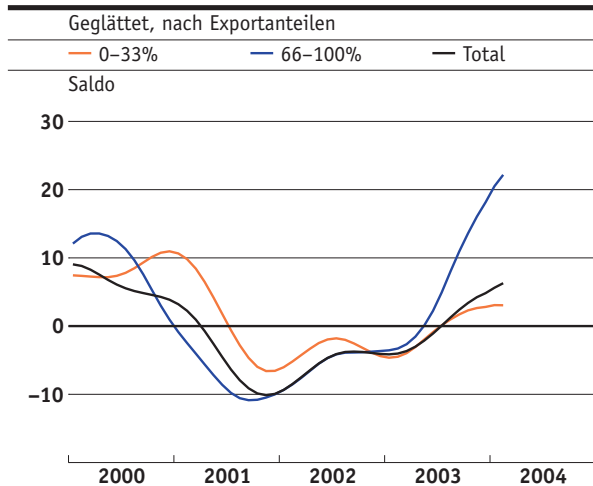
Die weitere Konjunktorentwicklung in der Schweiz hängt in hohem Masse vom Gang der Weltwirtschaft ab. Um die Jahreswende 2003/2004 blieb die Auslandnachfrage zwar kräftig, doch war eine gewisse Abflachung der Nachfrageimpulse aus den USA und Asien nicht zu übersehen. Vorderhand rechnet jedoch die Nationalbank damit, dass die Nachfragebelebung in der Eurozone an Schwung gewinnen wird, was vor allem der stark nach Europa ausgerichteten schweizerischen Investitionsgüterindustrie zugute kommen dürfte.

Die Verbesserung der Konjunkturaussichten, verbunden mit einem ausgeprägten Nachholbedarf, führte im zweiten Halbjahr 2003 zu einer Belebung der Investitionstätigkeit, die in den nächsten Quartalen an Schwung gewinnen dürfte. Dank weiterhin günstiger Finanzierungsbedingungen ist auch mit einer anhaltend regen Bautätigkeit im Bereich des Wohnungsbaus zu rechnen. Die Nachfrage nach Arbeitskräften dürfte im Laufe des Jahres allmählich anziehen und die Zahl der Arbeitslosen sinken. Dies wiederum stärkt das Vertrauen der Konsumenten und stützt den privaten Konsum. Dagegen ist beim öffent-

lichen Konsum angesichts der Sparanstrengungen der öffentlichen Hand mit einer Abschwächung zu rechnen. Insgesamt dürfte das reale Bruttoinlandprodukt im Jahre 2004 um 1,5–2,0% steigen, wobei der Zuwachs im zweiten Halbjahr stärker ausfallen dürfte als in der ersten Jahreshälfte. Die Produktionslücke wird sich indessen nur allmählich schliessen.

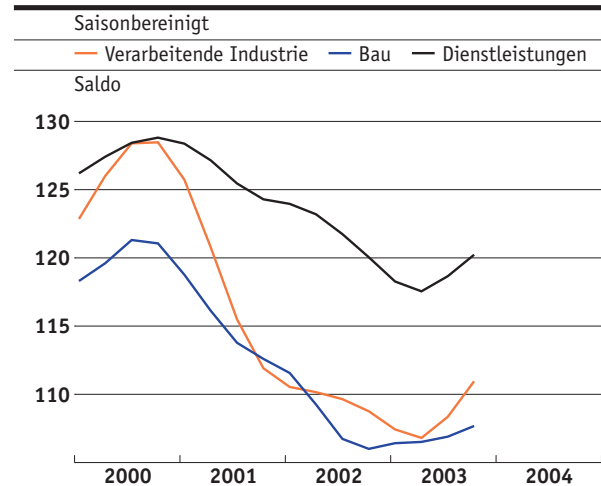
Die Teuerung dürfte in den kommenden Monaten tief bleiben und in einzelnen Monaten aufgrund statistischer Basiseffekte möglicherweise bei null oder sogar leicht im negativen Bereich liegen. Von den importierten Konsumgütern werden weiterhin negative Impulse ausgehen. Vor dem Hintergrund anhaltend unterausgelasteter Produktionskapazitäten dürfte auch der Teuerungsdruck aus dem Inland gering bleiben. Bei den Waren kann mit einer leichten Abschwächung des Preisauftriebs gerechnet werden. Demgegenüber ist davon auszugehen, dass die Mietteuerung in der kurzen Frist weiter anziehen wird. Das Wohnungsangebot ist vielerorts knapp, was die Mieten bei Mieterwechseln oder Neuvermietungen in die Höhe treiben dürfte. Zudem werden bei den bestehenden Mietverhältnissen die preisdämpfenden Effekte vergangener Hypothekarzinsenkungen im Laufe des Jahres wegfallen.

