

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Dezember 4/2010 28. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht über das Quartalsheft 4/2010
6	Bericht über die Geldpolitik
44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
50	Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Franken- aufwertung und Reaktionen der Unternehmen
56	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
62	Geld- und währungspolitische Chronik
64	Inhaltsverzeichnis 28. Jahrgang, 2010

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die Schweizer Volkswirtschaft blieb im dritten Quartal auf einem robusten Expansionspfad. Mit Ausnahme des Finanzsektors erzielten alle wichtigen Wirtschaftsbranchen eine grössere Wertschöpfung als im Vorquartal, sodass das BIP nur noch geringfügig unter dem Produktionspotenzial lag.

Die SNB rechnet für das Jahr 2011 mit einem BIP-Wachstum von rund 1,5%, was unter dem auf rund 2,5% geschätzten Wirtschaftswachstum 2010 liegt. Die Binnennachfrage dürfte das Wachstum weiterhin stützen; vom Aussenhandel hingegen werden aufgrund des starken Frankens und der nur moderaten Konjunkturdynamik in den Hauptpartnern Ländern kaum bedeutende Impulse kommen. Die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Schweizer Wirtschaft sind nach wie vor hoch, zumal die Nachwirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise weiterhin spürbar bleiben werden.

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

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

Aus den Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Vertretern verschiedener Wirtschaftsbranchen geht hervor, dass sich die positive Konjunktorentwicklung im Oktober und November mit leicht verminderter Dynamik fortgesetzt hat. Fast alle Teile der Wirtschaft sprechen inzwischen von einer normalen bis guten Auslastung der technischen Kapazitäten. Die Erwartungen für die kommenden Monate deuten insgesamt auf ein weiteres positives Umsatzwachstum hin, obschon – insbesondere im Bausektor und in geringerem Ausmass bei den Dienstleistungen – eine gewisse Verlangsamung der Wachstums erwartet wird.

Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen (S. 50)

Im Oktober und November sprachen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte Unternehmensvertreter aus allen Teilen der Schweizer Volkswirtschaft auf die Wechselkursentwicklung an. Aus den Antworten geht hervor, dass die Frankenaufwertung die verschiedenen Wirtschaftsbranchen sehr unterschiedlich trifft: 45% der Unternehmen gaben negative Auswirkungen auf den Geschäftsgang an, 42% stellten keine wesentlichen Auswirkungen fest, und die restlichen 13% sprachen von positiven Auswirkungen. Im Vergleich zu einer ähnlichen Befragung in den Monaten Juli und August ist der Anteil der Unternehmen, die negative Auswirkungen feststellen, deutlich gestiegen. Damals hatte der Anteil dieser Gruppe 28% betragen. Gegliedert nach Sektoren zeigt sich, dass vor allem Unternehmen der verarbeitenden Industrie negativ von der Frankenstärke betroffen sind.

SNB Working Papers (S. 56)

Zusammenfassungen von sieben SNB Working Papers: Raphael Auer, «Consumer heterogeneity and the impact of trade liberalisation: How representative is the representative agent framework?», SNB Working Paper 2010-13; Tommaso Mancini Griffoli und Angelo Ranaldo, «Limits to arbitrage during the crisis: Funding liquidity constraints and covered interest parity», SNB Working Paper 2010-14; Jean-Marc Natal, «Monetary policy response to oil price shocks», SNB Working Paper 2010-15; Kathrin Degen und Andreas M. Fischer, «Immigration and Swiss house prices», SNB Working Paper 2010-16; Andreas M. Fischer, «Immigration and large banknotes», SNB Working Paper 2010-17; Raphael Auer, «Are imports from rich nations deskilling emerging economies? Human capital and the dynamic effects of trade», SNB Working Paper 2010-18; Jean-Pierre Danthine und John B. Donaldson, «Executive compensation: A general equilibrium perspective», SNB Working Paper 2010-19.

Bericht über die Geldpolitik

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

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,
die bis 16. Dezember 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
27	2.6 Realwirtschaftliche Aussichten
26	Traditionelle Kerninflationen und Dynamic-Factor-Inflation
28	3 Monetäre Entwicklung
28	3.1 Zinsentwicklung
31	3.2 Wechselkurse
32	3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise
34	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 Dezember 2010 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 16. Dezember 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 16. Dezember 2010 beschlossen, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen. Sie belies das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% und bekräftigte, den Libor weiterhin im unteren Bereich des Zielbandes um 0,25% zu halten.

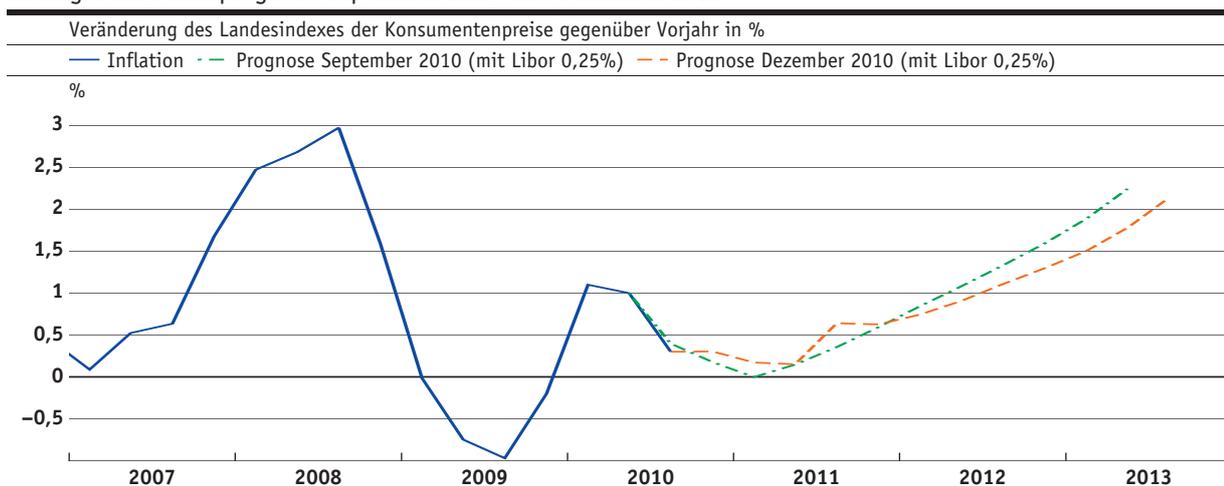
Die Schweizer Wirtschaft ist im dritten Quartal 2010 robust gewachsen, jedoch deutet vor allem die Abschwächung bei den Exporten auf eine deutliche Reduktion des Wachstums in den kommenden Quartalen hin. Die Nationalbank geht deshalb von einem BIP-Wachstum von rund 1,5% für 2011 aus, nach rund 2,5% im laufenden Jahr.

Die Geldpolitik agiert in einem Umfeld hoher Unsicherheit. Sorgen um die Stabilität in der Eurozone haben an den Finanzmärkten wiederum zu Anspannungen geführt. In diesem Zusammenhang hat sich der Schweizer Franken erneut aufgewertet. Falls sich diese Anspannungen verschärfen und die

wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone belasten sollten, würde auch die Schweizer Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen. Sollte eine Deflationsgefahr auftreten, würde die Nationalbank die notwendigen Massnahmen ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Die auf einem konstanten Dreimonats-Libor basierende bedingte Inflationsprognose zeigt, dass in der kurzen Frist keine Gefahr für die Preisstabilität besteht. Allerdings lässt ihr ansteigender Verlauf erkennen, dass die gegenwärtig expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die langfristige Preisstabilität zu gefährden. Die bedingte Inflationsprognose liegt für 2012 und 2013 leicht unterhalb der Prognose vom September. Diese Korrektur erfolgt insbesondere wegen der gegenüber der letzten Lagebeurteilung ungünstigeren konjunkturellen Perspektiven für Europa. Für 2011 liegt die Inflationsprognose hauptsächlich infolge eines höheren Ölpreises geringfügig höher.

Bedingte Inflationsprognose September 2010 und Dezember 2010



Quelle: SNB

Bedingte Inflationsprognose September 2010 und Dezember 2010

Durchschnittliche Jahresinflation in %	2010	2011	2012
Prognose September 2010, mit Libor 0,25%	0,7	0,3	1,2
Prognose Dezember 2010, Libor 0,25%	0,7	0,4	1,0

Quelle: SNB

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Erholung der Weltwirtschaft hat sich in den letzten Quartalen unter dem Einfluss einer expansiven Wirtschaftspolitik und einer lebhaften Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften fortgesetzt. In der Eurozone reduzierte sich das Wachstum im dritten Quartal allerdings deutlich, wobei sich die günstige Wirtschaftsentwicklung Deutschlands vom schwachen Wachstum in den peripheren Ländern der Währungsunion abhebt.

Vorlaufende Indikatoren lassen erwarten, dass sich die konjunkturelle Erholung fortsetzen wird. Allerdings wird der Aufschwung im historischen Vergleich weiterhin schwach ausfallen. Die jüngsten Finanzmarkturbulenzen dürften die Aktivität in der Eurozone bremsen und auch in den USA dürfte das BIP-Wachstum aufgrund der langwierigen Folgen der Finanz- und Immobilienkrise gedämpft bleiben. Von der robusten Konjunkturdynamik in den aufstrebenden Ländern sollten indessen auch zukünftig positive Impulse für das globale Wachstum ausgehen.

Die Nationalbank hat ihre Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft leicht nach unten revidiert, hauptsächlich für Europa für 2011 und 2012. Die Unsicherheit bezüglich der globalen Konjunktorentwicklung ist weiterhin sehr gross und die Risiken bleiben nach unten gerichtet.

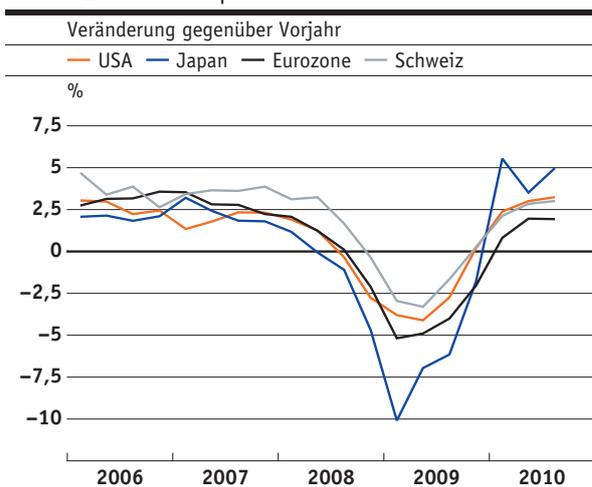
Langsame Erholung in den USA

Die US-Wirtschaft ist im dritten Quartal mit 2,5% etwas schneller gewachsen als im Vorquartal (1,7%). Das BIP lag damit nur noch knapp unter seinem Vorrezessionsniveau. Die Produktionslücke blieb indessen gross.

Steigende Ausgaben der privaten Haushalte, der aufgestaute Bedarf an Ersatzinvestitionen und ein verstärkter Lageraufbau begünstigten das Wachstum im dritten Quartal. Ein wesentlicher Teil der zusätzlichen Nachfrage wurde allerdings durch steigende Importe gedeckt. Zudem gingen die Investitionen in den Wohnungsbau nach dem Auslaufen des Steuerkredits an Hauskäufer deutlich zurück. Die Erholung des Arbeitsmarkts verläuft nach wie vor schleppend. Die Beschäftigung im Privatsektor sowie die durchschnittlich geleisteten Arbeitsstunden nahmen zwar weiter zu. Dennoch stieg die Arbeitslosenquote im November auf 9,8%.

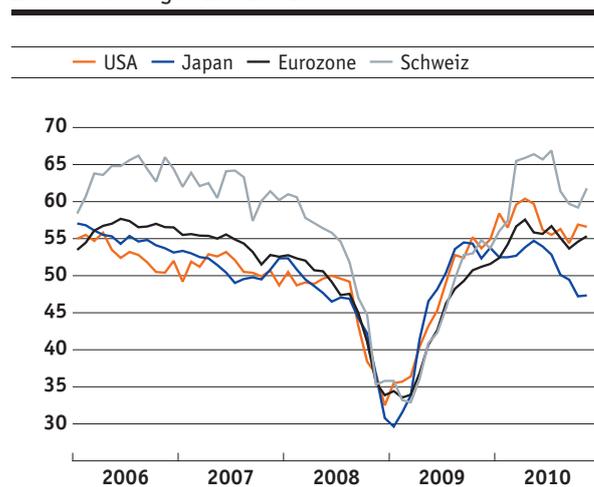
Die aktuellen Wirtschaftsdaten bestätigen die fortwährenden strukturellen Probleme, die dafür sorgen, dass die Erholung auch in den kommenden Quartalen moderat ausfallen dürfte. Die Lage auf dem Häusermarkt bleibt gedrückt. Staatliche Massnahmen vermochten das Überangebot an freistehenden Häusern nicht nachhaltig zu reduzieren. Immerhin deuten steigende Anträge für neue Hypotheken auf eine Stabilisierung der Wohnbauinvestitionen auf tiefem Niveau hin. Auch die Konsumperspektiven sind verhalten. Der Zugang der privaten

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

Haushalte zu Krediten ist weiterhin schwierig, und die Haushalte sind bestrebt, ihre Schulden abzubauen. Der Unternehmenssektor wiederum profitiert zwar von einer guten Ertragslage und tiefen Finanzierungs- und Lohnkosten, doch halten unsichere Konjunkturperspektiven die Unternehmer davon ab, die technischen und personellen Kapazitäten zu erhöhen.

Die SNB geht für die USA von einem Wachstum von 2,8% für 2010 und 2,6% für 2011 aus. Dabei erwartet sie, dass die gesamtwirtschaftliche Aktivität gegen Jahresmitte 2011 anziehen wird. Sollte der Anfang Dezember zwischen Präsident Obama und Spitzenvertretern der Republikaner ausgehandelte Steuerkompromiss von beiden Kammern des Kongresses gutgeheissen werden, müsste die Wachstumsannahme für 2011 nach oben korrigiert werden.

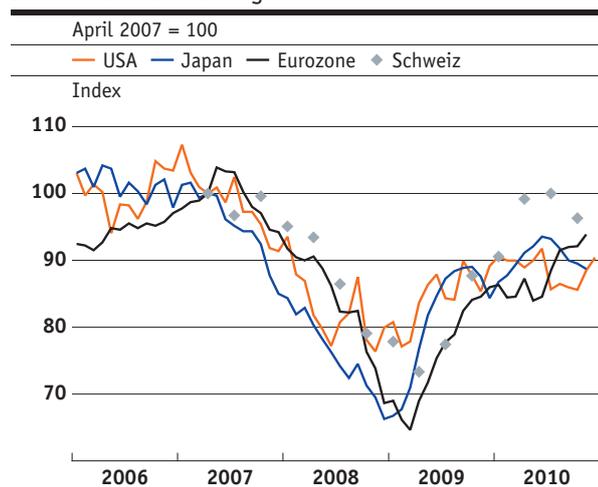
Schwaches Quartalswachstum in der Eurozone

In der Eurozone hat die Konjunkturerholung nach einem dynamischen ersten Halbjahr etwas an Schwung verloren. Das BIP stieg im dritten Quartal um 1,5%, nach 4,0% im Vorquartal. Für die Wachstumsabschwächung waren stagnierende Anlageinvestitionen und Lagerbewegungen verantwortlich. Die inländische Endnachfrage expandierte jedoch weiterhin moderat, und die Exporte holten weiter auf. Mit dem Exportaufschwung stieg die Kapazitätsauslastung in der Industrie und die Unternehmenserwartungen verbesserten sich. Vor diesem Hintergrund hat sich auch die Kreditnachfrage etwas erholt.

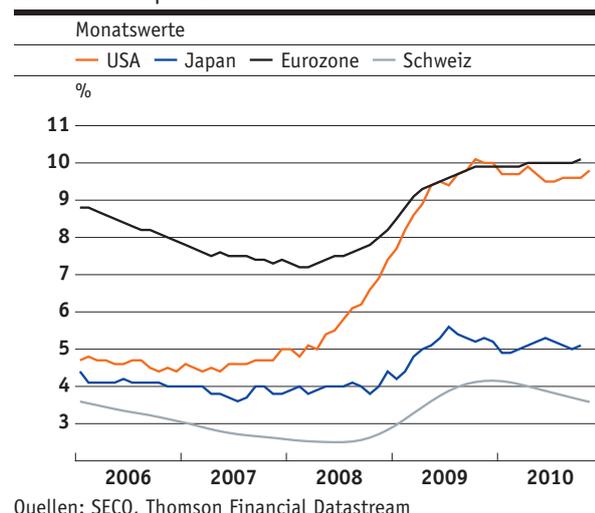
Im vierten Quartal zeigte sich erneut deutlich, dass die aus der Finanzkrise resultierenden Schwierigkeiten noch nicht ausgestanden sind. Die Risikoprämien auf den staatlichen Anleihen verschiedener Euroländer waren bereits ab Mitte 2010 wieder gestiegen. Den Anlass für die Zuspitzung der Lage im November bildete die wachsende Unsicherheit über die Verfassung der Banken in Irland. Die daraus resultierende Neubewertung der langfristigen Aussichten der Staatsfinanzen schlug sich in einem kräftigen Anstieg der Renditen irischer Staatsanleihen nieder. Der Aufschlag gegenüber den entsprechenden Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit betrug vorübergehend rund 6 Prozentpunkte. Um die Lage zu entspannen und das Risiko eines Übergreifens auf Länder mit ähnlichen Problemen zu reduzieren, schnürten die EU und der IWF Ende November ein Hilfspaket, das Kreditzusagen im Umfang von 67,5 Mrd. Euro enthält.

Vorlaufende Indikatoren deuten darauf hin, dass für die Eurozone mit einem weiterhin moderaten Wirtschaftswachstum gerechnet werden kann. Die SNB rechnet für 2010 mit einem BIP-Wachstum der Eurozone von 1,7%. Für 2011 hat sie ihre Erwartungen um 0,3 Prozentpunkte auf 1,7% gesenkt.

Grafik 1.3
Konsumentenstimmung



Grafik 1.4
Arbeitslosenquoten



Weiterhin volatile Erholung in Japan

In Japan wuchs das BIP im dritten Quartal mit 4,5%, nach 3,0% im Vorquartal. Das Wachstum wurde teilweise durch Sonderfaktoren wie den hohen Absatz energieeffizienter Fahrzeuge getrieben, welche die privaten Haushalte in Erwartung auslaufender Subventionen kauften. Seit Beginn der Erholung vor etwas mehr als einem Jahr hat die japanische Wirtschaft mittlerweile zwei Drittel des in der Rezession erlittenen BIP-Verlustes aufgeholt. Stützend wirkten vor allem die privaten Konsumausgaben und die Exporte, welche von der kräftigen Nachfrage aus den aufstrebenden Ländern Asiens profitiert haben.

Nach dem kräftigen Wachstum im dritten Quartal ist kurzfristig mit einer vorübergehenden Wachstumspause zu rechnen, welche von einem Rückgang des privaten Konsums sowie einer Abschwächung der Export- und Investitionsdynamik ausgehen dürfte. Mit der Höherbewertung des Yen und der Konjunkturabkühlung im Ausland haben Industrieproduktion und Exporte bereits seit Jahresmitte an Schwung verloren, wodurch sich auch die Unternehmensstimmung etwas eingetrübt hat. Mittelfristig sprechen jedoch die günstigen Wachstumsperspektiven der Nachfrage aus Asien, der Bedarf an Ersatzinvestitionen, die günstigen Finanzierungsbedingungen sowie frische Impulse aus dem im Herbst 2010 beschlossenen Fiskalpaket dafür, dass die Konjunkturerholung in Gang bleibt.

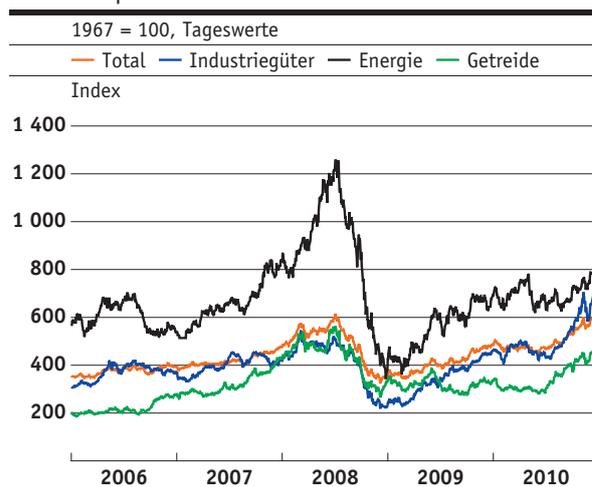
Infolge revidierter Daten sowie des unerwartet kräftigen Wachstums im dritten Quartal schätzt die SNB das BIP-Wachstum in Japan im Jahre 2010 nun auf 4,3%, verglichen mit 3,0% im September. Für 2011 erwartet die SNB ein Wachstum von 1,7%, leicht höher als noch im September.

Anhaltender Aufschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens

In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens ist die Konjunktur robust geblieben. Im Vorjahresvergleich expandierte Chinas BIP im dritten Quartal um 9,6%, nach 10,3% im zweiten Quartal. Die Binnennachfrage gewann nach der Abkühlung im ersten Halbjahr an Schwung und verlagerte sich weiter vom öffentlichen zum privaten Sektor hin. Diese Entwicklung widerspiegelt einerseits die Auswirkungen steigender verfügbarer Einkommen auf den privaten Konsum und andererseits die Tatsache, dass staatliche Infrastrukturprojekte allmählich zurückgefahren werden. Mit den nach wie vor wirkenden Konjunkturmassnahmen aus dem Budget für 2010 und der sichtbaren Wiederbelebung der Industriekonjunktur und der Exporte sind die Aussichten für China günstig.

