

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

März

1/2010

28. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht über das Quartalsheft 1/2010
6	Bericht über die Geldpolitik
44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
50	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
54	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die Weltwirtschaft hat in der ersten Jahreshälfte 2009 ihren zyklischen Tiefstand durchschritten und befindet sich seither in einer Aufwärtsbewegung. Die Erholung hat sich im vierten Quartal 2009 und in den ersten Monaten des Jahres 2010 gefestigt und ist insgesamt sogar etwas stärker ausgefallen, als ursprünglich erwartet worden war. Allerdings ist das Expansionstempo regional stark unterschiedlich. Die aufstrebenden Volkswirtschaften legten am frühesten und stärksten zu. Demgegenüber ist die Erholung in den Industrieländern bisher ziemlich schleppend verlaufen.

Die Schweizer Wirtschaft hat im vierten Quartal 2009 und zu Beginn des neuen Jahres weiter Fahrt aufgenommen. Das BIP wuchs stärker als im Vorquartal, womit die Entwicklung mit jener im Euroraum kontrastiert, wo sich das BIP-Wachstum im vierten Quartal abschwächte. Obwohl sich die saisonbereinigte Arbeitslosenquote in den letzten Monaten stabilisierte, zeigt sie gleich wie die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke und andere Indikatoren eine anhaltende Unterauslastung der Schweizer Wirtschaft an. Der Teuerungsdruck ist denn auch bis zuletzt niedrig geblieben.

Für 2010 rechnet die SNB mit einer Fortsetzung der internationalen Konjunkturerholung. Allerdings dürfte die Erholung wenigstens in Europa ziemlich schleppend verlaufen. Für die Schweiz erwartet die SNB im laufenden Jahr ein Wirtschaftswachstum von rund 1,5%. Dieses Wachstum dürfte vor allem durch die Inlandnachfrage getragen werden. Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte wird wahrscheinlich gering ausfallen. Die Inflationsspektiven bleiben günstig, wobei die auf einem konstanten Dreimonats-Libor basierende Inflationsprognose andeutet, dass die aktuelle expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden.

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 11. März beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% zu belassen und weiterhin das Ziel zu verfolgen, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten. Sie gab zudem bekannt, sie werde einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken.

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

Die wirtschaftliche Erholung setzte sich im ersten Quartal 2010 fort. In der verarbeitenden Industrie befand sich im ersten Quartal ein deutlich breiterer Firmenkreis im Aufwärtstrend, als dies noch vor wenigen Monaten der Fall war. Die meisten Branchen stellten einen moderaten Anstieg der Nachfrage und der realen Umsätze fest. Dies führte zu einer Reduktion der zuvor stark beanspruchten Kurzarbeit. Da die Erholung jedoch oft von einem sehr tiefen Niveau ausging, bleibt die Unterauslastung der Produktionskapazitäten in einigen Branchen substantiell. Wie schon in den Vorquartalen war die Lage im Bau- und Ausbaugewerbe günstig. Die Bautätigkeit lag Anfang des Jahres auf einem befriedigenden bis hohen Niveau. Die Fortsetzung einer moderat positiven Tendenz war auch im Dienstleistungssektor festzustellen.

Die Erwartungen für die kommenden sechs Monate sind verhalten optimistisch. Auf internationaler Ebene haben zwar die erfolgreiche Bekämpfung der Bankenkrise und die Erholung auf den Finanzmärkten für eine Stimmungsaufhellung gesorgt. Eine gewisse krisenbezogene Unsicherheit bleibt jedoch bestehen, vor allem, was die Nachhaltigkeit der Erholung betrifft. Die Verfassung der Staatsfinanzen auf internationaler Ebene und ihre möglichen Auswirkungen auf die Devisenmärkte sowie auf die Konsum- und Investitionsneigung bereiten Sorgen. Allgemein dürfte sich die Ertragslage der Unternehmen in erster Linie dank einer Erhöhung der Absatzvolumen verbessern, während nur in seltenen Fällen höhere Gewinnmargen erwartet werden.

SNB Working Papers (S. 50)

Zusammenfassungen von drei SNB Working Papers: Sébastien Kraenzlin und Martin Schlegel, „Bidding behaviour in the SNB's repo auctions“, SNB Working Paper 2009-14; Martin Schlegel und Sébastien Kraenzlin, „Demand for reserves and the central bank's management of interest rates“, SNB Working Paper 2009-15; Carlos Lenz und Marcel Savioz, „Monetary determinants of the Swiss franc“, SNB Working Paper 2009-16.

Bericht über die Geldpolitik

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

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,
die bis 11. März 2010 bekannt wurden.

Inhalt des Berichts über die Geldpolitik

8	Zu diesem Bericht
9	Geldpolitischer Entscheid
10	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
16	2.1 Bruttoinlandprodukt
17	2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen
20	2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt
21	2.4 Kapazitätsauslastung
23	2.5 Preise und Inflationserwartungen
26	2.6 Realwirtschaftliche Aussichten
27	3 Monetäre Entwicklungen
27	3.1 Zinsentwicklung
30	3.2 Wechselkurse
31	3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise
33	3.4 Geldaggregate
36	3.5 Kredite
38	4 Die Inflationsprognose der SNB
38	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
40	4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid
38	Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Zu diesem Bericht

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

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

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom März 2010 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 11. März 2010.

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

Geldpolitischer Entscheid

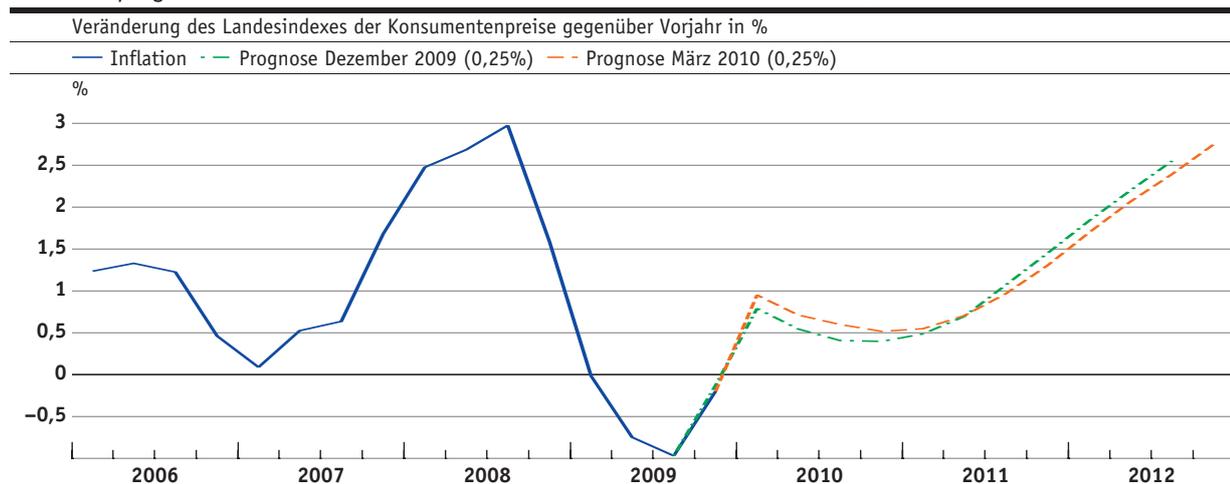
Die Schweizerische Nationalbank hat an ihrer Lagebeurteilung vom 11. März 2010 beschlossen, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen. Sie beliest deshalb das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–0,75% und kündigte an, sie werde weiterhin das Ziel verfolgen, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten. Ausserdem gab sie bekannt, sie werde einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken.

Die Anzeichen einer weltweiten Konjunkturerholung haben sich seit der Lagebeurteilung vom

Dezember weiter verdichtet. Der Schweizer Exportsektor beginnt davon zu profitieren und der Binnensektor entwickelt sich erfreulich. Der Aufschwung bleibt aber fragil und mit Unsicherheiten behaftet. Im Falle von erneuten externen Schocks können Deflationsgefahren weiter nicht ganz ausgeschlossen werden.

Die Inflationsspektiven bleiben günstig. Die auf einem konstanten Dreimonats-Libor basierende dreijährige Inflationsprognose deutet aber an, dass die aktuelle expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die Preisstabilität mittel- und langfristig zu gefährden.

Inflationsprognose Dezember 2009 mit Libor 0,25% und März 2010 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

Inflationsprognose Dezember 2009 und März 2010

Durchschnittliche Jahresinflation in %	2010	2011	2012
Prognose Dezember 2009, Libor 0,25%	0,5	0,9	
Prognose März 2010, Libor 0,25%	0,7	0,9	2,2

Quelle: SNB

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Weltwirtschaft hat in der ersten Jahreshälfte 2009 ihren zyklischen Tiefstand durchschritten und befindet sich seither in einer Aufwärtsbewegung. Die Erholung hat sich im vierten Quartal gefestigt und ist insgesamt etwas stärker ausgefallen, als ursprünglich erwartet worden war. Allerdings ist das Expansionstempo regional stark unterschiedlich. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens legten am frühesten und stärksten zu. Demgegenüber ist die Erholung in den Industrieländern bisher ziemlich schleppend verlaufen. Gestützt wird die Erholung nach wie vor durch die zu Beginn der Krise eingeleiteten expansiven geld- und fiskalpolitischen Massnahmen sowie durch die markante Entspannung an den Finanzmärkten. In den Industrieländern sind es vor allem die Exporte und die Wende im Lagerzyklus, welche der Erholung Schwung verleihen.

Trotz dieser positiven Entwicklung bleiben die Aussichten verhalten. Es ist nach wie vor unwahrscheinlich, dass die Industrieländer rasch und reibungslos auf ihren alten Wachstumspfad zurückkehren werden. Da die Arbeitslosigkeit in vielen Ländern nach wie vor steigt, dürfte der Konsum weiter unter Druck stehen. Angesichts grosser unausgelasteter Kapazitäten ist auch nicht mit einer raschen Erholung der Investitionstätigkeit der Unternehmen zu rechnen. Die wachsende Staatsverschuldung und die geschwächte Vermögens-

situation von Unternehmen und Haushalten tragen ebenfalls dazu bei, dass die Erholung tendenziell langsamer verlaufen dürfte als in früheren Konjunkturzyklen.

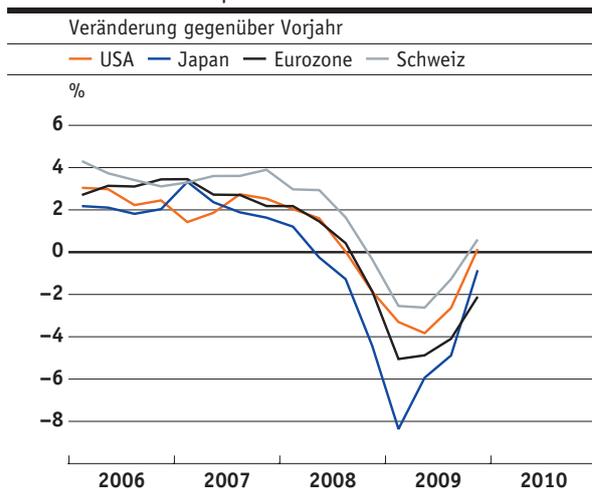
Die verhaltenen Aussichten haben die Zentralbanken dazu veranlasst, mit der Straffung ihrer expansiven Geldpolitik weiter zuzuwarten. Die Teuerung bot auch keinen Anlass dazu. Zwar stiegen die Jahresteuersraten in vielen Ländern an, doch war dies in erster Linie auf Basiseffekte aus dem im Vorjahr registrierten Rückgang der Energiepreise zurückzuführen. Die Inflationserwartungen sind ebenfalls tief geblieben.

Die SNB hat ihre globale Wachstumsprognose für 2010 und 2011 angepasst. Die Prognosen für die USA und die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens fallen höher aus, jene für die Eurozone etwas tiefer als noch im Dezember.

Hohes Quartalswachstum in den USA

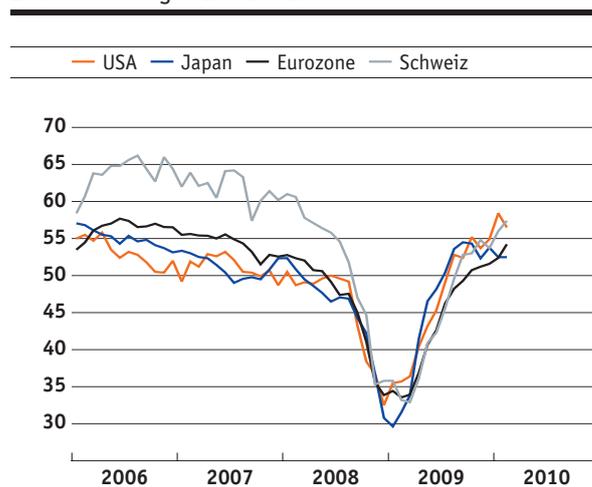
In den USA legte das BIP im vierten Quartal um 5,9% zu, nach einem Wachstum von 2,2% im dritten Quartal. Trotz diesem kräftigen Wachstum lag das BIP im Jahre 2009 allerdings um 2,4% unter dem Niveau des Vorjahres, was dem stärksten Rückgang seit 1946 entspricht. Zum kräftigen Wachstum im vierten Quartal trugen vor allem die Verlangsamung des Lagerabbaus und der zunehmende Privatkonsum bei. Erstmals seit mehr als einem Jahr expandierten auch die Ausrüstungsinvestitionen deutlich, während die gewerblichen Bauinvestitionen weiter schrumpften. Der Wohnungsbau setzte

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



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

zwar seine Erholung fort, doch war der Anstieg trotz des Steuerkredits für erstmalige Hauskäufer gering. Die Arbeitsmarktlage blieb schwierig, doch zeichnete sich zumindest eine Stabilisierung ab. Die Arbeitslosenquote sank von 10,0% im November auf 9,7% im Februar.

Für das starke Wirtschaftswachstum der USA im vierten Quartal waren teilweise temporäre Faktoren verantwortlich. Es dürfte sich deshalb in den nächsten Quartalen kaum im gleichen Ausmass fortsetzen. Zwar hat sich die Konsumentenstimmung tendenziell aufgehellt (Grafik 1.3), doch kann angesichts der hohen Arbeitslosigkeit und der von vielen Haushalten erlittenen starken Vermögensverluste nicht mit einem kräftigen Wachstum des Privatkonsums gerechnet werden. Auch die Bauinvestitionen dürften sich aufgrund des hohen Bestandes an leerstehenden Häusern sowie der auslaufenden Fiskalprogramme zur Stützung des Wohnungsmarktes kaum rasch erholen. Gestützt durch den schwachen Dollar sollten sich indessen die Exporte weiter verbessern. Zunehmende Bestellungseingänge und eine signifikante Aufhellung der Produzentenstimmung in der verarbeitenden Industrie lassen zudem eine Ausweitung der Ausrüstungsinvestitionen erwarten. Die Impulse aus den staatlichen Konjunkturprogrammen werden 2010 allmählich an Kraft verlieren. Zusätzliche Massnahmenpakete zur Förderung der Beschäftigung werden allerdings gegenwärtig im US-Kongress diskutiert.

Die SNB rechnet für das Jahr 2010 mit einem Wachstum der amerikanischen Volkswirtschaft von 2,9%, verglichen mit 2,4% im Dezember. Sie geht damit weiterhin von einer im historischen Vergleich moderaten Erholung aus.

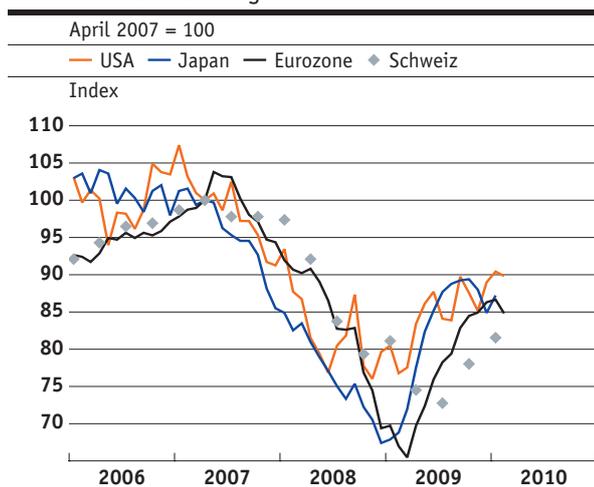
Schleppende Erholung in der Eurozone

Anders als in den USA kam es in der Eurozone Ende 2009 zu einer deutlichen Verlangsamung des BIP-Wachstums von 1,7% im dritten auf 0,5% im vierten Quartal. Wie bereits in den Vorquartalen gab es deutliche Wachstumsunterschiede zwischen den Mitgliedsländern. Gemessen am BIP stagnierte die Wirtschaftsaktivität im vierten Quartal in Deutschland, verlor in Frankreich an Schwung und ging in Italien nach einem Anstieg im dritten Quartal wieder zurück. Ähnlich wie in den USA ist das BIP in der Eurozone im Jahre 2009 gegenüber dem Vorjahr aber deutlich gesunken (-4,1%).

Die Nachfrage aus dem Ausland nahm auch im vierten Quartal zu, während die Binnennachfrage leicht nachgab. Der private Konsum stagnierte. Die Investitionstätigkeit, die nach wie vor unter der tiefen Kapazitätsauslastung leidet, ging zum siebenten Mal in Folge gegenüber dem Vorquartal zurück.

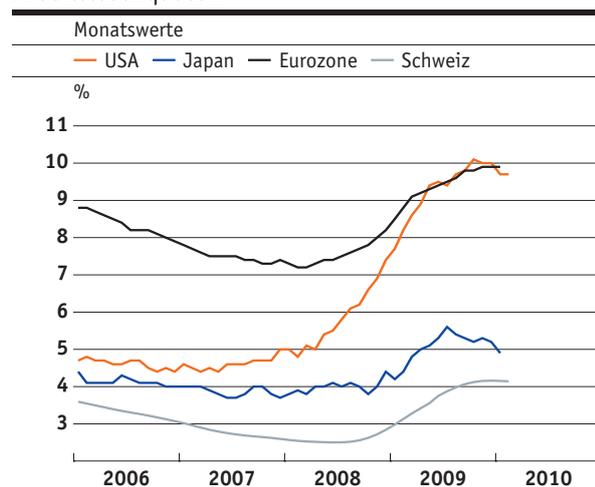
In den kommenden Quartalen dürfte sich die Wirtschaftsaktivität in der Eurozone schrittweise erholen. Die Erwartungen in der verarbeitenden Industrie haben sich aufgehellt, was auf eine Fortsetzung der Erholung dieses wichtigen Wirtschaftszweigs schliessen lässt. Das Wirtschaftswachstum bleibt jedoch verletzlich, da die Arbeitslosigkeit

Grafik 1.3
Konsumentenstimmung



Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.4
Arbeitslosenquoten



Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

zunächst wahrscheinlich weiter zunehmen wird. Abwärtsrisiken ergeben sich vor allem für einige südliche Mitgliedsländer auch aus der gesunkenen Wettbewerbsfähigkeit und dem von den Märkten ausgehenden Druck, die Staatsfinanzen zu sanieren.

Die SNB rechnet für 2010 mit einem Wirtschaftswachstum in der Eurozone von 1,0%, verglichen mit 1,3% im Dezember.

Volatiles Wachstum in Japan

In Japan hat sich die konjunkturelle Erholung ebenfalls fortgesetzt. Nach einer Wachstumspause in der Vorperiode zog das BIP im vierten Quartal um 3,8% an. Für das Jahr 2009 ergibt sich ein BIP-Rückgang von 5,2%, was dem stärksten Rückgang der Wirtschaftsaktivität in einem Jahr seit dem Zweiten Weltkrieg entspricht.

Das Wachstum gewann im vierten Quartal an Breite, wobei den fiskalpolitischen Impulsen aus dem In- und Ausland weiterhin eine tragende Rolle zukam. Nach einem langen und starken Rückgang stiegen die privaten Ausrüstungsinvestitionen erstmals wieder an. Die Exporte holten weiter auf, blieben aber deutlich unter dem Niveau, das sie vor der Rezession erreicht hatten.

Die Konjunkturaussichten bleiben für die japanische Wirtschaft verhalten. Die Binnennachfrage hat bisher wenig Eigendynamik entfaltet, weshalb die nachlassenden Impulse aus den Konjunkturprogrammen eine Wachstumsdelle in der ersten Jahreshälfte 2010 wahrscheinlich machen. Angesichts hoher Arbeitslosigkeit und massiver Bonuskürzungen bleibt der private Konsum fragil.

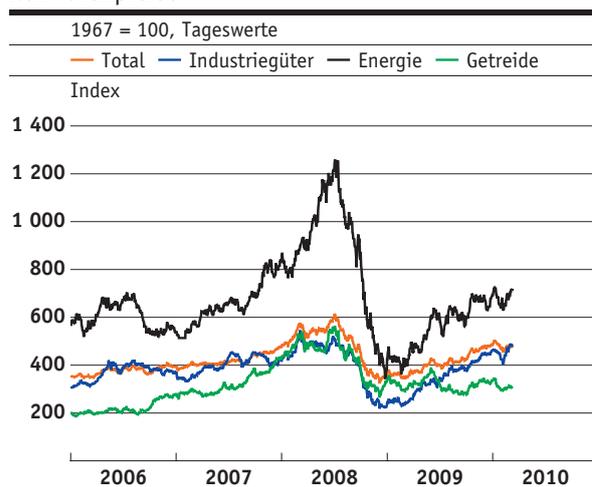
Positiv wirken weiterhin die fiskalpolitischen Anreize, welche ihren grössten Wachstumseffekt allerdings bereits in der zweiten Jahreshälfte 2009 erzielt haben dürften. Auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen dürfte noch eine Weile gedrückt bleiben, da die Kapazitätsauslastung weiterhin sehr gering ist und die Unternehmensgewinne schwach sind. Die Auslandnachfrage dürfte daher weiterhin die Hauptstütze des Wachstums bilden. Aufgrund des kräftigen Aufschwungs in den aufstrebenden Ländern Ostasiens sowie der Produktionspläne in der verarbeitenden Industrie für den Jahresbeginn kann mit einer Fortsetzung der Exporterholung gerechnet werden.