Bestellungseingänge in der Industrie Grafik 5.2.1



Quelle: KOF/ETH

Beschäftigungsaussichten Grafik 5.2.2



Quelle: BFS

6 Inflationsprognose der SNB

6.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Die Inflationsprognose der SNB ist in ein weltwirtschaftliches Szenario eingebettet. Dieses Szenario stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung dar. Nachfolgend werden die Annahmen erläutert, welche diesem Szenario zugrunde liegen. Die Annahmen betreffen die Konjunkturaussichten in den USA und Europa, die Ölpreise sowie die Wechselkursentwicklung. Der Prognosehorizont beträgt drei Jahre. Die Tabelle 6.1.1 enthält Jahresdurchschnitte für die weltwirtschaftlichen Annahmen der aktuellen und der im Dezember publizierten Inflationsprognose. Die Perspektiven für die Weltwirtschaft präsentieren sich insgesamt leicht besser als noch vor drei Monaten erwartet.

Die fiskalpolitischen Massnahmen der USA kamen in der BIP-Wachstumsrate vom dritten Quartal 2003 mit 8,2% deutlich zum Ausdruck. Wie erwartet, schwächten sich die Auswirkungen dieser Massnahmen im vierten Quartal 2003 ab, so dass nur noch eine halb so grosse Wachstumsrate erreicht wurde. Die lange sehr verhaltene Investitionstätigkeit gewinnt jedoch an Fahrt. Aus diesem Grunde wird für 2004 neu mit einer Jahreswachstumsrate von gut 4,5% anstelle von knapp 4% gerechnet. Anschliessend wird das Jahreswachstum 2006 auf rund 3,5% zurückgleiten.

In Europa verlief das Wachstum im Jahre 2003 etwas über der Schätzung vom Dezember. Dennoch blieb das Jahreswachstum der EU-15 2003 unter 1%. Auch in Europa wurde die Wirtschaftserholung im Vergleich zu den Annahmen vom Dezember leicht vorgezogen. Die Jahreswachstumsrate 2004 dürfte knapp über 2,0% ansteigen. Weitere Wachstumsgewinne sind zwar nicht auszuschliessen, werden aber aufgrund der Euro-Stärke vorderhand nicht als das wahrscheinlichste Szenario betrachtet. Infolge der weiterhin vorhandenen Strukturprobleme wird ein auf mittlere Frist nur leicht über dem Potenzial von 2,1% liegendes Wachstum angenommen. Die Produktionslücke wird somit nur in kleinen Schritten verringert.

Der Erdölpreis pro Fass verlief im vierten Quartal 2003 nachfragebedingt leicht höher als im Dezember angenommen und dürfte im ersten Quartal 2004 durchschnittlich 30 Dollar erreichen. Bis Mitte 2005 wird ein Rückgang des Ölpreises unterstellt und anschliessend ein mit der durchschnittlichen Inflation ansteigender Ölpreis angenommen. Der Dollar verlor gegenüber dem Euro im vierten Quartal etwas stärker an Wert, als in der letzten Prognose angenommen. Der Wechselkurs wird jeweils über den ganzen Prognosehorizont auf seinem aktuellen, gerundeten Niveau gehalten. Für die aktuelle Prognose bedeutet dies einen Dollar-Euro-Kurs ab dem ersten Quartal 2004 von 1.25.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 6.1.1

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|
| Inflationsprognose März 2004 | | | | |
| BIP USA ¹ | 3,1 | 4,7 | 4,0 | 3,6 |
| BIP EU-15 ¹ | 0,7 | 2,1 | 2,4 | 2,3 |
| Wechselkurs USD/Euro ² | 1,13 | 1,25 | 1,25 | 1,25 |
| Ölpreis in USD/ Barrel ² | 28,8 | 28,1 | 26,1 | 26,4 |
| Inflationsprognose Dezember 2003 | | | | |
| BIP USA ¹ | 3,0 | 4,0 | 3,3 | 3,7 |
| BIP EU-15 ¹ | 0,6 | 1,7 | 2,3 | 2,5 |
| Wechselkurs USD/Euro ² | 1,13 | 1,18 | 1,18 | 1,18 |
| Ölpreis in USD/ Barrel ² | 28,7 | 25,9 | 24,7 | 25,4 |