In den exportorientierten Volkswirtschaften Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur hat sich das BIP-Wachstum leicht verlangsamt. Im dritten Quartal lag es erstmals seit Beginn der Erholung unter dem geschätzten Potenzialwachstum. Während eine schwächere Auslandnachfrage und Lager-

Grafik 1.5
Rohwarenpreise



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

bewegungen das BIP-Wachstum dämpften, blieb die inländische Endnachfrage mehrheitlich robust. Dazu trugen die stimulierenden Wirkungen der expansiven Geld- und Fiskalpolitik sowie der weitere Rückgang der Arbeitslosigkeit bei. Aufgrund der graduellen Normalisierung der Geldpolitik, nachlassender Fiskalimpulse und der Nachfrageabschwächung in den grossen Industrieländern dürfte das BIP-Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens im Jahre 2011 jedoch kleiner ausfallen als 2010.

Verhaltene Teuerung

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerung hat im Zuge steigender Rohstoffpreise weltweit zugelegt (Grafik 1.6). Die Kernteuerung, welche Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, blieb indessen gering.

In den USA verharrte die Jahresteuerung im Zeitraum von Juli bis Oktober bei 1,2%. Steigende Energiepreise kompensierten dabei den Rückgang der Kernteuerung von 0,9% auf 0,6%. In der Eurozone legte die Jahresteuerung im gleichen Zeitraum von 1,7% auf 1,9% zu. Ausschlaggebend waren auch hier steigende Rohstoffpreise sowie teuerungstreibende Wechselkurseffekte und die in einigen Mitgliedsländern realisierte Anhebung der Mehrwertsteuer. Die Kernteuerung zog leicht auf 1,1% an. In Japan kehrte die Jahresteuerung aufgrund steigender Nahrungsmittelpreise sowie einer Anhebung der Tabaksteuer erstmals seit Dezember 2008 in den

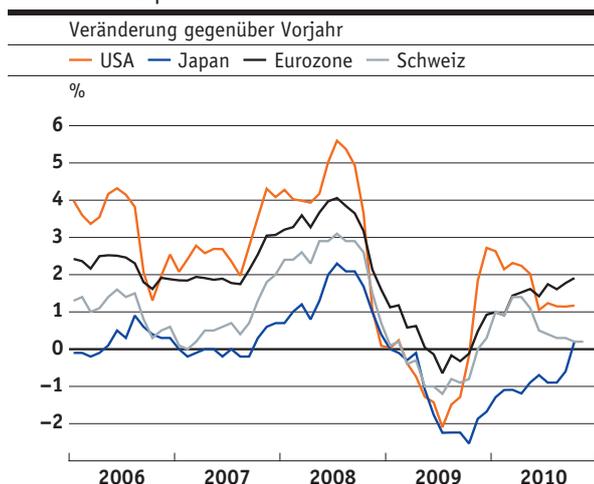
positiven Bereich zurück (0,2%), doch blieb die Kernteuerung negativ (-0,8%). In China wiederum zog die Jahresteuerung um über einen Prozentpunkt auf 4,4% an, womit sie deutlich höher lag als in den USA, der Eurozone oder Japan. Chinas Kernteuerung stieg jedoch nur geringfügig auf 1,3%.

Divergierende Geldpolitik

Die Zentralbanken der grössten Industrieländer haben ihre expansive Zinspolitik beibehalten (Grafik 1.9) und weitere ausserordentliche Lockerungsmassnahmen beschlossen. Das Federal Reserve System liess das Zielband für den Leitzins unverändert bei 0,0%–0,25%. Vor dem Hintergrund einer tiefen Teuerung und hoher Arbeitslosigkeit kündigte die US-Zentralbank im November das zweite grosse Wertpapierkaufprogramm seit der Finanzkrise an. Demnach plant das Federal Reserve System, bis Juni 2011 Anleihen des US-Schatzamtes im Wert von 600 Mrd. USD zu kaufen, um die langfristigen Zinssätze zu reduzieren. Rückzahlungen auslaufender Wertpapiere sollen zudem weiterhin in längerfristige Staatspapiere reinvestiert werden.

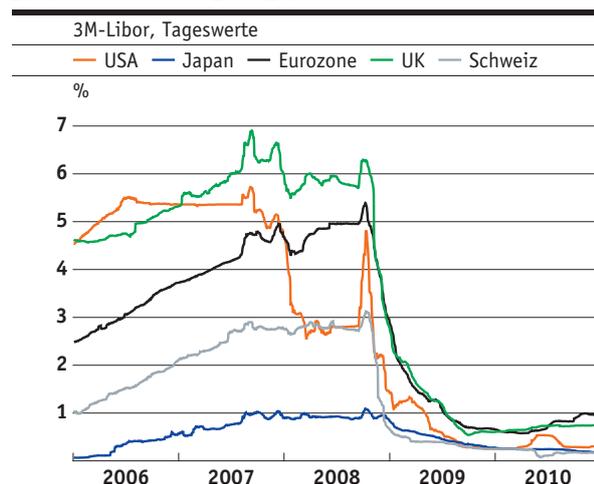
Die Europäische Zentralbank (EZB) liess den Hauptrefinanzierungssatz unverändert bei 1,0%. Sie beschloss weiter, den Banken auch im ersten Quartal 2011 unbeschränkt Liquidität anzubieten. Die Wertpapierkäufe, die die EZB im Rahmen ihres im Mai 2010 gestarteten Programms für die Wertpapiermärkte ausführt, nahmen im November und Dezember wieder zu, nachdem sie sich zwischen

Grafik 1.6
Konsumentenpreise



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

Grafik 1.7
Internationale Kurzfristzinsen



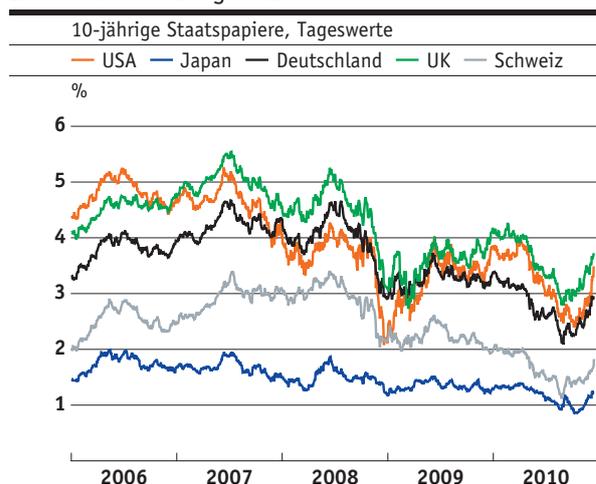
Quelle: Thomson Financial Datastream

Mitte Juli und Oktober auf einem sehr tiefen Niveau bewegt hatten.

Die Bank of Japan intervenierte nach sechseinhalb Jahren erstmals wieder am Devisenmarkt, um der Yen-Aufwertung entgegenzuwirken. Im Oktober senkte sie zudem überraschend den Tagesgeldsatz auf 0,0%–0,1%. Die Nullzinspolitik soll solange beibehalten werden, bis das Preisniveau nicht mehr sinkt. Zudem plant die japanische Zentralbank, für weitere 5000 Mrd. Yen Vermögenswerte zu erwerben, um die Marktzinssätze zu senken.

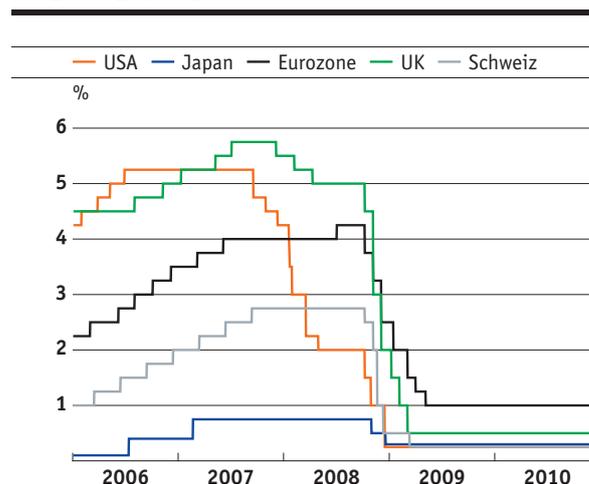
Im Unterschied zu den grössten Industrieländern strafften die Zentralbanken der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften ihre Geldpolitik. Die chinesische Zentralbank erhöhte erstmals seit Dezember 2007 die Leitzinsen und hob den Reservehaltungssatz weiter an. Zudem liess sie eine leichte Höherbewertung der chinesischen Währung gegenüber dem US-Dollar zu. Seit China Ende Juni zu einem Wechselkursregime des gesteuerten Floatings zurückgekehrt ist, hat die chinesische Währung rund 3% gegenüber dem US-Dollar zugelegt. Auch in verschiedenen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften strafften die Zentralbanken ihre Geldpolitik. Sie reagierten damit auf den zunehmenden, die überdurchschnittliche Auslastung der Produktionskapazitäten widerspiegelnden Teuerungsdruck und die steigenden Immobilienpreise.

Grafik 1.8
Internationale Langfristzinsen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.9
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

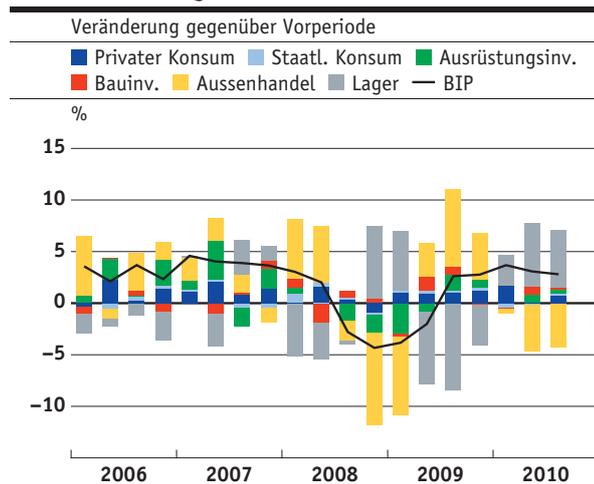
2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

Die Normalisierung der Wirtschaftsleistung hat sich im dritten Quartal fortgesetzt. Wie die Quartalschätzungen des SECO zeigen, blieb die Wirtschaftsaktivität auf einem robusten Expansionskurs, wobei das Wachstum erneut breit abgestützt war. Mit Ausnahme des Finanzsektors, dessen Wertschöpfung kleiner war als im Vorquartal, trugen alle wichtigen Wirtschaftsbranchen zum positiven Quartalswachstum bei.

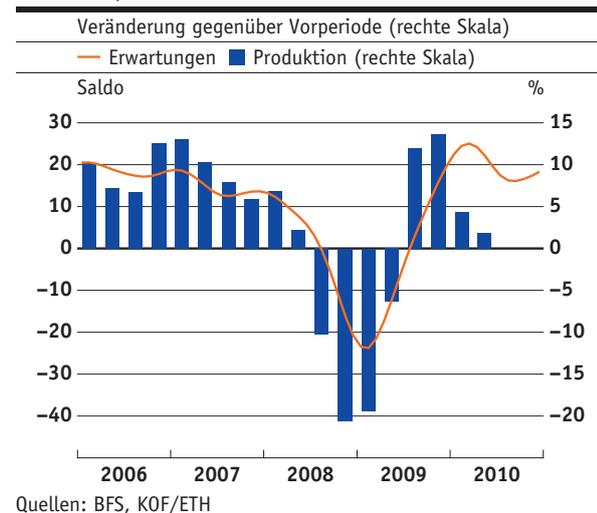
Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich im dritten Quartal ein weiteres Mal verbessert. Bei steigender Beschäftigung nahm die Arbeitslosenquote ab. Die Produktionslücke schrumpfte zwar weiter, doch bewegte sie sich noch immer leicht im negativen Bereich, was hauptsächlich die Unterauslastung des Arbeitskräftepotenzials widerspiegelt. Trotz mittlerweile guter Auslastung der technischen Kapazitäten ist der Teuerungsdruck von Seiten der Realwirtschaft gering geblieben.

In den nächsten Quartalen dürfte das Wirtschaftswachstum tiefer ausfallen. Die Hauptgründe sind die Abschwächung der internationalen Konjunktur und der starke Franken.

Grafik 2.1
Wachstumsbeiträge



Grafik 2.2
Industrieproduktion



2.1 Bruttoinlandprodukt

Solides Wirtschaftswachstum

Gemäss den provisorischen Schätzungen des SECO wuchs das BIP im dritten Quartal um 2,8%, nach 3,1% im Vorquartal. Die Vorjahresrate, d.h. der Zuwachs gegenüber dem dritten Quartal 2009, betrug 3,0%. Die grössten Beiträge zum Anstieg des BIP leisteten im dritten Quartal die unternehmensnahen Dienstleistungen, der Handel und die verarbeitende Industrie, deren Wertschöpfung um 10,2%, 7,6% bzw. 3,9% zunahm. Auch das Baugewerbe (3,8%) und der Sektor Verkehr und Nachrichtenübermittlung (5,4%) legten zu. Die einzige bedeutende Ausnahme bot der Finanzsektor, dessen Wertschöpfung sowohl bei den Banken (-8,5%) als auch bei den Versicherungen (-4,5%) schrumpfte.

Die Gliederung des BIP nach Verwendung (Tabelle 2.1) zeigt, dass sowohl die Anlageinvestitionen als auch der private Konsum in moderatem Tempo expandierten. Hingegen erlitten die starken

Schwankungen unterworfenen Exporte von Dienstleistungen einen starken Rückgang, während die Importe von Dienstleistungen ebenso wie die Importe und Exporte von Gütern (ohne Wertsachen) weitgehend stabil blieben. Ein hoher Wachstumsbeitrag ging offenbar vom verstärkten Lageraufbau aus, was sich in Tabelle 2.1 in der Differenz zwischen Inlandnachfrage und inländischer Endnachfrage niederschlägt (die Differenz schliesst ausserdem Messfehler ein).

Mit jeder neuen Quartalsschätzung des BIP revidiert das SECO die Schätzungen der letzten Quartale. Die Anpassungen sind diesmal bescheiden und verändern das Bild des Konjunkturverlaufs nur geringfügig. Die Schätzungen der Wertschöpfung dreier Sektoren (verarbeitende Industrie, Banken, öffentliche Verwaltung) wurden für die ersten zwei Quartale 2010 nach unten korrigiert. Dies hat zur Folge, dass das BIP sein Vorrezessionsniveau erst im dritten und nicht bereits im zweiten Quartal 2010 erreicht hat.

Reales BIP und Komponenten

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2006	2007	2008	2009	2009					2010		
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Privater Konsum	1,6	2,3	1,3	1,0	-1,6	1,7	1,5	1,7	2,1	3,0	0,2	1,3
Staatlicher Konsum	0,3	0,3	1,7	1,6	-1,8	2,0	2,9	2,1	2,8	-4,0	-1,0	1,6
Anlageinvestitionen	4,7	5,1	0,5	-4,9	-6,8	-16,2	2,3	11,6	2,9	-0,5	7,4	2,6
Bau	-1,4	-2,3	0,0	3,0	5,1	-3,8	15,2	8,0	-1,8	-1,0	8,2	1,5
Ausrüstungen	10,1	11,1	0,8	-10,8	-14,7	-25,2	-7,6	14,9	7,0	-0,1	6,8	3,6
Inländische Endnachfrage	2,1	2,7	1,2	-0,3	-2,9	-2,7	1,9	3,9	2,3	1,3	1,6	1,6
Inlandnachfrage	1,4	1,4	0,2	0,6	7,6	7,6	-6,3	-6,1	0,3	1,0	8,3	9,2
Exporte total	10,3	9,6	3,3	-8,7	-29,3	-20,6	-7,0	31,4	9,2	13,0	7,0	-11,6
Güter	11,1	8,4	2,6	-11,5	-34,8	-25,4	-4,1	22,2	10,0	23,9	1,7	-4,7
ohne Wertsachen ¹	11,2	8,3	2,1	-11,1	-32,9	-24,0	-3,5	17,7	15,1	12,3	2,1	-0,7
Dienstleistungen	8,4	12,8	4,8	-2,0	-14,6	-8,6	-13,0	53,7	7,6	-7,8	19,8	-25,3
Gesamtnachfrage	4,5	4,4	1,4	-3,0	-8,6	-3,6	-6,6	6,2	3,6	5,5	7,8	0,8
Importe total	6,5	6,1	0,3	-5,4	-17,5	-3,2	-16,3	14,9	5,4	10,1	19,9	-3,8
Güter	7,8	5,1	-0,5	-8,3	-24,1	-5,0	-21,2	18,5	3,1	21,5	17,1	-4,1
ohne Wertsachen ¹	7,4	6,7	-1,0	-8,5	-21,4	-8,9	-21,5	21,2	2,1	19,6	18,8	-1,3
Dienstleistungen	0,6	11,2	3,9	8,1	19,2	5,8	6,2	2,0	15,2	-25,2	32,0	-2,5
BIP	3,6	3,6	1,9	-1,9	-4,3	-3,8	-2,0	2,6	2,8	3,7	3,1	2,8

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

2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

Rückgang der Exporte

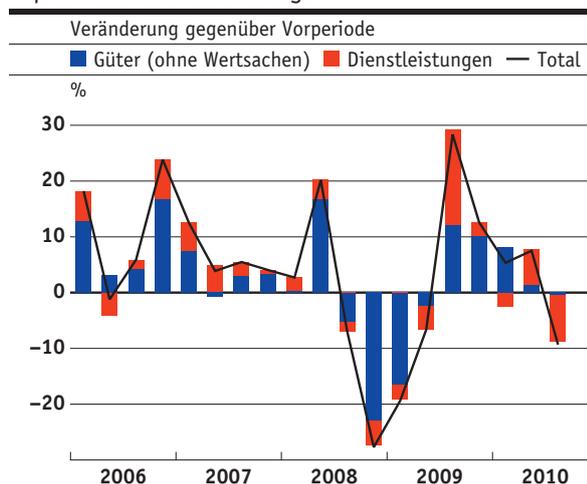
Die kräftige Erholung der Exporte erlitt im dritten Quartal erstmals seit dem Ende der Rezession einen Rückschlag. Während die Güterexporte wie bereits im zweiten Quartal praktisch stagnierten, fielen die Dienstleistungsexporte massiv. Insgesamt sanken die Exporte von Gütern und Dienstleistungen (ohne Wertsachen) um 9,3%, nach einem Wachstum von 7,5% im Vorquartal.

Die Güterexporte der meisten wichtigen Industriezweige entwickelten sich schwach. Die Ausfuhren von Chemikalien und Pharmazeutika gingen sogar zurück, während die Lieferungen von Präzisionsinstrumenten, Uhren und Juwelierwaren ein Plus aufwiesen. Gegliedert nach Absatzmärkten fällt vor allem die rückläufige Nachfrage aus Europa auf. Daneben gingen auch die Lieferungen in die ölexportierenden Länder zurück. Die Exporte nach Asien expandierten dagegen kräftig.

Der Einbruch der Dienstleistungsexporte war primär auf fallende Nettoeinnahmen aus dem Transithandel zurückzuführen, die im Vorquartal stark angestiegen waren. Ausserdem gingen die Exporte von Finanzdienstleistungen im Zuge der anhaltenden Turbulenzen an den Finanzmärkten nochmals zurück. Die Tourismusexporte nahmen dagegen trotz der Aufwertung des Frankens leicht zu.

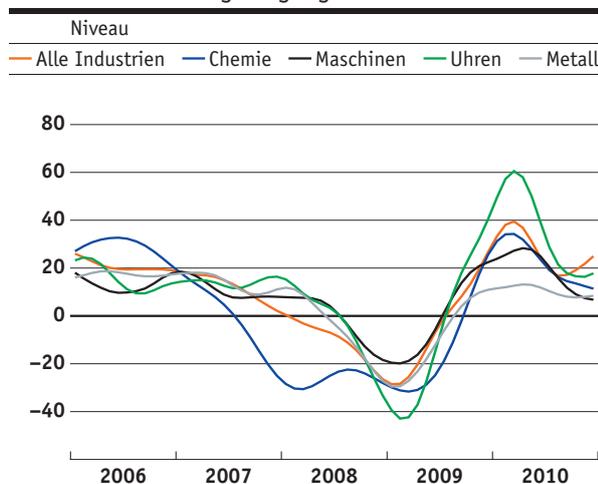
Gemäss den Industrieumfragen der KOF hat sich die Auftragslage der Exportwirtschaft etwas verschlechtert. Bei der Beurteilung der weiteren Aussichten blieben die befragten Unternehmen jedoch verhalten optimistisch. Die Güterexporte stiegen denn auch im Oktober leicht an. Insgesamt dürfte die Exportentwicklung angesichts des starken Frankens und der abnehmenden globalen Dynamik in den nächsten Monaten jedoch schwach bleiben.