Die SNB geht für 2010 von einem Wachstum der japanischen Volkswirtschaft von 1,9% aus, verglichen mit 2,0% im Dezember.

Anhaltend kräftiges Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens

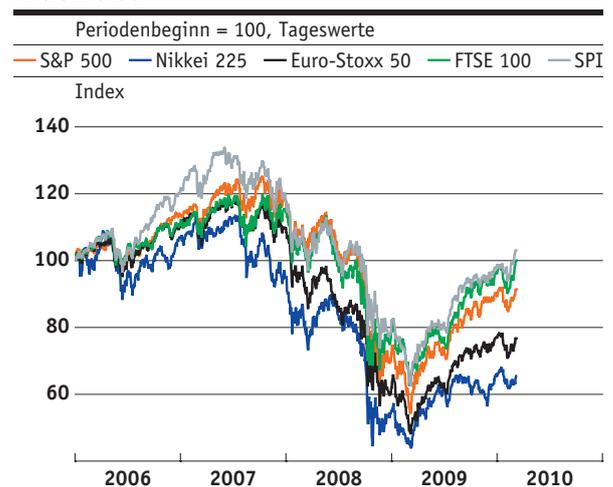
Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens haben sich erstaunlich rasch von der Krise erholt. Die Wirtschaftsleistung Chinas lag im vierten Quartal um 10,7% über dem Vorjahresniveau, was auf ein starkes Verlaufswachstum schliessen lässt. Das Wachstum der chinesischen Volkswirtschaft wird zwar weiterhin von der Binnennachfrage getrieben, doch holten auch die Exporte, die in den Vorperioden nur verhalten expandiert hatten, auf. Das Wachstum der privaten Binnennachfrage verlagerte sich zudem etwas von den Investitionen zum Konsum, der von staatlichen Anreizen und steigenden Haushaltseinkommen profitierte.

Grafik 1.5
Rohwarenpreise



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.6
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

Der Ausblick für China ist günstig. Die Export-erholung scheint sich geografisch breiter abzu-stützen und an Schwung zu gewinnen, während die Industrieproduktion gemäss jüngsten Umfragen weiter expandiert. Das seit Anfang letzten Jahres stetige Wachstum der Importe geht einher mit einer kräftigen Binnennachfrage. Diese dürfte als Folge des massiven Konjunkturpakets, das auch für 2010 Massnahmen vorsieht, robust bleiben. Die anhaltend lebhaftere Investitionstätigkeit, deren Anteil am BIP auf nahezu 43% angestiegen ist, erklärt teilweise die ausserordentlich hohe Kreditstätigkeit. Die aggressive Kreditvergabe zu Jahresbeginn hat jedoch auch Befürchtungen über die Qualität der Bankaktiven sowie die Sorge, die chinesische Wirtschaft könnte überhitzen, aufkommen lassen.

Die konjunkturelle Erholung hat sich im vier-ten Quartal auch in den ostasiatischen Volkswirt-schaften Südkorea, Taiwan, Singapur und Hongkong fortgesetzt. Das BIP, das in der Rezession innert Jahresfrist um nahezu 7% eingebrochen war, erreichte Ende Jahr wieder das Niveau von vor der Krise. Treibende Kräfte waren die starke Nachfrage aus China sowie die geld- und fiskalpolitischen Impulse. Die Industrieproduktion stieg in Südkorea und Tai-wan im Dezember auf neue Höchststände, und die Kapazitätsauslastung in der Industrie normalisierte sich. Steigende Exportaufträge, die starke Nachfrage aus China sowie tiefe Lagerbestände stimmen auch für die nächsten Quartale optimistisch. Die Resulta-te von Unternehmensumfragen der Region zeigten in den letzten Monaten zwar ein etwas gemischteres Bild, was die Unsicherheit widerspiegeln dürfte,

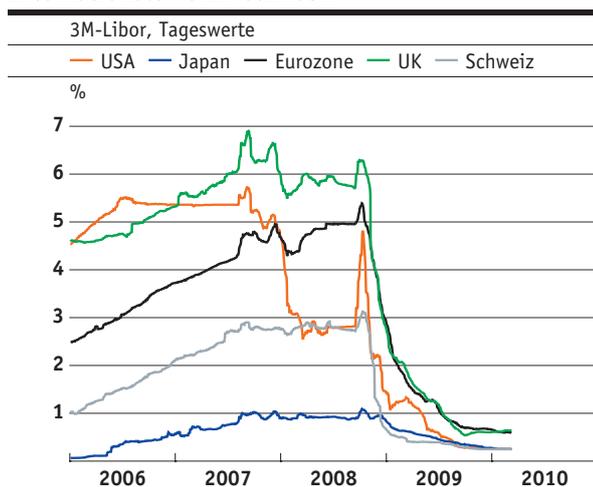
welche mit dem Ausklingen der Impulse aus den staatlichen Konjunkturprogrammen zusammenhängt. Insgesamt stehen die Umfrageresultate aber in Ein-klang mit einem nahe dem langfristigen Trend lie-genden Wirtschaftswachstum.

Tiefe Kerninflationen

Der Inflationsdruck ist weltweit gering ge-blieben. Die an den Konsumentenpreisen gemese-ne Jahreststeuerung der Industrieländer legte in den letzten Monaten zwar weiter zu und kehrte – mit Ausnahme von Japan – in den positiven Bereich zurück (Grafik 1.9). Darin widerspiegeln sich aber vor allem Basiseffekte aus dem in der zweiten Jah-reshälfte 2008 registrierten Rückgang der Energie-preise.

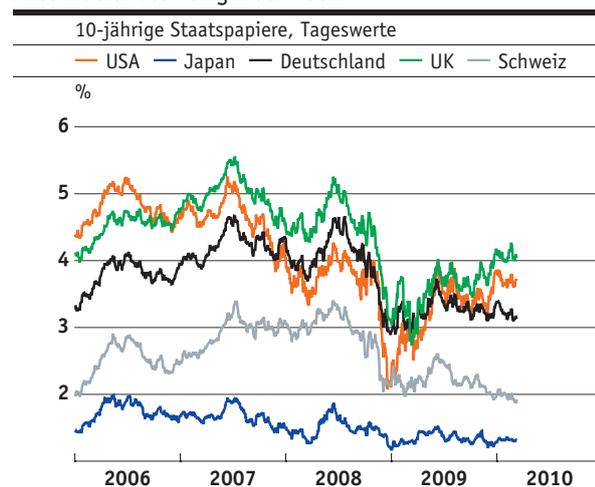
In den USA stieg die Jahreststeuerung infolge starker Basiseffekte von -0,2% im Oktober auf 2,6% im Januar. Die Kerninflation, welche die Ener-gie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, blieb nahezu unverändert und notierte im Januar bei 1,6%. In der Eurozone stieg die Jahreststeuerung im gleichen Zeitraum von -0,1% auf 1,0%, während die Kerninflation von 1,2% auf 0,9% nachgab. Anders als in den USA und in der Eurozone ver-harrte die Jahreststeuerung in Japan im negativen Bereich, wobei sie im Januar -1,3% betrug, vergli-chen mit -2,5% im Oktober. Die Kernteuerung glitt in Japan auf -1,2% ab, den tiefsten Wert seit Beginn der Datenreihe im Jahre 1971. Basiseffekte führten auch in den asiatischen Tigerstaaten und in China zu einem weiteren Anstieg der Jahresteu-erung auf durchschnittlich 1,7% bzw. 1,5%. Die

Grafik 1.7
Internationale Kurzfristzinsen



Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 1.8
Internationale Langfristzinsen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Kerninflation Chinas verliess erstmals seit über einem Jahr den negativen Bereich (0,0%).

Die für das Gesamtjahr 2009 resultierende Jahreststeuerung sank in der Eurozone auf den tiefsten Wert seit dem Start der Währungsunion (0,3%). In den USA war sie erstmals seit 1955 negativ (-0,3%), während sie in Japan nach einer dreijährigen Unterbrechung wieder in den negativen Bereich fiel (-1,4%). Die tiefe Kapazitätsauslastung und die hohe Arbeitslosigkeit dürften den Inflationsdruck in den Industrieländern auch in diesem Jahr gering halten.

Bisher keine Normalisierung der expansiven Zinspolitik

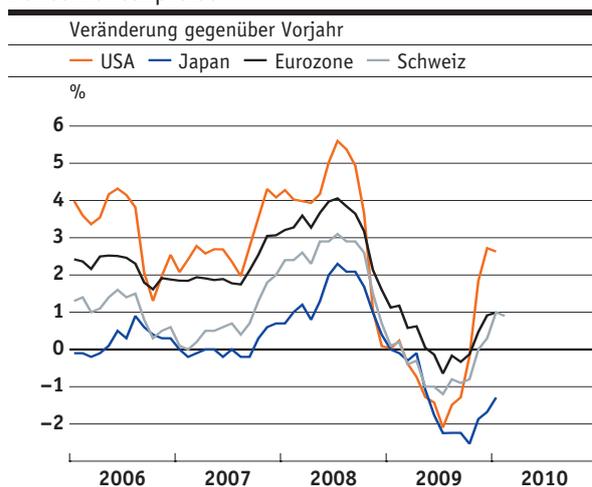
Die Zentralbanken der grössten Industrieländer haben ihre expansive Zinspolitik beibehalten (Grafik 1.10). Das Federal Reserve System belliess das Zielband für den Leitzins bei 0,0%–0,25%, erhöhte jedoch den Diskontsatz um 25 Basispunkte auf 0,75%. Es gab zudem bekannt, dass es die Käufe von hypothekenbezogenen Wertpapieren im Umfang von 1,425 Billionen USD im ersten Quartal 2010 wie vorgesehen abschliessen werde. Mit dem

Abbau der Überschussreserven von über einer Billion USD, welche die Banken beim Federal Reserve System halten, wurde noch nicht begonnen.

Angesichts des unsicheren Wachstumsausblicks und der Abschwächung des Kredit- und Geldmengenwachstums belliess auch die EZB den Hauptrefinanzierungssatz unverändert bei 1,0%. Sie unternahm jedoch erneut Schritte, die während der Krise eingeführten unkonventionellen Massnahmen abzubauen. So plant sie, die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit ab April wieder zu einem variablen Zinssatz anzubieten. Den Kauf von in Euro denominierten gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds) führte sie fort. Bis Mitte 2010 sollen diese Käufe einen Gesamtbetrag von 60 Mrd. EUR erreichen.

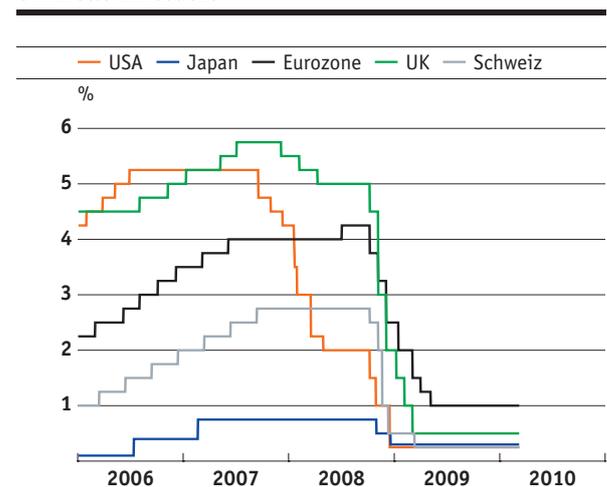
Die japanische Zentralbank belliess den Tagesgeldsatz bei 0,1%. Sie bekräftigte zudem ihre Entschlossenheit, eine Jahreststeuerung von 0% oder weniger nicht zu tolerieren. Die chinesische Zentralbank hob den Reservehaltungssatz erstmals seit 2008 wieder an. Sie reagierte damit vor allem auf die hohe Expansionsrate der Kredite.

Grafik 1.9
Konsumentenpreise



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

Grafik 1.10
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

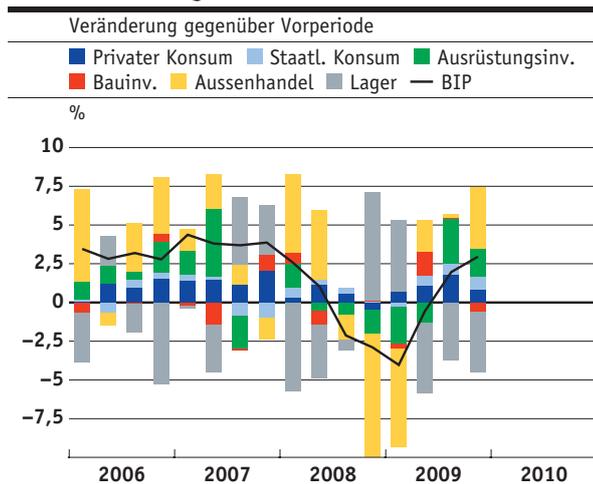
Die Schweizer Wirtschaft hat im vierten Quartal weiter an Fahrt gewonnen. Das BIP wuchs stärker als im Vorquartal, womit die Entwicklung mit jener im Euro-Raum kontrastiert, wo sich das BIP-Wachstum im vierten Quartal abgeschwächt hat.

Besser als erwartet entwickelte sich im vierten Quartal auch die Beschäftigung, so dass die Arbeitslosenquote gegenüber dem Vorquartal nur noch marginal stieg. Die Arbeitslosigkeit zeigt aber gleich wie die Outputlücke eine anhaltende Unter-

auslastung der Schweizer Wirtschaft an. Der Teuerungsdruck ist denn auch niedrig geblieben. Zwar stieg die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahresteuerrate an, doch war dies im Wesentlichen auf Basiseffekte zurückzuführen. Die Kerninflation verharrte praktisch unverändert auf tiefem Niveau.

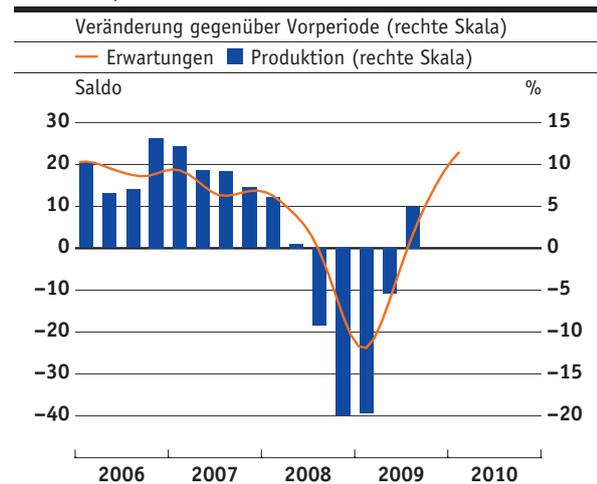
Die Erholung dürfte sich in der ersten Jahreshälfte 2010 fortsetzen, wenn möglicherweise auch nicht im gleichen Tempo. Die vorlaufenden Indikatoren deuteten im Januar und Februar weiterhin auf eine expandierende Wirtschaftsaktivität hin.

Grafik 2.1
Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

2.1 Bruttoinlandprodukt

Starkes Wirtschaftswachstum im vierten Quartal

Das BIP-Wachstum beschleunigte sich im vierten Quartal. Gemäss der provisorischen Schätzung des SECO stieg es um 3,0% gegenüber dem Vorquartal. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal ergibt sich damit ein Wachstum von 0,6%.

Gleichzeitig mit der Publikation der Resultate für das vierte Quartal hat das SECO die Quartalschätzungen ab 2008 revidiert. Aufgrund der revidierten Schätzungen ergibt sich für die Rezession von 2008/09 folgendes Bild. Das BIP wuchs bis zum zweiten Quartal 2008, zuletzt mit 1,0%. Darauf folgten vom dritten Quartal 2008 bis zum zweiten Quartal 2009 vier Quartale mit negativen Wachstumsraten (-2,1%, -2,9%, -4,0%, -0,6%). Seit dem dritten Quartal steigt das BIP wieder an, mit Wachstumsraten von 2,0% im dritten und nun 3,0% im vierten Quartal 2009. Für das Jahr 2009 ergibt sich damit ein Rückgang des BIP gegenüber dem Vorjahr um 1,5%.

Die Schätzungen des SECO deuten darauf hin, dass die am BIP gemessenen kumulierten Produk-

tionsverluste in der Rezession von 2008/09 2,4% betragen. Sie waren damit grösser als in den Rezessionen von 1981/82, 1992/93 und 2002/03. Die stärksten Produktionsverluste seit dem Zweiten Weltkrieg hat die Schweizer Volkswirtschaft aber in der Rezession von 1975/76 erlitten, als das BIP kumuliert um rund 10% einbrach.

Im vierten Quartal trugen mit Ausnahme der Bauinvestitionen alle Komponenten der Endnachfrage zum Wachstum des BIP bei. Wie bereits im zweiten und dritten Quartal leisteten die Lagerbewegungen einen grossen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum.

Gegliedert nach Sektoren zeigt die BIP-Schätzung des SECO wie bereits im Vorquartal ein starkes Wachstum der Wertschöpfung im Bankensektor. Auch weite Teile des übrigen Dienstleistungssektors mit Ausnahme des Tourismus und der unternehmensorientierten Dienstleistungen steigerten ihre Wertschöpfung. Demgegenüber blieb die Entwicklung in der Industrie schwach. Seit dem starken Rückgang, der bis zum dritten Quartal 2009 dauerte, hat die Wertschöpfung der Industrie auf tiefem Niveau stagniert.

Reales BIP und Komponenten

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2006	2007	2008	2009	2008				2009			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	1,6	2,4	1,7	1,2	0,6	1,9	1,0	-0,7	1,1	1,8	3,1	1,4
Staatlicher Konsum	0,3	0,5	-0,1	2,5	6,0	3,0	3,6	0,6	-2,2	5,9	6,2	7,1
Anlageinvestitionen	4,7	5,2	0,4	-3,7	10,6	-6,5	-3,8	-7,4	-13,3	0,5	14,3	5,9
Bau	-1,4	-2,3	0,9	1,3	8,1	-9,5	-0,3	0,6	-3,4	17,1	1,3	-6,0
Ausrüstungen	10,1	11,1	0,1	-7,5	12,4	-4,3	-6,3	-13,0	-20,6	-11,7	26,8	16,5
Inländische Endnachfrage	2,1	2,8	1,1	0,2	3,5	-0,0	0,2	-2,2	-2,8	2,0	5,9	3,1
Inlandnachfrage	1,4	1,3	0,4	1,7	-5,6	-0,3	-3,5	7,1	5,9	-3,4	0,4	0,2
Exporte total	10,3	9,5	2,9	-10,0	6,4	16,2	-4,1	-27,4	-19,3	-7,8	13,8	6,4
Güter	11,1	8,4	2,6	-11,8	9,2	16,7	-3,7	-34,5	-22,8	-5,6	17,3	9,7
ohne Wertsachen ¹	11,2	8,3	2,1	-11,0	3,4	23,2	-9,6	-33,2	-20,5	-4,0	13,7	13,5
Dienstleistungen	8,4	12,5	3,4	-5,7	-0,2	15,0	-5,1	-7,4	-10,4	-12,6	6,1	-0,9
Gesamtnachfrage	4,5	4,3	1,4	-2,9	-1,1	5,9	-3,7	-7,9	-4,0	-5,0	5,0	2,4
Importe total	6,5	6,0	0,4	-5,9	-8,8	17,4	-7,1	-18,1	-4,1	-14,5	12,3	1,2
Güter	7,8	5,1	-0,5	-8,5	-9,8	22,4	-10,3	-26,6	-1,1	-20,8	15,1	-0,3
ohne Wertsachen ¹	7,4	6,7	-1,0	-8,2	-9,7	20,1	-10,4	-23,3	-4,3	-20,1	17,2	-0,8
Dienstleistungen	0,6	10,3	4,8	5,9	-4,2	-3,6	9,4	31,6	-14,6	16,9	2,0	7,6
BIP	3,6	3,6	1,8	-1,5	2,6	1,0	-2,1	-2,9	-4,0	-0,6	2,0	3,0

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

2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

Fortgesetzte Erholung der Exporte

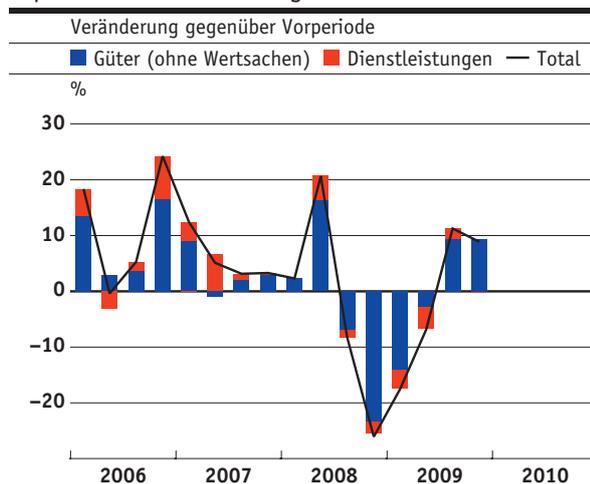
Gestützt durch die anziehende Auslandnachfrage haben sich die Exporte der Schweiz im vierten Quartal weiter erholt. Allerdings wuchsen nur die Warenexporte, während die Exporte von Dienstleistungen stagnierten. Insgesamt stiegen die Exporte von Waren und Dienstleistungen (ohne Wertsachen) um 8,9%. Dennoch blieb das Exportvolumen weiter deutlich hinter dem vor der Rezession erreichten Niveau zurück.