1 Veränderung in %

2 Niveau

6.2 Inflationsprognose 1. Quartal 2004 bis 4. Quartal 2006

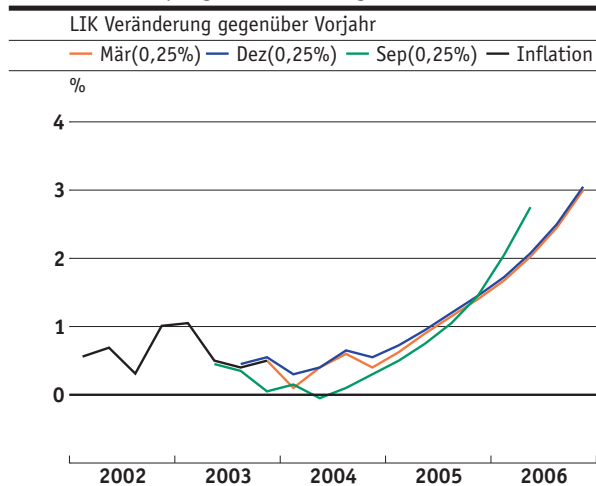
Die Grafik 6.2.1 enthält die aktuelle (März 2004) sowie die letzten zwei Inflationsprognosen (Dezember und September 2003) jeweils für die nachfolgenden drei Jahre. Alle drei beruhen auf einem über den gesamten Prognosehorizont fixen 3M-Libor von 0,25%. Gemäss der im Dezember erstellten Prognose liegt die Teuerung bis in der zweiten Hälfte 2005 über derjenigen vom September. Für die zweite Hälfte des Prognosezeitraums wurde hingegen ein geringerer Inflationsdruck vorausgesagt. Die im Dezember im Vergleich zum September höher veranschlagte Inflation für die mittlere Frist war auf die höhere Teuerung im OECD-Raum, auf bessere Wirtschaftsaussichten sowie auf eine weitere Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro zurückzuführen. Der im längeren Prognosehorizont vorausgesagte leicht geringere inflationäre Druck war u. a. auf statistische Datenrevisionen zurückzuführen.

Wie in Abschnitt 6.1 beschrieben, haben sich die weltwirtschaftlichen Annahmen, die der aktuellen Inflationsprognose zugrunde liegen, in den letzten drei Monaten nicht wesentlich verändert. Da auch andere für die Erstellung der Prognose relevante

Informationen (Indikatoren, Sonderfaktoren) im Wesentlichen gleich geblieben sind, ist die aktuelle Prognose mit derjenigen des Vorquartals beinahe identisch. Einzig am Anfang und am Ende dieses Jahres wird ein gegenüber der Dezember-Prognose stärkerer Rückgang des LIK prognostiziert, der mit einem statistischen Basiseffekt zu erklären ist. Diese Abweichung gegenüber Dezember hat jedoch keine Änderung der Inflationsprognose für den Jahresdurchschnitt 2004 gegenüber dem letzten Quartal zur Folge. Somit wird wie vor drei Monaten für das laufende Jahr eine Inflationsrate von durchschnittlich 0,4% prognostiziert. Anfang nächsten Jahres setzt ein Trendanstieg der Inflation ein, was eine durchschnittliche Jahresteuering von 1,0% ergibt. Für 2006 stellt sich ein Wert von 2,3% ein. Mitte 2006 wird die Obergrenze des Bereichs, den die Nationalbank mit Preisstabilität gleichsetzt (2%), überschritten. Bis Ende 2006 erreicht die prognostizierte Inflation 3,0%.

Gemäss dieser Prognose würde die Preisstabilität gegen Ende der Prognoseperiode nicht mehr gewährleistet sein. Dieser Inflationsverlauf muss indessen vor dem Hintergrund der technischen Annahme eines in den nächsten drei Jahren unveränderten 3M-Libor von 0,25% gesehen werden.