Grafik 2.3
Exporte: Wachstumsbeiträge



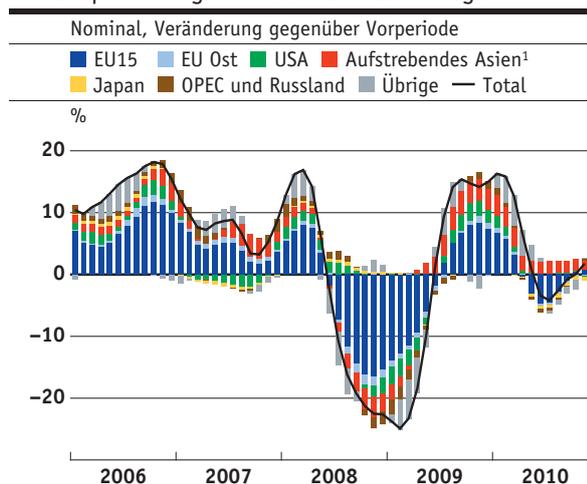
Quelle: SECO

Grafik 2.4
Erwartete Bestellungseingänge



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.5
Güterexporte: Regionale Wachstumsbeiträge



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

Bauinvestitionen auf hohem Niveau

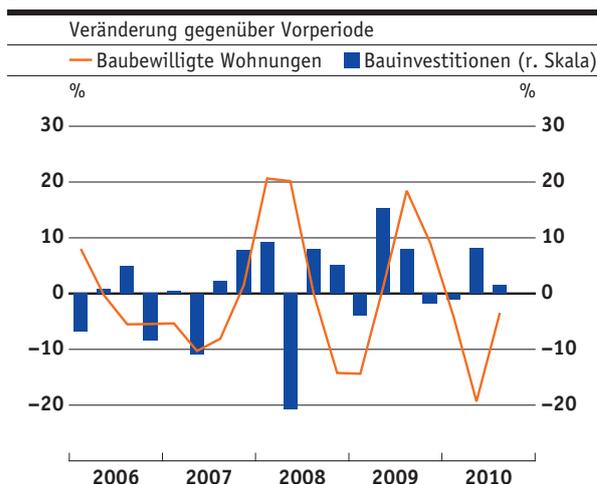
Die Bauinvestitionen stiegen im dritten Quartal mit 1,5% zwar nur leicht, doch bewegten sie sich weiterhin auf hohem Niveau. Gemäss den Umfragen des Schweizerischen Baumeisterverbandes erzielte im dritten Quartal vor allem der Tiefbau ein starkes Ergebnis. Aber auch die Wohnbautätigkeit, die durch die tiefen Zinssätze und die Zuwanderung stimuliert wird, war nach wie vor kräftig.

Die vorlaufenden Indikatoren deuten darauf hin, dass die Baukonjunktur in den kommenden Quartalen trotz des Rückgangs der Baubewilligungen für Wohnungen robust bleiben wird. Die Arbeitsvorräte sind hoch und die von der KOF befragten Firmen meldeten vermehrt Kapazitätsengpässe.

Moderate Erholung der Ausrüstungsinvestitionen

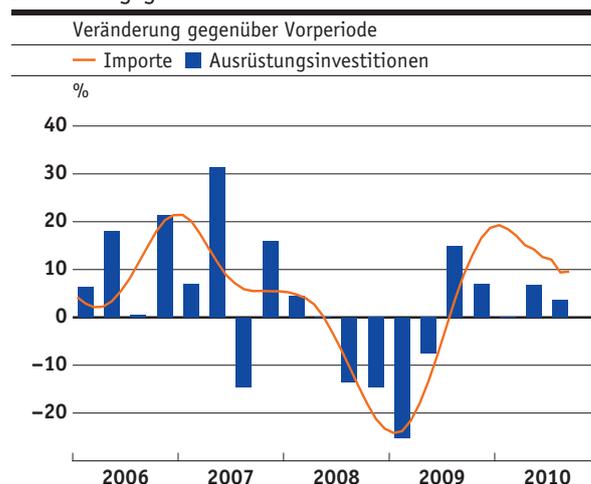
Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen im dritten Quartal um lediglich 3,6%, womit das Niveau der Ausrüstungsinvestitionen nach wie vor unter seinem Vorrezessionsstand liegt. Vorlaufende Indikatoren deuten darauf hin, dass die Wachstumsraten in den nächsten Quartalen moderat bleiben werden.

Grafik 2.6
Bau



Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.7
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

Durchschnittliches Konsumwachstum

Nach der Stagnation im zweiten Quartal stieg der private Konsum im dritten Quartal um 1,3% und erzielte damit wieder ein annähernd durchschnittliches Wachstum. Die Aufgliederung des Konsumwachstums zeigt, dass sowohl Güter des täglichen Verbrauchs als auch langlebige Konsumgüter vermehrt nachgefragt wurden. Vergleichsweise schwach entwickelte sich demgegenüber der Konsum von Dienstleistungen, insbesondere des Gesundheitssektors.

Die Indikatoren zum Privatkonsum im vierten Quartal deuten auf ein anhaltend robustes Konsumwachstum hin. Allerdings hat sich die Konsumentenstimmung leicht verschlechtert. In der Oktoberumfrage des SECO fielen vor allem die Antworten auf die Frage nach der Entwicklung der Wirtschaftslage etwas skeptischer aus als drei Monate zuvor. Dennoch rechnete nach wie vor eine klare Mehrheit der Befragten mit einer weiteren Verbesserung der Wirtschaftslage.

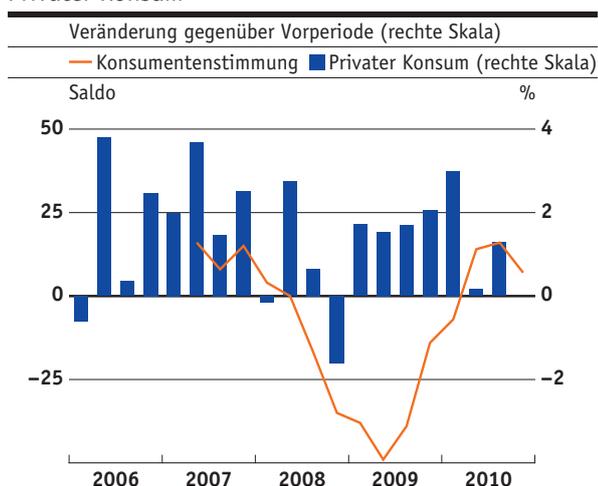
Auf hohem Niveau stagnierende Importe

Die Importe von Gütern und Dienstleistungen blieben im dritten Quartal praktisch unverändert (-1,5%, ohne Wertsachen). Im Vorquartal waren sie um nicht weniger als 21,4% gestiegen, was hauptsächlich auf die ausserordentlich hohe Einfuhr von Goldornamenten aus Vietnam zurückzuführen war. Dass das hohe Niveau der Importe im dritten Quartal nahezu gehalten werden konnte, erklärt sich im Wesentlichen aus den erneut sehr hohen Einfuhren von Goldornamenten.

Bei den Waren schwächte sich die Erholung der Importe von produktionsbezogenen Gütern wie Maschinen und Metallwaren stark ab. Die Einfuhren von Chemikalien (zu einem Grossteil Pharmaprodukte) gingen weiter zurück. Gestützt durch den starken Franken stiegen die Importe von Bekleidung, Einrichtungsgegenständen und Nahrungsmitteln hingegen teils kräftig.

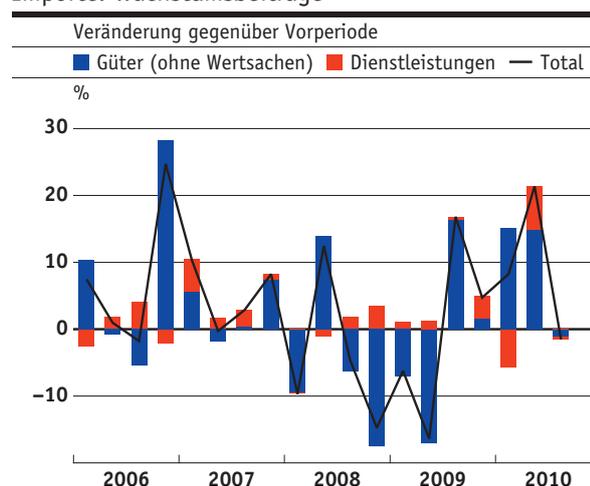
Die Dienstleistungsimporte verzeichneten im dritten Quartal einen leichten Rückgang. Ausschlaggebend waren die sehr volatilen Ausgaben für Lizenzen und Patente, die sich nach einer Zunahme im Vorquartal wieder verringerten. Die als Tourismusimporte erfassten Auslandsreisen profitierten hingegen von der Höherbewertung des Franken und legten nochmals deutlich zu.

Grafik 2.8
Privater Konsum



Quelle: SECO

Grafik 2.9
Importe: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Moderat steigende Beschäftigung

Die Beschäftigung wuchs im dritten Quartal im gleichen Rhythmus wie im Vorquartal. Die Zahl der Beschäftigten und das in Vollzeitäquivalenten gemessene Arbeitsvolumen stiegen um 1,1% bzw. 1,0%. Damit lagen beide über dem vor der Rezession erreichten Niveau.

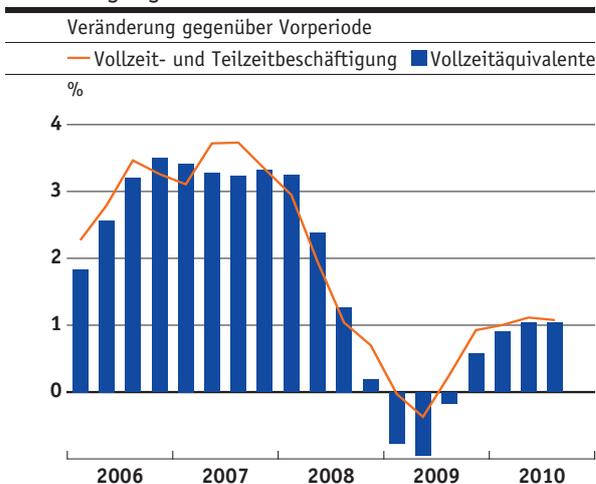
Gegliedert nach Sektoren blieb die Beschäftigungsentwicklung heterogen. In der Industrie, die im Zuge der Rezession einen substanziellen Stellenabbau erlitten hatte, nahm die Beschäftigung im dritten Quartal erstmals wieder zu. Im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe, die bereits in den Vorquartalen einen Zuwachs verzeichnet hatten,

stieg sie ebenfalls, wobei sich das Wachstumstempo im Baugewerbe verlangsamte. Zu den Dienstleistungsbranchen mit steigenden Wachstumsraten der Beschäftigung zählen die öffentliche Verwaltung und der Bereich Information und Kommunikation. Im Handel und im Gesundheitswesen verlangsamte sich das Beschäftigungswachstum, während im Gastgewerbe Stellen abgebaut wurden.

Leicht verbesserte Beschäftigungsaussichten

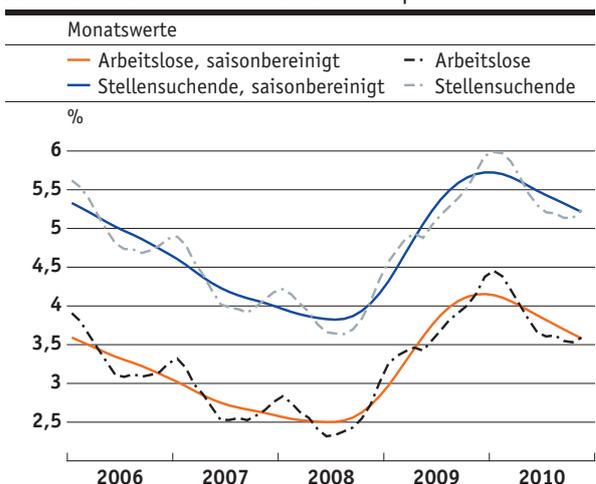
Die vorlaufenden Beschäftigungsindikatoren tendierten im dritten Quartal weiter nach oben, was sich unter anderem im Anstieg der Zahl der offenen Stellen zeigte. Gemäss verschiedenen Unternehmensumfragen blieben die Beschäftigungs-

Grafik 2.10
Beschäftigung



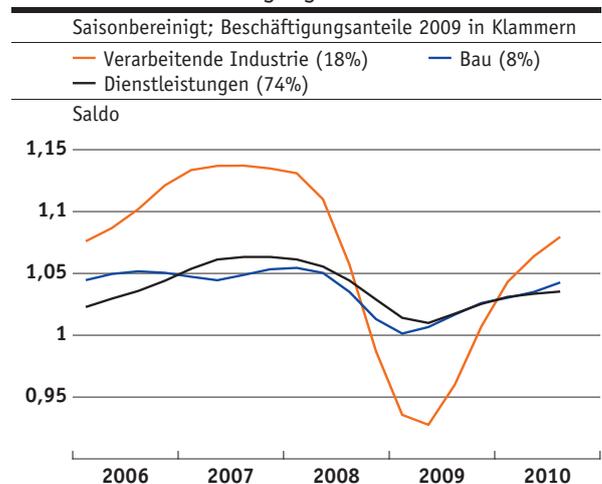
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 2.12
Arbeitslosen- und Stellensuchendenquoten



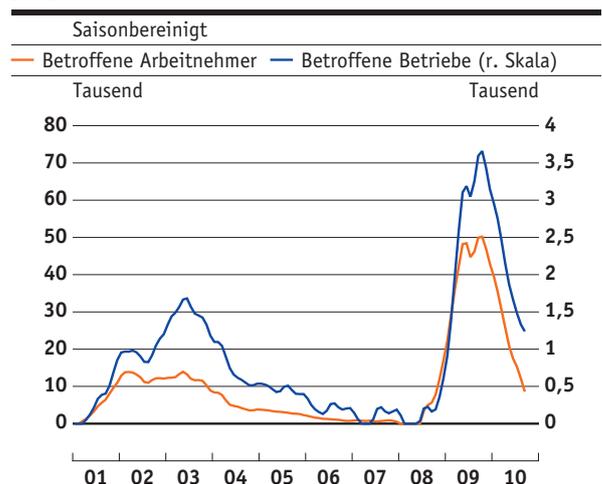
Bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in % der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quelle: SECO

Grafik 2.11
Indikator der Beschäftigungsaussichten



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 2.13
Kurzarbeit



Quelle: SECO, Saisonbereinigung: SNB

aussichten im vierten Quartal günstig. Allerdings verbesserten sie sich gegenüber dem Vorquartal nur noch geringfügig.

Rückgang der Arbeitslosigkeit

Zwischen August und November ging die (saisonbereinigte) Arbeitslosigkeit weiter zurück. Die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen sank um 6000 Personen, was sich in einem Rückgang der Arbeitslosenquote von 3,8% auf 3,6% ausdrückt. Die Quote der Stellensuchenden, die zusätzlich zu den registrierten Arbeitslosen auch Personen einschliesst, die an Weiterbildungsprogrammen teilnehmen, sank im gleichen Zeitraum von 5,4% auf 5,2%.

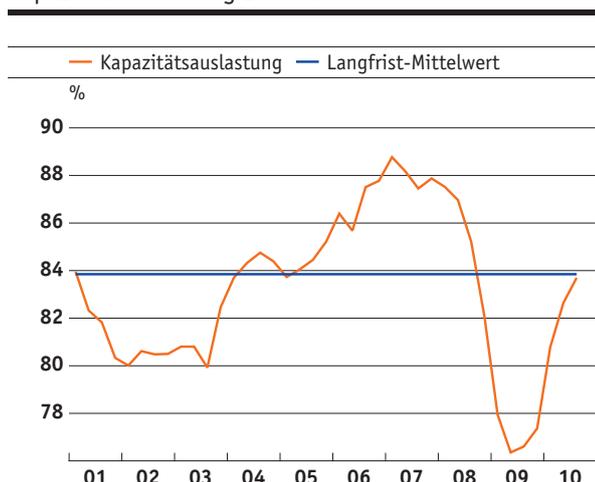
Besonders deutlich zeigt sich die konjunkturelle Erholung im Rückgang der Zahl der Unternehmen, die Kurzarbeit eingeführt haben. In der Rezession hatte vor allem die verarbeitende Industrie stark von diesem Instrument Gebrauch gemacht. Im September waren saisonbereinigt nur noch 8600 Personen von Kurzarbeit betroffen, was weniger als 20% des in der Rezession registrierten Höchststandes sind.

2.4 Kapazitätsauslastung

Steigende Auslastung der technischen Kapazitäten

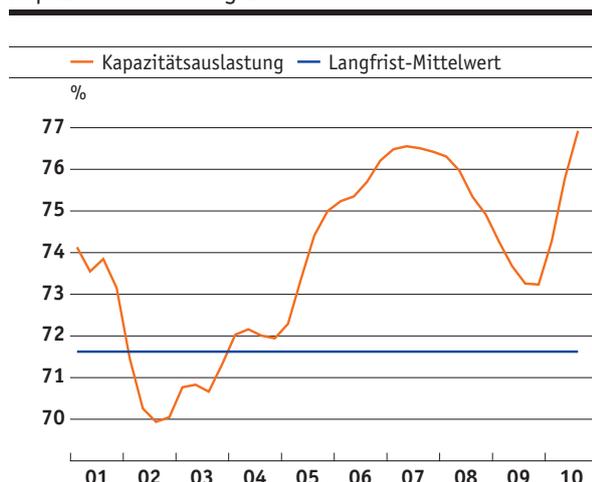
Die Erholung der Nachfrage schlug sich im dritten Quartal ein weiteres Mal in einer höheren Auslastung der technischen Kapazitäten nieder. Gemäss der Umfrage der KOF stieg die Kapazitätsauslastung in der Industrie von 82,6% im zweiten auf 83,7% im dritten Quartal. Sie liegt damit ungefähr auf dem Niveau des langjährigen Durchschnitts. Im Bausektor stieg der Nutzungsgrad der Maschinen ebenfalls und liegt mit 76,3% mittlerweile auf einem seit Beginn der Erhebung dieses Indikators (1994) nur selten erreichten Niveau. Bei den Dienstleistungen ist die Auslastung der technischen Kapazitäten schwieriger zu messen, doch zeigen verschiedene Indikatoren, dass sie wohl auch in diesem Sektor gestiegen ist.

Grafik 2.14
Kapazitätsauslastung Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.15
Kapazitätsauslastung Bau



Quelle: KOF/ETH

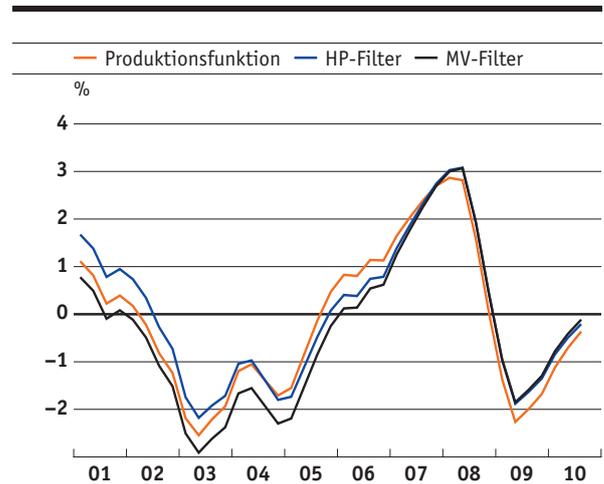
Kleine Produktionslücke

Die als prozentuale Abweichung des BIP vom geschätzten gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzial berechnete Produktionslücke zeigt an, wie gut die Produktionsfaktoren einer Volkswirtschaft ausgelastet sind. Sie kann damit als ein Indikator betrachtet werden, der etwas über den Inflationsdruck aussagt. Steigt oder fällt das BIP während längerer Zeit über bzw. unter das Produktionspotenzial, signalisiert dies einen Nachfrage- bzw. Angebotsüberhang und damit einen steigenden bzw. fallenden Inflationsdruck.

Die mit verschiedenen Methoden vorgenommenen Schätzungen des Produktionspotenzials lassen darauf schliessen, dass das BIP im dritten Quartal nur geringfügig unter dem Produktionspotenzial lag. Die Produktionslücke betrug je nach Schätzmethode $-0,4\%$ (Produktionsfunktionsansatz), $-0,2\%$ (Hodrick-Prescott-Filter) und $-0,1\%$ (multivariater Filter). Alle drei Schätzungen der Produktionslücke zeigen an, dass die Unterauslastung der Produktionsfaktoren im dritten Quartal weiter abgenommen hat.

Da die technischen Kapazitäten weitgehend normal ausgelastet waren, widerspiegelt die auf der Schätzung des Produktionspotenzials mit dem Produktionsfunktionsansatz beruhende Produktionslücke in erster Linie eine Unterauslastung des Arbeitskräftepotenzials.

Grafik 2.16
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.5 Preise

Sinkende Importpreise

Unter dem Einfluss des starken Frankens sind die Importpreise seit Mitte Jahr gesunken, so dass sich die am Importpreisindex gemessene Vorjahresteuerung von 1,2% im August auf 0,2% im November verringerte. Die Wechselkurseffekte schlugen sich auch in der Kernteuerungsrates der Importpreise (ohne preisvolatile Güter) nieder, die von -1,2% auf -2,0% zurückging.

Robuster entwickelten sich die Produzentenpreise, deren Vorjahresteuerung sich von 0,2% im August auf 0,0% im November reduzierte. Tiefere Preise wurden vor allem für exportierte Güter registriert. Die Teuerung der im Inland abgesetzten Güter stieg hingegen von 0,7% auf 1,2%.