Die anhaltend hohe Dynamik der Warenexporte gewann im vierten Quartal an Breite. Getrieben durch eine kräftige Expansion im Bereich der Transportgüter stiegen die Exporte von Investitionsgütern erstmals seit Ausbruch der Krise wieder an. Daneben entwickelten sich die Exporte von Pharmazeutika weiterhin sehr dynamisch. Sie leisteten aufgrund des grossen Gewichts von inzwischen einem Drittel einen markanten Wachstumsbeitrag. Aber auch bei den Exporten von Rohstoffen und Halbfabrikaten setzte sich der Aufwärtstrend fort. Gegliedert nach Absatzmärkten war das Wachstum im vierten Quartal breiter abgestützt als noch im Vorquartal. Neben den asiatischen Volkswirtschaften trugen auch Westeuropa und die USA substantiell zum Anstieg der Nachfrage bei.

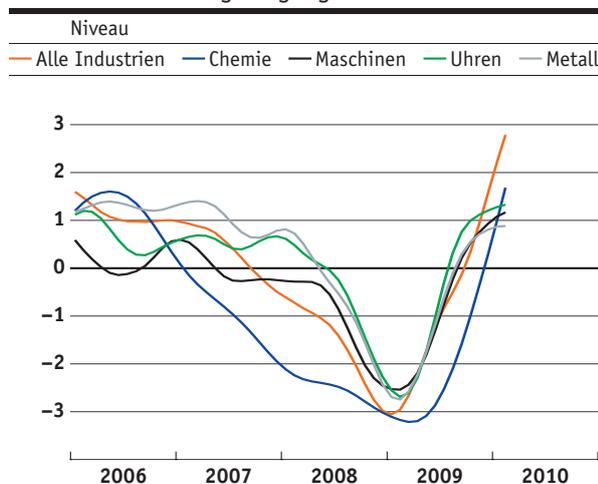
Die Erholung der Dienstleistungsexporte hat sich im vierten Quartal nicht weiter fortgesetzt. Zwar erhöhten sich die Einnahmen aus dem Privatversicherungsgeschäft und dem Transithandel leicht, und die Tourismusexporte erholten sich im Einklang mit der weiter zunehmenden Anzahl Logiernächte ausländischer Gäste sogar spürbar. Das Kommissionsgeschäft der Banken mit ausländischen Kunden blieb jedoch schwach, so dass die Dienstleistungsexporte insgesamt leicht zurückgingen.

Gemäss KOF/ETH haben sich die Auftragswartungen der Industrie klar verbessert. Die Erholung der Exporte wird sich damit wahrscheinlich fortsetzen. Allerdings dürfte der Aufschwung angesichts der sich erneut verschlechternden preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exporte etwas an Fahrt verlieren. So hat sich das Wachstum der Warenexporte auf Monatsbasis bis zum Januar etwas verlangsamt.

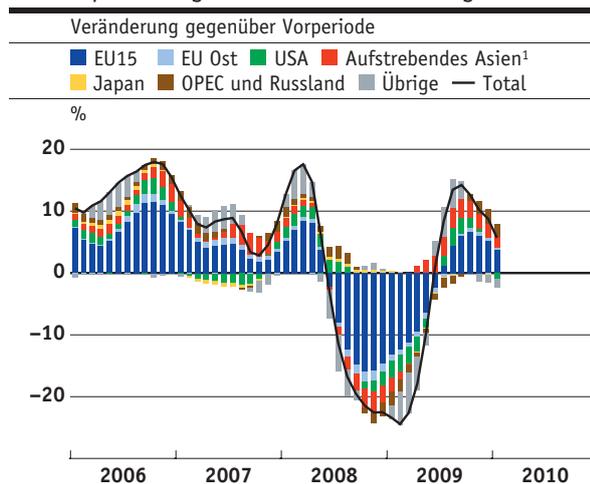
Grafik 2.3
Exporte: Wachstumsbeiträge



Grafik 2.4
Erwartete Bestellungseingänge



Grafik 2.5
Güterexporte: Regionale Wachstumsbeiträge



Grafik 2.3:
Quelle: SECO

Grafik 2.4:
Quelle: KOF/ETH

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

Rückgang der Bauinvestitionen auf hohem Niveau

Anders als in vielen anderen Ländern blieb die Bautätigkeit das ganze Jahr 2009 über hoch und stützte damit das BIP-Wachstum. Im vierten Quartal gingen die Bauinvestitionen nun zwar gegenüber dem Vorquartal etwas zurück, doch lagen sie weiterhin über dem Vorjahresstand. Die Hypothekenzinsen verharrten auf sehr tiefem Niveau und die nur leicht angestiegenen Baukosten boten beinahe unverändert gute Bedingungen für Investitionen in den Wohnbau. Aber auch der Tiefbau blieb im Jahr 2009 robust und profitierte dabei vor allem von den konjunkturstützenden Massnahmen des Bundes und der Kantone. Nur die Investitionen in den Geschäftsbau waren sehr schwach. Dies bestätigen auch die Umfragen des Schweizerischen Baumeisterverbandes, welche zeigen, dass sowohl die Auftragseingänge als auch die Bautätigkeit im Bereich des Geschäftsbaus deutlich rückläufig waren. Allerdings zeichneten sich hier im vierten Quartal Erholungstendenzen ab.

Uneinheitliches Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen

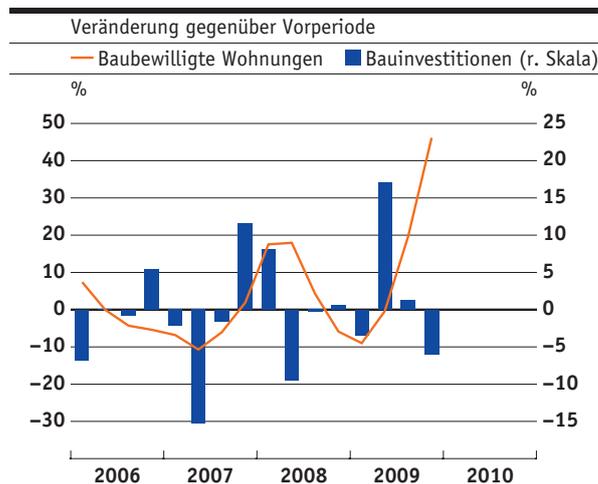
Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen schwächte sich im vierten Quartal nach dem starken Anstieg im Vorquartal etwas ab. Es zeigte sich, dass das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen auch in diesem Quartal vor allem durch eine starke Nachfrage nach importierten Telekommunikationsgeräten erklärt werden kann. Die Importe von Investitionsgütern der übrigen Kategorien waren wie auch die inländische Produktion von Investitionsgütern relativ schwach. Dies deutet darauf hin, dass die Industriefirmen ihre Investitionstätigkeit noch kaum wieder ausgeweitet haben. Dieser Eindruck wird auch von Umfrageindikatoren der KOF/ETH gestützt. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie ist im vierten Quartal nur wenig gestiegen und lag weiterhin auf einem aussergewöhnlich tiefen Niveau. Auch gab die Mehrheit der Industriefirmen an, dass ihre technischen Kapazitäten mehr als ausreichend sind, was darauf schliessen lässt, dass kaum Investitionen in Ausrüstungen in Betracht gezogen werden.

Robustes Konsumwachstum

Der private Konsum wuchs im vierten Quartal um 1,4% gegenüber dem Vorquartal und lag um 2,1% über dem Stand vor Jahresfrist. Er erwies sich damit erneut als robuste Stütze des Wirtschaftswachstums. Das Konsumwachstum war zudem breit abgestützt. So stiegen die Detailhandelsumsätze im vierten Quartal saisonbereinigt um 3%, wobei insbesondere die Nachfrage nach Nahrungsmitteln und

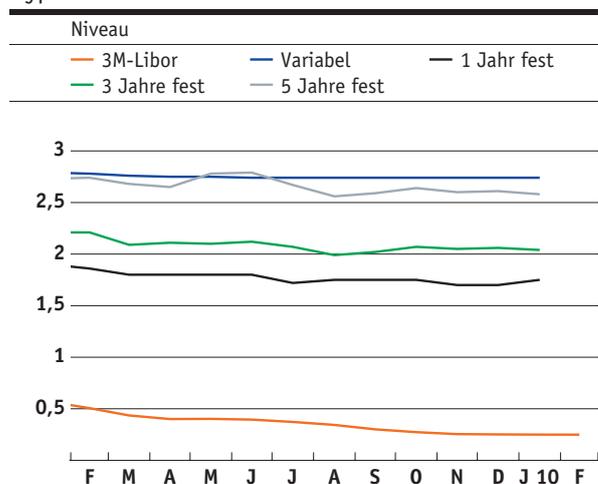
Grafik 2.6

Bau



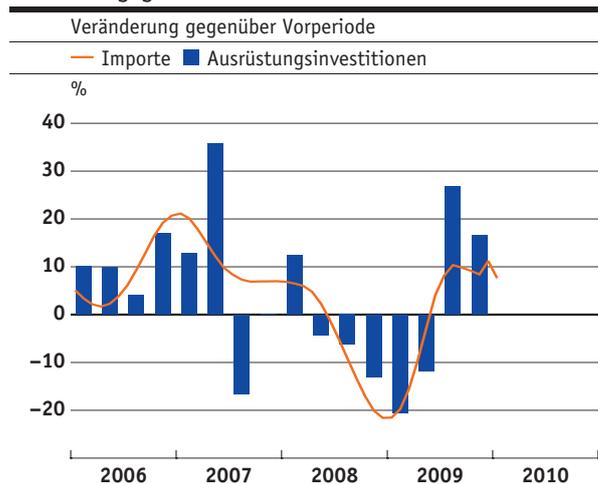
Grafik 2.7

Hypothekenzinsen und 3M-Libor



Grafik 2.8

Ausrüstungsgüter



Grafik 2.6:
Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.7:
Quelle: SNB

Grafik 2.8:
Quellen: EZV, SECO

Getränken stark war. Aber auch die Umsätze von Haushalts- und Einrichtungsgegenständen waren robust, während die Nachfrage nach Bekleidung und Schuhen schwach blieb. Die Neuzulassungen von Personenwagen nahmen im vierten Quartal zwar ebenfalls zu, für das ganze Jahr 2009 resultierte – aufgrund der tiefen Zahlen im ersten Halbjahr – jedoch ein Rückgang. Die inländische Tourismusnachfrage, ein Indikator des Dienstleistungskonsums, zeigt ein ähnliches Bild. Im vierten Quartal stieg die Zahl der Logiernächte saisonbereinigt um 2,9%. Für das ganze Jahr 2009 ergab sich dennoch ein Minus von rund 2,5%.

Verbesserte Konsumentenstimmung

Die Konsumentenstimmung hat sich in den letzten Quartalen deutlich verbessert. Der international vergleichbare, seit 2007 publizierte Index des SECO lag im Januar auf dem höchsten Stand seit dem Frühjahr 2008. Wie der nachgeführte alte Index zeigt, liegt die Konsumentenstimmung aber weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt.

Deutlich verbessert haben sich die Erwartungen über die Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftslage in den nächsten zwölf Monaten. Sie lagen zuletzt wieder auf einem ähnlich hohen Niveau wie 2007. Verbessert haben sich aber auch die Erwartungen zur Entwicklung der finanziellen Situationen und – auf sehr tiefem Niveau – zur Entwicklung der Arbeitslosigkeit.

Stagnierende Importe

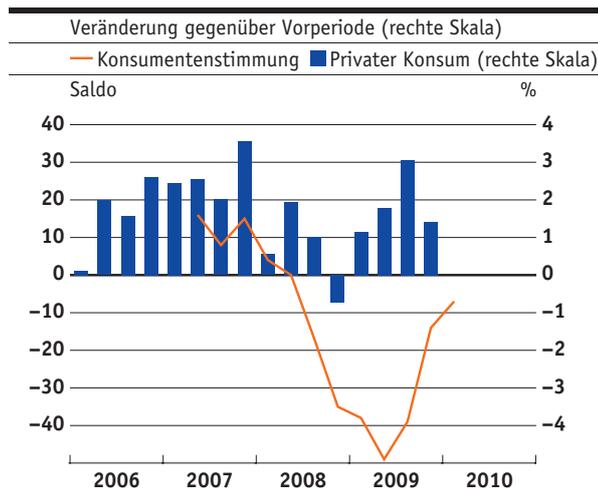
Nach dem kräftigen Zuwachs im dritten Quartal hat sich die Erholung der Importe im vierten

Quartal nicht weiter fortgesetzt. So legten die Importe von Waren und Dienstleistungen (ohne Wertsachen) lediglich um 0,9% zu, wobei die Verlangsamung des Wachstums vor allem auf die Warenimporte zurückzuführen ist, die gegenüber dem dritten Quartal leicht sanken. Die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten konnten nach dem kräftigen Zuwachs im Vorquartal keine weitere Zunahme verzeichnen. Dies trifft auch auf die Importe von Investitionsgütern zu, die aufgrund einer grösseren Lieferung von Schienenfahrzeugen im dritten Quartal stark angestiegen waren. Schliesslich war auch das Wachstum der Konsumgüterimporte gedämpft, da dem höheren Wachstum der Pharmaimporte eine Verlangsamung der Importe in den anderen Konsumgüterkategorien gegenüberstand.

Die Dienstleistungsimporte verzeichneten im vierten Quartal eine moderate Zunahme. Die Entwicklung wurde durch einen starken Anstieg der traditionell von grossen Schwankungen geprägten Ausgaben für Lizenzen und Patente getrieben. Dagegen verharrten die Importe von Transportdienstleistungen trotz des sich wieder belebenden Warenhandels auf tiefem Niveau, während die als Tourismusimporte erfassten Auslandsreisen von ihrem hohen Niveau zurückglitten.

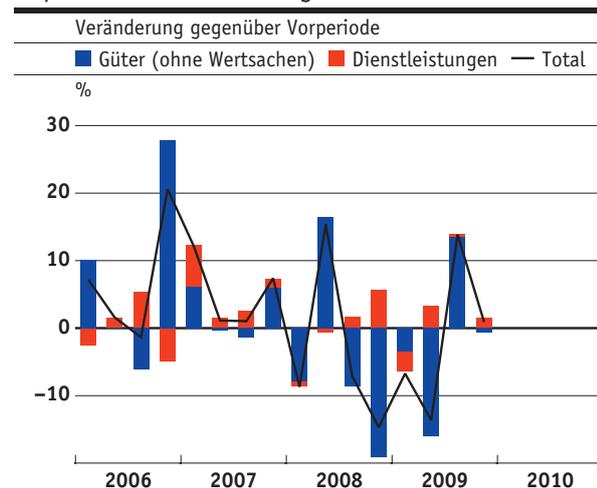
Vor dem Hintergrund der nach wie vor fragilen Situation in der Industrie hat sich die Schwäche der Importe im Januar fortgesetzt. Gemäss der Industrieumfrage der KOF hellten sich die Erwartungen bezüglich des Einkaufs von Vorprodukten allerdings auf. Damit sollten auch die Warenimporte in den nächsten Monaten wieder wachsen.

Grafik 2.9
Privater Konsum



Quelle: SECO

Grafik 2.10
Importe: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

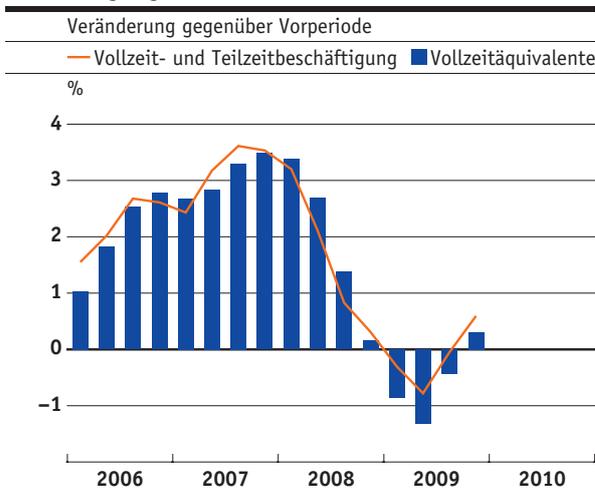
2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Leichte Zunahme der Beschäftigung ...

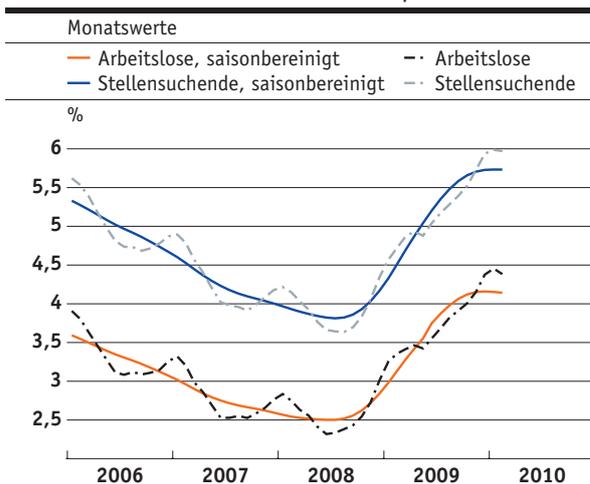
Die Beschäftigung, die während drei Quartalen gesunken war, stieg im vierten Quartal wieder an. Gemessen in Vollzeitäquivalenten stieg sie um 0,3%. Im dritten Quartal hatte sie noch um 0,4% abgenommen. Gestützt durch ein starkes Wachstum der Teilzeitarbeit wuchs die Zahl der Beschäftigten um 0,6%, nach einem Rückgang um 0,1% im Vorquartal.

Die Beschäftigung wuchs in den meisten Branchen. Ausnahmen waren die verarbeitende Industrie, der Handel sowie der Bereich Verkehr und Nachrichtenübermittlung, die alle einen Rückgang registrierten, der jedoch weniger stark ausfiel als in den Vorquartalen.

Grafik 2.11
Beschäftigung



Grafik 2.13
Arbeitslosen- und Stellensuchendenquoten



Grafik 2.11:
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

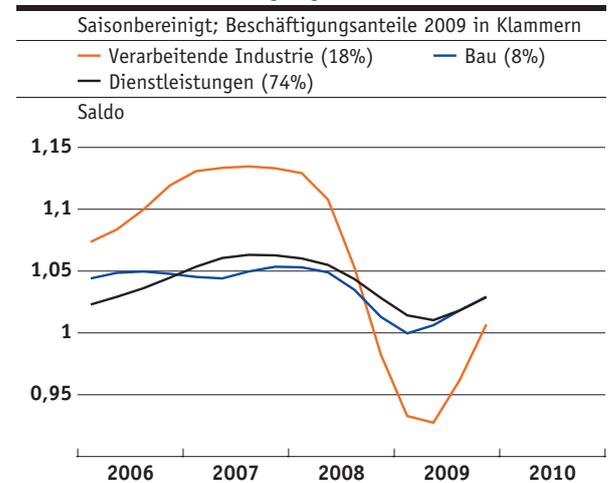
Grafik 2.13:
Bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quelle: SECO

Für das ganze Jahr 2009 ergab sich eine Zunahme der Zahl der Beschäftigten um 0,1%, während die Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten um 0,1% zurückging. Zu den Sektoren, die 2009 die stärksten Beschäftigungseinbußen erlitten, zählen die verarbeitende Industrie (-2,8%), der Bereich Handel und Reparatur von Fahrzeugen (-1,1%), das Gastgewerbe (-1,6%) und der Bereich Verkehr und Nachrichtenübermittlung (-1,3%).