SNB Inflationsprognosen im Vergleich Grafik 6.2.1



7 Geldpolitischer Entscheid und Ausblick

Weiterhin expansive Geldpolitik

Die SNB führt seit über zwei Jahren eine stark expansive Geldpolitik. Sie hat rasch und deutlich auf die verschlechterte Wirtschaftslage und den Aufwertungsdruck auf den Franken reagiert. Diese expansive Politik war möglich, weil sich die Teuerungsaussichten in dieser Zeit sehr moderat entwickelten.

Dank günstigen monetären Bedingungen und verbesserter internationaler Konjunktur kommt die schweizerische Wirtschaft allmählich wieder in Fahrt. Es bestehen aber immer noch gewisse Risiken hin-

sichtlich der Nachhaltigkeit der wirtschaftlichen Erholung. Die SNB will den Aufschwung in der Schweiz nicht durch eine zu frühe Anhebung der Zinsen gefährden. Sie setzt deshalb ihre expansive Geldpolitik fort.

Allerdings kann die SNB diese Politik zeitlich nicht unbegrenzt weiterführen, ohne die Preisstabilität zu gefährden. Zwar ist die starke Ausweitung der Geldaggregate teilweise durch Sondereffekte erklärbar, doch hat sich die Liquidität in der Wirtschaft deutlich erhöht. Die SNB wird diese Entwicklung sehr genau verfolgen. Sie wird ihre Politik anpassen müssen, wenn sich die Zeichen einer Wirtschaftserholung klar bestätigen.

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom 18. März 2004

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den in den Monaten November 2003 bis Februar 2004 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die Geschäftslage und die Stimmung bei den Unternehmen hellten sich in den vergangenen Monaten auf. Die Besserungstendenzen überwogen deutlich, auch wenn einige Gesprächspartner die Erholung noch als zögerlich beurteilten und auch noch nicht alle Branchen von der Erholung profitierten.

Die wichtigsten Impulse gingen von den Exporten aus, wobei sich weiterhin die Nachfrage aus Asien besonders dynamisch entwickelte. Eher enttäuschend verliefen dagegen die Bestellungen aus den USA; der tiefe Dollarkurs stellte für viele Exportunternehmen eine Belastung dar. Die Nachfrage aus der Eurozone war immer noch verhalten; vereinzelt gab es jedoch wieder positive Meldungen zu Deutschland. Im Bereich Elektronik und Kommunikationstechnologie setzte eine deutliche Erholung ein. Bei den Dienstleistungen zeichnete sich vor allem im Tourismus eine Wende ab. Der Detailhandel spürte immer noch die Zurückhaltung der Kunden; bei den dauerhaften Konsumgütern machte sich da und dort ein Nachholbedarf bemerkbar.

Bezüglich der Investitionen blieben die Unternehmen zurückhaltend, doch nimmt die Investitionsbereitschaft allmählich wieder zu. Auch war kaum mehr die Rede von einem weiteren Beschäftigungsabbau. Die Unternehmen waren aber noch nicht bereit, den Personalbestand nennenswert auszuweiten. Die überwiegende Mehrheit der Gesprächspartner sah keinen Spielraum für Preiserhöhungen. Dies galt besonders für diejenigen Branchen, die in den Dollarraum exportieren und unter stark gedrückten Margen leiden.

Die Unternehmen beurteilten die Konjunkturaussichten vorsichtig optimistisch. Viele rechnen erst im zweiten Halbjahr mit einem eigentlichen Aufschwung, den sie zudem als moderat einschätzen.

1 Produktion

Industrie

Die exportorientierten Branchen meldeten mehrheitlich eine Verbesserung des Geschäftsgangs. Sie beurteilten die Konjunkturlage deutlich positiver als die binnenorientierten Unternehmen, insbesondere die Zulieferer. Von einem markanten Aufschwung ist aber auch in der Exportwirtschaft noch nicht die Rede; oft gilt das Auftragsvolumen unverändert als zu klein und die Ertragslage als unbefriedigend. Für viele Unternehmen entwickelte sich insbesondere der Bestellungseingang aus den USA bis anhin enttäuschend. Zu schaffen machten der tiefe Dollarkurs und die teilweise steigende Konkurrenz aus Asien, insbesondere aus China. Erfreulich entwickelten sich die Exporte nach Zentral- und Südeuropa sowie teilweise nach Südamerika (Brasilien), während sich die Nachfrage aus den Nachbarländern nur zögerlich belebte. Immerhin gibt es inzwischen wieder positive Meldungen über den Geschäftsverlauf mit Deutschland und Frankreich, insbesondere aus der Region Basel.