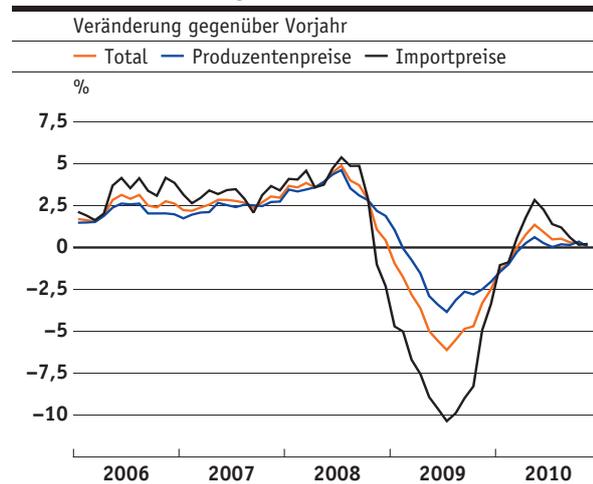
Tiefere LIK-Teuerung

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerungsrates hat sich seit August weiter reduziert und betrug im November 0,2%. Zum einen hinterliessen die im Zuge der Höherbewertung des Frankens gesunkenen Importpreise ihre Spuren. Zum anderen lag aber auch die Teuerung der inländischen Güter und privaten Dienstleistungen (ohne Mieten) tiefer als im August. Die Mieten stiegen indessen unerwartet stark, was den Rückgang der LIK-Teuerung abgeschwächt hat. Auch die Teuerung der öffentlichen Dienstleistungen legte etwas zu.

Divergierende Kernteuerungsrates

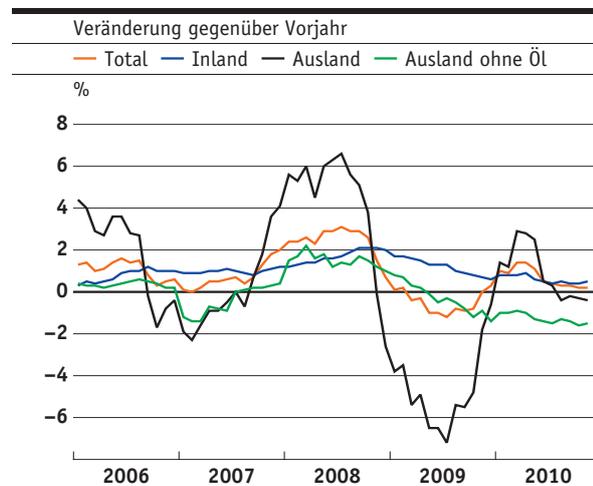
Für die Einschätzung des LIK-Trends können neben den beiden Kerninflationssrates des BFS weitere Kernrates wie der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert und die Dynamic-Factor-Inflation herangezogen werden (Grafiken 2.20 und 2.21). Die ersten drei dieser vier Indikatoren schliessen besonders volatile Komponenten des LIK aus und berechnen die Kerninflation gestützt auf einen reduzierten Warenkorb. Die Dynamic-Factor-Inflation berechnet die Kerninflation demgegenüber mit Hilfe eines empirisch geschätzten dynamischen Faktormodells, das neben Preisdaten auch andere reale und nominale Wirtschaftsdaten berücksichtigt (siehe dazu «Traditionelle Kerninflationssrates und Dynamic-Factor-Inflation» auf den Seiten 26/27 dieses Berichts).

Grafik 2.17
Preise des Gesamtangebots



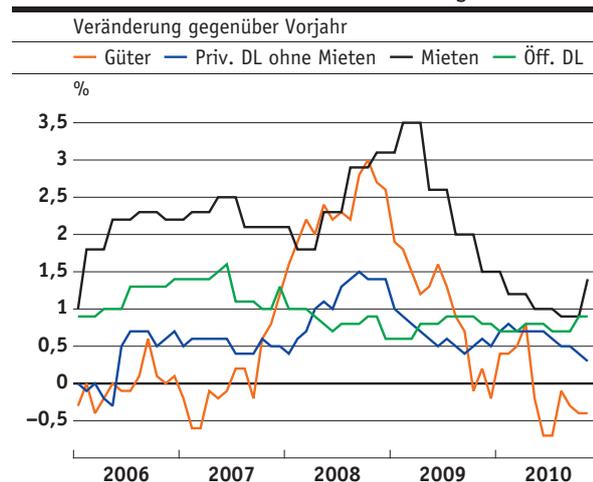
Quelle: BFS

Grafik 2.18
LIK: In- und ausländische Güter



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.19
LIK: Inländische Güter und Dienstleistungen



Quellen: BFS, SNB

Beide Kernteuerungsraten des BFS gingen von August bis November zurück und waren im Oktober mit $-0,1\%$ bzw. $-0,2\%$ vorübergehend sogar leicht negativ. Hingegen betrug der getrimmte Mittelwert, der im Unterschied zu den BFS-Kerninflationsraten statistisch unverzerrt ist, im November gleich wie im August $0,5\%$. Die Dynamic-Factor-Inflation stützt die vom getrimmten Mittelwert gegebene Einschätzung. Sie lag im November bei $1,0\%$ und deutet somit auf einen positiven, aber immer noch moderaten Teuerungstrend hin. Im

Unterschied zu den traditionellen Kerninflationsraten ist sie im Laufe des Jahres gestiegen, was die konjunkturelle Erholung widerspiegelt.

Stabile Inflationserwartungen

Die Umfragen zur Erfassung der Inflationserwartungen von Haushalten und Unternehmen deuten insgesamt darauf hin, dass die Erwartungen betreffend LIK-Teuerung weitgehend stabil geblieben sind, während auf der Produzentenstufe leicht tiefere Teuerungsraten erwartet werden. Diese Ein-

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

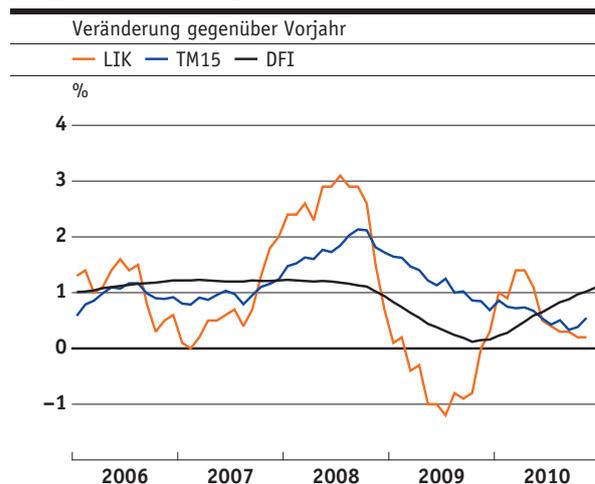
Tabelle 2.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2009	2010	2010					
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober	November
LIK total	-0,5	1,1	1,0	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,2	0,8	0,6	0,4	0,5	0,4	0,4	0,5
Güter	1,0	0,4	-0,0	-0,4	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4
Dienstleistungen	1,3	0,9	0,9	0,7	0,7	0,6	0,6	0,8
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,6	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3
Mieten	2,5	1,3	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	1,4
öffentliche Dienstleistungen	0,8	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9
Ausländische Güter und Dienstleistungen	-4,7	1,8	1,9	-0,1	-0,4	-0,2	-0,3	-0,4
ohne Erdölprodukte	-0,3	-0,9	-1,2	-1,4	-1,3	-1,4	-1,6	-1,5
Erdölprodukte	-25,9	18,3	21,0	8,6	6,3	8,0	7,6	6,9

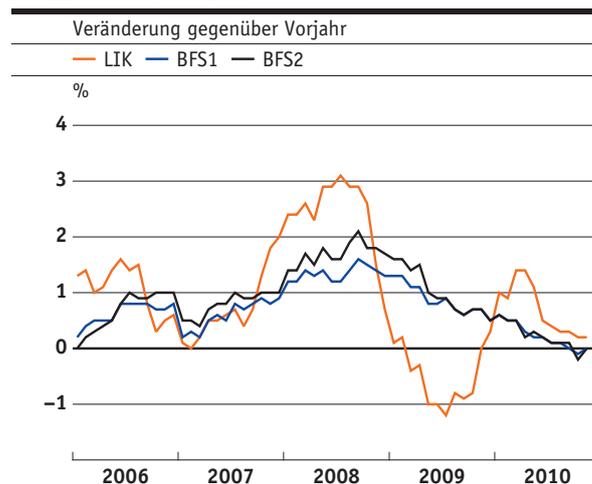
Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.20
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.21
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

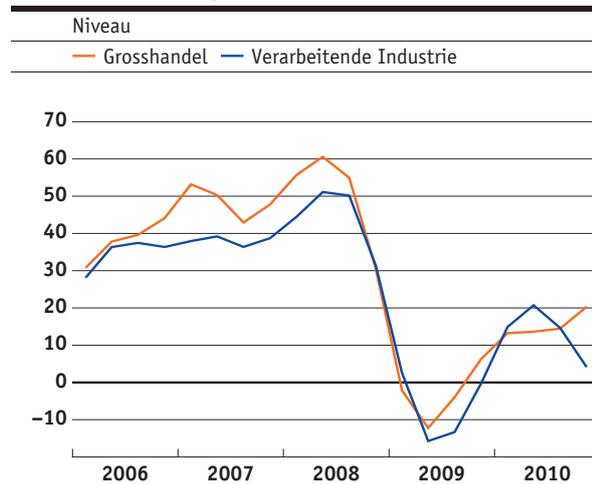
schätzung stützt sich auf die Ergebnisse aus drei Umfragen: die Haushaltsumfrage des SECO, die Unternehmensumfrage der KOF und den Credit Suisse-ZEW-Finanzmarktreport.

Die Haushaltsumfrage des SECO erfasst einmal pro Quartal die für die kommenden zwölf Monate erwartete Preisentwicklung aus Sicht der Konsumenten. Der Anteil der Haushalte, die moderat steigende Preise erwarten, betrug im Oktober fast 50%. Weniger als 10% der Haushalte rechneten mit tieferen Preisen.

Der Credit Suisse-ZEW-Finanzmarktreport stellt monatlich rund 70 Analysten die Frage, ob sie in den kommenden sechs Monaten höhere, tiefere oder unveränderte LIK-Teuerungsraten erwarten. Die Ergebnisse der Dezemberumfrage lassen im Vergleich zum August auf marginal höhere Inflationserwartungen schliessen. Die grosse Mehrheit der Befragten ging von stabilen bis leicht steigenden Teuerungsraten aus.

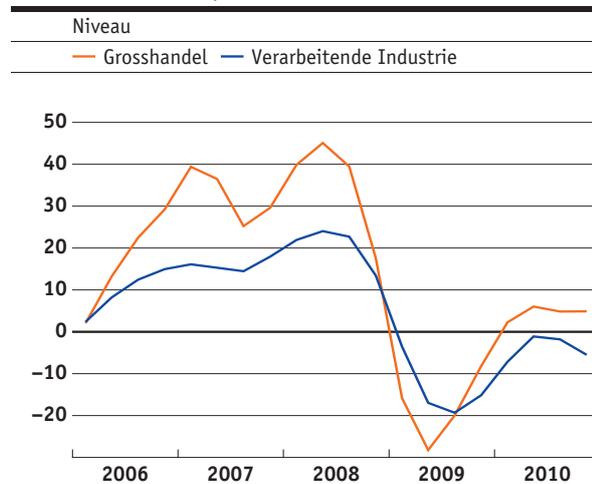
In der Quartalsumfrage der KOF werden leitende Mitarbeiter in der Schweiz tätiger Unternehmen nach der für die nächsten drei Monate erwarteten Entwicklung der Einkaufs- und Verkaufspreise befragt. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass der Grosshandel im Oktober für das vierte Quartal stabile Verkaufspreise und leicht steigende Einkaufspreise erwartete. Die Inflationserwartungen in der Industrie sanken im Vergleich zur Vorerhebung leicht, wobei mehrheitlich mit leicht fallenden Verkaufspreisen und leicht steigenden Einkaufspreisen gerechnet wurde.

Grafik 2.22
Erwartete Einkaufspreise



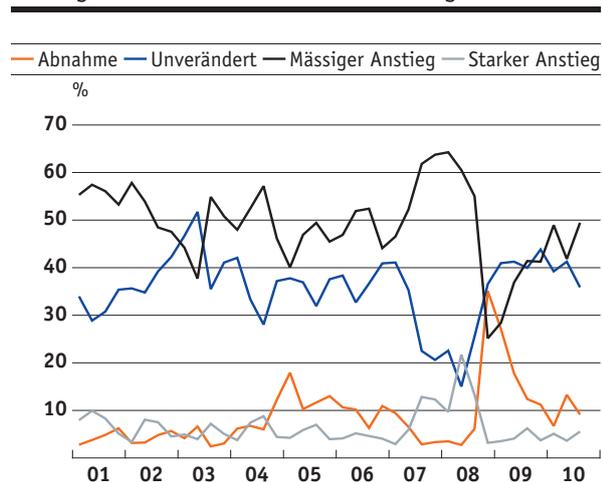
Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.23
Erwartete Verkaufspreise



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.24
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Quellen: SECO, SNB

Traditionelle Kerninflationsraten und Dynamic-Factor-Inflation

Kerninflationsraten zielen darauf ab, die aktuelle Inflation ohne transitorische Einflüsse einzufangen («underlying inflation»). Da die transitorischen Einflüsse nicht beobachtbar sind, hat die Literatur verschiedene Methoden vorgeschlagen, wie Kernraten geschätzt werden können. Diese Methoden liefern unterschiedliche Ergebnisse, die sich in der Regel jedoch gegenseitig ergänzen. Für die Schweiz gibt es neben den zwei Kerninflationsraten des Bundesamtes für Statistik (BFS) zwei weitere Masse der Kerninflation: den getrimmten Mittelwert (TM15) und die Dynamic-Factor-Inflation (DFI), die von der SNB berechnet und im Statistischen Monatsheft publiziert werden. Die Grafiken 2.20 und 2.21 (S. 24) bilden die Zeitreihen dieser vier Variablen zusammen mit der LIK-Inflation ab.

Kerninflationsraten sollten rasch verfügbar und für die Öffentlichkeit verständlich sein, damit sie für die wirtschaftspolitische Diskussion nützlich sind. Darüber hinaus gibt es eine Reihe weiterer wünschenswerter Eigenschaften. So sollte die Kerninflation weniger stark schwanken als die LIK-Inflation. Zudem sollte sie unverzerrt sein, d. h. die LIK-Inflation weder systematisch über- noch unterschätzen. Und schliesslich sollte sich die LIK-Inflation der Tendenz nach der Kerninflation angleichen und nicht umgekehrt. Dies folgt aus der Forderung, dass nur transitorische Einflüsse ausgeschlossen werden dürfen, und stellt eine Voraussetzung dafür dar, dass die Kerninflation Informationen über die zukünftige Entwicklung der LIK-Inflation liefert.

Die Gruppe der traditionellen Kerninflationsraten, zu der die beiden Kerninflationsraten des BFS und der getrimmte Mittelwert der SNB gehören, basiert auf einfachen Verfahren, welche die Preise, die besonders volatil sind oder nicht durch Marktkräfte bestimmt werden, unterdrücken. Die betreffenden Güter werden aus dem Warenkorb des LIK ausgeschlossen und die Kernraten basierend auf dem reduzierten Warenkorb berechnet. Bei den vom BFS publizierten beiden Indikatoren sind es in jedem Monat die gleichen Güter, die ausgeschlossen werden (Kerninflation 1: Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe; Kerninflation 2: zusätzlich auch die Güter mit administrierten Preisen). Der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert schliesst demgegenüber in jeder Periode die Güter aus, deren Preise

sich in der betreffenden Periode am stärksten verändert haben. Die Jahresteuerraten der LIK-Komponenten werden nach ihrer Grösse geordnet, worauf an den Enden der Verteilung je 15% der mit den Warenkorbanteilen gewichteten Beobachtungen eliminiert werden. Im Unterschied zu den BFS-Kerninflationsraten werden beim getrimmten Mittelwert also in jeder Periode andere Güter aus dem Warenkorb ausgeschlossen.

Die drei traditionellen Kerninflationsraten haben den grossen Vorteil, dass sie einfach berechnet werden können und deshalb leicht verständlich sind. Die in der nebenstehenden Tabelle ausgewiesenen Standardabweichungen zeigen weiter, dass sie alle eine tiefere Volatilität aufweisen als die LIK-Inflationsrate. Die höchste Volatilität unter den Kerninflationsraten weist die Kerninflationsrate 2 des BFS auf, welche die in der Regel ziemlich starren administrierten Preise ausschliesst. Die in der gleichen Tabelle ausgewiesenen Mittelwerte illustrieren, dass der durchschnittliche getrimmte Mittelwert näher beim entsprechenden Wert der LIK-Inflationsrate liegt als die durchschnittlichen BFS-Kerninflationsraten. Die Ergebnisse von statistischen Tests auf Unverzerrtheit der Kerninflationsraten bestätigen dieses Bild. Sie deuten darauf hin, dass der getrimmte Mittelwert, nicht aber die BFS-Kerninflationsraten unverzerrt sind.¹ Die Frage, ob die LIK-Inflation sich an die Kerninflation annähert (und nicht umgekehrt), lässt sich ebenfalls mit statistischen Methoden untersuchen. Dabei schneidet der getrimmte Mittelwert insgesamt etwas besser ab als die BFS-Kerninflationsraten.

Eine Alternative zu den traditionellen Kerninflationsraten bilden die auf einem multivariaten Ansatz basierenden und mit ökonometrischen Techniken geschätzten Kerninflationsraten. Dazu gehören Kerninflationsraten, denen ein dynamisches Faktormodell zu Grunde liegt. Ein dynamisches Faktormodell kann auf Informationen aus den LIK-Komponenten allein bauen oder aber zusätzliche Informationen aus anderen Datenquellen berücksichtigen. Die von der SNB berechnete und in Grafik 2.21 abgebildete Dynamic-Factor-Inflation stützt sich auf rund 450 nominelle und reale Variablen, die alle Bereiche der Volkswirtschaft abdecken, d. h. die Gütermärkte ebenso einbeziehen wie die Finanzmärkte und den Arbeitsmarkt. In einem ersten Schritt werden die Variablen gefiltert und um

1 Für eine Beschreibung der statistischen Tests sowie Resultate basierend auf Daten von 1978 bis 2005, siehe Marco Huwiler, «Die Kerninflation in der Schweiz», Dissertation Universität Basel, 2007. Die Tests wurden mit Daten von 1993 bis 2010 wiederholt.

kurzfristige Schwankungen bereinigt. Dann werden die gemeinsamen Faktoren identifiziert und geschätzt, und schliesslich wird die DFI als lineare Projektion der Faktoren berechnet. Es zeigt sich, dass die LIK-Inflation langfristig zur DFI konvergiert. Untersuchungen deuten weiter darauf hin, dass die DFI die zukünftige LIK-Teuerung besser voraussagt als die traditionellen Kerninflationen.² Neben diesen Vorteilen hat die DFI den Nachteil, dass neue Beobachtungen eine Revision der vergangenen Werte der Kerninflation auslösen. Zudem ist sie aufgrund ihrer Berechnungsweise schwieriger zu verstehen und zu kommunizieren als die traditionellen Kerninflationen. Aus diesen Gründen ist es sinnvoll, die DFI zusammen mit den traditionellen Kerninflationen zu zeigen und zu interpretieren.

Tabelle 1
Inflationsraten 1994:5–2010:10
 Jahresraten in %

	Mittelwert	Standard- abweichung
LIK	0,88	0,75
BFS1	0,74	0,52
BFS2	0,75	0,57
TM15	0,93	0,44
DFI	0,86	0,28

Jahresraten = Veränderungsraten gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat. BFS1 = Kerninflation 1 des BFS, BFS2 = Kerninflation 2 des BFS, TM15 = getrimmter Mittelwert der SNB, DFI = Dynamic-Factor-Inflation der SNB, LIK = Landesindex der Konsumentenpreise. Der Beginn des Beobachtungszeitraums (1993:5) fällt mit einer umfassenden LIK-Revision zusammen.

2.6 Realwirtschaftliche Aussichten

Abschwächung der Konjunktur

Das überdurchschnittliche Wachstum von rund 2,5% im laufenden Jahr profitierte von einer starken Aufholdynamik. In den nächsten Quartalen dürfte es jedoch zu einer deutlichen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums kommen. Die SNB rechnet für das Jahr 2011 mit einem Anstieg des BIP von rund 1,5%. Die Binnennachfrage dürfte das Wachstum weiterhin stützen; vom Aussenhandel hingegen werden aufgrund des starken Frankens und der nur moderaten Konjunkturdynamik in den Hauptpartnerländern kaum bedeutende Impulse kommen.

Die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Schweizer Wirtschaft bleiben hoch. Sie betreffen vor allem die Wirtschaftslage im Ausland und die internationalen Finanzmärkte. Die Nachwirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise werden auch im Jahr 2011 spürbar bleiben.

2 Für eine ausführlichere Darstellung des DFI und Angaben zu seiner Prognosefähigkeit, siehe Schweizerische Nationalbank, Statistisches Monatsheft, Mai 2006, S. V–VI, bzw. Marlene Amstad und Andreas M. Fischer, «Are weekly inflation forecasts informative?» Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 71(2), 2009, S. 237–252.

3 Monetäre Entwicklung

An der Lagebeurteilung vom September 2010 beschloss die SNB, an ihrer expansiven Geldpolitik festzuhalten. Sie belies das Zielband für den 3M-Libor bei 0%–0,75% und kündigte an, einen Wert im unteren Bereich des Bandes um 0,25% anzustreben. Sie wies darauf hin, dass die Risiken für die wirtschaftliche Erholung vor allem nach unten gerichtet sind, und bekräftigte ihre Absicht, falls Abwärtsrisiken eintreten und zu erneuter Deflationsgefahr führen sollten, die notwendigen Massnahmen zu ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

3.1 Zinsentwicklung

Weitere Liquiditätsabschöpfung durch die SNB

Im Rahmen der Zinssteuerung schöpfte die SNB überschüssige Franken-Liquidität ab. Einerseits emittierte sie wöchentlich SNB Bills mit jeweils zwei unterschiedlichen Laufzeiten: eine Emission mit der Laufzeit von 28 Tagen sowie einer zusätzlichen Emission mit der Laufzeit von 84, 168 oder 336 Tagen. Andererseits führte die SNB täglich liquiditätsabschöpfende Repo-Auktionen mit einer Laufzeit von einer Woche durch. Zwischen Mitte September und Mitte Dezember war die Nachfrage der Banken nach SNB Bills und in den liquiditätsabschöpfenden Repo-Auktionen rege.