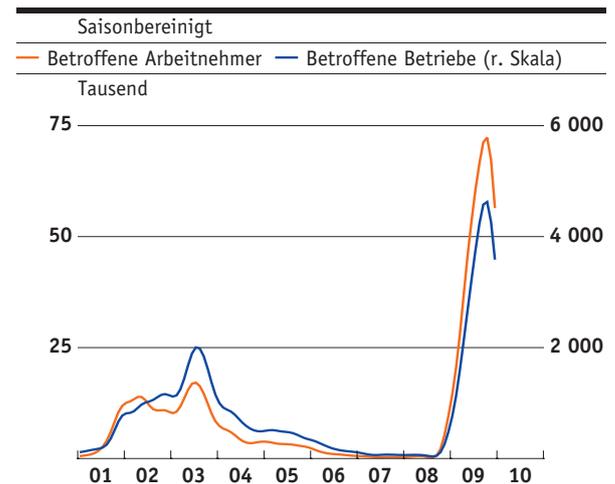
... und Verbesserung der Beschäftigungsaussichten

Die Verbesserung der Konjunkturaussichten widerspiegelt sich auch in den vorlaufenden Beschäftigungsindikatoren. Der Index der offenen Stellen wie auch der Indikator der Beschäftigungsaussichten des BFS entwickelten sich positiv. Die

Grafik 2.12
Indikator der Beschäftigungsaussichten



Grafik 2.14
Kurzarbeit



Grafik 2.12:
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 2.14:
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

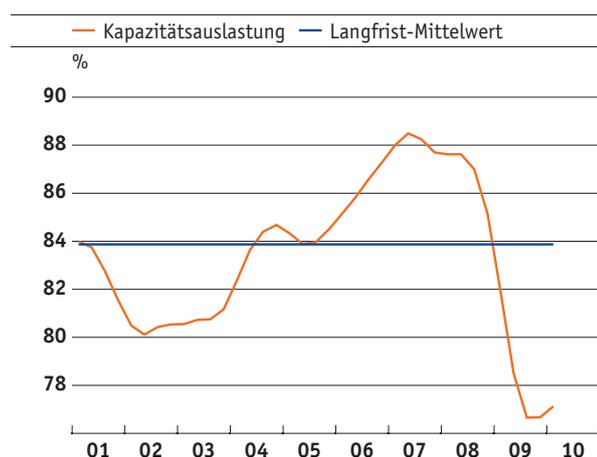
Verbesserung erstreckt sich auf praktisch alle Branchen. Die Entwicklung der vorlaufenden Indikatoren lässt für 2010 ein bescheidenes Wachstum der Beschäftigung erwarten.

Stabilisierung der Arbeitslosigkeit

Die Arbeitslosenquote betrug im Februar wie im November 4,3%. Diese Stabilität kontrastiert mit den ersten drei Quartalen des Jahres 2009, als die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen saisonbereinigt um durchschnittlich 5000 Personen pro Monat gestiegen war. Die Quote der Stellensuchenden, die neben den eingeschriebenen Arbeitslosen auch Personen einschliesst, die an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einem Zwischenverdienst nachgehen, belief sich im Februar wie bereits im November auf 5,7%.

Die offiziellen Arbeitslosenzahlen messen nur einen Teil der Unterbeschäftigung. Trotz einer bereits im vergangenen Herbst sich abzeichnenden Trendwende bewegte sich die Kurzarbeit zwischen Oktober und Dezember auf hohem Niveau. Saisonbereinigt hatten im Dezember 3500 Betriebe Kurzarbeit eingeführt. Betroffen waren davon 60 400 Personen. Die in den letzten Monaten beobachtete Stabilisierung der Arbeitslosigkeit lässt hoffen, dass sich die Entlassungen von Kurzarbeitern in Grenzen halten werden.

Grafik 2.15
Kapazitätsauslastung Industrie



Quelle: KOF/ETH

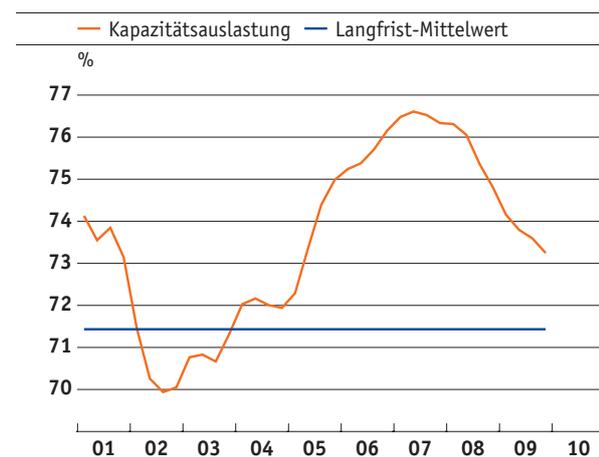
2.4 Kapazitätsauslastung

Die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage muss in der mittleren Frist im Gleichschritt mit dem gesamtwirtschaftlichen Angebot stehen, damit eine inflationäre oder deflationäre Entwicklung vermieden werden kann. Das gesamtwirtschaftliche Angebot, das durch die Verfügbarkeit von Kapital und Arbeitskräften sowie den technischen Fortschritt bestimmt wird, ist normalerweise in der kurzen Frist relativ starr. Veränderungen der Nachfrage schlagen sich deshalb in einer Veränderung der Auslastung der technischen und personellen Kapazitäten nieder. Steigt oder fällt die Auslastung während längerer Zeit über bzw. unter ihr normales Niveau, signalisiert dies einen Nachfrage- bzw. Angebotsüberschuss und entsprechend einen steigenden bzw. fallenden Inflationsdruck.

Tiefe Kapazitätsauslastung in der Industrie

Die Auslastung der Kapazitäten in der Industrie verbesserte sich laut den Umfragen der KOF auch im vierten Quartal nur wenig. Mit 77,1% lag sie nur etwa 0,4 Prozentpunkte über dem Wert des dritten Quartals und weit unter dem langjährigen Durchschnitt von 83,9%. Dies zeigt, dass der Faktor Kapital in der Industrie weiterhin stark unterausgelastet ist und sich die Anzeichen einer spürbaren Besserung noch kaum auf die Produktion ausgewirkt haben. Ganz anders stellt sich die Lage im Bausektor dar. Der Auslastungsgrad der Maschinen lag in diesem Sektor deutlich über dem langfristi-

Grafik 2.16
Kapazitätsauslastung Bau



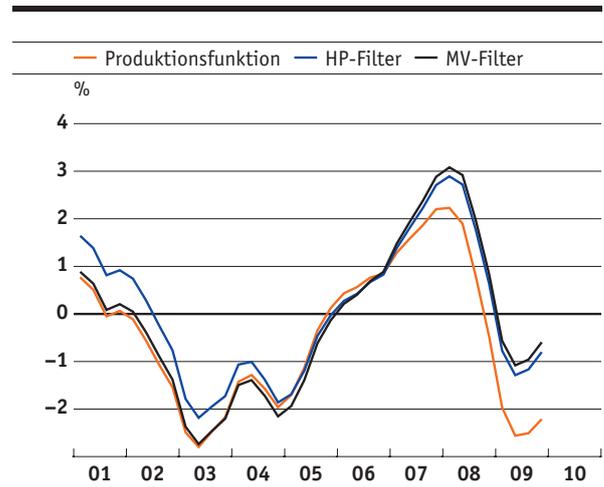
Quelle: KOF/ETH

gen Durchschnitt. Allerdings war er weiter rückläufig, was auf eine Verlangsamung der Baukonjunktur im Jahr 2010 hindeutet.

Negative Produktionslücke

Die weiterhin deutlich negative Produktionslücke ist im vierten Quartal etwas kleiner geworden. Gemäss Produktionsfunktions-Ansatz (PF) beläuft sich die Unterauslastung des Produktionspotenzials auf 2,2%, während die Schätzungen des Hodrick-Prescott-Filters (HP) und des multivariaten Filters (MV) eine moderatere, aber immer noch negative Lücke von -0,5% anzeigen. Das Potenzialwachstum, welches sich in der Rezession etwas abschwächte, ist auch im vierten Quartal noch einmal zurückgegangen. Dies ist vor allem auf die geringere Einwanderung und die tiefere Partizipationsrate zurückzuführen. Das Potenzialwachstum ist aber weiterhin positiv, etwa vergleichbar mit demjenigen der Jahre 2004 und 2005.

Grafik 2.17
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.5 Preise und Inflationserwartungen

Preisindex des Gesamtangebots durch steigende Rohstoffpreise geprägt

Zwischen November und Januar stiegen die Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) insgesamt etwas an. Höhere Preise waren vor allem für Energiegüter und in geringerem Umfang auch für Landwirtschafts- und Vorleistungsgüter zu verzeichnen. Während die Konsumgüterpreise stabil blieben, sanken allerdings die Preise von Investitionsgütern, was insbesondere auf Preisreduktionen bei importierten verarbeiteten Metallwaren zurückzuführen war. Die Preiserhöhungen betrafen somit im Wesentlichen Güter, die am Anfang der Wertschöpfungskette stehen, weshalb kurzfristig noch kein Aufwärtsdruck auf die Konsumentenpreise zu erwarten ist.

Trotz des Anstiegs zwischen November und Januar liegen die Preise des Gesamtangebots nach wie vor tiefer als vor Jahresfrist. Hatte der Rückgang im November 3,3% betragen, so belief er sich im Januar noch auf 1,3%.

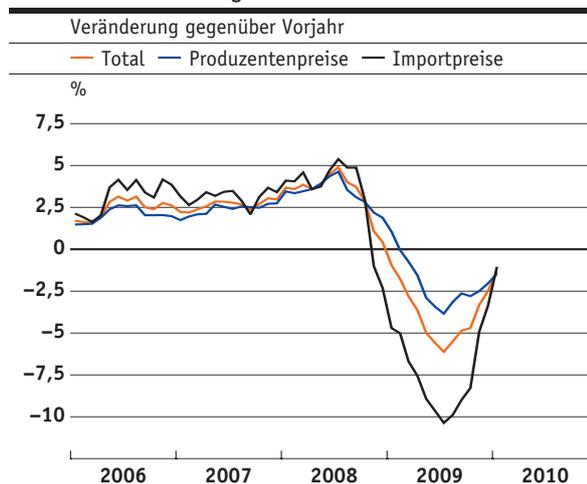
LIK-Jahresteuerrate von 0,9% im Februar

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerrate betrug im Februar 0,9%, nachdem sie sich im November auf 0,0% belaufen hatte. Für den Anstieg waren in erster Linie höhere Preise für Erdölprodukte in Verbindung mit einem positiven Basiseffekt verantwortlich. Die Preise für Erdölprodukte waren bis ins erste Quartal 2009 hinein stark gesunken und zeigen seither wieder eine Aufwärtstendenz. Schliesst man die Erdölprodukte aus, blieb die Jahresteuerrate nahezu stabil und notierte im Februar bei 0,4%.

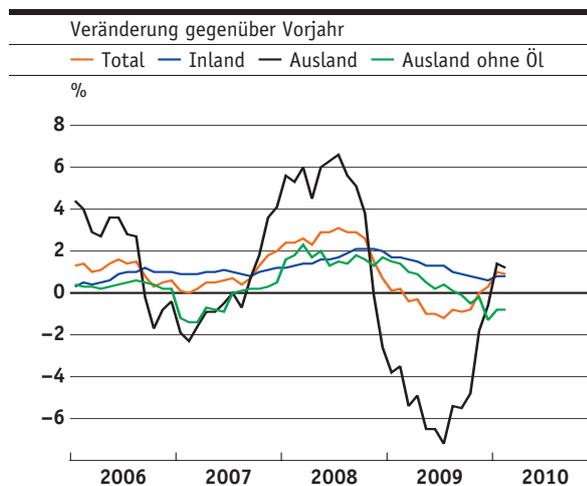
Gemessen an den Inlandgütern und -dienstleistungen des LIK stabilisierte sich die Binnenteuerung im Februar, nachdem sie zwischen dem dritten und vierten Quartal noch deutlich gesunken war. Die Stabilisierung war unter anderem auf höhere Preise für Elektrizität sowie Restaurant- und Hoteldienstleistungen zurückzuführen. Demgegenüber war die Mietsteigerung im Februar mit 1,2% (Vorjahresvergleich) etwas geringer als in den Vormonaten.

Die Auslandsgüter und -dienstleistungen des LIK wiesen im Januar erstmals seit Oktober 2008 wieder eine positive Jahresteuerrate auf (1,4%). Im Februar verringerte sich die importierte Teuerung aufgrund tieferer Preise für Heizöl und Treibstoffe auf 1,2%. Ohne Erdölprodukte lag die entsprechen-

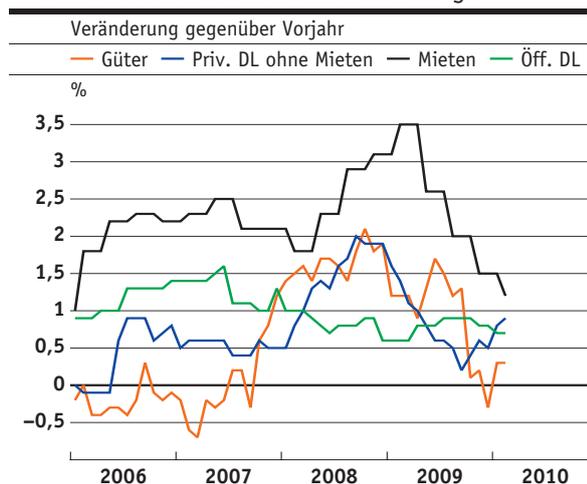
Grafik 2.18
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.19
LIK: In- und ausländische Güter



Grafik 2.20
LIK: Inländische Güter und Dienstleistungen



Grafik 2.18:
Quelle: BFS

Grafiken 2.19 und 2.20:
Quellen: BFS, SNB

de Teuerung jedoch nach wie vor im negativen Bereich (-0,8%), wozu hauptsächlich die gesunkenen Preise für Gas und Elektronikartikel beitrugen.

Stabile Kernteuerung

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristigen Schwankungen, welche die Sicht auf die allgemeine Grundteuerung verstellen können. Aus diesem Grund werden sogenannte Kernteuerungsraten berechnet, die die Grundtendenz der Preisentwicklung abbilden sollen. Die SNB berechnet zwei Messgrößen der Kernteuerung (Grafik

2.21): Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat je 15% der Güterpreise mit den höchsten und den tiefsten Jahresänderungsraten aus dem LIK ausgeschlossen, während bei der breiter angelegten Dynamic Factor Inflation (DFI) eine Vielzahl von Preisen, realwirtschaftlichen Daten, Finanzmarktindikatoren und monetären Variablen herangezogen wird, um die Grundteuerung zu berechnen. Die beiden Kerninflationen des BFS wiederum schliessen in jeder Periode die gleichen preisvolatilen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.22). Bei der Kerninflation 1 (BFS1) sind dies Nahrungs-

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

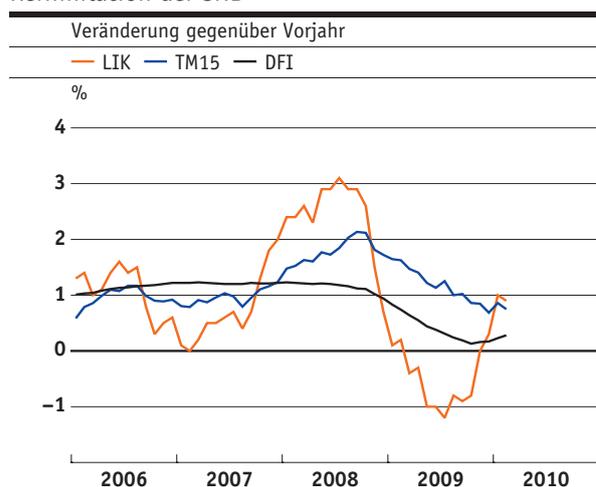
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2008		2008		2009		2010	
		2. Q.	3. Q.	4. Q.	November	Dezember	Januar	Februar
LIK total	-0,5	-0,7	-1,0	-0,2	0,0	0,3	1,0	0,9
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,2	1,4	1,1	0,7	0,7	0,6	0,8	0,8
Güter	1,0	1,3	1,3	0,0	0,2	-0,3	0,3	0,3
Dienstleistungen	1,3	1,4	1,0	0,9	0,9	0,8	1,0	0,9
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,8	0,8	0,5	0,5	0,6	0,5	0,8	0,9
Mieten	2,5	2,9	2,2	1,6	1,5	1,5	1,5	1,2
öffentliche Dienstleistungen	0,8	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Ausländische Güter und Dienstleistungen	-4,7	-6,0	-6,0	-2,4	-1,8	-0,6	1,4	1,2
ohne Erdölprodukte	0,3	0,6	0,1	-0,7	-0,2	-1,3	-0,8	-0,8
Erdölprodukte	-25,9	-32,1	-30,5	-10,9	-8,8	3,4	15,7	13,4

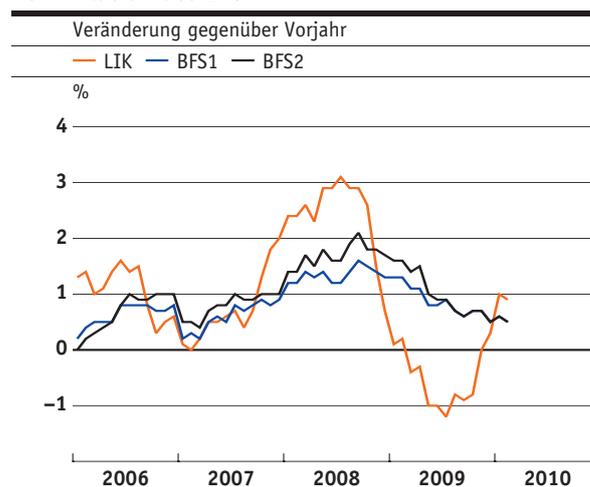
Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.21
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.22
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

mittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe, während bei der Kerninflation 2 (BFS2) zusätzlich auch die Produkte mit administrativen Preisen ausgeschlossen werden.

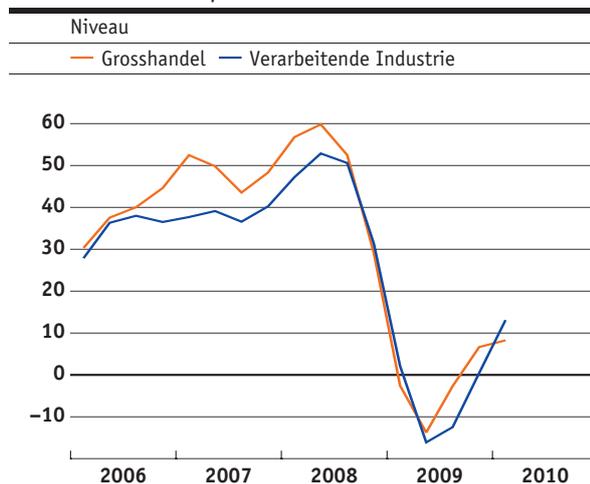
Die verschiedenen Kernteuerungsraten veränderten sich zwischen November und Februar nur wenig und beliefen sich im Februar – mit Ausnahme der DFI – auf 0,5% bis 1,0%. Die DFI erreichte im Oktober ihren Tiefpunkt (0,1%) und ist seither leicht auf 0,3% im Februar gestiegen. Gemäss der DFI haben die Deflationsrisiken also etwas abgenommen.

Tiefe Inflationserwartungen

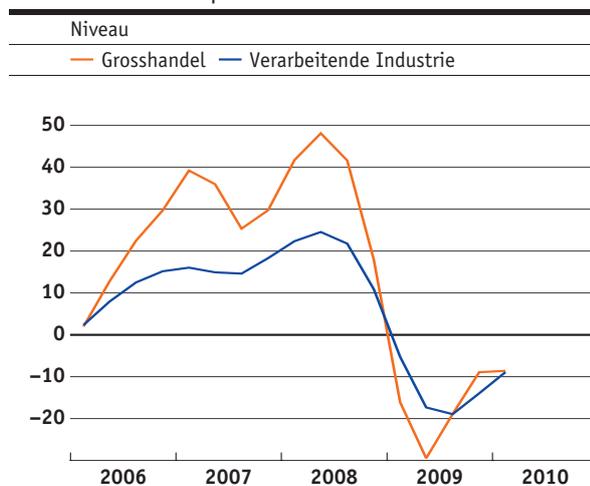
Zu den Inflationserwartungen der Unternehmen und Haushalte geben verschiedene Umfragen Auskunft. Bei der Quartalsumfrage der KOF/ETH und beim PMI werden dazu leitende Mitarbeiter in der Schweiz tätiger Unternehmen befragt. Die Ergebnisse zeigen entsprechend die von den Unternehmen für die kommenden drei Monate erwartete Entwicklung der Einkaufs- und Verkaufspreise. Nachdem die Preiserwartungen während mehrerer Quartale klar nach unten gezeigt hatten, erwarteten zuletzt sowohl der Grosshandel als auch die verarbeitende Industrie überwiegend steigende Einkaufspreise (Grafik 2.23). Ein ähnliches Bild zeichnet auch die Komponente «Einkaufspreise» des monatlich erhobenen PMI. Diese hat sich seit dem im Februar 2009 erreichten Tiefstand wieder kräftig erholt und lag im Februar bereits wieder über dem Niveau ihres langfristigen Durchschnitts. Bei der Frage nach den erwarteten Verkaufspreisen zeigt sich in der KOF-Umfrage zwar eine ähnliche Gewichtsverschiebung wie bei den Einkaufspreisen, doch rechneten zuletzt nach wie vor etwas mehr Unternehmen mit einem Rückgang als mit einem Anstieg (Grafik 2.24).

Die einmal pro Quartal durchgeführte Haushaltsumfrage des SECO misst die für die kommenden zwölf Monate erwartete Preisentwicklung aus Sicht der Konsumenten. Die im Januar veröffentlichten Resultate deuten gegenüber der letzten Umfrage auf weitgehend unveränderte Inflationserwartungen hin (Grafik 2.25). Über die letzten vier Quartale hinweg betrachtet nahm der Anteil der befragten Haushalte, die sinkende Preise erwarten, deutlich ab. Gleichzeitig resultierte eine Zunahme bei den Befragten, die moderate Preiserhöhungen erwarten. Die Anteile der Befragten, die entweder mit stabilen oder mit stark steigenden Preisen rechnen, veränderten sich kaum. Fast die Hälfte der Befragten erwartete stabile Preise, während nur sehr wenige mit stark steigenden Preisen rechneten. Somit bleiben die Inflationserwartungen für das kommende Jahr auch auf der Stufe der Konsumentenpreise sehr moderat.