Die Maschinenindustrie und deren Zulieferer spürten noch nicht viel von einer Belebung der Investitionstätigkeit in den grossen Absatzmärkten. Bei einigen Unternehmen machte sich die Produktionsverlagerung der amerikanischen Industrie Richtung Asien negativ bemerkbar. Wieder im Aufwind, allerdings von einem tiefen Stand aus, sind die Elektronik- und Halbleiterindustrie sowie der Telecombereich. Konsumnahe Branchen wie insbesondere die Pharmaindustrie und die Medizinaltechnik weisen unverändert einen erfreulichen Geschäftsverlauf auf. In anderen Branchen, wie den Haushaltsapparaten, beginnt sich die Lage allmählich zu bessern. Befriedigend bis gut entwickelte sich der Geschäftsgang der Nahrungsmittelindustrie, während die Uhrenindustrie eine Erholung der Nachfrage registrierte. Langsam bilden sich auch die bis vor kurzem noch sehr hohen Lagerbestände zurück.

Bezüglich der Investitionen herrschte angesichts der noch beträchtlichen freien Kapazitäten weiterhin Zurückhaltung; die Investitionsbereitschaft ist aber grösser als vor einem halben Jahr. Unternehmen, die im Ausland Produktionsstätten unterhalten, zogen vermehrt Auslandsinvestitionen in Erwägung. Als Produktionsstandort steht Asien, vor allem China, im Vordergrund.

Dienstleistungen

Der Detailhandel verzeichnete insgesamt ein zufriedenstellendes Weihnachts- und Ausverkaufsgeschäft und spürt seither mehrheitlich eine gewisse Belebung der Umsätze. Diese ist bei den Grossverteilern ausgeprägter als bei den kleinen Geschäften. Die Konsumenten zeigen sich nach wie vor sehr preisbewusst und selektiv. In den grenznahen Gebieten profitierte der Detailhandel von der Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro und der im Ausland höheren Teuerung. Die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern blieb verhalten, doch machte sich langsam ein Nachholbedarf bemerkbar. Demgegenüber scheinen die Umsätze von Luxusgütern (Uhren und Schmuck) den Tiefpunkt überwunden zu haben, nicht zuletzt dank der Belebung des Auslandtourismus. Günstig entwickelte sich auch der Absatz von Unterhaltungselektronik.

Im Tourismus lief die Wintersaison gut an und die Stimmung hellte sich auf. Nicht nur meldeten die Unternehmen wieder höhere Frequenzen insbesondere aus Asien, sondern auch eine gestiegene Ausgabenfreudigkeit der Gäste. Eine Belastung stellt der schwache Dollar dar. Demgegenüber ist die Kursrelation gegenüber dem Euro zwar günstig, doch zog die Nachfrage aus Europa erst wenig an. Schwierig blieb die Lage des Tourismus im Tessin, doch scheint der Tiefpunkt erreicht worden zu sein.

Auch bei den unternehmensbezogenen Dienstleistungen war eine gewisse Belebung feststellbar. Dazu gehört der Geschäftstourismus, der vom günstigen Währungsverhältnis gegenüber dem Euro profitierte. Eine verstärkte Nachfrage verzeichneten aber auch Beratungsfirmen sowie der Transportsektor.

Bau

Die Signale aus der Bauwirtschaft waren wie gewohnt regional und branchenspezifisch sehr unterschiedlich, doch scheint sich die Lage insgesamt nicht mehr weiter verschlechtert zu haben. Unverändert entwickelten sich der Einfamilienhaus- und der Eigentumswohnungsbau entlang der grossen Achsen dynamisch, während im Industrie- und Gewerbebau wie auch im Tiefbau Flaute herrschte. Dies bekamen nicht zuletzt auch viele baunahe Branchen und Zulieferer zu spüren. Vergleichsweise günstig verlief die Baukonjunktur im Tessin. Allgemein stand das Ausbaugewerbe besser da als das Bauhauptgewerbe.