Der Gesamtbestand an SNB Bills erhöhte sich zwischen September und November 2010 von durchschnittlich 108 Mrd. Franken auf 114 Mrd. Franken. Die marginalen Renditen bewegten sich je nach Laufzeit zwischen 0,14% und 0,37%. Rund die Hälfte der ausstehenden SNB Bills entfiel auf die Laufzeit von 28 Tagen. Die Restlaufzeit des Gesamtbestandes stieg in der Berichtsperiode von 36 Tagen auf 63 Tage an.

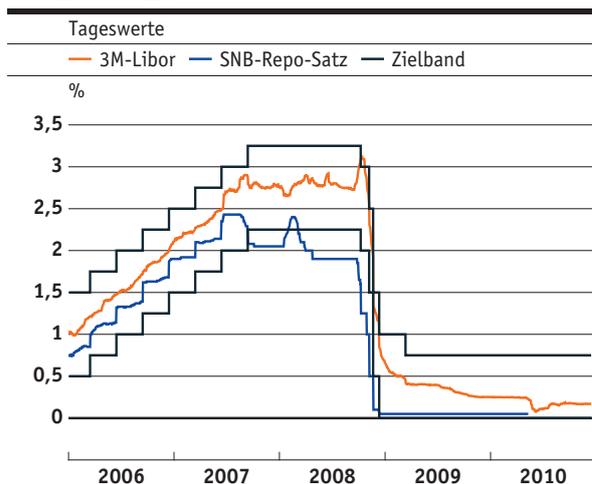
Der Bestand an liquiditätsabschöpfenden Repo-Geschäften blieb zwischen Mitte September und Mitte Dezember stabil bei 24 Mrd. Franken. Der Zinssatz für die Repo-Auktionen wurde von 0,14% auf 0,12% reduziert. Der Wochendurchschnitt der Giro Guthaben inländischer Banken bewegte sich in der Berichtsperiode zwischen 33 Mrd. Franken und 23 Mrd. Franken.

Am 8. Dezember 2010 wurde die letzte ausstehende Schuldverschreibung der SNB in US-Dollar (SNB USD Bills) im Umfang von 235 Mio. USD zurückbezahlt. Das Finanzierungsprogramm für das Darlehen der SNB an den SNB StabFund ist damit beendet. Der Bestand an SNB USD Bills verzeichnete am 26. Oktober 2009 mit rund 20 Mrd. USD den Höchststand.

Geldmarktzinsen weiterhin auf tiefem Niveau

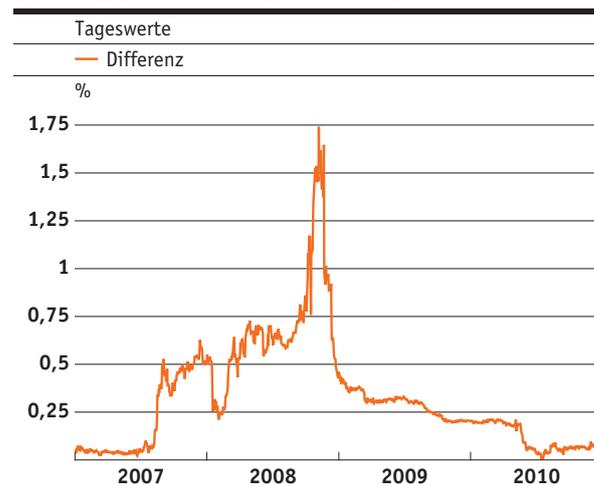
Der 3M-Libor blieb seit Mitte September relativ konstant bei rund 0,17%, nachdem er im Juni unter 0,10% gefallen war. Der Risikoaufschlag am Geldmarkt, gemessen an der Differenz zwischen

Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.2
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Quellen: Bloomberg, Reuters

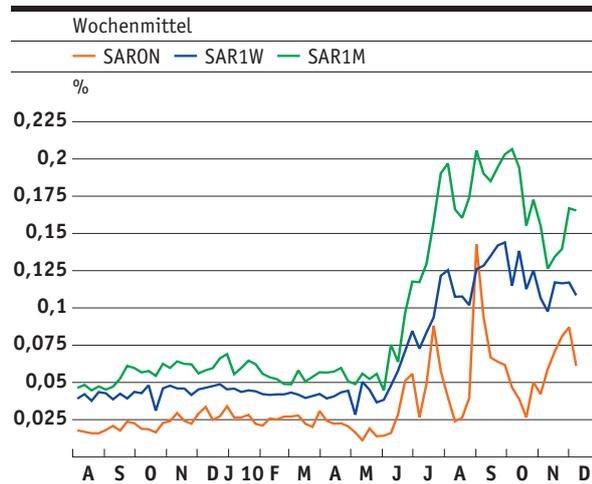
dem 3M-Libor und dem entsprechenden Overnight Index Swap (OIS), blieb in den vergangenen drei Monaten ebenfalls auf tiefem Niveau stabil (Grafik 3.2). Während der Finanzkrise hatte dieser Aufschlag stark zugenommen und war erst im zweiten Quartal 2010 zu seinem Vorkrisenniveau zurückgekehrt.

Langfristige Zinssätze weiterhin tief

Die Renditen von Schweizer Anleihen mit hoher Kreditqualität verharrten auf tiefem Niveau. Nachdem die Renditen von Anleihen der schweizerischen Eidgenossenschaft im September und Oktober relativ stabil blieben, begannen sie im November zu steigen. Die Renditen mit einer Laufzeit von zehn Jahren nahmen von rund 1,4% Anfang November auf 1,8% Mitte Dezember zu. Der Renditenanstieg folgte der internationalen Zunahme der Renditen, wenn auch in geringerem Ausmass. Die Renditen längerfristiger Anleihen von Schweizer Unternehmen mit hoher Bonität verzeichneten eine ähnliche Entwicklung und lagen in den letzten drei Monaten bis zu 40 Basispunkte über den entsprechenden Staatsanleihen.

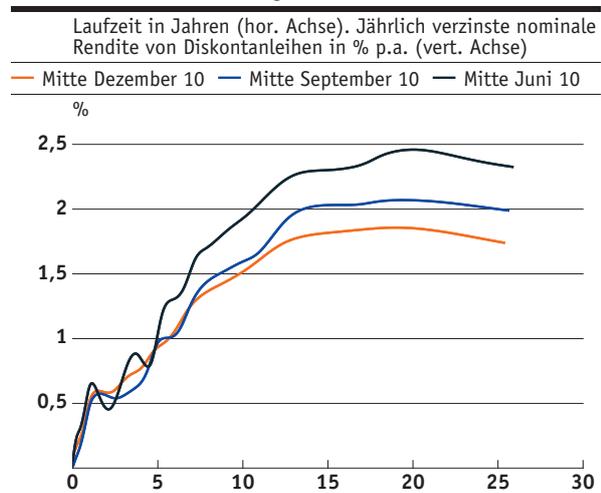
Die Zinskurve blieb bis zu Laufzeiten von zehn Jahren relativ konstant, flachte sich aber für noch längere Laufzeiten weiter ab (Grafik 3.4). Der Term Spread, d.h. die Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger eidgenössischer Anleihen und dem 3M-Libor, lag in den letzten drei Monaten leicht über dem historischen Durchschnitt von 1,20 Prozentpunkten. Grafik 3.6 zeigt, dass der Term Spread nach dem Konkurs von Lehman Brothers im September 2008 eingebrochen war. Mit der massiven Lockerung der Geldpolitik Ende 2008 und Anfang 2009 stieg er rasch auf im historischen Vergleich hohe Werte. Seit Mai 2009 hat sich der Term Spread wieder verengt.

Grafik 3.3
Swiss Reference Rates



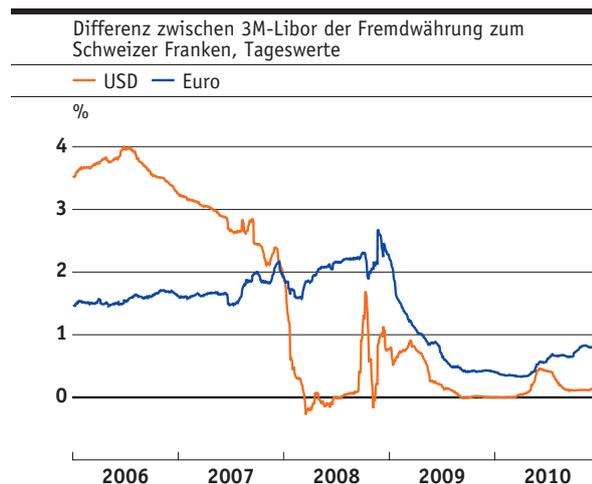
Quelle: SIX Swiss Exchange AG

Grafik 3.4
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Quelle: SNB

Grafik 3.5
Differenzen internationaler Kurzfristzinsen



Quellen: Reuters, SNB

Leichte Ausweitung der internationalen Spreads

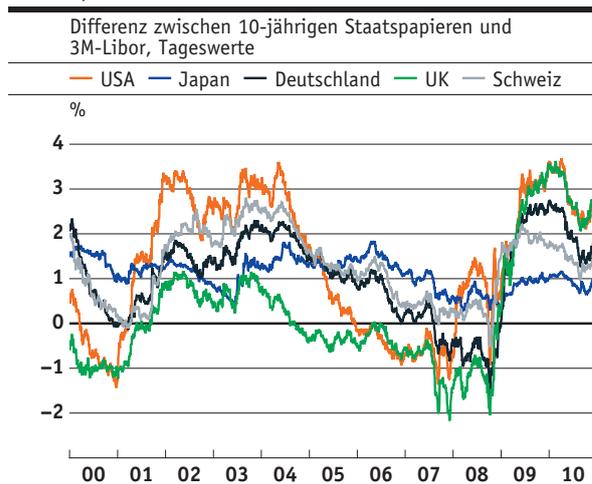
Während sich der 3M-Dollar-Libor in den letzten drei Monaten kaum veränderte, stieg der 3M-Euro-Libor auf beinahe 1% an. Wie in Grafik 3.5 ersichtlich, vergrösserte sich somit die Differenz zwischen den Kurzfristzinsen in der Eurozone und denjenigen in der Schweiz zwischen Mitte September und Mitte Dezember.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen von fiskalisch schwächeren Euroländern erhöhten sich im gleichen Zeitraum aufgrund der zunehmenden Befürchtung, in einzelnen Staaten könnte es zu Finanzierungsengpässen kommen. Auch die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der USA, Grossbritanniens und Deutschlands stiegen stärker als die Kurzfristzinsen, so dass sich die Term Spreads für diese Länder zwischen Mitte September und Mitte Dezember etwas vergrösserten (Grafik 3.6). Diese Entwicklung dürfte unter anderem auch auf Bedenken der Anleger hinsichtlich der längerfristigen Fiskalpolitik zurückzuführen sein. Anders als in der Schweiz sind die Term Spreads im Ausland im historischen Vergleich relativ hoch.

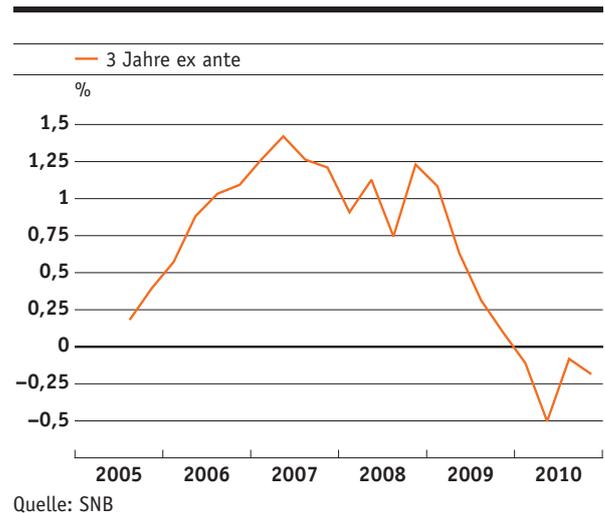
Weiterhin niedrige Realzinsen

Im vierten Quartal 2010 lag der dreijährige Realzins nach wie vor im negativen Bereich und notierte mit $-0,18\%$ praktisch unverändert im Vergleich zum Vorquartal. Die Inflationserwartungen zur Berechnung des dreijährigen Realzinses sind aus den Prognosen verschiedener SNB-Modelle abgeleitet. Die tiefen Realzinsen dürften stimulierend auf die Inlandnachfrage wirken.

Grafik 3.6
Term Spreads



Grafik 3.7
Geschätzter Realzinssatz



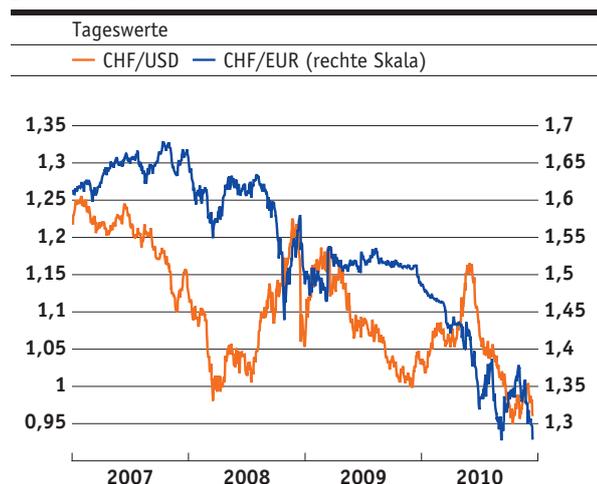
3.2 Wechselkurse

Aufwertung des Frankens bei hoher Volatilität

Nach wie vor waren die Wechselkurse sehr volatil. In den drei Monaten seit der Lagebeurteilung vom September 2010 wertete sich der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar um 5% auf. In Erwartung der zusätzlichen quantitativen Lockerung durch die US-Notenbank und den damit verbundenen höheren Inflationserwartungen schwächte sich der US-Dollar zunächst ab, bevor besser als erwartete Konjunkturdaten den Dollar wieder unterstützten.

Gegenüber dem Euro legte der Franken 2% an Wert zu (Grafik 3.8). Die Unsicherheiten bezüglich dieser Wechselkursentwicklung waren gross, da zwei Faktoren sich ungefähr die Waage hielten: Einerseits stützten Anzeichen einer fortschreitenden wirtschaftlichen Erholung in Europa den Euro. Andererseits belasteten Befürchtungen über mögliche Finanzierungsengpässe einzelner peripherer Euroländer den Kurs. Längerfristiger betrachtet, lag der Franken gegenüber dem US-Dollar Mitte Dezember 12% und gegenüber dem Euro rund 16% über dem jeweiligen Durchschnittswert für 2009.

Grafik 3.8
Devisenkurse

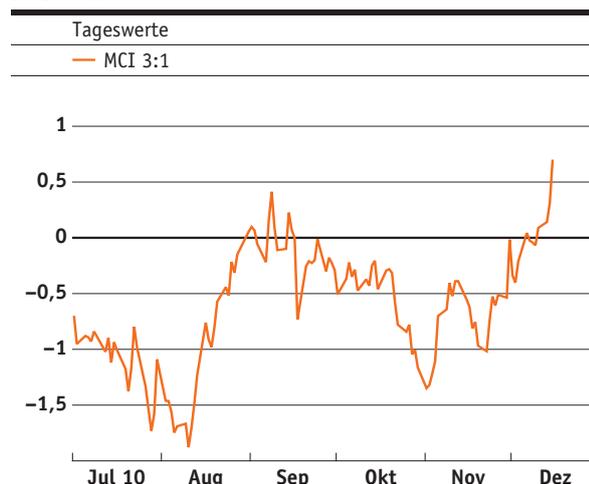


Quelle: SNB

Etwas restriktiverer Monetary Conditions Index

Die oben beschriebene Wechselkursdynamik zeigte sich in einem etwas restriktiveren Monetary Conditions Index (Grafik 3.9).³ Der nominale exportgewichtete Aussenwert des Frankens lag Mitte Dezember leicht höher als bei der Lagebeurteilung vom September 2010, und der 3M-Libor notierte praktisch unverändert.

Grafik 3.9
MCI nominal



Quelle: SNB

3 Der Monetary Conditions Index (MCI) basiert auf dem 3M-Libor und dem exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens. Er stellt ein Mass für den geldpolitischen Restriktionsgrad dar. 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. Für zusätzliche Informationen zur Berechnung des MCI siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik, Quartalsheft 1/2004, S. 27.

3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

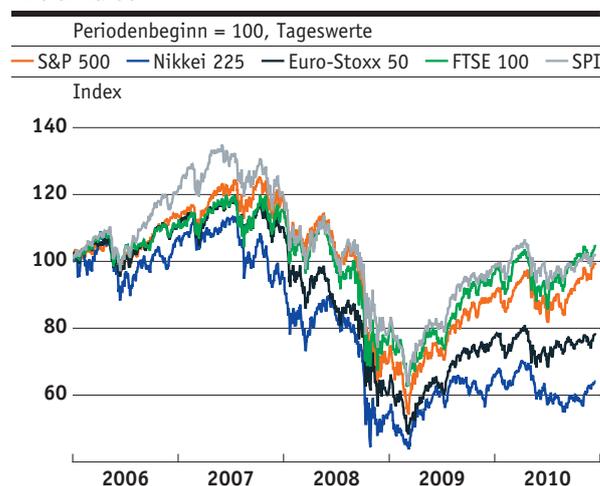
Kurssteigerungen an den Aktienmärkten bei anhaltender Unsicherheit

Die Kurse an den internationalen Aktienmärkten profitierten von den mehrheitlich günstigen makroökonomischen Daten, den insgesamt positiven Unternehmensergebnissen im dritten Quartal und den Erwartungen weiterer quantitativer Lockerungsmassnahmen in den USA. Der amerikanische S&P 500 stieg um 10%. Der Swiss Performance Index (SPI) und der Euro-Stoxx 50 legten um 3% zu.

Die Unsicherheit an den internationalen Aktienmärkten hielt jedoch an. Ein Mass für die Unsicherheit stellt der Volatility-Index (VIX) des Chicago Board Options Exchange dar. Er zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden 30 Tage. Dieser Indikator schwankte zwischen Mitte September und Mitte Dezember leicht über dem historischen Durchschnitt (Grafik 3.12). Zwar nahm in den USA die Unsicherheit der Anleger nach den Kongresswahlen vom 2. November 2010 und der Bekanntgabe weiterer Massnahmen zur quantitativen Lockerung durch die US-Notenbank ab. Hingegen führten die erneuten Spannungen in den peripheren Euroländern ab Anfang November zu grösseren Kursauschlägen bei den europäischen Aktien.

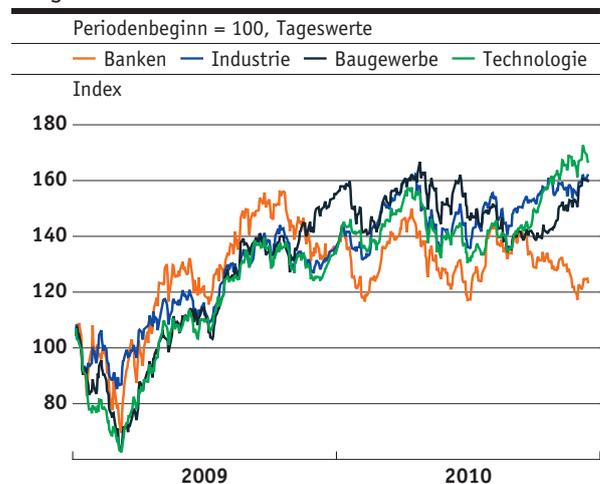
Die Aktienkurse entwickelten sich je nach Sektor und Branche unterschiedlich. In der Schweiz verzeichnete der SPI-Branchenindex «Banken» einen Rückgang von 12%. Hierbei dürften die erneuten Anspannungen an den Finanzmärkten infolge der Sorgen um die Stabilität der Eurozone eine Rolle gespielt haben. Die Aktien von Unternehmen im Bausektor legten hingegen um 15% zu, was auf die anhaltend starke Dynamik am Immobilienmarkt hindeutet.