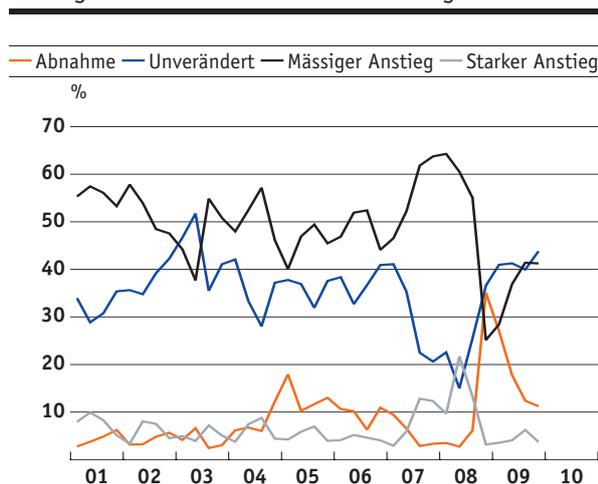
Grafik 2.23
Erwartete Einkaufspreise



Grafik 2.24
Erwartete Verkaufspreise



Grafik 2.25
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafiken 2.23 und 2.24:
Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.25:
Quellen: SECO, SNB

2.6 Realwirtschaftliche Aussichten

Moderater Konjunkturaufschwung

Die SNB rechnet für das Jahr 2010 mit einem Anstieg des BIP der Schweiz von rund 1,5%, im Vergleich zu einem Rückgang von 1,5% im Jahr 2009. Bei zwar abgeschwächtem, aber weiterhin positivem Potenzialwachstum reicht der erwartete BIP-Zuwachs nicht aus, um die geschätzte gesamtwirtschaftliche Produktionslücke bis Ende 2010 zu schliessen.

Das Wachstum des BIP dürfte im Jahr 2010 vor allem durch die Inlandnachfrage gestützt werden. Aufgrund der schleppenden Erholung in vielen wichtigen europäischen Ländern sowie der Höherbewertung des Frankens an den Devisenmärkten wird der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte wahrscheinlich gering ausfallen.

Die Risiken nach oben und unten sind gegenwärtig recht ausgeglichen. Einerseits könnte sich der Welthandel rascher erholen und den Schweizer Exporten damit unter die Arme greifen. Andererseits ist nicht auszuschliessen, dass das Wirtschaftswachstum nach dem Auslaufen der staatlichen Konjunkturprogramme erneut ins Stottern gerät. Auch ein unerwartet starker Anstieg der Rohstoffpreise oder eine übermässige Aufwertung des Frankens könnte die erwartete Erholung beeinträchtigen.

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

Zusammenfassung der Geldpolitik seit der Lagebeurteilung vom Dezember

An der Lagebeurteilung vom Dezember beliess die SNB das Zielband für den 3M-Libor bei 0%–0,75%, wobei sie nach wie vor einen 3M-Libor von 0,25% anstrebte. Zudem bekräftigte sie ihre Absicht, der Wirtschaft auch weiterhin grosszügig Liquidität zur Verfügung zu stellen, gab aber bekannt, dass sie den Kauf von Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner einstellen werde. Ausserdem bekräftigte sie ihren Willen, einer übermässigen Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro entgegenzuwirken.

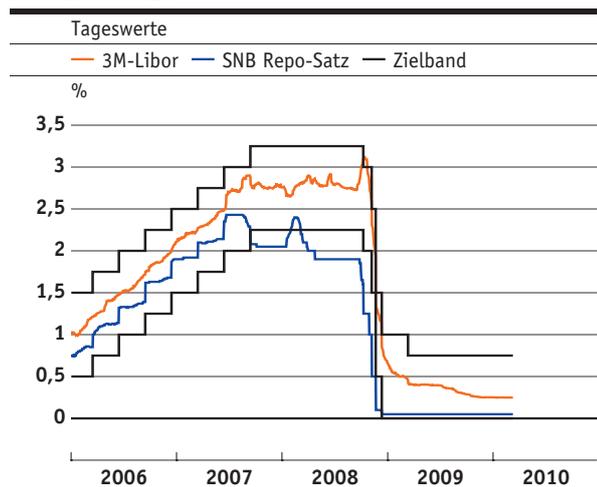
Die kurzfristigen Geldmärkte erholten sich, so dass eine Reihe von weiteren Massnahmen zur Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet wurde. Im Januar 2010 bestätigte die SNB in Absprache mit anderen Zentralbanken, dass sie die befristeten gegenseitigen Swap-Abkommen (Swap-Limiten) mit dem Federal Reserve System per 1. Februar 2010 auslaufen lasse. Die Swap-Limiten hatten den Zweck, der weltweit angespannten Lage an den US-Dollar-Geldmärkten entgegenzuwirken. Aufgrund der im vergangenen Jahr erreichten Entspannung konnte auf eine Weiterführung der Swap-Abkommen verzichtet werden. Die Zentralbanken werden bei Bedarf weiterhin zusammenarbeiten. In Überein-

stimmung mit dem Federal Reserve System, der Europäischen Zentralbank, der Bank of England und der Bank of Japan stellte die SNB ihre US-Dollar-Repoauktionen mit Wirkung ab 31. Januar 2010 ein. Ausserdem gab sie zusammen mit der Europäischen Zentralbank, der Narodowy Bank Polski und der Magyar Nemzeti Bank bekannt, dass sie ihre EUR/CHF-Devisenswaps einstelle. Grund dafür war, dass sich die Bedingungen am Frankengeldmarkt verbessert hatten. Die letzte derartige Devisenswap-Operation wurde am 25. Januar 2010 durchgeführt. Banken mit Sitz in der Schweiz oder im Ausland haben aber über das Franken-Repocystem und den Interbankenmarkt weiterhin Zugang zu Liquidität in Schweizer Franken.

Wie in den Quartalen zuvor emittierte die SNB weiterhin wöchentlich SNB Bills in Schweizer Franken, um gezielt Frankenliquidität abzuschöpfen. In den letzten Quartalen wurden ausschliesslich SNB Bills mit einer Laufzeit von sieben Tagen platziert. Im Schnitt schöpfte die SNB im Dezember und Januar 13,9 Mrd. Franken mittels SNB-Bills-Auktionen ab, wobei sich die Gebote auf 15,3 Mrd. Franken beliefen. Die durchschnittliche marginale Rendite pro Auktion lag bei 0,026%.

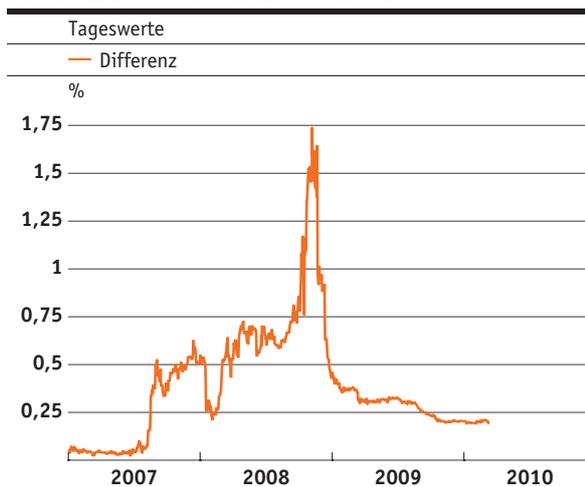
Ausserdem gab die SNB weiterhin eigene Schuldverschreibungen in US Dollar (SNB USD Bills) aus. Diese Emissionen erfolgten alle zwei Wochen; die Laufzeiten betragen jeweils 28, 84 und 168 Tage. Das ausstehende Volumen belief sich Mitte März auf rund 17 Mrd. US-Dollar. Im vierten Quartal 2009 weitete sich der Renditeaufschlag dieser Papiere gegenüber den entsprechenden amerikani-

Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.2
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Quellen: Bloomberg, Reuters

schen Staatsanleihen insbesondere in den längeren Laufzeiten leicht aus. Seit der Lagebeurteilung vom Dezember blieb er allerdings praktisch unverändert.

Ruhige Geldmärkte

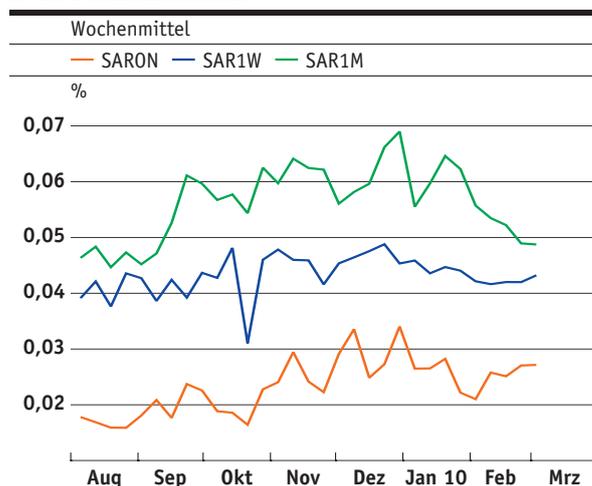
Die Zinsen am unbesicherten Schweizerfranken-Geldmarkt verzeichneten in den letzten drei Monaten keine grossen Schwankungen. Von Mitte Dezember bis Mitte März bewegte sich der 3M-Libor in der Nähe des von der SNB angestrebten Niveaus von 0,25% (Grafik 3.1). Die Risikoprämien an den Geldmärkten blieben in der Berichtsperiode stabil, wie die weitgehend unveränderte Differenz zwischen dem 3M-Libor und dem entsprechenden Overnight Index Swap (OIS) von rund 0,20% belegt. Grafik 3.2 illustriert, dass sich der Spread zwar nach wie vor leicht über den vor der Krise üblichen Niveaus bewegt, jedoch deutlich unter dem nach dem Konkurs von Lehman Brothers erreichten Rekordhoch von 1,74% liegt.

Die Zinsen am besicherten Franken-Interbankengeldmarkt verzeichneten in den letzten drei Monaten ebenfalls kaum Bewegungen, was auf die nach wie vor grosszügige Liquiditätsversorgung seitens der SNB zurückzuführen ist. Im August 2009 lancierten die SNB und die SIX Swiss Exchange AG gemeinsam neue Franken-Referenzzinssätze, die auf dem besicherten Geldmarkt basieren. Grafik 3.3 zeigt die Entwicklungen dieser Swiss Reference Rates verschiedener Laufzeiten seit ihrer Einführung. Der Tagesgeldsatz dieser Referenzgruppe, Swiss Average Overnight Rate (SARON), schwankte in der Berichtsperiode um einen Wert von rund 0,03%, während der einwöchige Marktzins, SAR1W, bei der Marke von knapp 5 Basispunkten und damit im Bereich des Einwochen-Reposatzes der SNB lag.

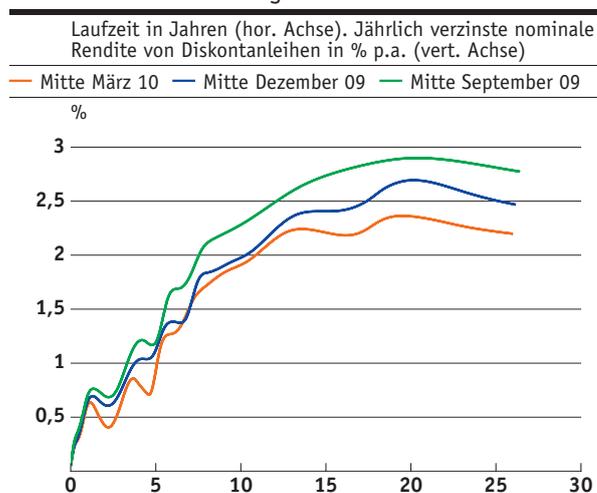
Relativ steile Zinskurve historisch betrachtet ...

Die Rendite der zehnjährigen Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft gab zwischen Mitte Dezember und Mitte März leicht nach und lag Mitte März bei 1,8%. Da sich die kurzfristigen Zinsen kaum bewegten, verringerte sich die Differenz zwischen dem lang- und dem kurzfristigen Zins (Term Spread) in den letzten drei Monaten ein wenig. Der in Grafik 3.6 abgebildete Term Spread, der als Differenz zwischen der Rendite einer zehnjährigen Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft und dem 3M-Libor definiert ist, dient als summarischer Indikator für den Steigungsgrad der Zinskurve. Zu Beginn des letzten Jahres setzte eine

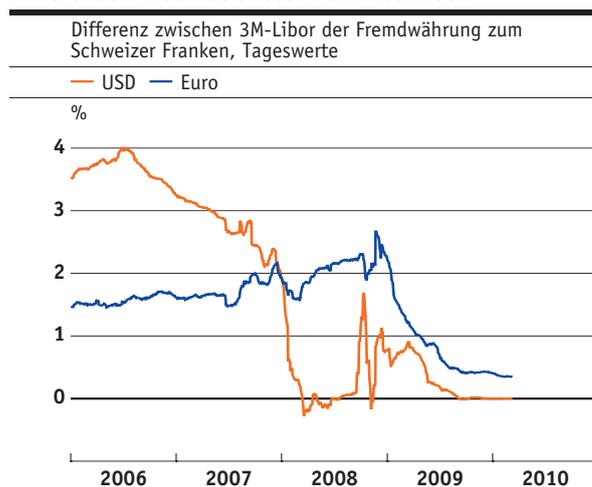
Grafik 3.3
Swiss Reference Rates



Grafik 3.4
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.5
Differenzen internationaler Kurzfristzinsen



Grafik 3.3:
Quelle: SIX Swiss Exchange AG

Grafik 3.4:
Quelle: SNB

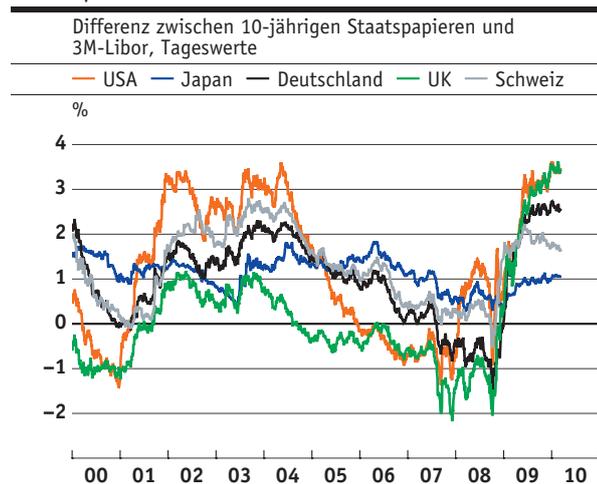
Grafik 3.5:
Quellen: Reuters, SNB

Erholung von den in der Krise erreichten Tiefstwerten ein. Mitte März befand sich der Spread mit rund 1,5 Prozentpunkten auf einem im historischen Vergleich immer noch hohen Niveau, was die expansive Geldpolitik widerspiegelt.

... aber eine im internationalen Vergleich bescheidene Steigung

Auch international verzeichneten die kurzfristigen Zinssätze kaum Änderungen, so dass auch die Zinsspannen der kurzfristigen Zinsen zwischen der Schweiz und dem Euro- und Dollarraum praktisch unverändert blieben (Grafik 3.5). Anders als in der Schweiz stiegen die Renditen der langfristigen Staatsanleihen in einigen Ländern wohl aufgrund fiskalischer Bedenken an. So weitete sich die Zinsdifferenz zwischen Staatsanleihen zahlreicher Länder und schweizerischen Staatspapieren aus. Die Term Spreads (die Differenz zwischen dem lang- und dem kurzfristigen Zins) im Ausland stiegen somit in den letzten drei Monaten tendenziell an (Grafik 3.6). In den USA betrug der Term Spread Mitte März rund 3,5 Prozentpunkte und lag damit so hoch wie seit dem Jahr 2004 nicht mehr.

Grafik 3.6
Term Spreads



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

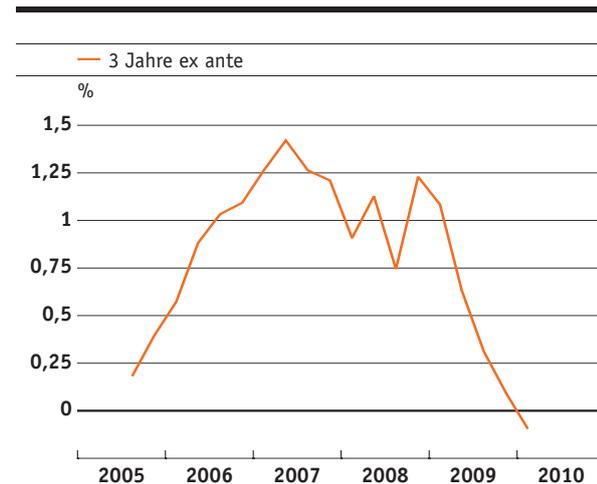
Weiterer Rückgang der Renditen von Unternehmensanleihen

Analog zu den Entwicklungen an den internationalen Märkten gingen auch die Renditen der Unternehmensanleihen in Schweizer Franken in der Berichtsperiode weiter zurück, da alle Rating-Kategorien von besseren Kreditvergabebedingungen und Unternehmensergebnissen profitierten. Allerdings befand sich Mitte März der Spread zwischen Unternehmensanleihen geringerer und jener hoher Bonität nach wie vor über den vor der Krise im Sommer 2007 verzeichneten Niveau.

Weiterhin niedrige Realzinsen

Der Realzins ist eine wichtige Bestimmungsgrösse für das Spar- und Investitionsverhalten der Haushalte und Unternehmen und damit von zentraler Bedeutung für die zukünftige Entwicklung der Konjunktur. Grafik 3.7 zeigt den dreijährigen Realzins, der als Differenz zwischen dem dreijährigen Nominalzins und dem über den gleichen Zeitraum erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert ist, wobei die Inflationserwartungen unter Verwendung des Durchschnitts der unbedingten Prognosen verschiedener SNB-Modelle approximiert werden. Da sich die nominalen Zinsen mit Laufzeiten von drei Jahren leicht nach unten und die Inflationsprognosen ein wenig nach oben bewegten, hat sich der dreijährige Realzins im ersten Quartal 2010 weiter auf $-0,1\%$ reduziert. Das Realzinsniveau ist im historischen Vergleich nach wie vor sehr tief und wirkt stimulierend auf die Wirtschaft.

Grafik 3.7
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

3.2 Wechselkurse

Stärkerer US-Dollar

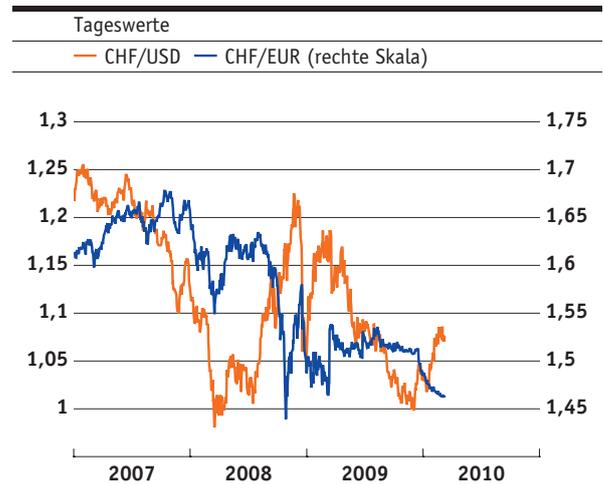
Seit der Lagebeurteilung Mitte Dezember 2009 stehen die Devisenmärkte im Zeichen einer Höherbewertung des US-Dollar. Am deutlichsten legte der Dollar gegenüber dem Euro zu. Von Mitte Dezember bis Mitte März betrug die Aufwertung 8,0%. Diese Bewegung steht im Gegensatz zur vorangegangenen Dollarschwäche, die von Mitte März 2009 bis Dezember 2009 dauerte.

Auch der Schweizer Franken verlor gegenüber dem US-Dollar an Wert. Mitte März lag der Franken gegenüber dem Dollar um 4,7% unter dem Wert von Mitte Dezember, aber praktisch unverändert bei seinem Durchschnittswert für 2009. Im Vergleich hierzu entwickelte sich der CHF/EUR-Kurs kontinuierlicher. Zwischen Mitte Dezember und Mitte März legte der Franken gegenüber dem Euro 3,3% zu, gegenüber dem Durchschnittswert für 2009 betrug der Anstieg 3,2%. Die jüngsten Kursbewegungen des Frankens gegenüber dem Euro müssen allerdings im Rahmen der seit Mitte März 2009 vorgenommenen unkonventionellen Massnahmen der SNB gesehen werden, welche einem weiteren Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro entgegenwirken sollten.