2 Arbeitsmarkt

Ein Teil der Gesprächspartner beurteilte den Personalbestand immer noch als zu hoch. Angesichts der mehrheitlich erwarteten Verbesserung der Auftragslage möchte man jedoch wenn möglich einen weiteren Personalabbau vermeiden. Neueinstellungen beschränkten sich im Wesentlichen auf Branchen mit einem ausgesprochen guten Geschäftsgang wie die Medizinaltechnik.

3 Preise und Margen

Die überwiegende Mehrheit der Gesprächspartner spürte nach wie vor einen starken Preisdruck und sah keinen Spielraum für Preiserhöhungen. Dies galt besonders für diejenigen Unternehmen, die in den Dollarraum exportieren. Sie mussten Preiskonzessionen eingehen und eine empfindliche Schmälerung der Margen hinnehmen. Einige Unternehmen spürten auch die verstärkte Importkonkurrenz aus dem Dollarraum, wozu auch Asien gehört. Dies zwingt zu weiteren Rationalisierungsmassnahmen. Infolge der Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro verbesserte sich dagegen die preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber der europäischen Konkurrenz deutlich. Im Unterschied zur Exportindustrie nahmen die Hotellerie und das Gastgewerbe leichte Preiserhöhungen vor und im Bausektor scheint der starke Preisdruck etwas nachzulassen. Auf der Kostenseite fallen in einigen Branchen die stark gestiegenen Stahlpreise ins Gewicht, während die Bauwirtschaft die im Zusammenhang mit der neuen Pensionierungsregelung anfallenden Mehrkosten spürt.

Swiss National Bank Working Papers und Economic Studies: Zusammenfassungen

Die Swiss National Bank Working Papers und die Swiss National Bank Economic Studies sind in elektronischer Form auf der Nationalbank-Webseite (<http://www.snb.ch>) unter Publikationen/Forschung zu finden.

Die beiden Reihen werden auch in gedruckter Form abgegeben. Sie können gratis abonniert oder als Einzelexemplare bestellt werden bei: Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8, CH-8022 Zürich, Telefon: +41 1 631 32 83, Fax: +41 1 631 81 14, E-Mail: library@snb.ch.

Finanzmarktteilnahme und die scheinbare Instabilität der Geldnachfrage

In den letzten zwei Jahrzehnten wurde die Geldnachfrage in der Regel als instabil angesehen, so dass Geldaggregate in geldpolitischen Diskussionen und ökonomischen Studien heutzutage nur noch eine geringe Rolle spielen. Samuel Reynard zeigt unter Verwendung von U.S. Daten, dass die scheinbare Instabilität der Geldnachfrage auf die Tatsache zurückzuführen ist, dass ein gestiegener Anteil der Bevölkerung an den Finanzmärkten teilnimmt («Financial Market Participation and the Apparent Instability of Money Demand», Swiss National Bank Working Paper No. 1, 2004). Zudem wird gezeigt, dass die bislang verwendeten Methoden zur Untersuchung der Geldnachfrage ungeeignet sind, um diese Veränderungen in der Finanzmarktteilnahme aufzudecken und zu berücksichtigen. Dies ist der Grund, weshalb zahlreiche Studien fälschlicherweise eine instabile Geldnachfrage nachweisen. In dieser Arbeit wird ein neuer Ansatz vorgestellt, wie die Geldnachfrage richtig gemessen werden muss. Es zeigt sich, dass wenn sie richtig gemessen wird, die Geldnachfrage stabil und deshalb für die monetäre Analyse nützlich ist.

Unverändertes Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. März 2004, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0,0% bis 0,75% zu belassen.

Herausgeber

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

Satz

Visiolink AG, Zürich

Druck

Meier Waser Druck AG, Feuerthalen

Copyright

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet
Belegexemplare erwünscht

Abonnemente, Einzel Exemplare und Adressänderungen

Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8,
CH-8022 Zürich, Telefon: +41 1 631 32 83, Fax: +41 1 631 81 14,
E-Mail: library@snb.ch. Adressmutationen sind ebenfalls der
Bibliothek, library@snb.ch, zu melden.
Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint
separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer
Sprache (ISSN 1423-3797).

Preis

Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–).
Für die Abonnenten des Statistischen Monatshefts: Fr. 15.– pro
Jahr
(Ausland: Fr. 20.–).
Preise Inland inkl. 2,4% MWSt.
Postkonto 80-148-3

Internet

<http://www.snb.ch>