Grafik 3.10
Aktienkurse



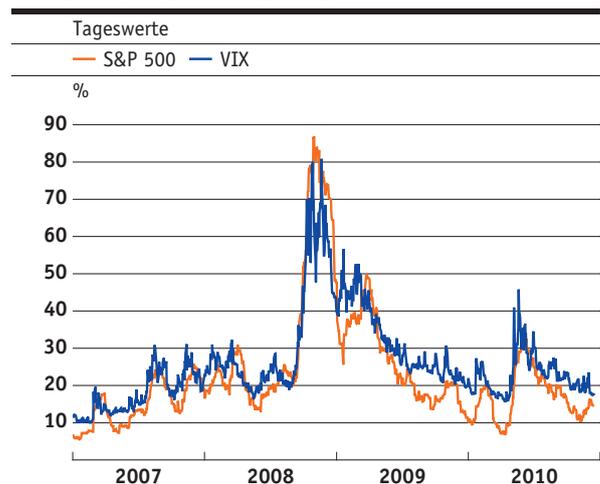
Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

Grafik 3.11
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 3.12
Volatilität der Aktienrenditen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

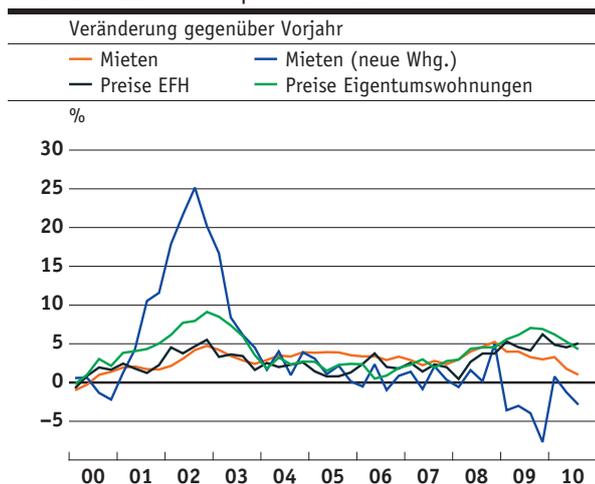
Kräftiger Anstieg der Rohwarenpreise

Im vierten Quartal 2010 behielten die Rohwarenpreise zunächst ihren jüngsten Aufwärtstrend bei, bevor am 10. November eine Gegenbewegung einsetzte. Wie üblich waren diese Entwicklungen eng mit dem US-Dollar-Kurs verknüpft, denn Rohwaren werden hauptsächlich in US-Dollar gehandelt. Preistreibend wirkte zudem die hohe Nachfrage insbesondere nach Industriemetallen wie Kupfer, das einen historischen Höchstpreis erreichte. Bei den Getreidepreisen führten wetterbedingte Ernteauffälle und Exportbeschränkungen von Produzentenländern zu kräftigen Preisschüben. Der Marktpreis für Erdöl und Energiegüter schnellte zunächst ebenfalls hoch. Auch die Edelmetalle notierten kräftiger. So stieg der Goldpreis von 1260 Dollar pro Unze Mitte September auf über 1400 Dollar im November an, was unter anderem auf steigende Inflationserwartungen und erhöhte Unsicherheit hinweisen könnte.

Höhere Preise für Immobilien

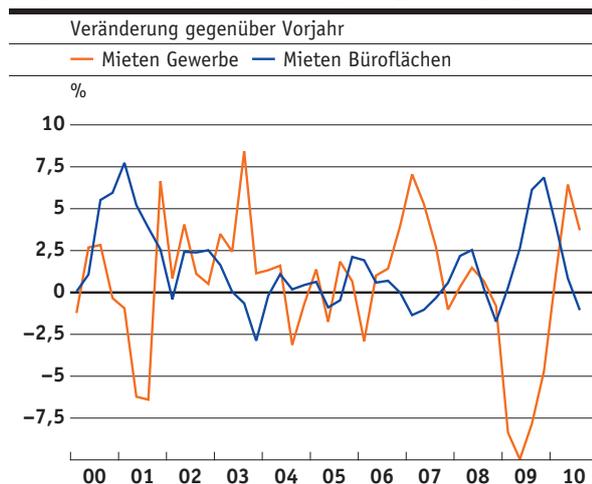
Die inserierten Wohnungsmieten stiegen im dritten Quartal 2010 um 1,0% im Vorjahresvergleich. Die Angebotspreise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen erhöhten sich im dritten Quartal um 5,0% bzw. 4,3% gegenüber dem Vorjahr. Da das aktuelle Preisniveau für Wohneigentum grösstenteils durch Fundamentalfaktoren erklärbar zu sein scheint, dürfte diese Entwicklung gesamthaft noch nicht alarmierend sein. Allerdings sind lokal gewisse Überhitzungstendenzen auszumachen. Ausserdem bieten die historisch tiefen Zinsen kombiniert mit einem verschärften Wettbewerb am Hypothekarmarkt Nährboden für potenzielle Übertreibungen am Immobilienmarkt.

Grafik 3.13
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

Grafik 3.14
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

Weiterhin hohe Notenbankgeldmenge

Der Geldmultiplikator, der das Verhältnis zwischen dem breiten Geldaggregat M3 und der Notenbankgeldmenge M0 ausweist, ist im historischen Vergleich nach wie vor niedrig (Grafik 3.15). Allerdings stieg er in jüngster Zeit deutlich an. Dies ist einerseits auf die Abschöpfung von Liquidität durch die SNB und andererseits auf eine neuerliche Expansion der breiteren Geldaggregate zurückzuführen.

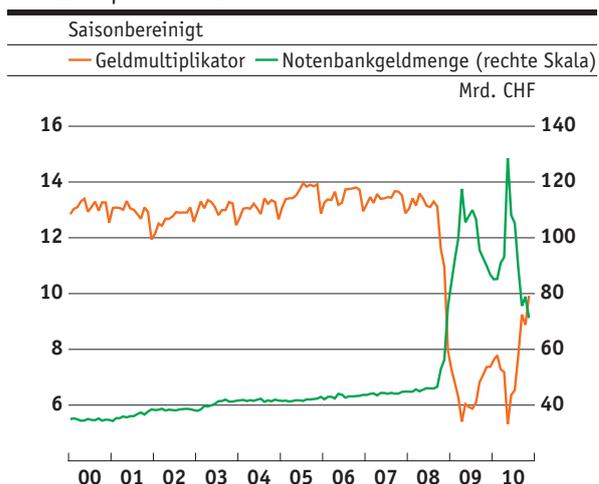
Der Geldmultiplikator bringt zum Ausdruck, dass die Banken auf Basis der ihnen zur Verfügung stehenden liquiden Mittel über Kreditgewährung ein Vielfaches an Geld im Publikum entstehen lassen können. Seit der Finanzkrise hat die Notenbankgeldmenge, die sich aus den Giro Guthaben der Banken bei der SNB und dem Notenumlauf zusammensetzt, massiv zugenommen, da die Banken aus Vorsichtsgründen mehr Liquidität halten als zuvor. Dies hat sich in einem starken Rückgang des Geldmultiplikators niedergeschlagen. Er befindet sich seit bald zwei Jahren auf einem tiefen Niveau. Wie der Verlauf des Geldmultiplikators zeigt, war vor der Krise das Verhältnis der Notenbankgeldmenge zu den breiter definierten Geldaggregaten sehr stabil.

Expansion der breiteren Geldaggregate

Die breiteren Geldaggregate (M1, M2 und M3) durchbrachen in jüngster Zeit ihre Trendniveaus (Grafik 3.16). Sie liegen nun deutlich darüber und sind mit den tiefen langfristigen Zinsen weiter angestiegen. Im November 2010 lagen M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) um 9,5% und M2 (M1 plus Spareinlagen) um 8,7% über ihrem Vorjahresniveau. M3 (M2 plus Termineinlagen) ist generell weniger volatil als die anderen Aggregate und weitete sich um 6,4% aus (Tabelle 3.1).

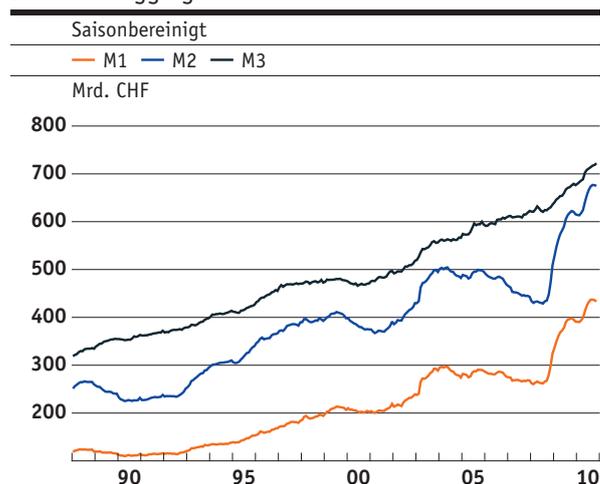
Nach einem hohen Wachstum insbesondere im Jahr 2003 hatten sich sowohl M1 als auch M2 zurückgebildet. Ab Herbst 2007 stabilisierten sich diese Geldmengen dann im Einklang mit relativ konstanten Zinsen. Mit den Zinssenkungen ab Ende 2008 begannen M1 und M2 dann allerdings wieder kräftig zu wachsen. Das kräftige Wachstum der breiteren Geldaggregate stellt eine potenzielle Gefahr für die langfristige Preisstabilität dar.

Grafik 3.15
Geldmultiplikator M3



Quelle: SNB

Grafik 3.16
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Längerfristig steigender Inflationsdruck

Der Money-Gap-Indikator (Grafik 3.17) bewegt sich in jüngster Zeit im positiven Bereich, was längerfristig ebenfalls einen steigenden Inflationsdruck andeutet. Der Money Gap entspricht der prozentualen Abweichung der Geldmenge M3 von einem Gleichgewichtswert, der anhand des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt

wird.⁴ Anhand dieses Indikators lassen sich mögliche Inflations- oder Deflationsrisiken aufgrund einer übermässigen bzw. einer unzureichenden Liquiditätsversorgung der Wirtschaft abschätzen. Grafik 3.17 zeigt den so berechneten Money Gap in der Form eines Bandes mit einer Weite von einer Standardabweichung, was der statistischen Unsicherheit Rechnung tragen soll.

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

	2008	2009	2009		2010			2010		
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	September	Oktober	November
Notenbankgeldmenge²	49,6	99,1	103,0	90,1	87,9	109,8	88,8	74,3	78,0	70,6
Veränderung ³	12,1	99,9	127,4	46,1	-5,4	-0,4	-13,8	-21,3	-15,2	-21,0
M1²	273,1	377,2	383,0	395,2	399,6	415,3	422,6	423,6	427,5	436,0
Veränderung ³	1,5	38,1	48,2	30,8	12,5	10,6	10,3	10,0	9,4	9,5
M2²	443,1	589,3	599,0	617,2	626,4	645,8	656,7	658,6	663,7	673,7
Veränderung ³	-1,6	33,0	41,4	29,7	12,9	10,2	9,6	9,3	8,6	8,7
M3²	626,0	662,0	664,6	677,2	685,8	702,3	708,0	709,7	715,2	723,8
Veränderung ³	2,2	5,8	7,5	7,3	5,8	6,8	6,5	6,7	6,3	6,4

1 Definition 1995

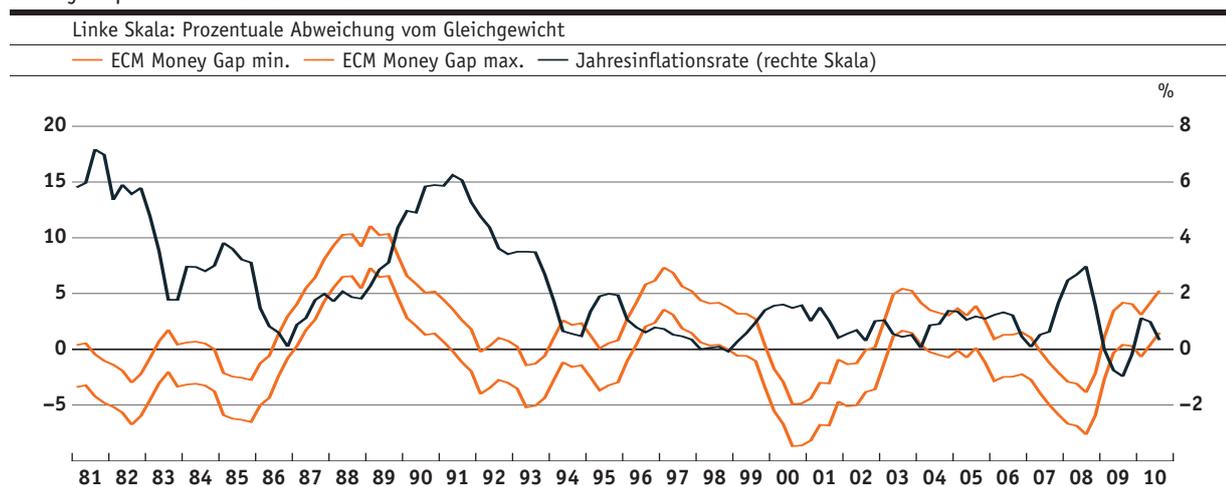
2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.17

Money Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

⁴ Siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik, Quartalsheft 1/2005, S. 33.

3.5 Kredite

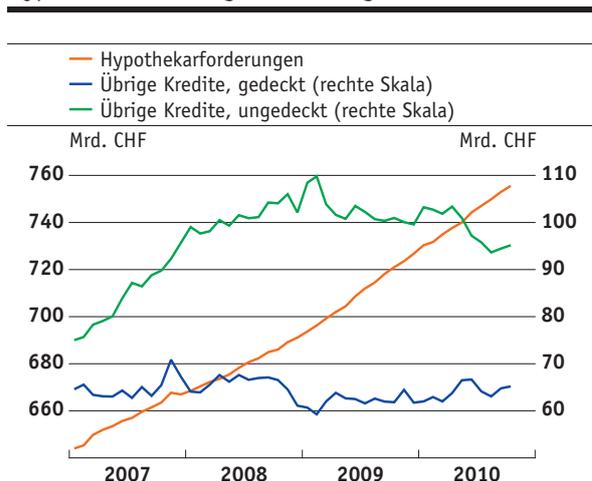
Weiterhin robustes Wachstum der Kredite

Das Kreditwachstum verlangsamte sich im dritten Quartal 2010 erstmals seit einem Jahr. Es betrug im Vorjahresvergleich 3,5% gegenüber 4,2% im zweiten Quartal. Diese Verlangsamung ist in erster Linie auf die übrigen, d.h. die nicht hypothekarisch gesicherten Kredite, zurückzuführen. Diese schrumpften im dritten Quartal 2010 wieder, nachdem sie im Vorquartal leicht zugenommen hatten. Eine Aufteilung nach gedeckten und ungedeckten übrigen Krediten zeigt, dass die gedeckten Kredite langsamer expandierten, während sich die ungedeckten Kredite deutlich verringerten. Die ungedeckten Kredite, die ein stark zyklisches Verhalten aufweisen, deuten auf eine zukünftige Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität hin. Die Hypothekar-

forderungen, die rund vier Fünftel der gesamten Bankkredite ausmachen, wuchsen weiterhin robust um 4,9%. Das Tiefzinsumfeld hat die Hypothekarkredite massiv stimuliert (Grafik 3.19). Seitdem der 3M-Libor im Oktober 2008 gesenkt wurde, nahm die Wachstumsrate der Hypothekarforderungen von 3,4% auf mehr als 5% im ersten Quartal 2010 zu. Seither hat sich die Wachstumsrate auf hohem Niveau stabilisiert.

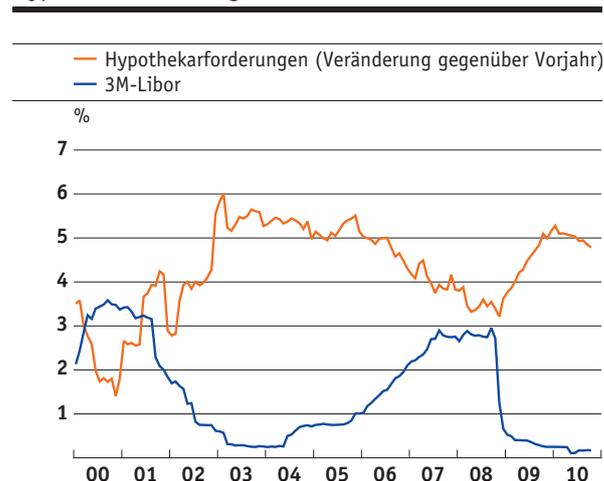
Das hier dargestellte effektive Kreditwachstum wird aufgrund der starken Frankenaufwertung sogar leicht unterschätzt. Da die Monatsbilanzen der Banken in Franken ausgewiesen werden, führt eine Frankenaufwertung zu einer Senkung der in Fremdwährungen denominierten Kreditvolumen. Wird dieser Wechselkurseffekt berücksichtigt, so fällt das gesamte Kreditwachstum um rund 0,2 Prozentpunkte höher aus.

Grafik 3.18
Hypothekarforderungen und übrige Kredite



Quelle: SNB

Grafik 3.19
Hypothekarforderungen und 3M-Libor



Quellen: Reuters, SNB

Bankkredite

Tabelle 3.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

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

1 Monatsbilanzen

2 Kreditvolumenstatistik

Quelle: SNB

Die hier dargestellten Wachstumsraten können von den im Bankenstatistischen Monatsheft ausgewiesenen Werten abweichen.
Die Kreditreihen im Bankenstatistischen Monatsheft können Sprünge aufweisen. Diese Sprünge werden hier für die Analyse bereinigt.

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 SNB ihre Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflation, sondern an der Inflation, die sich bei unveränderter Geldpolitik in zwei bis drei Jahren ergeben würde. Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den 3M-Libor eines der drei Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB. Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modell-schätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Sie zeigt die künftige Preisentwicklung unter der Annahme, der 3M-Libor bleibe während des Prognosezeitraums konstant.

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

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

ten. Das dabei unterstellte internationale Konjunkturszenario stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 zeigt die wichtigsten Annahmen dieses Szenarios im Vergleich zur Prognose vom September 2010.

Moderate Erholung der Weltwirtschaft

Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich fort. Aufgrund der langwierigen Folgen der Finanz- und Immobilienkrise wird für die Industrieländer nach wie vor ein im historischen Vergleich moderater Aufschwung erwartet. Für die USA rechnet die SNB weiterhin mit Wachstumsraten des BIP von 2,8% für 2010 und 2,6% für 2011. Für Europa fällt die Schätzung für 2010 mit 1,8% ebenfalls nahezu gleich aus, doch senkt die SNB die Wachstumsprognose für 2011 und 2012 auf 1,8% bzw. 2,4%. Die prognostizierten Inflationsraten für die USA und Europa bleiben moderat. In den USA dürfte die Bekanntgabe eines neuen Wertpapierkaufprogramms im November den Zeitpunkt einer Normalisierung der Geldpolitik weiter verzögert haben.

Zwei technische Annahmen werden dem Szenario für die Weltwirtschaft unterstellt. Einerseits wird für Erdöl in der kurzen Frist ein Preis von 84 Dollar, danach von 83 Dollar pro Fass veranschlagt. Andererseits wird der Dollar/Euro-Wechselkurs bei 1.40 USD/EUR fixiert, was der Aufwertung des Euro Rechnung tragen soll.

Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

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

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

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

Dezember 2010	2010	2011	2012
BIP USA ¹	2,8	2,6	3,5
BIP EU-15 ¹	1,8	1,8	2,4
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.4	1.4
Ölpreis in USD/Fass ²		84	83
Ölpreis in CHF/Fass ³		84	83
September 2010	2010	2011	2012
BIP USA ¹	2,7	2,5	3,5
BIP EU-15 ¹	1,7	2,2	2,9
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.3	1.3
Ölpreis in USD/Fass ²		74	83
Ölpreis in CHF/Fass ⁴		74	83

1 Veränderung in %

2 Niveau

3 Niveau, Kurs vom 16. Dezember 2010

4 Niveau, Kurs vom 16. September 2010

Quelle: SNB

4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung hat die Schweizerische Nationalbank bekanntgegeben, dass sie ihre expansive Geldpolitik fortführen wird. Sie belässt das Zielband für den Dreimonats-Libor weiterhin bei 0%–0,75%. Dabei strebt sie an, den Libor im unteren Bereich des Zielbandes um 0,25% zu halten.

Die weltwirtschaftliche Erholung setzt sich fort. Während die aufstrebenden Länder eine lebhafte Dynamik aufweisen, bleibt die Entwicklung in den Industrieländern insgesamt verhalten. Die Schweizer Wirtschaft ist im dritten Quartal 2010 robust gewachsen, jedoch deutet vor allem die Abschwächung bei den Exporten auf eine deutliche Reduktion des Wachstums in den kommenden Quartalen hin. Die Nationalbank geht deshalb von einem BIP-Wachstum von rund 1,5% für 2011 aus, nach rund 2,5% im laufenden Jahr.

Die Geldpolitik agiert in einem Umfeld hoher Unsicherheit. Sorgen um die Stabilität in der Eurozone haben an den Finanzmärkten wiederum zu Anspannungen geführt. In diesem Zusammenhang hat sich der Schweizer Franken erneut aufgewertet. Falls sich diese Anspannungen verschärfen und die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone belasten sollten, würde auch die Schweizer Wirtschaft in Mitleidenschaft gezogen. Sollte eine Deflationsgefahr auftreten, würde die Nationalbank die notwendigen Massnahmen ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Die bedingte Inflationsprognose der Nationalbank liegt für 2012 und 2013 leicht unterhalb der Prognose vom September. Diese Korrektur erfolgt insbesondere wegen der gegenüber der letzten Lagebeurteilung ungünstigeren konjunkturellen Perspektiven für Europa. Für 2011 liegt die Inflationsprognose hauptsächlich infolge eines höheren Ölpreises geringfügig höher. Unter Annahme eines unveränderten Dreimonats-Libor von 0,25% wird die durchschnittliche Teuerung im Jahr 2010 voraussichtlich bei 0,7%, im Jahr 2011 bei 0,4% und im Jahr 2012 bei 1,0% liegen. Die bedingte Inflationsprognose zeigt, dass in der kurzen Frist keine Gefahr für die Preisstabilität besteht. Allerdings lässt ihr ansteigender Verlauf in 2012 und 2013 erkennen, dass die gegenwärtig expansive Geldpoli-

tik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die langfristige Preisstabilität zu gefährden. Die Inflationsprognose bleibt mit sehr hoher Unsicherheit behaftet.