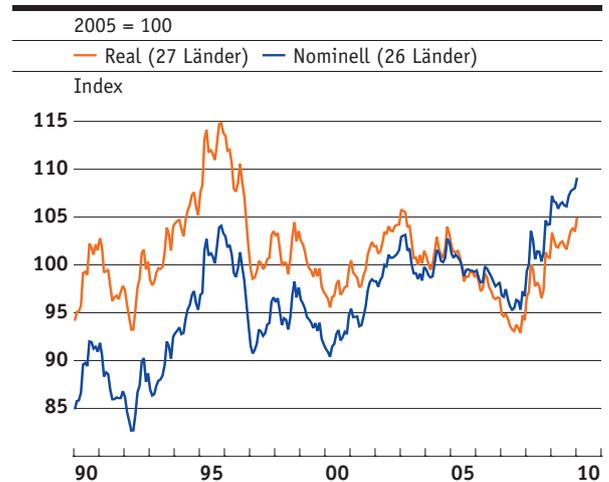
Effektive nominale Aufwertung des Frankens während der Krise

Der handelsgewichtete nominale Aussenwert des Schweizer Frankens lag im Januar 2010 2% über seinem Durchschnittswert des Jahres 2009 und notierte 12% über dem vor der Krise im August 2007 verzeichneten Niveau (Grafik 3.9). Diese Aussage trifft mehr oder weniger auch auf den handelsgewichteten realen Aussenwert des Frankens zu. Längerfristig betrachtet bewegt sich der reale effektive Wechselkurs allerdings seit Mitte der 90er Jahre um einen stabilen Durchschnittswert. Die realen Austauschrelationen bleiben in der langen Frist tendenziell stabil, da die Teuerungsunterschiede zwischen den Währungsräumen die Bewegungen der nominellen Wechselkurse weitgehend ausgleichen.

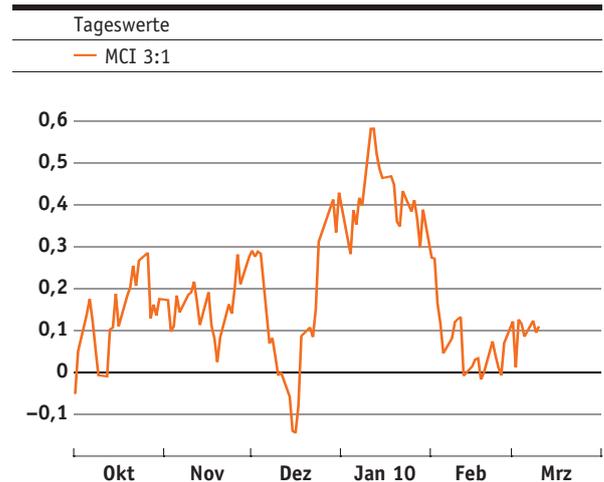
Grafik 3.8
Devisenkurse



Grafik 3.9
Handelsgewichteter Aussenwert des Frankens



Grafik 3.10
MCI nominal



Grafiken 3.8 und 3.10:
Quelle: SNB

Grafik 3.9:
Quelle: BIZ

Etwas straffere monetäre Bedingungen

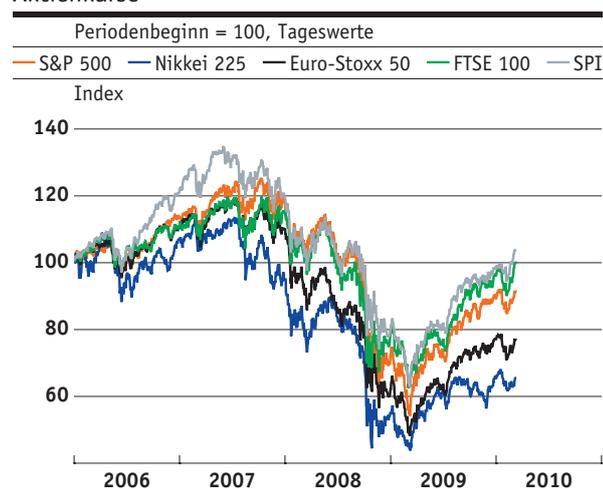
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor und den exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, die für die Schweizer Wirtschaft bestimmend sind. Der Index wird jeweils unmittelbar nach der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt. Ein positiver Wert (negativer Wert) signalisiert somit eine Straffung (Lockerung) der monetären Bedingungen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik, Quartalsheft 1/2004, S. 27).

Bei einer Gewichtung der Veränderungen des 3M-Libor und des exportgewichteten nominalen Aussenwerts des Schweizer Frankens im Verhältnis 3:1 zeigte der MCI Mitte März 2010 etwas straffere monetäre Bedingungen aufgrund einer leichten Aufwertung des nominalen effektiven Wechselkurses bei praktisch konstantem 3M-Libor an (Grafik 3.10).

3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

Aktien, Rohwaren und Immobilien sind Vermögensanlagen, deren Preise für die Analyse der Wirtschaftslage vor allem aus zwei Gründen wichtig sind. Zum einen bewirken Schwankungen dieser Preise Veränderungen des Vermögens von Haushalten und Unternehmen. Dies wirkt sich auf deren Kreditwürdigkeit sowie auf das Konsum- und Investitionsverhalten aus. Zum anderen führen Veränderungen in den Inflationserwartungen zu einer Neubewertung von Aktien, Rohwaren und Immobilien.

Grafik 3.11
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

Rohwaren sind überdies aus einem dritten Grund von Interesse. Sie gehen als Kostenfaktoren in den Produktionsprozess vieler Güter ein und können so Druck auf das allgemeine Preisniveau ausüben.

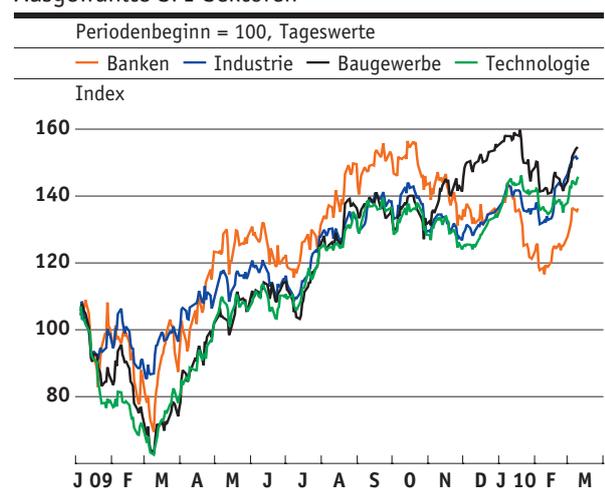
Aufwärtsbewegung der internationalen Aktienmärkte

An den internationalen Aktienmärkten stiegen die Kurse in den letzten Monaten an. Der US-amerikanische S&P 500 und der europäische Euro-STOXX 50 erhöhten sich von Mitte Dezember 2009 bis Mitte März 2010 um 4% bzw. 5%, während der Swiss Performance Index (SPI) im selben Zeitraum noch deutlicher zulegte (8%). Allerdings schwankten die Kurse in der Berichtsperiode. Konjunkturindikatoren wie etwa die Arbeitslosenquote in Europa sowie die Entwicklung der Staatsverschuldung in einigen europäischen Ländern belasteten zwischenzeitlich das Börsengeschehen.

Betrachtet man die einzelnen Komponenten des SPI, so legten die Titel kleiner, mittlerer sowie grosser Unternehmen ungefähr im selben Ausmass zu. Nach Branchen unterteilt gab es allerdings deutliche Unterschiede: Während Industrieunternehmen einen Kursanstieg von 16% aufwiesen, kletterten die Kurse bei Finanzdienstleistern lediglich um 1% nach oben. Allgemein blieben vor allem die im Inland tätigen Branchen und Unternehmen von den gravierendsten Auswirkungen der Krise verschont. Ein Grund hierfür ist, dass sich der Konsum in der Schweiz im Jahr 2009 relativ robust entwickelte.

Die Volatilität an den Aktienmärkten stellt ein Mass für die Unsicherheit an den Märkten dar. Gra-

Grafik 3.12
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Thomson Financial Datastream

fik 3.13 zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden dreissig Tage anhand des Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index (VIX) sowie die realisierte Volatilität gemessen als annualisierte Standardabweichung der monatlichen Renditen des S&P 500. Seit der Lagebeurteilung vom Dezember ist der VIX leicht auf 19 gefallen. Er liegt damit deutlich unter den in der Krise erreichten Höchstständen und ungefähr bei seinem langfristigen historischen Durchschnitt.

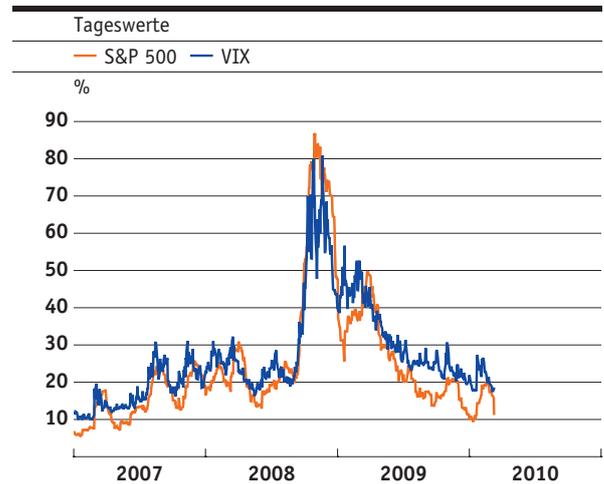
Etwas höherer Ölpreis

Bei den Rohstoffen entwickelten sich die Preise mehrheitlich seitwärts. Allerdings legten Energiegüter in den letzten drei Monaten deutlich zu, während Getreide einen Rückgang von 7% verzeichnete. Der Ölpreis stieg von 72 USD pro Fass Mitte Dezember 2009 auf 79 USD pro Fass Mitte März. Der Goldpreis notierte Mitte März wie schon Mitte Dezember um rund 1125 USD pro Unze, lag damit aber unter seinem Anfang Dezember 2009 erreichten Höchststand.

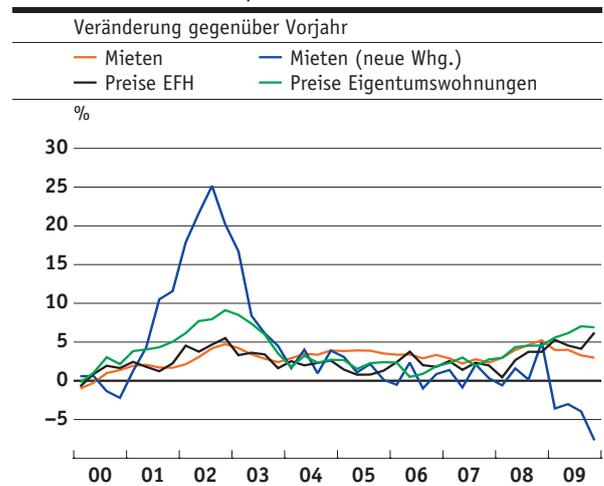
Uneinheitliche Preistrends am Immobilienmarkt

Im vierten Quartal 2009 entwickelten sich die nominalen Mieten und Preise am Immobilienmarkt weiterhin uneinheitlich. Während die Preise von Eigentumswohnungen im Vorjahresvergleich um 6,7% und diejenigen von Einfamilienhäusern um 6% zulegten, zogen die anteilmässig dominierenden Wohnungsmieten etwas verhaltener an (2,9%). Dabei ist zu beachten, dass die Mieten für Neuwohnungen die Marktkräfte besser widerspiegeln. Diese schrumpften zum vierten Mal in Folge und verringerten sich im vierten Quartal deutlich (-8%). Mieten für Gewerbeflächen gingen im Berichtsquartal ebenfalls zum vierten Mal in Folge zurück (-4,8%). Hingegen erhöhten sich die Mieten von Büroflächen um 6,6%.

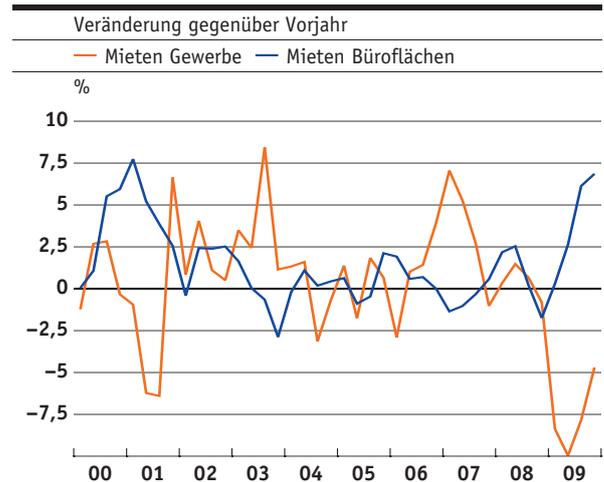
Grafik 3.13
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.14
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Grafik 3.15
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Grafik 3.13:
Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafiken 3.14 und 3.15:
Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

Geringere Nachfrage nach Notenbankgeld

Die Nachfrage der Banken nach Liquidität ist in den letzten Monaten zurückgegangen, weshalb die SNB die Giro Guthaben, welche die Banken bei ihr halten, reduziert hat. Auch die Notenbankgeldmenge, die aus den Giro Guthaben und dem Notenumlauf besteht und die zwischen September 2008 und April 2009 massiv zugenommen hatte, ist seither wieder zurückgegangen. Die Notenbankgeldmenge ist aber immer noch deutlich höher als vor der Krise, was die fortwährende Unsicherheit unterstreicht.

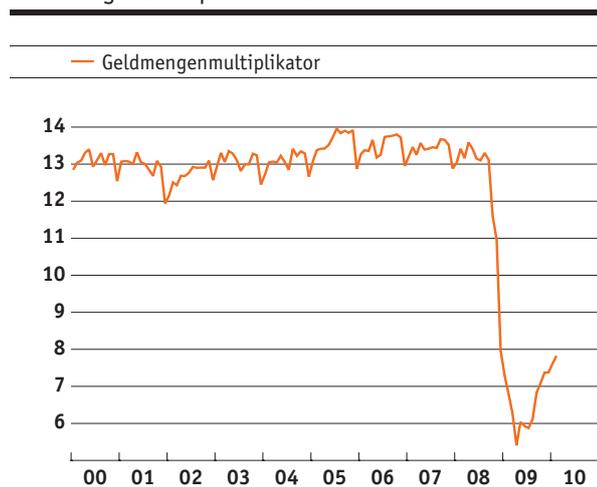
Vor der Krise war das Verhältnis der Notenbankgeldmenge zu den breit definierten Geldaggregaten sehr stabil. Dies kann dem Verlauf des M3-Geldmultiplikators entnommen werden (Grafik 3.16), der als Quotient aus dem Geldaggregat M3 und der Notenbankgeldmenge definiert ist. Dieser Multiplikator bringt zum Ausdruck, in welchem Ausmass die Banken auf Basis der ihnen zur Verfügung stehenden liquiden Mittel über Kreditgewährung Geld im Publikum entstehen lassen. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise halten die Banken aus Vorsichtsgründen mehr Liquidität und gewähren sich gegenseitig weniger Kredite als zuvor. Dies schlägt sich in einem starken Rückgang des Geldmultiplika-

tors nieder. Allerdings nähert sich der Multiplikator allmählich wieder seinem Normalwert, da die SNB die Giro Guthaben der Banken bei ihr reduziert und damit Liquidität abschöpft. Der jüngste Anstieg des Multiplikators in Richtung Normalwert ist somit geldpolitisch unbedenklich, da er vorwiegend auf einen Rückgang der Notenbankgeldmenge und nicht auf eine vermehrte Geldschöpfung der Banken zurückzuführen ist.

Expansion der breiteren Geldaggregate

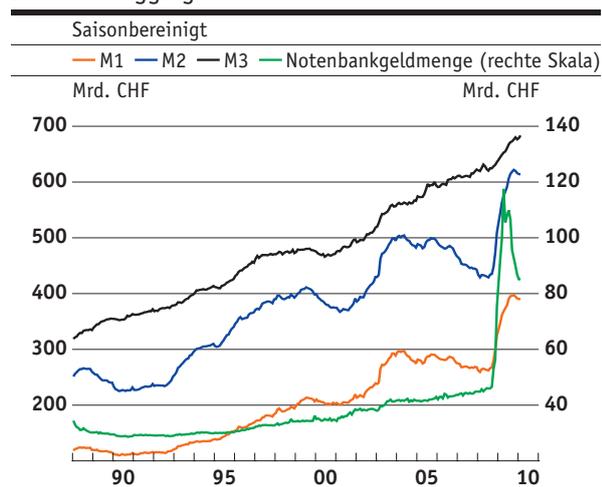
Die breiteren Geldaggregate (M1, M2 und M3) kletterten in jüngster Zeit über ihr Trendniveau und liegen inzwischen deutlich darüber (Grafik 3.17). Nach einem hohen Wachstum in den Jahren 2003–2005 waren sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) bis in den Sommer 2007 infolge ansteigender Zinsen zurückgegangen. Ab Herbst 2007 stabilisierten sich diese Geldmengen im Einklang mit dem flacheren Verlauf der kurzfristigen Zinsen. Mit den jüngsten Zinssenkungen haben M1 und M2 allerdings begonnen, wieder kräftig zu wachsen. Im Februar lag M1 12,5% über dem Vorjahresniveau, M2 12,9%. M3 (M2 plus Termineinlagen) ist generell weniger volatil als die anderen Aggregate und weitete sich um 6,1% aus (Tabelle 3.1).

Grafik 3.16
Geldmengenmultiplikator M3



Quelle: SNB

Grafik 3.18
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

	2008	2009	2008	2009					2009	2010	
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.		Dezember	Januar	Februar
Notenbankgeldmenge²	49,6	99,1	61,7	92,9	110,2	103,0	90,1	89,2	87,0	85,5	
Veränderung ³	12,1	99,9	37,8	102,9	142,6	127,4	46,1	15,2	1,2	-7,7	
M1²	273,1	377,2	302,2	355,2	375,4	383,0	395,3	396,7	399,5	401,1	
Veränderung ³	1,5	38,1	12,5	33,3	41,5	48,2	30,8	20,7	16,3	12,5	
M2²	443,1	589,7	475,8	554,9	586,4	599,5	617,8	621,0	626,2	629,0	
Veränderung ³	-1,6	33,1	7,3	26,5	35,0	41,5	29,8	21,0	16,5	12,9	
M3²	626,0	662,1	631,3	648,3	657,9	664,7	677,4	678,6	683,1	689,7	
Veränderung ³	2,2	5,8	2,0	3,7	4,5	7,5	7,3	6,4	6,1	6,1	

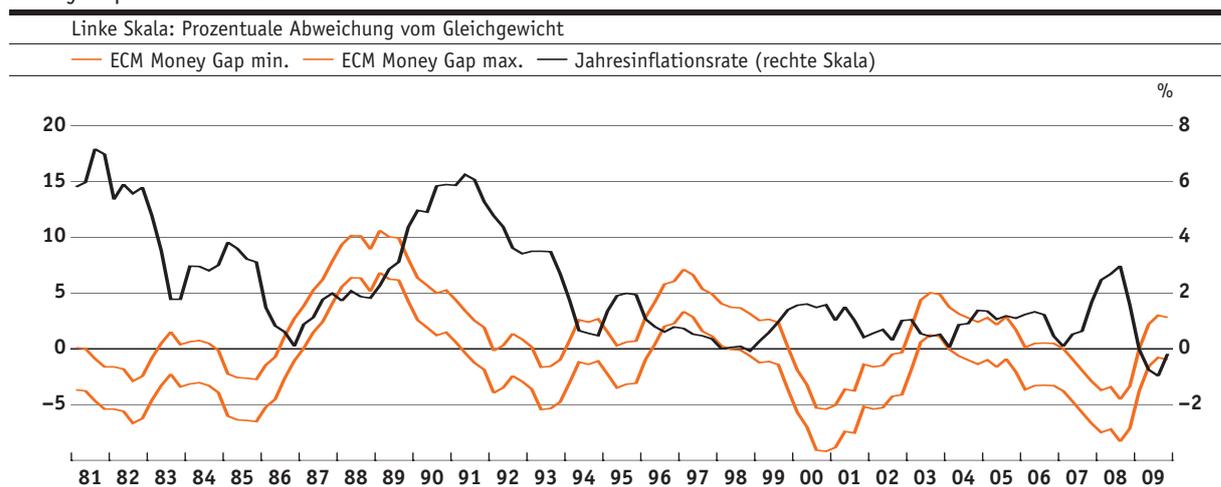
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.18
Money Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

Höhere Inflationsraten in der mittleren Frist

Mögliche Inflations- oder Deflationsrisiken aufgrund einer übermässigen bzw. einer unzureichenden Liquiditätsversorgung der Wirtschaft lassen sich anhand des «Money Gap» abschätzen. Dieser entspricht der positiven (Geldüberhang) oder negativen (Geldlücke) prozentualen Abweichung der Geldmenge M3 von einem Gleichgewichtswert, der anhand des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt wird (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik, Quartalsheft 1/2005, S. 33). Grafik 3.18 zeigt den so berechneten Money Gap in der Form eines Bandes mit einer Weite von einer Standardabweichung, was der statistischen Unsicherheit Rechnung tragen soll. Demnach hat sich die Geldlücke im zweiten Quartal 2009 geschlossen. Im vierten Quartal 2009 lag die Nulllinie zwar innerhalb des Bandes, doch deutet das Bild in der Tendenz auf einen Geldüberhang hin, was mittelfristig höhere Inflationsraten erwarten lässt.