Den einleitenden Bemerkungen von SNB-Präsident Philipp Hildebrand am Mediengespräch vom 16. Dezember 2010 kann weiter entnommen werden:

Internationale Wirtschaftsaussichten

Insgesamt setzte sich die Erholung der Weltwirtschaft unter dem Einfluss einer expansiven Wirtschaftspolitik und einer lebhaften Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften fort. In der Eurozone hingegen reduzierte sich das Wachstum im dritten Quartal deutlich, wobei sich die günstige Wirtschaftsentwicklung Deutschlands vom schwachen Wachstum in den peripheren Ländern der Währungsunion abhebt. Die jüngsten Finanzmarkt-turbulenzen dürften die Aktivität in der Eurozone bremsen. Obwohl sich in den USA die Binnennachfrage allmählich festigt, reicht die Dynamik nicht aus, um die nach wie vor hohe Arbeitslosigkeit nachhaltig zu senken. Ausserdem belastet die Lage am Immobilienmarkt die Bauinvestitionen. Das BIP-Wachstum in den USA wird deshalb weiterhin gedämpft bleiben. Von der robusten Konjunkturdynamik in den aufstrebenden Ländern sollten auch zukünftig positive Impulse für das globale Wachstum ausgehen.

Die Nationalbank hat ihre Wachstumsprognose für die Weltwirtschaft leicht nach unten revidiert, hauptsächlich für Europa für 2011 und 2012. Die Unsicherheit bezüglich der globalen Konjunktorentwicklung ist weiterhin sehr gross und die Risiken bleiben nach unten gerichtet.

Wirtschaftsaussichten für die Schweiz

Das Wachstum der Schweizer Wirtschaft blieb im dritten Quartal robust. Damit erhöhte sich der Auslastungsgrad der Produktionsfaktoren. In der Industrie hat die technische Kapazitätsauslastung wieder ein normales Niveau erreicht, während sie im Bausektor sogar deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt liegt. Auch die Beschäftigung nahm moderat zu, und die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Die Signale einer deutlichen Reduktion des Wachstums verdichteten sich jedoch. Die Warenexporte stagnierten zwischen Juni und Oktober, vor allem aufgrund einer schwä-

chen Nachfrage aus Europa. Die Dienstleistungsexporte waren zuletzt rückläufig.

Die anhand des Landesindex für Konsumentenpreise gemessene Teuerung bildete sich im November auf 0,2% zurück. Die Abnahme in den vergangenen Monaten ist in erster Linie auf die rückläufigen Preise für importierte Konsumgüter zurückzuführen. Entsprechend lagen die von der Nationalbank berechneten Masse für die Kernteuerung etwas höher und blieben seit der letzten Lagebeurteilung stabil.

Die Nationalbank rechnet für die kommenden Monate mit einer Fortsetzung des Wirtschaftswachstums. Dieses dürfte jedoch in den kommenden Quartalen deutlich tiefer ausfallen, was sowohl auf die insgesamt verhaltene Entwicklung in den Industrieländern als auch auf die erfolgte Frankenaufwertung zurückzuführen ist. Die Nationalbank geht deshalb von einem BIP-Wachstum von rund 1,5% im nächsten Jahr aus, nach rund 2,5% im laufenden Jahr.

Monetäre und finanzielle Rahmenbedingungen

Die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen in der Schweiz sind durch die expansive Geldpolitik gekennzeichnet. Seit Mitte September liegt der Dreimonats-Libor relativ konstant im unteren Bereich des Zielbandes. Die Renditen von Schweizer Anleihen mit hoher Kreditqualität bleiben trotz dem jüngsten Anstieg auf niedrigem Niveau. Dies gilt auch für die langfristigen Realzinsen, welche letztlich für die Investitions- und Konsumentscheidungen massgebend sind. Historisch tiefe Zinsen für Unternehmenskredite und Hypotheken schaffen ebenfalls stimulierende Rahmenbedingungen für die inländische Endnachfrage.

Sorgen um die Stabilität in der Eurozone haben an den Finanzmärkten wiederum zu Anspannungen geführt. In diesem Zusammenhang hat sich der Schweizer Franken erneut aufgewertet. Die Umfrage der SNB Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zeigt, dass der Geschäftsgang zahlreicher Unternehmen von dieser Entwicklung beeinträchtigt wird. Eine Verschärfung der Krise in der Eurozone hätte unausweichlich auch weitere negative Folgen für die Schweizer Wirtschaft.

Seit der geldpolitischen Lagebeurteilung vom September 2010 wurden die Liquiditätsabschöpfenden Operationen fortgesetzt. Sie führten dazu, dass

sich die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank weiter reduzierten. Trotzdem liegt die Notenbankgeldmenge nach wie vor deutlich über ihrem Niveau vor der Finanzkrise. Die breiteren Geldaggregate expandierten seit der letzten Lagebeurteilung weiterhin kräftig und stellen eine potenzielle Gefahr für die langfristige Preisstabilität dar.

Die Kreditfähigkeit blieb angesichts der expansiven monetären Bedingungen weiterhin rege. Gemäss der von der Nationalbank durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft haben die Banken ihre Kreditvergabebedingungen für Kredite an Unternehmen und an Haushalte im dritten Quartal 2010 beibehalten. Von mehreren Banken wird gemeldet, dass die Nachfrage der Haushalte nach Hypothekarkrediten erneut zugenommen hat. Dies schlägt sich in einer anhaltend hohen Wachstumsrate des Hypothekarvolumens nieder. Zudem erhöhen sich die Immobilienpreise weiter. Die Lage auf dem Hypothekar- und Immobilienmarkt erfordert nach wie vor die volle Aufmerksamkeit der Nationalbank.

Auswirkungen der Devisenmarktinterventionen auf die SNB-Bilanz

Seit Beginn der Finanzkrise hat sich die Bilanz der Nationalbank stark ausgedehnt und in ihrer Zusammensetzung verändert. Dies ist insbesondere eine Folge der Devisenmarktinterventionen der Nationalbank. Seit Jahresbeginn hat sich die Bilanzsumme von 207 Mrd. auf rund 280 Mrd. Franken erhöht. Die starke Aufwertung des Frankens hat zudem zu grossen Wechselkursverlusten auf den Devisenanlagen der Nationalbank geführt.

Nach Ausbruch der Finanzkrise hat die Nationalbank die Zinsen am Geldmarkt praktisch auf null gesenkt. Trotz dieser dezidierten Zinssenkungen bestand für die schweizerische Volkswirtschaft ab März 2009 eine Deflationsgefahr. Im Rahmen des SNB-Mandats wurde somit eine weitere Lockerung der Geldpolitik notwendig. Angesichts der im Vergleich zum Ausland beschränkten Grösse des inländischen Kapitalmarkts boten sich in der Schweiz dazu hauptsächlich Devisenkäufe an. Damit konnte eine extreme Wechselkursentwicklung abgefedert werden, die eine deflationäre Dynamik hätte auslösen können. Mit der Dämpfung des Aufwertungsdrucks hat die Nationalbank zwar erhöhte Bilanzrisiken übernommen, ist dafür aber dem Risiko einer deflationären Entwicklung entgegengetreten.

Obwohl sich der Franken seit Jahresanfang stark aufgewertet hat, hat sich mit der Festigung der konjunkturellen Erholung die Deflationsgefahr vermindert. Die Aufwertung des Frankens hat die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exporteure beeinträchtigt. Die negativen Effekte auf die Exportnachfrage wurden jedoch durch eine robuste wirtschaftliche Entwicklung in den Abnehmerländern der Schweiz gedämpft.

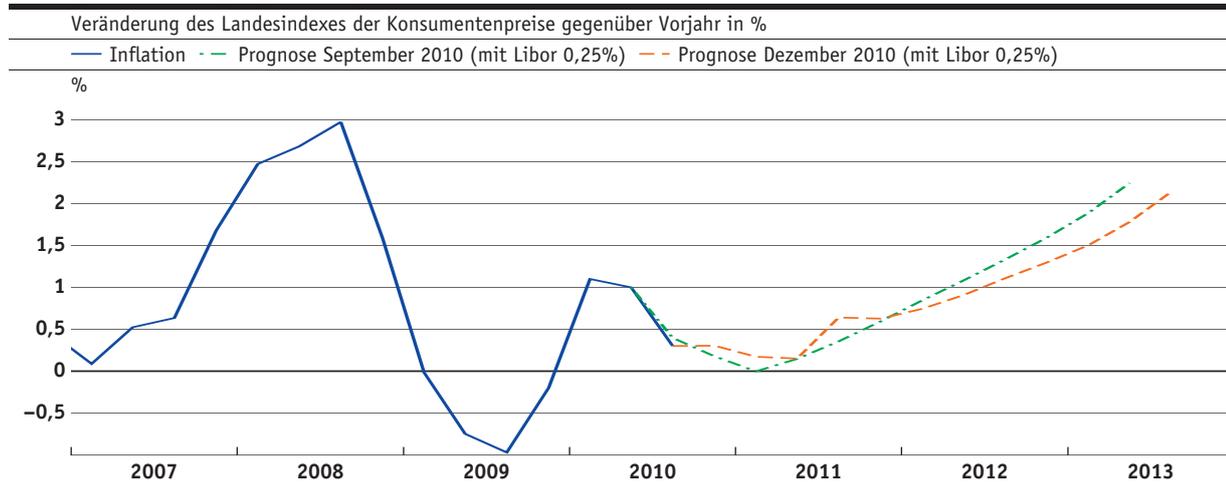
Grafik der bedingten Inflationsprognose

Die rote (gestrichelte) Linie stellt die neue bedingte Inflationsprognose dar. Sie zeigt die zukünftige Entwicklung der Teuerung bei Annahme eines über den gesamten Prognosehorizont unveränderten Dreimonats-Libor von 0,25% und deckt den Zeitraum vom vierten Quartal 2010 bis zum dritten Quartal 2013 ab. Die grüne (strichpunktierte) Linie stellt zum Vergleich die bedingte Inflationsprognose vom letzten Quartal dar, die ebenfalls von einem Dreimonats-Libor von 0,25% ausging.

Die neue bedingte Inflationsprognose zeigt eine weiterhin tiefe Teuerung für 2011 und 2012.

Die Berücksichtigung neuer Daten führt zu einer Revision der Prognose für die nächsten Quartale. Weil sich der Ölpreis erhöht hat, liegt die neue Prognose für 2011 leicht über jener vom September. Der Anstieg der Inflation im dritten Quartal 2011 ist auf einen Basiseffekt zurückzuführen, da die Teuerung im dritten Quartal 2010 eher tief ausfiel. Im Vergleich zur Prognose vom September steigt die Inflation 2012 und 2013 weniger rasch an. Diese Korrektur erfolgt insbesondere wegen der gegenüber dem Vorquartal ungünstigeren konjunkturellen Perspektiven für Europa. Gegen Ende des Prognosehorizonts nimmt die Teuerung zügig zu und überschreitet die Grenze von 2%, falls der Dreimonats-Libor auf dem gegenwärtigen Niveau verharrt. Daraus geht hervor, dass die gegenwärtige expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont beibehalten werden kann, ohne die langfristige Preisstabilität zu gefährden. Aufgrund der eingangs erwähnten Risiken ist die bedingte Inflationsprognose mit sehr hoher Unsicherheit behaftet.

Grafik 4.1
Bedingte Inflationsprognose September 2010 und Dezember 2010



Beobachtete Inflation Dezember 2010

Tabelle 4.2

	2007				2008				2009				2010				2007	2008	2009
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.			
Inflation	0,09	0,52	0,63	1,68	2,47	2,68	2,97	1,58	-0,02	-0,75	-0,97	-0,20	1,10	1,00	0,30		0,7	2,4	-0,5

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

	2010				2011				2012				2013				2010	2011	2012
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.			
Prognose September 2010, mit Libor 0,25%			0,40	0,18	0,00	0,15	0,36	0,59	0,84	1,08	1,33	1,60	1,89	2,25			0,7	0,3	1,2
Prognose Dezember 2010, mit Libor 0,25%				0,30	0,17	0,15	0,64	0,63	0,74	0,91	1,11	1,30	1,50	1,78	2,14		0,7	0,4	1,0

Quelle: SNB

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

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

Viertes Quartal 2010

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wertvolle Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den im Oktober und November 2010 mit 244 Vertretern verschiedener Wirtschaftsbranchen geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergeben haben. Die Unternehmensauswahl erfolgt nach einem Muster, das die Produktionsstruktur der Schweiz widerspiegelt, wobei die ausgewählten Unternehmen von Quartal zu Quartal ändern. Die Bezugsgrösse ist das BIP ohne Landwirtschaft und ohne öffentliche Dienstleistungen.

Zusammenfassung

Die positive Wirtschaftsentwicklung hat sich im vierten Quartal mit leicht verminderter Dynamik fortgesetzt. Gegenüber dem Vorjahr machte sich die Erholung – wie schon in den Vorquartalen – in der verarbeitenden Industrie am meisten bemerkbar. Ein breit abgestütztes Wachstum war auch in der Bauwirtschaft und im Dienstleistungssektor zu beobachten, wobei sich in beiden Sektoren eine gewisse Verlangsamung abgezeichnet hat. Die Arbeitsnachfrage hat sich weiter belebt. Die Unternehmen sind in Bezug auf einen Ausbau der Belegschaft etwas weniger zurückhaltend als im dritten Quartal.

Aufgrund der beobachteten Nachfrageentwicklung blicken die Gesprächspartner mit Zuversicht in die nahe Zukunft. Die Erwartungen für die kommenden Monate deuten auf ein positives Umsatzwachstum in der Industrie, der Bauwirtschaft und im Dienstleistungssektor hin, obschon eine gewisse Verlangsamung der Dynamik erwartet wird, insbesondere im Bausektor und in geringerem Ausmass bei den Dienstleistungen. Eine normale

bis gute Auslastung der technischen Produktionskapazitäten der schweizerischen Volkswirtschaft ist mittlerweile fast überall erreicht.

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

Gegenüber der Frankenaufwertung sind die Reaktionen wie bereits im dritten Quartal recht unterschiedlich; insgesamt hat die Belastung der Wirtschaft aber deutlich zugenommen (vgl. auch Beitrag «Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen», S. 50 ff.).

1 Geschäftsgang

Industrie

Im vierten Quartal verbesserte sich die Wirtschaftslage in der verarbeitenden Industrie erneut spürbar, sowohl gegenüber dem Vorjahresquartal als auch gegenüber dem Vorquartal, wobei sich das Vorquartalswachstum etwas abgeschwächt hat. Im Vorjahresvergleich stiegen die realen Umsätze markant an; nur in vereinzelt Firmen lagen sie noch unter dem Vorjahresniveau. Branchenmässig konnten sich die Metallverarbeitungs-, die Maschinen-, die Uhren- sowie die Textil- und Bekleidungsindustrie innert Jahresfrist überdurchschnittlich stark erholen. Eine günstige Entwicklung war auch in der Nahrungsmittelindustrie, in der Chemie und der pharmazeutischen Industrie festzustellen.

Die Inlandnachfrage blieb eine wichtige Stütze. Nach wie vor überdurchschnittlich dynamisch präsentierte sich die Nachfrage aus den aufstrebenden Ländern Asiens und aus Südamerika. Dazu kamen aber auch neue Impulse aus den USA und aus der Eurozone, namentlich aus Deutschland. Verschiedene Industriezweige profitierten direkt oder indirekt von der kräftigen Nachfrage aus der europäischen Automobilindustrie.

Die Lager an Fertigprodukten der Industrie wurden leicht reduziert: Waren sie im Vorquartal noch als eher etwas hoch eingeschätzt worden, so halten sie die Unternehmer nun für eher etwas zu tief. Entsprechend dürften sich künftige Nachfrageimpulse weiterhin in einem Anstieg der Produktion niederschlagen.

Bau

Im Bausektor hielt der ausserordentlich dynamische Geschäftsgang in leicht abgeschwächter Form an. Das aktuelle Umsatzniveau liegt über den Werten des Vorjahres und des Vorquartals, wenn auch nicht mehr so stark wie noch im dritten Quartal. Die hauptsächlichen Impulse kommen aus dem Wohnungsbau, aber auch aus dem Ausbaugewerbe. Kundenseitig geht es vermehrt um die Frage, wann mit der Arbeit begonnen werden kann; Bauunternehmer können ihrerseits bei der Annahme von Aufträgen mehr auf die Marge achten. Ein Abbruch der positiven Grundtendenz ist derzeit nicht erkennbar. Allerdings ist die Einschätzung der Unternehmer in Bezug auf die aktuelle und künftige Umsatzentwicklung etwas weniger euphorisch als noch im Vorquartal.

Auch im vierten Quartal äusserten sich etliche Gesprächspartner besorgt über zunehmende Immobilienmarktrisiken, welche die andauernde Tiefzinspolitik mit entsprechend reger Hypothekennachfrage mit sich bringt. Eine eigentliche Blase war aus ihrer Sicht nicht feststellbar, doch gibt es eine zunehmende Anzahl von Regionen, in denen die Land- und Immobilienpreise als «nicht realistisch» eingeschätzt werden.

Dienstleistungen

Wie bereits in den Vorquartalen entwickelten sich die Umsätze im Dienstleistungssektor positiv und lagen über dem Vorjahres- und dem Vorquartalsstand. Verglichen mit den Einschätzungen im dritten Quartal sind die Beurteilungen aber etwas weniger positiv ausgefallen. Die stärkste Dynamik wurde bei Logistik- und Transportunternehmen, Reiseveranstaltern, Personalvermittlern und Unternehmen aus dem IT-Bereich beobachtet, wo die Umsätze im Vorquartalsvergleich sehr deutlich zulegen konnten. Ein anhaltend robustes Umsatzwachstum konnte auch in der Hotellerie – gestützt durch Geschäftsreisende und Touristen aus Asien – und bei Ingenieur- und Beratungsbüros beobachtet werden. Im Finanzdienstleistungsbereich ist die Entwicklung zwar nach wie vor sehr heterogen, insgesamt sind die erreichten Umsätze aber höher als im Vorquartal oder vor Jahresfrist. Im Detailhandel macht sich die Euroschwäche nach wie vor besonders in den Grenzregionen in Form eines spürbaren Kaufkraftabflusses in die Nachbarländer bemerkbar.

2 Kapazitätsauslastung

Der Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten hat sich seit dem dritten Quartal insgesamt weiter erhöht. In der Industrie trat eine deutliche und im Dienstleistungssektor eine leichte Verbesserung ein. Die höchste Auslastung weist nach wie vor der Bausektor auf. Besonders der Hochbau, in geringerem Ausmass aber auch der Tiefbau, ist gut ausgelastet und die Ressourcen sind entsprechend knapp.

Die verarbeitende Industrie signalisiert insgesamt eine gute Auslastung der technischen Kapazitäten, während im dritten Quartal noch eine leichte Unterauslastung angezeigt worden war. Aus der Chemie, dem Pharmabereich und vereinzelt aus dem Anlagen- und Maschinenbau wurde noch Un-

terauslastung gemeldet. Gut bis sehr gut ist die Auslastung in der Uhrenindustrie und – neuerdings – in deren Zulieferbetrieben, teilweise auch bei Holzverarbeitenden Unternehmen und in der Textilindustrie. In der Nahrungsmittelindustrie war die Auslastung normal.

Im Bausektor ist die technische Kapazitätsauslastung nach wie vor auf einem hohen Stand, wenn auch nicht mehr ganz so hoch wie im Vorquartal. Keine Firma signalisierte eine unbefriedigende Auslastung der Kapazitäten. In Bezug auf die weiteren Aussichten erwarten die Unternehmen eine leichte Entspannung. Ein Rückgang der Kapazitätsauslastung ist jedoch in etlichen Betrieben, die «am Anschlag» arbeiten, willkommen.

Im Dienstleistungssektor ist insgesamt nicht mehr von einer Unterauslastung der Kapazitäten die Rede – Normalauslastung ist erreicht. Hoch war die Auslastung in Ingenieur- und Beratungsbüros, bei Softwareherstellern, Personalvermittlern, Strassen-transporteuren sowie in der Immobilienvermittlung und -bewirtschaftung. Der Handel signalisiert insgesamt Normalauslastung. Unterauslastung ist – trotz günstiger Umsatzentwicklung – noch in der Hotellerie, der Gastronomie, bei Treuhandfirmen und vereinzelt bei Banken zu finden.

3 Arbeitsnachfrage

In der verarbeitenden Industrie ging die Erholung des Geschäftsganges erneut mit einer spürbaren Belebung der Arbeitsnachfrage einher. Noch bestehende Kurzarbeitsmassnahmen wurden weiter abgebaut; etliche Firmen setzen zunehmend Temporärkräfte ein oder ordnen Überstunden an. Auch begannen Firmen wieder damit, neues Personal einzustellen, so dass die Beschäftigung leicht zunahm. Insgesamt schätzten die Industrieunternehmen das Niveau der Belegschaften als eher etwas tief ein, wogegen es im dritten Quartal ungefähr dem Bedarf entsprochen hatte. Einen Mangel an Arbeitskräften signalisierten die Uhrenindustrie, deren Zulieferbetriebe und ebenso einzelne Pharmaunternehmen. Knapp waren die Personalressourcen ebenfalls bei Holzverarbeitenden Betrieben. Eher zu hohe Belegschaften meldeten vereinzelte Unternehmen der Metallherstellung und -bearbeitung.

Auch im Bausektor nahm die Arbeitsnachfrage weiter zu, wenn auch weniger stark als noch im

Vorquartal. Überbrückungsmassnahmen wie die Einstellung von Arbeitnehmern auf temporärer Basis oder die Anordnung von Überstunden wurden ergriffen, um den Bedarf abzudecken. Teilweise werden Aufträge infolge der Kapazitätsengpässe auch abgelehnt.

Im Dienstleistungssektor wurde das Niveau der Belegschaft im Allgemeinen als angemessen bis leicht zu tief beurteilt. Einen Einstellungsbedarf signalisierten vor allem Firmen im IT-Bereich, Logistikunternehmen, Ingenieurbüros und Personalvermittler. Personell leicht überdotiert sind Treuhandbüros.