3.5 Kredite

Höheres Wachstum der Kredite

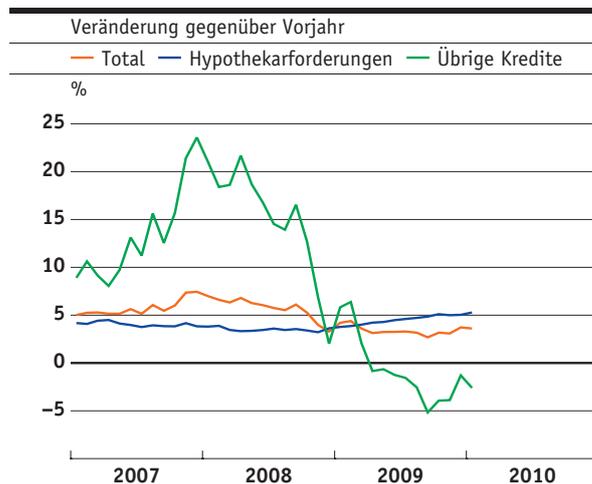
Im vierten Quartal 2009 wurden bei den Krediten zum ersten Mal seit Ende 2007 wieder höhere Wachstumsraten registriert. Dies ist vor allem auf die Hypothekarforderungen zurückzuführen, die ihren Aufschwung, stimuliert durch den Rückgang der Zinsen seit Oktober 2008, weiter fortsetzten (5,1%). Dagegen schrumpften die übrigen Kredite konjunkturbedingt wie schon im Vorquartal um 3,2%.

Grafik 3.20 zeigt, wie die Restlaufzeit-zuteilung der Hypotheken von den Zinssenkungen beeinflusst wurde. Bei tieferen Zinsen werden langfristige, fest verzinste Hypotheken gegenüber Hypotheken mit variablen Zinssätzen bevorzugt. Im Oktober 2008 machten kündbare Hypotheken, die hauptsächlich aus variablen Hypotheken bestehen, noch 30% der Gesamthypotheken aus. Dieser Anteil sank bis im Dezember 2009 auf 16%. Entsprechend nahm der Anteil von Hypotheken mit einer Restlaufzeit von ein bis fünf Jahren in derselben Zeitspanne von 38% auf 50% zu.

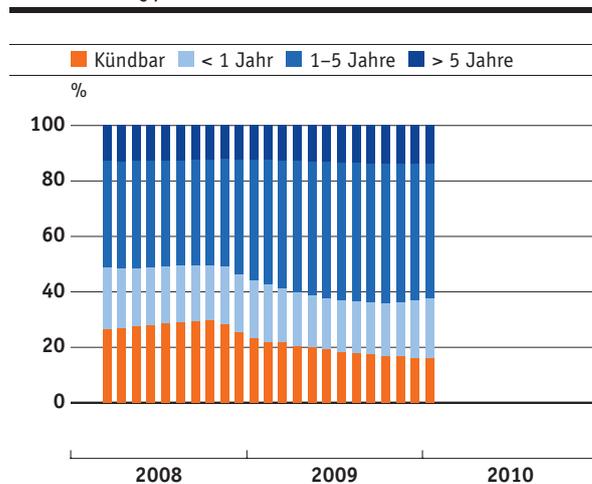
Die Aufteilung der Kredite nach Haushalten und Unternehmen zeigt eine gegenläufige Entwicklung: Während die Kredite an Haushalte schneller wuchsen, stabilisierten sich jene an Unternehmen (Grafik 3.21). Die jährliche Wachstumsrate der Kredite an Haushalte stieg im vierten Quartal 2009 auf 4,3% an. Dieser Anstieg ist hauptsächlich von den Hypothekarforderungen getrieben, während die übrigen Haushaltskredite, die aber weniger als 6% aller Haushaltskredite darstellen, weiterhin deutlich schrumpften. Das Kreditwachstum an Unternehmen verlangsamte sich von über 9% im ersten Quartal 2009 auf 3,1% im vierten Quartal 2009. Die Verlangsamung ist insbesondere auf die übrigen Unternehmenskredite zurückzuführen, welche im vierten Quartal 2009 zum ersten Mal seit 2005 einen, wenn auch leichten, Rückgang auswiesen.

Die vierteljährlich von der SNB bei Banken durchgeführte Umfrage zeigt, dass die Phase der Verschärfung der Kreditbedingungen zu Ende geht. Zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal meldeten die Banken keine spürbare Verschärfung mehr.

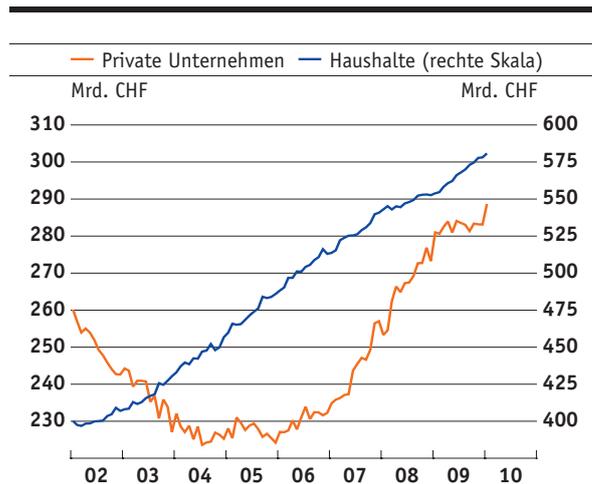
Grafik 3.19
Wachstum der Bankkredite



Grafik 3.20
Anteil der Hypotheken nach Restlaufzeiten



Grafik 3.21
Bankkredite



Grafiken 3.19 bis 3.21:
Quelle: SNB

Bankkredite

Tabelle 3.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2008	2009	2008	2009				2009		2010
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	November	Dezember	Januar
Total¹	5,7	3,4	4,2	4,1	3,2	3,0	3,3	3,1	3,7	3,6
Hypothekarforderungen ¹	3,5	4,5	3,4	3,9	4,3	4,7	5,1	5,0	5,2	5,3
davon Haushalte ²	3,3	4,7	3,2	3,7	4,6	5,0	5,4	5,4	5,5	5,5
davon private Unternehmen ²	3,8	5,8	3,6	5,2	5,8	6,2	6,1	6,1	5,8	5,9
Übrige Kredite ¹	14,8	-0,7	7,1	4,7	-0,9	-3,1	-3,2	-3,9	-1,8	-2,6
davon gedeckt ¹	1,2	-5,4	-5,6	-6,0	-6,2	-7,2	-2,2	-0,1	1,0	2,2
davon ungedeckt ¹	24,2	2,0	15,3	10,9	2,1	-0,8	-3,8	-5,8	-3,2	-4,9
davon in CHF ¹	20,3	1,5	16,3	6,2	1,2	0,4	-1,7	-1,9	-2,9	-4,1
davon in anderen Währungen ¹	-1,8	-10,0	-18,5	-3,2	-9,7	-16,5	-9,8	-11,6	3,0	4,4

1 Monatsbilanzen

2 Kreditvolumenstatistik

Quelle: SNB

4 Die Inflationsprognose der SNB

Die Geldpolitik wirkt mit einer erheblichen Verzögerung auf Produktion und Preise. In der Schweiz wird die maximale Wirkung geldpolitischer Impulse auf die Inflationsrate nach rund drei Jahren erreicht. Aus diesem Grund orientiert die Nationalbank ihre Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflation, sondern an der Inflation, die sich bei unveränderter Geldpolitik in zwei bis drei Jahren ergeben würde. Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den 3M-Libor eines der drei Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB. Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Sie zeigt die künftige Preisentwicklung unter der Annahme, der 3M-Libor bleibe während des Prognosezeitraumes konstant.

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Der Teuerungsverlauf in der Schweiz ist neben inländischen Bestimmungsfaktoren auch stark von exogenen Einflüssen geprägt. Verschiedene der für die Erstellung der SNB-Inflationsprognose verwendeten Modelle tragen diesem Umstand Rechnung,

indem sie die zu erwartende Entwicklung in der Schweiz in ein weltwirtschaftliches Umfeld einbetten. Das dabei unterstellte internationale Konjunkturszenario stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 zeigt die wichtigsten Annahmen dieses Szenarios im Vergleich zur Prognose von Dezember 2009.

Wirtschaftliche Erholung festigt sich

Angesichts des starken Wachstums in den USA im vierten Quartal 2009 wurden die Wachstumsannahmen für 2010 gegenüber dem Vorquartal leicht erhöht. Die Prognosen für Europa blieben dagegen im laufenden Quartal im Wesentlichen unverändert. Für 2010 wird für die USA eine Jahreswachstumsrate von 2,9% erwartet, während das erwartete Wachstum für Europa mit 1,0% gedämpft ausfällt. Längerfristig wird angenommen, dass mit einer allmählichen Erholung von der Rezession das Wachstum in den USA bis 2012 auf 3,4% und in Europa auf 2,9% steigt.

Für Erdöl wird in den nächsten Quartalen ein Preis von 76 Dollar, danach von 75 Dollar pro Fass unterstellt. Für die kommenden Jahre wird erwartet, dass die Inflation in den Industrieländern mit Werten um 1,6% verhalten bleibt. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird im Prognosezeitraum bei 1.38 USD/EUR fixiert.

Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

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

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

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

4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

Die Schweizerische Nationalbank setzt ihre expansive Geldpolitik fort. Sie belässt deshalb das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–0,75% und strebt dabei an, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten. Sie wird einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken.

Die Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung verdichten sich. Der Schweizer Exportsektor beginnt, davon zu profitieren, während der Binnensektor sich erfreulich entwickelt. Für 2010 rechnet die Nationalbank nun mit einem realen BIP-Wachstum von rund 1,5%. Der Aufschwung bleibt aber fragil und mit Unsicherheiten behaftet.

Die bedingte Inflationsprognose der Nationalbank hat sich seit Dezember kaum verändert. Die durchschnittliche Teuerung wird im Jahr 2010 voraussichtlich bei 0,7% und im Jahr 2011 bei 0,9% liegen. Die Inflationsprognose zeigt, dass die Preisstabilität in der kurzen Frist nicht gefährdet ist. Die Konjunktur erholt sich weltweit zwar weiter, bleibt aber anfällig. Im Falle von erneuten externen Schocks können Deflationsgefahren nicht ganz ausgeschlossen werden. Aus der Inflationsprognose geht aber hervor, dass die aktuelle expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden. Die Prognose bleibt mit grossen Unsicherheiten behaftet.

Internationale Wirtschaftsaussichten

Die Weltwirtschaft entwickelt sich weitgehend wie erwartet. In den aufstrebenden Ländern, insbesondere in Asien, war die Wachstumsdynamik seit der letzten Lagebeurteilung kräftig. Auch in den USA und in Europa erholt sich die Konjunktur. Während das Wachstum in den USA positiv überraschte, fiel es in Europa enttäuschend aus. Die Nationalbank rechnet mit der Fortsetzung eines moderaten Aufwärtstrends. Nach wie vor bestehen für die internationale Konjunkturentwicklung aber bedeutende Risiken. Insbesondere die hohen Arbeitslosenquoten und die schwierigen Aussichten für die öffentlichen Finanzen dürften die Endnachfrage weiterhin belasten.

Wirtschaftsaussichten für die Schweiz

Auch in der Schweiz ist eine Konjunkturerholung im Gang. Das reale BIP wuchs im vierten Quartal 2009 gegenüber dem Vorquartal um 0,7%. Sowohl die Inlandnachfrage als auch die Exporte trugen dazu bei. Vor allem der Detail- und Grosshandel, der Finanzsektor und der Bau verzeichneten ein robustes Wachstum. In der verarbeitenden Industrie, die am stärksten von der Rezession in Mitleidenschaft gezogen wurde, zeigen sich verstärkt und über eine grössere Anzahl Branchen Erholungsanzeichen. Die Aufhellung hat erste günstige Auswirkungen auf die Arbeitsnachfrage gehabt. Die Kurzarbeit war in den letzten Monaten des vergangenen Jahres leicht rückläufig, und die Arbeitslosenquote ist nicht mehr angestiegen. Die Konjunkturerholung sollte sich fortsetzen. Sie dürfte jedoch wegen verschiedener Nachwirkungen der Krise auf die Weltwirtschaft fragil bleiben. Weder in der verarbeitenden Industrie noch im Dienstleistungsbereich rechnen daher die Unternehmen mit einem raschen Abbau der übermässigen Produktionskapazitäten. Im Bausektor dürfte die Kapazitätsauslastung auf dem gegenwärtigen befriedigenden Niveau verharren.

Für das gesamte Jahr 2010 geht die Nationalbank nun von einer realen BIP-Zunahme von rund 1,5% aus.

Entwicklung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen

Die monetären Bedingungen widerspiegeln die expansive Geldpolitik der Nationalbank.

Der Libor liegt auf dem angestrebten Niveau von 25 Basispunkten. Die Renditen auf Bundesanleihen sind im historischen Vergleich sehr tief. Dieses Niveau spiegelt einerseits die solide Lage der öffentlichen Finanzen und andererseits langfristige Inflationserwartungen, die im Einklang mit der Preisstabilität sind. Die Risikoprämien sind nun gering und haben sich zeitweise sogar noch weiter zurückgebildet. Auf den Kapitalmärkten sind die Bedingungen für Unternehmensanleihen damit attraktiv geworden.

Der handelsgewichtete Aussenwert des Frankens ist weiter gestiegen, was vor allem auf die Schwäche des Euros in jüngerer Zeit zurückzuführen

ren ist. Da die SNB keinen Zinsspielraum mehr hat, intervenierte sie auf dem Devisenmarkt. Sie will damit einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken, da eine solche Aufwertung zu einer unerwünschten Straffung der monetären Bedingungen führen würde.

Die Notenbankgeldmenge ist zwar gesunken, bleibt aber sehr hoch. Sie muss rechtzeitig abgebaut werden, damit eine übermässige Geldschöpfung durch den Bankensektor verhindert werden kann. Das starke Wachstum der Geldaggregate seit Herbst 2008 hat zu einer hohen Liquidität bei den privaten Haushalten und den Unternehmen geführt. Die Lage hat sich seit einigen Monaten stabilisiert; das Wachstum der Geldaggregate hat sich verlangsamt. Die Jahreswachstumsrate von M2 erreichte im Januar 16,5%. Dies bedeutet eine Halbierung der Wachstumsraten, die noch vor drei Monaten verzeichnet worden waren. Das Wachstum von M3 lag im Januar bei 6,1%. Im November betrug die Wachstumsrate noch 7,9%. Trotz dieser Entwicklung ist die Liquidität bei den privaten Haushalten und den Unternehmen hoch. Die Geldmengenentwicklung wird von der Nationalbank aufmerksam beobachtet.

Das tiefe Zinsniveau beschleunigt die Entwicklung der Hypothekarkredite. Die Jahreswachstumsrate erreichte im Januar 5,3%. Die nicht hypothekarisch gesicherten Kredite verzeichnen in Zeiten schwacher wirtschaftlicher Aktivität üblicherweise einen Rückgang. Dies kann auch jetzt beobachtet werden. Die entsprechenden Frankenkredite nahmen im Januar um 4,1% ab. Das Niveau der nicht hypothekarisch gesicherten Kredite ist aber deutlich höher als in vergleichbaren Phasen vergangener Konjunkturzyklen.

Die Nationalbank verfolgt aufmerksam die Kreditentwicklung. Ihre vierteljährlich bei Banken durchgeführte Umfrage zeigt, dass die Phase der Verschärfung der Kreditbedingungen zu Ende geht. Zum zweiten aufeinanderfolgenden Mal melden die Banken keine spürbare Verschärfung mehr.

Die Nationalbank mahnt die Banken und die Kreditnehmer zur grössten Vorsicht angesichts des Wachstums der Hypothekarkredite und des anhaltenden Anstiegs der Wohnimmobilienpreise. Sie erinnert daran, dass man bei der Beurteilung der

Tragbarkeit der Schulden berücksichtigen muss, dass die Zinsen im historischen Vergleich ausserordentlich tief sind. Grosse Vorsicht ist bei der Festlegung der Belehnungsgrenze angezeigt.

Die Nationalbank führt gegenwärtig bei den Banken eine vertiefte Umfrage durch. Sie soll Aufschluss geben über die Praxis der Banken bei der Gewährung von Hypotheken für Wohnimmobilien. Die Nationalbank wird aufgrund der Ergebnisse in enger Zusammenarbeit mit der Bankenaufsichtsbehörde prüfen, ob Handlungsbedarf gegeben ist.

Der geldpolitische Entscheid

Die Inflationsprognose hat sich gegenüber der Lagebeurteilung vom Dezember kaum geändert. Sie zeigt, dass die Preisstabilität in der kurzen Frist nicht gefährdet ist. Sie bestätigt indessen, dass die aktuelle expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden. Die Erholung der weltweiten Konjunktur schreitet voran, bleibt aber anfällig. Im Falle von erneuten externen Schocks können Deflationsgefahren nicht ganz ausgeschlossen werden. Die Nationalbank belässt das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–0,75%. Sie verfolgt dabei weiterhin das Ziel, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten. Sie wird einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken.

Die Prognose bleibt bezüglich der internationalen konjunkturellen Erholung mit erheblichen Risiken behaftet. Die Konjunktur profitiert weiter stark von staatlichen Stützungsmaßnahmen. Erst nach deren Beendigung wird sich zeigen, ob die zu beobachtende Stabilisierung oder Erholung auf bestimmten Märkten von Dauer sein wird.

Grafik der Inflationsprognose

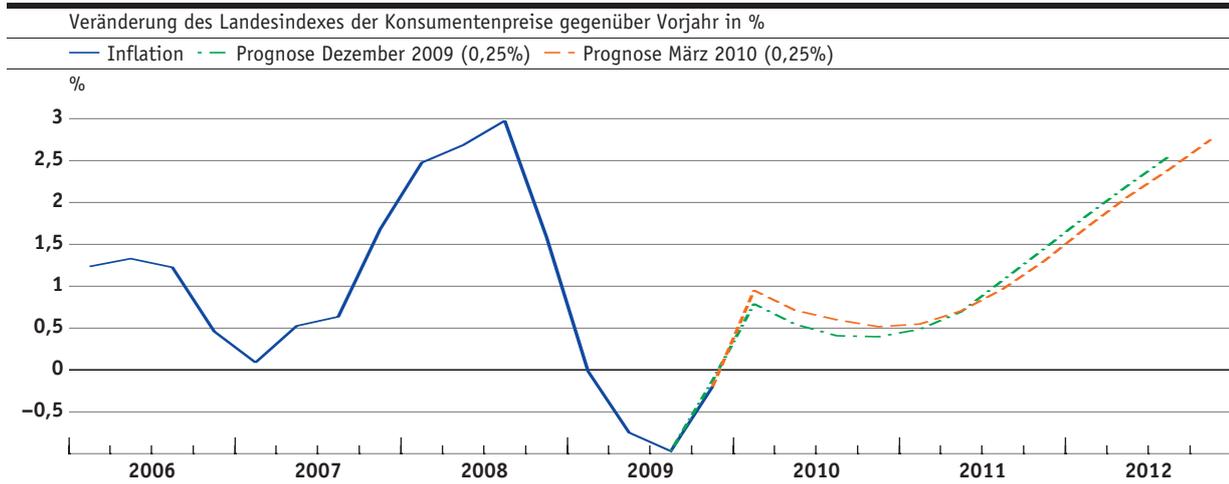
Die neue Inflationsprognose (rotgestrichelte Linie) deckt den Zeitraum vom ersten Quartal 2010 bis zum vierten Quartal 2012 ab. Sie beruht, wie die Prognose vom Dezember (strichpunktierte grüne Linie), auf der Annahme eines konstanten Dreimonats-Libors von 0,25%. Sie hat deshalb den Charakter einer bedingten Prognose.

Die neue Inflationsprognose erreicht im ersten Quartal 2010 vorübergehend einen Höchstwert

als Folge eines ölpreisbedingten Basiseffektes. Die Inflation bildet sich danach während des Jahres allmählich zurück. Der ölpreisbedingte Basiseffekt schwächt sich nach und nach ab und das BIP bleibt unter seinem Potenzial, was sich preisdämpfend auswirkt. Die Wirtschaftsaktivität ist indessen höher als noch im Dezember erwartet. Infolgedessen verläuft die neue Prognose zunächst über der Dezember-Prognose. Der handelsgewichtete Auswert des Frankens ist weiter gestiegen, was zu einer Verschärfung der monetären Bedingungen seit der letzten Lagebeurteilung geführt hat. Dies wird den preistreibenden Effekt der günstigeren Konjunktur kompensieren. Ab 2011 liegt die neue Prognose deshalb leicht unter derjenigen vom Dezember. Die Inflation erreicht im vierten Quartal 2012 dennoch 2,75%. Aus der Inflationsprognose geht also hervor, dass die aktuelle expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden.

Grafik 4.1

Inflationsprognose Dezember 2009 mit Libor 0,25% und März 2010 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

Beobachtete Inflation März 2010

Tabelle 4.2

	2006				2007				2008				2009				2007	2008	2009
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.			
Inflation	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,47	2,68	2,97	1,58	-0,02	-0,75	-0,97	-0,20	0,7	2,4	-0,5

Inflationsprognose Dezember 2009 mit Libor 0,25% und März 2010 mit Libor 0,25%

	2009				2010				2011				2012				2010	2011	2012	
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.				
Prognose Dez. 2009, Libor 0,25%					-0,13	0,79	0,54	0,41	0,40	0,48	0,69	1,07	1,45	1,84	2,20	2,55		0,5	0,9	
Prognose März 2010, Libor 0,25%					0,95	0,71	0,60	0,52	0,55	0,70	0,96	1,30	1,70	2,07	2,39	2,75		0,7	0,9	2,2

Quelle: SNB

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

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

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den im Januar und Februar 2010 mit rund 220 Unternehmensvertretern geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die wirtschaftliche Erholung setzte sich im ersten Quartal 2010 fort. In der verarbeitenden Industrie befand sich im ersten Quartal ein deutlich breiterer Firmenkreis im Aufwärtstrend, als dies noch vor wenigen Monaten der Fall war. In den meisten Branchen wurde ein moderater Anstieg der Nachfrage und der realen Umsätze festgestellt. Dies führte zu einer Reduktion der zuvor breit beanspruchten Kurzarbeit. Da die Erholung jedoch oft von einem sehr tiefen Niveau ausging, bleibt die Unterauslastung der Produktionskapazitäten in einigen Branchen substantiell. Wie schon in den Vorquartalen war die Lage im Bau- und Ausbaugewerbe günstig. Die Bautätigkeit lag Anfang des Jahres auf einem befriedigenden bis hohen Niveau, und zwar stabil bis leicht steigend. Die Fortsetzung einer moderat positiven Tendenz war auch im Dienstleistungssektor festzustellen.

Die Erwartungen für die kommenden sechs Monate sind verhalten optimistisch. Bei sämtlichen Gesprächspartnern unverändert blieb die Erwartung, dass die Erholung in der kurzen Frist moderat und etwas fragil bleiben werde. Auf internationaler Ebene haben zwar die erfolgreiche Bekämpfung der Bankenkrise und die Erholung auf den Finanzmärkten für eine Stimmungsaufhellung gesorgt. Eine gewisse krisenbezogene Unsicherheit bleibt jedoch bestehen, vor allem was die Nachhaltigkeit der Erholung betrifft. Die Verfassung der Staatsfinanzen auf internationaler Ebene und ihre möglichen Auswirkungen auf die Devisenmärkte sowie auf die Konsum- und Investitionsneigung bereiten Sorgen.

Allgemein dürfte sich die Ertragslage der Unternehmen in erster Linie dank einer Erhöhung der Absatzvolumen verbessern, während nur in seltenen Fällen höhere Gewinnmargen erwartet werden.

1 Entwicklung im ersten Quartal 2010

Industrie

Im vierten Quartal 2009 verzeichnete die verarbeitende Industrie eine spürbare Nachfragebelebung. In den ersten Monaten des Jahres 2010 setzte sich die positive Tendenz – wenn auch abgeschwächt – fort. Die Erholung erfasste neu auch einige Industriebranchen, die bis vor kurzem noch mit einem stagnierenden oder rückläufigen Geschäftsgang konfrontiert waren. Gegenüber dem vierten Quartal 2009 wurde auf breiter Basis ein Anstieg der Umsätze festgestellt. Trotzdem blieben diese in mehreren Fällen noch unter dem Vorjahresniveau. Die Auftragsbestände stiegen, doch die Bestellungseingänge waren von einer unüblich hohen Volatilität gekennzeichnet.

Der Lageranpassungsprozess ist weitgehend abgeschlossen: Der Lagerbestand an Fertigprodukten wurde bei fast allen befragten Firmen als angemessen beurteilt. Eine weitere Nachfragebelebung dürfte sich entsprechend unmittelbar in einer steigenden Produktion widerspiegeln. Eine Ausnahme bildet die Uhrenindustrie, wo die Lager noch über dem erwünschten Niveau liegen.

Branchenmässig erfasste die Erholung neu vor allem die Metall- und Maschinenindustrie, wobei die Entwicklung von Betrieb zu Betrieb noch recht unterschiedlich ausfiel. Auch in den Chemiesparten, welche Vorprodukte für die verarbeitende Industrie herstellen, brachte das erste Quartal 2010 eine Aufhellung. In der Nahrungsmittel- sowie der Pharmaindustrie setzte sich die schon bestehende positive Tendenz fort. Lediglich in der Textil- und Bekleidungsindustrie verharren die Umsätze auf sehr tiefem Niveau.

Nachdem in der zweiten Jahreshälfte 2009 die Nachfragebelebung hauptsächlich aus den aufstrebenden Märkten kam, stammten die Bestellungseingänge Anfang 2010 aus sämtlichen Märkten. Während die Nachfrage aus dem fernen Osten stützend blieb, stiegen die Bestellungen aus den traditionellen Märkten (USA, Eurozone sowie Inland). Besonders in der Eurozone variierte die Nachfragestärke jedoch von Land zu Land wie auch im Zeitablauf erheblich.

Bau

Im Bausektor lagen im ersten Quartal sowohl die Umsätze wie auch die Auftragsbestände klar über dem Vorjahresniveau. Gegenüber dem vierten Quar-

tal 2009 zeigte sich eine Tendenz zu einer immer noch positiven, aber sich verlangsamenden Dynamik, was möglicherweise auch mit den ungünstigen Wetterbedingungen zusammenhängt. Wachstumsimpulse kamen wiederum aus dem Wohn- und Tiefbau, während sich der gewerblich-industrielle Bau eher schwach entwickelte. Für die kommenden Monate rechnen die Gesprächspartner insgesamt mit einem stabilen bis leicht steigenden Geschäftsgang.

Dienstleistungen

Im Dienstleistungssektor befanden sich die Umsätze insgesamt etwa auf dem Vorjahresstand. Vom vierten Quartal 2009 zum ersten Quartal 2010 wurde eine positive Entwicklung beobachtet. Das Wachstum wurde von folgenden Branchen getrieben: Detailhandel, Transport, Reisebüros, Banken und besonders deutlich von den IT-Dienstleistern für Unternehmen. Klare Erholungssignale – ausgehend von einem tiefen Niveau – kamen auch von den auf Geschäftsreisende, Seminare und Kongresse ausgerichteten Betrieben. In der tourismusbezogenen Hotellerie und im Gastgewerbe dagegen waren die Umsätze erneut rückläufig, insbesondere im Hochpreissegment. Dazu trug vor allem die weitere Abnahme der ausländischen Gäste bei. Eine negative Entwicklung verzeichnete auch die Logistikbranche.

Dank einer deutlichen Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2009 befanden sich die Umsätze im Bankensektor anfangs 2010 etwa auf Vorjahresniveau. Im Vorquartalsvergleich hingegen schwächte sich die positive Dynamik ab. Das Kreditvolumen stieg – insbesondere bei den Hypothekarkrediten – weiter an, wobei die Zinsmargen aber sehr schmal blieben. Ein positives Wachstum war auch im Bereich des Handelsgeschäftes und der Aussenhandelsfinanzierung zu erkennen.

2 Kapazitätsauslastung

Die technische Kapazitätsauslastung fiel im ersten Quartal 2010 je nach Wirtschaftssektor und Branche erneut recht unterschiedlich aus. In der verarbeitenden Industrie insgesamt waren die technischen Kapazitäten immer noch signifikant unterausgelastet, die Bandbreite war allerdings gross. In der Metall-, Textil- und Bekleidungsindustrie sowie bei den Herstellern von Automobilteilen blieb die Unterauslastung besonders ausgeprägt. Etwas weniger unterausgelastet waren die Maschi-

nen- und die Elektronikindustrie. Auf der anderen Seite des Spektrums befanden sich die Lebensmittel-, die Pharma- und die Kunststoffindustrie, die ihre Auslastung als normal bis hoch bezeichneten.

Im Bausektor blieb die Auslastung im Allgemeinen weiterhin sehr befriedigend. Insbesondere das Ausbaugewerbe war gut ausgelastet. In den meisten Fällen garantieren die Arbeitsvorhaben die volle Auslastung der technischen Kapazitäten für mehrere Monate. Eine Ausnahme bildeten Firmen im Gewerbe- und Geschäftsbau, wo die Kapazitätsauslastung leicht ungenügend ausfiel.

Auch im Dienstleistungssektor war die Unterauslastung sehr verbreitet. Besonders ausgeprägt zeigte sich das Phänomen im Grosshandel, in der Reisebranche und der Logistik. Im Transportbereich, bei den Banken und Versicherungen sowie in Hotellerie und Gastgewerbe erwies sich die Auslastung ebenfalls als ungenügend. Im Detailhandel waren in erster Linie die spezialisierten Anbieter von dauerhaften Konsumgütern (Wohnungseinrichtung, Elektronik, Bekleidung im oberen Segment) betroffen. Zum Teil sahen sich jedoch auch grössere Warenhäuser und diversifizierte Einkaufszentren mit Überkapazitäten konfrontiert.

3 Arbeitsnachfrage

In der verarbeitenden Industrie führte die Produktionsbelegung zu einem erhöhten Einsatz der Arbeitskräfte. Der früher beträchtliche Überhang an Arbeitskräften hat sich entsprechend reduziert. Mehrere der befragten Unternehmen haben Anfang des Jahres die Kurzarbeit aufgehoben. In einigen Fällen wurden schon Überstunden geleistet, punktuell war auch von der Einstellung von Temporärarbeitern die Rede. Trotz dieser Besserung bezeichnete noch ein Viertel der kontaktierten Industriebetriebe ihre Belegschaften als zu hoch oder deutlich zu hoch. In naher Zukunft bleiben selbst die gut ausgelasteten Unternehmen bezüglich Festeinstellung von neuen Mitarbeitern sehr vorsichtig. Per Saldo dürfte die Beschäftigung in der verarbeitenden Industrie in einem Zeithorizont von sechs Monaten leicht rückläufig ausfallen. Die steigende Produktion soll mittels Rückkehr zu einer höheren Arbeitsproduktivität sichergestellt werden.

Im Bausektor wurde das Beschäftigungsniveau als weitgehend angemessen betrachtet. Aufgrund des erwarteten Geschäftsgangs rechnen die Unternehmen damit, dass die Beschäftigung unverändert bleibt.

Auch in diesem Sektor planen die Unternehmen, welche kurzfristig noch mit steigenden Aufträgen rechnen, bei Bedarf Temporärarbeitskräfte einzustellen.

Im Dienstleistungssektor entspricht die Beschäftigung ebenfalls etwa dem erwünschten Niveau. Zusätzliche Arbeitsstellen sind für die kommenden Monate lediglich im Bereich der Informatikdienstleistungen und der Firmenberatung sowie teils bei Banken und Versicherungen geplant.

Punktuell werden in verschiedenen Branchen Fachspezialisten gesucht. In diesem Hinblick stellen viele Gesprächspartner fest, dass die Rezession zu keiner bedeutenden Entspannung des Arbeitsmarktes geführt hat. Während sich die Rekrutierung von wenig qualifizierten Arbeitskräften zurzeit als einfacher als sonst erweist, bleiben die spezialisierten Fachleute (Chemiker, Laboranten, Techniker, Bauingenieure, Finanzspezialisten, Führungspersonen) schwierig zu finden. Mehrmals wurde auch festgestellt, dass die Arbeitnehmer im gegenwärtigen Umfeld sehr ungern das Risiko eines Arbeitgeberwechsels eingehen.

4 Kreditbedingungen

Gesamthaft wird die Kreditpolitik der Banken, unter Berücksichtigung der konjunkturellen Lage, von der überwiegenden Mehrheit der Unternehmen als normal betrachtet. In der verarbeitenden Industrie, in Hotellerie und Gastgewerbe sowie bei Transportdienstleistern waren jedoch vereinzelt Stimmen zu hören, welche von einer restriktiven und risikoscheuen Kreditvergabe berichteten. Umgekehrt betrachten die Bauunternehmen die Kreditpolitik der Banken als unproblematisch bis grosszügig. Dies wird mit der guten Marktlage und den zuvorsichtlich stimmenden Perspektiven erklärt. Die befragten Banken sehen ihrerseits die schwache Entwicklung der Unternehmenskredite als Folge einer mangelnden Nachfrage und liefern für diese zwei Erklärungen: die insgesamt bescheidenen Investitionsausgaben und die sehr gute Liquiditätssituation vieler Unternehmen.

5 Preise, Margen und Ertragslage

Gemäss der überwiegenden Mehrheit der Gesprächspartner kann eine bessere Ertragslage kurzfristig nur mittels höherer Umsatzvolumen erreicht werden.

In der verarbeitenden Industrie minderte die Rezession die Gewinnmargen deutlich. Im Schnitt blieben zu Beginn des Jahres 2010 die Margen signifikant schwächer als sonst. Als Haupterklärungen wurden die Nachfrageschwäche sowie der aufgrund der weltweiten Überkapazitäten verschärfte Wettbewerb erwähnt. In der Exportwirtschaft verursachte die Wechselkursaufwertung zusätzliche Schwierigkeiten, da die Preise in den lokalen Währungen – insbesondere in der Eurozone – nicht entsprechend erhöht werden konnten. Die Gewinnmargen dürften kurzfristig unter Druck bleiben. Einerseits wird ein leichter Anstieg der Einkaufspreise erwartet, namentlich bei den Rohwaren. Andererseits bilden Firmen, welche eine Anhebung der Verkaufspreise planen, die Ausnahme. Generell wird mit stagnierenden oder weiter rückläufigen Verkaufspreisen gerechnet.

Im Bausektor wurden die Margen insgesamt als normal betrachtet. Im Wohnungs- und Tiefbau bleibt der Wettbewerb weiterhin ausgeprägt. Entsprechend scheinen höhere Margen schwierig durchsetzbar, trotz der langen Expansionsphase und der guten Auslastung. Im gewerblichen Bau dagegen wird die eher schwache Nachfrage für die unbefriedigenden Margen verantwortlich gemacht. Mehrere der befragten Unternehmen planen, punktuell leichte Preiserhöhungen durchzusetzen. Diese dürften jedoch lediglich einen Teil des erwarteten Einkaufspreisanstiegs kompensieren.

Mit deutlich unterdurchschnittlichen Gewinnmargen sehen sich Banken, Reisebüros, Logistikbetriebe sowie das tourismusbezogene Hotel- und Gastgewerbe konfrontiert. Als etwas geringer als üblich stuften die Versicherungen und die Beratungsbranche ihre Margen ein. Sowohl im Gross- wie auch im Detailhandel wurden die Margen als normal betrachtet. Hier bleibt das Umfeld weiterhin im Wandel: Sämtliche Gesprächspartner sprachen von einem mittelfristigen Trend zu tieferen Verkaufspreisen, der nicht aufzuhalten sei. Zwar dürften die Betriebe dank der Anwendung des Cassis-de-Dijon-Prinzips und effizienterer Einkaufsstrategien künftig von tieferen Einstandspreisen profitieren. Dies wird jedoch kaum ausreichen: Um die Margen zu halten, streben sämtliche Anbieter auch Prozessoptimierungen und Produktivitätsgewinne an.

6 Aussichten

Die Erwartungen für die kommenden sechs Monate sind verhalten optimistisch. Sie deuten auf die Fortsetzung einer moderaten wirtschaftlichen Erholung hin. In der verarbeitenden Industrie geht die grosse Mehrheit der Firmen von leicht steigenden Umsätzen aus. Die Kapazitätsauslastung dürfte sich nur begrenzt erholen. Die Firmen planen, die anziehende Produktion mit einer weiteren Reduktion der Kurzarbeit und mit einer erhöhten Arbeitsproduktivität sicherzustellen.

Im Bauhauptgewerbe gehen die Unternehmen von einer Stagnation der Umsätze aus, während das Ausbaugeschäft mit leicht zunehmenden Umsätzen rechnet. Die Kapazitätsauslastung dürfte in beiden Branchen etwa unverändert bleiben.

Im Dienstleistungssektor gehen die Erwartungen auseinander. Die Detailhändler sind vorsichtig eingestellt: Gemäss den Gesprächspartnern dürften die bescheidene Lohndynamik, der Anstieg der Krankenkassenprämien sowie die gefühlte Arbeitslosigkeit eine Stagnation der Umsätze verursachen. Mit einer vergleichbaren Entwicklung rechnen auch die Hotellerie und das Gastgewerbe. Deutlich zuversichtlicher sind die Banken und Versicherungen, die IT-Dienstleister, Unternehmensberater, Personalberater und -vermittler, Reisebüros sowie Kongressveranstalter. Die Gesprächspartner aus diesen Branchen erwarten über die kommenden sechs Monate eine Beschleunigung der Aufwärtsdynamik. Im Schnitt wird im Dienstleistungssektor allerdings nur mit einem marginalen Anstieg der Kapazitätsauslastung gerechnet.

Die vorsichtigen Erwartungen dämpfen die Investitionspläne der Unternehmen. Gemäss den Gesprächspartnern dürften sowohl die Ausrüstungs- wie auch die Bauinvestitionen nur marginal zunehmen.

**SNB Working Papers:
Zusammenfassungen**

Bidding behaviour in the SNB's repo auctions

Sébastien Kraenzlin und Martin Schlegel
Working Paper 2009-14

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) versorgt das Bankensystem mit Liquidität durch Mengentender-Auktionen. In der vorliegenden Studie werden das Bietungsverhalten der Marktteilnehmer analysiert und die für die Teilnahme an der Auktion sowie die für die Bestimmung des Bietungsvolumens ausschlaggebenden Faktoren identifiziert. Für alle Banken, welche regelmässig an den Auktionen der SNB teilnehmen, werden Bietungsfunktionen geschätzt. Unter den Liquiditätsfaktoren sind die Gebote einer Bank bei der vorangegangenen Auktion sowie ihr verfallendes Repovolumen bei der SNB ausschlaggebend. Die autonomen Faktoren (Guthaben des Bundes bei der SNB und Banknoten im Umlauf) sind nur von untergeordneter Bedeutung. Ein weiterer wichtiger Einflussfaktor ist die Attraktivität des Zinssatzes der SNB im Vergleich zum vorherrschenden Marktsatz am Repo-Markt. Die Differenz zwischen dem Depot- und Repo-Zinssatz sowie die Attraktivität der Euro-Finanzierung, bei der über Repo-Auktionen der SNB erhaltene Franken mittels FX-Swap in Euro getauscht werden, sind nur für wenige Banken von Bedeutung. Im Weiteren wird der Frage nachgegangen, ob sich das Bietungsverhalten während der Krise systematisch verändert hat. Hierfür gibt es wenig Evidenz. Schwankungen in der Nachfrage nach Reserven zogen keine Veränderung des Bietungsverhaltens in den Einwochen-Operationen der SNB nach sich. Dies ist hauptsächlich auf die Feinsteuerungsoperationen zurückzuführen, mit welchen die SNB der volatilen Nachfrage begegnete.

Demand for reserves and the central bank's management of interest rates

Martin Schlegel und Sébastien Kraenzlin
Working Paper 2009-15

Die Umsetzung der Geldpolitik erfolgt hauptsächlich über die Steuerung des Zinsniveaus auf dem Geldmarkt. Als operatives Ziel dient dabei ein kurzfristiger Zinssatz. Eine Zentralbank kann das operative Ziel durch die Versorgung des Bankensystems mit Liquidität sowie dem dafür verlangten Zinssatz beeinflussen. In dieser Studie wird ein Modell zur Schätzung einer Nachfragekurve nach Reserven präsentiert, welches sich auf die Mengentender-Auktion einer Zentralbank und den Interbanken-Geldmarkt abstützt. Mittels Daten aus der Schweiz wird die Steigung der Nachfragekurve empirisch geschätzt. Eigenschaften der Nachfragekurve wie zum Beispiel die Veränderung der Steigung innerhalb einer Unterlegungsperiode für die Mindestreserven sowie während unterschiedlichen geldpolitischen Verhältnissen werden analysiert. Die Ergebnisse zeigen, dass die Nachfragekurve gegen Ende der Unterlegungsperiode für Mindestreserven steiler wird und die Steigung zunimmt, je höher das allgemeine Zinsniveau ist. Schliesslich wird die Rolle des Zinssatzes analysiert, welchen die SNB im Rahmen ihrer Mengentender-Auktion festsetzt. Es gibt Evidenz dafür, dass die SNB den Zinssatz am Interbankenmarkt durch ihren Auktionsatz lenkt.

Monetary determinants of the Swiss franc

Carlos Lenz und Marcel Savioz
Working Paper 2009-16

Dieser Aufsatz untersucht die Bestimmungsgrößen des Frankenkurses gegenüber dem Euro. Die Autoren gründen ihre Analyse auf dem monetären Ansatz zur Bestimmung des Wechselkurses. Dieser postuliert, dass die Geldpolitik einen Einfluss auf den nominellen Wechselkurs haben muss. Um diesen Einfluss zu messen, wird die Methode der strukturellen Vektorautoregression auf einige Schweizer Variablen und den Euro-Zins angewandt.

Eine ausführliche Fallstudie der Wechselkursbewegungen und ihrer Einflussfaktoren liefert eine nachträgliche Erklärung für die Abwertung des Schweizer Frankens zwischen 2003 und 2008. Die Zerlegung der Wechselkursschwankungen in geldpolitische und andere Schocks zeigt, dass die relativ lockere Geldpolitik zwischen 2003 und 2005 einen wesentlichen Anteil an der damaligen Frankenschwäche hatte. Insgesamt erklärt die Schweizer Geldpolitik zwischen 7% und 15% der Bewegungen des Frankenkurses gegenüber der D-Mark zwischen 1981 und 1998 bzw. gegenüber dem Euro zwischen 1999 und 2008.

Fortsetzung des expansiven geldpolitischen Kurses

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung vom 11. März 2010 beschloss die Nationalbank, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% zu belassen und weiterhin das Ziel zu verfolgen, den Libor im unteren Bereich des Zielbandes um 0,25% zu halten. Ferner kündigte sie an, sie werde einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenwirken.

Herausgeberin

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Urheberrecht/Copyright ©

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

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

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

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

Haftungsbeschränkung

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

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2010

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüninger WBG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Preise

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

Abonnemente, Einzelexemplare und Adressänderungen
(gedruckte Quartalshefte)

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

Sprachen

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

Elektronisch ist das Quartalsheft abrufbar auf:

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

Internet

www.snb.ch