Die Schwierigkeiten bei der Rekrutierung neuer Mitarbeiter haben im Allgemeinen leicht zugenommen. Gegenüber der Einschätzung im Vorquartal ist die Personalgewinnung besonders in der Industrie aufwändiger und schwieriger geworden. In der Bauwirtschaft blieb die Personalsuche etwa gleich schwierig wie zuvor. Bei Transportunternehmen, Firmen aus dem IT-Bereich und Reiseveranstaltern scheint die Personalsuche schwieriger als sonst zu verlaufen. Gut qualifiziertes Personal blieb generell eher schwer zu finden. Obwohl sich die Personenfreizügigkeit allgemein entlastend auswirkt, scheint der Markt für gewisse Berufsgattungen ausgetrocknet zu sein. Kaum nennenswerte Rekrutierungsprobleme kennt man hingegen im Detail- und Grosshandel. Personalgewinnung wird dort eher als etwas einfacher als sonst angesehen.

Die Pro-Kopf-Arbeitskosten stiegen in den meisten Wirtschaftszweigen leicht an. Im Vergleich zu den Angaben im Vorquartal hat der Lohndruck insbesondere in der verarbeitenden Industrie zugenommen. Mit höheren Arbeitskosten pro Kopf waren Unternehmen der Textil-, Maschinen- und Uhrenindustrie konfrontiert. Die deutlichste Aufwärtstendenz zeigten – wie schon im Vorquartal – die Löhne im Bausektor. Im Dienstleistungssektor waren es vor allem die IT-Branche, der Transportbereich und Ingenieurbüros, die durch steigende Arbeitskosten auffielen. Für 2011 stellen etliche Unternehmen Realloohnerhöhungen in Aussicht, insbesondere in Industriezweigen, in denen Nachholbedarf besteht und die Verfügbarkeit von Arbeitskräften abgenommen hat.

4 Preise, Margen und Ertragslage

Die höheren Produktions- und Umsatzvolumen verbesserten zwar per se erneut die Gewinnmargen, da die Fixkosten besser absorbiert werden. In der verarbeitenden Industrie wurden die Margen aber – wie schon in den Vorquartalen – als signifikant schwächer als üblich eingeschätzt; oft lassen sie sich nur über die Lancierung neuer Produkte steigern. Die Margen dürften auf unabsehbare Zeit unter Druck bleiben. Einerseits rechnen die Firmen mit tendenziell steigenden Einkaufspreisen. Andererseits dürften die Verkaufspreise in Franken – als Folge eines intensiven Wettbewerbs, aber auch des Wechselkurseffekts – kaum im gleichen Ausmass erhöht werden können. Immerhin schätzen die Industriefirmen die Möglichkeit, Verkaufspreiserhöhungen durchzusetzen, etwas günstiger ein als noch im Vorquartal. Entscheidend sind aber letztlich die spezifischen Firmen- und Marktbedingungen.

Im Bausektor werden die Gewinnmargen als annähernd normal bis leicht unbefriedigend eingestuft. Gegenüber dem Vorquartal hat sich die Lageeinschätzung tendenziell verbessert. Die erwarteten Einkaufspreise (Rohstoffe) werden etwas höher veranschlagt als noch im Vorquartal. Auch haben etwas mehr Firmen den Eindruck, höhere Verkaufspreise realisieren zu können.

Die Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor betrachten das Ausmass ihrer Gewinnmargen ebenfalls als normal bis leicht unbefriedigend. Am meisten negativ beeinflusst wurde das Gesamtergebnis wie schon im Vorquartal von den klar unbefriedigenden Zinsmargen der Banken, wo insbesondere der Wettbewerb im Hypothekargeschäft unvermindert heftig ist. Die Wechselkursentwicklung belastet zudem die Einnahmen aus der Vermögensverwaltung. Als unbefriedigend stufen auch Hoteliers, Arbeitsvermittler sowie einzelne Detail- und Grosshändler ihre Gewinnmargen ein. Eine eher komfortable Margensituation weisen demgegenüber Ingenieur-, Treuhand- und Beratungsbüros sowie Unternehmen der Immobilienbewirtschaftung auf.

5 Auswirkungen der Frankenaufwertung

Die Firmen wurden in der Umfrage von Oktober und November 2010, wie schon im Vorquartal, auf das Wechselkursthema angesprochen. Auf die spezifische Frage nach den Auswirkungen der Frankenaufwertung auf den Geschäftsgang gaben 45% der Firmen an, insgesamt negative Effekte festzustellen. Dies entspricht einem deutlich höheren Prozentsatz als noch im dritten Quartal. 42% der Firmen waren von der Aufwertung nicht betroffen. Positive Effekte wurden von 13% der Firmen gemeldet. Die Auswirkungen fallen je nach Produktionssektor sehr unterschiedlich aus. Die Umfrageergebnisse werden im Detail im Kapitel «Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen» (S. 50 ff.) kommentiert.

6 Aussichten

In der verarbeitenden Industrie geht die grosse Mehrheit der Firmen von steigenden realen Umsätzen und einer höheren Kapazitätsauslastung in den kommenden sechs Monaten aus. Auch die Beschäftigungsaussichten für diese Periode sind durchaus positiv, wird doch eine weitere Zunahme der Anstellungen beabsichtigt. Die diesbezügliche Einschätzung hat sich seit dem dritten Quartal merklich verbessert. Über den Zeitraum von sechs Monaten hinaus haben die Unternehmer hingegen grössere Vorbehalte in Bezug auf die Nachhaltigkeit der aktuellen Dynamik.

Im Bausektor bleiben die Unternehmen grossmehrheitlich zuversichtlich. Sie gehen von einer weiteren leichten Zunahme der Umsätze aus, wenn auch nicht mehr im selben Ausmass wie noch im Vorquartal. Im Wohnungsbau antizipieren die Firmen eine Stabilisierung der Kapazitätsauslastung auf dem gegenwärtigen hohen Niveau; mit einer weiteren Zunahme wird kaum noch gerechnet. Einige Gesprächspartner rechnen mit einer abnehmenden

Auslastung. Die Beschäftigung dürfte weitgehend unverändert bleiben.

Im Dienstleistungssektor bleiben die Erwartungen in Bezug auf die Geschäftsentwicklung über die nächsten sechs Monate günstig. Besonders optimistische Einschätzungen der Umsatzaussichten waren bei Reiseveranstaltern, Personalvermittlern, in der IT-Branche, im Gross- und Detailhandel sowie in der Gastronomie festzustellen. Zuversicht ist auch bei den Erbringern von Finanzdienstleistungen, Unternehmen im Immobilienwesen, Beratungsbüros und Treuhändern zu verzeichnen. Entsprechend rechneten die Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor mit einem leichten Anstieg der technischen Kapazitätsauslastung und der Beschäftigung.

Zu den am meisten genannten Risiken gehören die Unsicherheit über die Nachhaltigkeit des weltwirtschaftlichen Aufschwunges, die Gefahren im Zusammenhang mit der Verschuldungssituation europäischer Staaten und Banken, weitere Wechselkursbewegungen sowie die künftigen Zinsbedingungen. Nach wie vor äusserten einige Unternehmer ein gewisses Unbehagen über die anhaltend tiefen Zinsen und mögliche Inflationsgefahren.

Die Investitionspläne zeigen in der Industrie und im Dienstleistungssektor leicht nach oben, wenn auch in etwas geringerem Ausmass als noch im dritten Quartal. Dies trifft sowohl für die Ausrüstungs- wie für die Bauinvestitionen zu. Die tendenziell höheren Investitionsausgaben widerspiegeln vor allem den Bedarf, bisher aufgeschobene Ersatzinvestitionen zu tätigen, zu einem kleineren Teil aber auch die Absicht, die Produktionskapazitäten auszudehnen. In der Bauwirtschaft werden stagnierende Investitionen erwartet.

Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen

Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

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

Viertes Quartal 2010

Im Rahmen der Konjunkturumfrage des vierten Quartals, die im Oktober und November 2010 durchgeführt wurde, sprachen die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte die Unternehmen zum zweiten Mal systematisch auf die Wechselkursthematik an, um die Auswirkungen der Frankenaufwertung zu quantifizieren. 244 Unternehmen nahmen an dieser Umfrage teil. Die Unternehmensauswahl erfolgt nach einem Muster, das die Produktionsstruktur der Schweiz widerspiegelt, wobei die ausgewählten Unternehmen von Quartal zu Quartal ändern. Die Bezugsgrösse ist das BIP ohne Landwirtschaft und ohne öffentliche Dienstleistungen.

1 Gesamtergebnis der Umfrage

Seit Mitte 2007 befindet sich der Schweizer Franken unter Aufwertungsdruck. Wie aus Grafik 1 ersichtlich ist, werden die verschiedenen Sektoren der Wirtschaft von der Frankenaufwertung sehr unterschiedlich beeinflusst. Insgesamt 45% der befragten Unternehmen gaben negative Auswirkungen an (18% deutlich und 27% leicht negativ). Dies entspricht einer bedeutenden Verschlechterung im Vergleich zu den Vorquartalsergebnissen. Im dritten Quartal hatten die negativ beeinflussten Unternehmen 28% der gesamten Stichprobe ausgemacht.

42% der Unternehmen stellten keine bedeutenden Effekte der Frankenaufwertung auf ihren Geschäftsgang fest. Wie Grafik 2 zeigt, handelt es sich dabei hauptsächlich um Unternehmen, die nicht wechselkurs exponiert sind. Ausserdem tragen Absicherungsstrategien oder sich kompensierende Faktoren zur Neutralisierung von Wechselkurseffekten bei. Die überwiegende Mehrheit dieser Firmen rechnet dementsprechend auch für die nahe Zukunft nicht mit Auswirkungen (Grafik 3). Positive Auswirkungen der Frankenaufwertung ergaben sich bei den restlichen 13% der befragten Unternehmen.

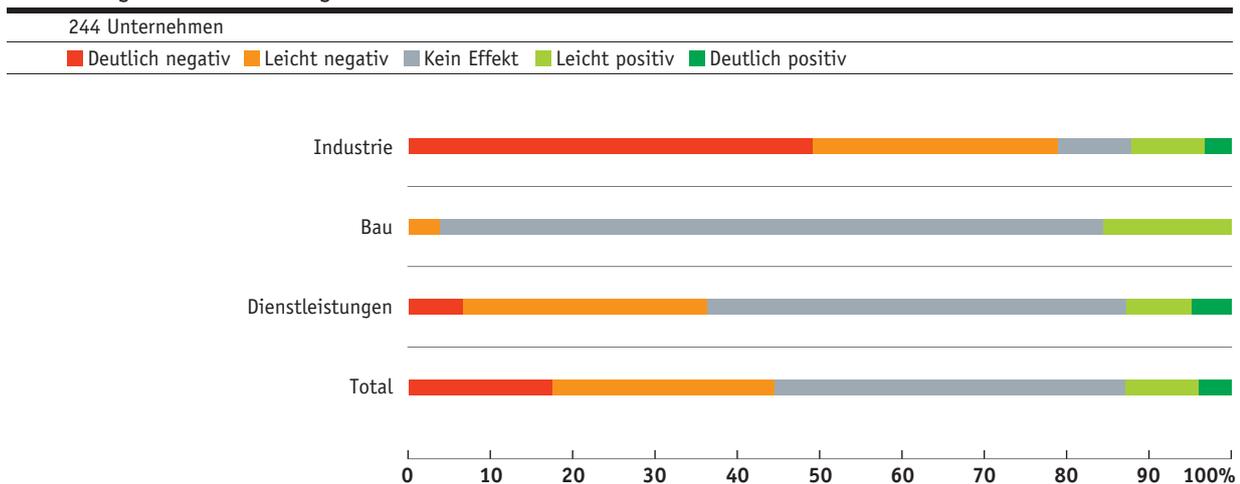
Negativ von der Frankenstärke betroffen waren am häufigsten Betriebe der verarbeitenden Industrie. Im Quartalsvergleich haben sich die negativen Auswirkungen in diesem Sektor sowohl verstärkt als auch ausgebreitet: Diesmal waren 30% der Unternehmen leicht negativ und 49% deutlich negativ betroffen, während im dritten Quartal noch insgesamt 61% der verarbeitenden Unternehmen negative Auswirkungen festgestellt hatten. Im Dienst-

leistungssektor dagegen blieb die grosse Mehrheit (65%) der Unternehmen von negativen Auswirkungen der Frankenstärke verschont. Auch in diesem Sektor haben sich jedoch die Ergebnisse im Zeitablauf etwas verschlechtert. Insbesondere war eine grössere Anzahl Firmen als noch im dritten Quartal mit leicht negativen Konsequenzen konfrontiert. Im Bausektor bestätigten sich die Ergebnisse des dritten Quartals: Die Frankenaufwertung hinterliess bisher kaum negative Spuren. Rund 15% der befragten Bauunternehmen stellten eher positive Auswirkungen auf ihren Geschäftsgang fest. Allerdings ist zu erwähnen, dass es durchaus baunahe Industriebetriebe gab, die aufgrund intensiverer Konkurrenz aus dem Ausland negative Auswirkungen feststellten. Diese Firmen zählen jedoch zur verarbeitenden Industrie und beeinflussen somit die Resultate des Bausektors nicht.

2 Negative Auswirkungen: wo und wie?

Insgesamt meldeten 109 Unternehmen leicht oder deutlich negative Auswirkungen der Frankenaufwertung. Grafik 4 zeigt, auf welchem Markt und in welcher Form diese negativen Impulse zu beobachten waren. Am stärksten betroffen war – wie zu erwarten – die Exporttätigkeit. Eine grosse Mehrheit der negativ beeinflussten Unternehmen sah sich auf ihren ausländischen Absatzmärkten mit tieferen Gewinnmargen konfrontiert. In den meisten Fällen kam dies über tiefere CHF-äquivalente Preise zustande. Ein Drittel der Unternehmen

Grafik 1
Auswirkungen der Aufwertung nach Sektoren



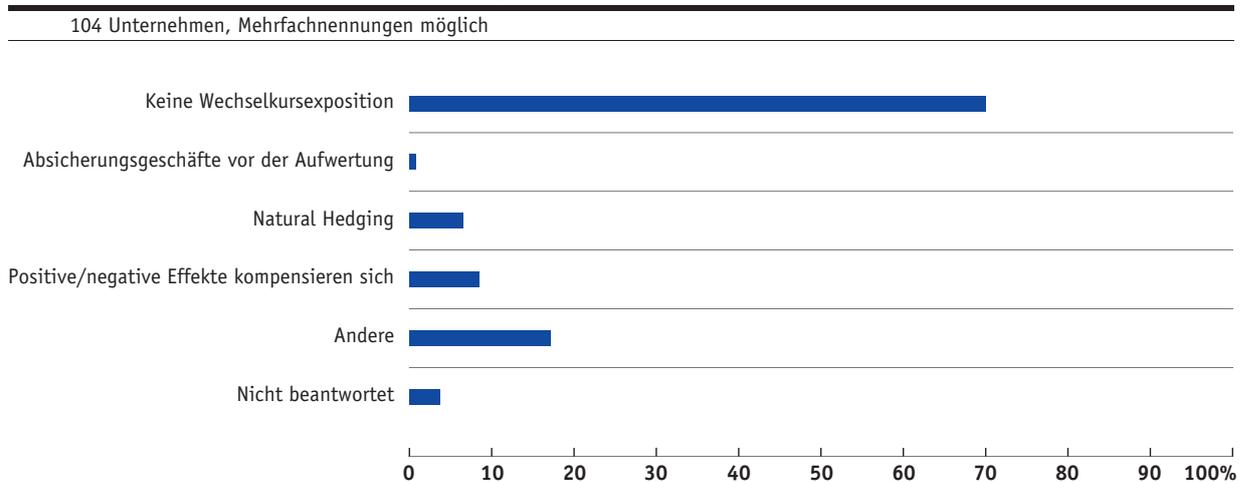
Quelle: SNB

erlitt auch Einbussen beim Verkaufsvolumen. Nebst den direkten Effekten auf die Exportwirtschaft wurden auch indirekte Effekte signalisiert (vgl. unteres Drittel der Grafik 4): In 10% der Fälle zeigten sich die negativen Auswirkungen in Form tieferer Gewinnmargen oder Verkaufsvolumen bei Zulieferern exportorientierter Unternehmen. Bei Firmen, die der Konkurrenz durch billigere Importe ausgesetzt sind, ergaben sich negative Auswirkungen in erster Linie in Form von kleineren Verkaufsvolumen.

Von den negativen Aufwertungsfolgen am stärksten betroffen wurden die Industrie der Vorprodukte (Herstellung chemischer Erzeugnisse und Kunststoffe), die Metall-, die Investitionsgüter-

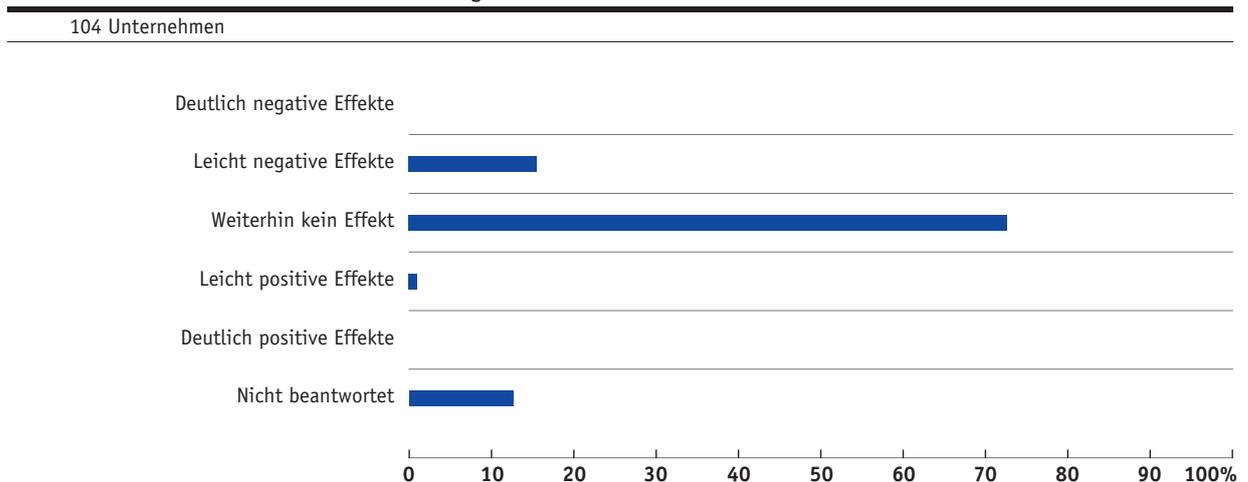
(Hersteller elektronischer Erzeugnisse sowie breite Teile der Maschinenindustrie) und die Textilindustrie. Von den insgesamt 22 befragten Hotels berichteten 10 von – hauptsächlich leicht – negativen Effekten der Aufwertung; die übrigen 12 Hoteliers gaben an, keine Effekte der Frankenstärke zu spüren. Im Detailhandel sah das Bild recht heterogen aus. Die Detailhändler in den Grenzgebieten waren mit ungünstigen Entwicklungen im grenzüberschreitenden Einkaufstourismus konfrontiert; andernorts dominierten dagegen die positiven Effekte der tieferen Einkaufspreise. Auch im Grosshandel variierten die Antworten zwischen diesen zwei Extremen. Die Banken gaben neutrale bis leicht negative

Grafik 2
Nicht beeinflusste Unternehmen: Begründungen



Quelle: SNB

Grafik 3
Nicht beeinflusste Unternehmen: Erwartungen bei unverändertem Wechselkurs



Quelle: SNB

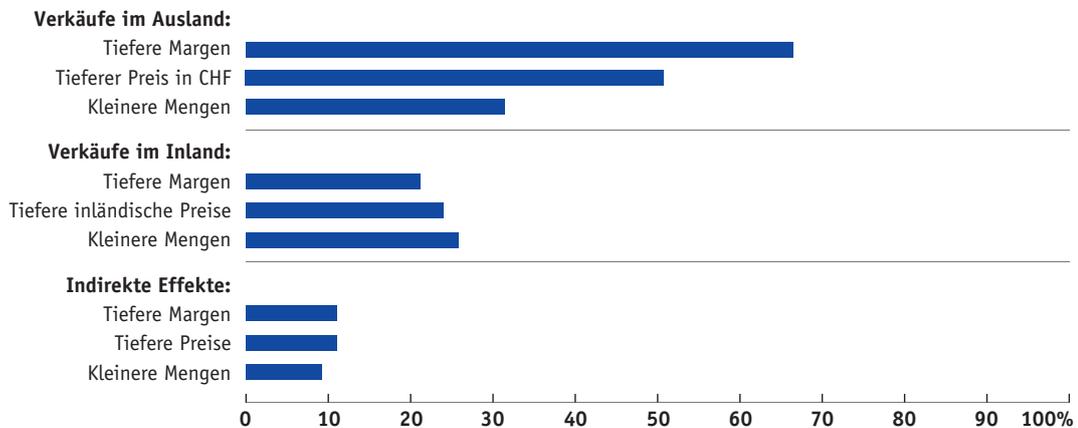
Auswirkungen an. Die Fälle mit negativen Auswirkungen lassen sich mit zwei Faktoren erklären: tiefere Gebühreneinnahmen aufgrund von niedrigeren Fremdwährungsdepotwerten der Kunden sowie Verluste auf den eigenen Fremdwährungspositionen. Keine Auswirkungen meldeten hingegen die meisten Vertreter der Transportbranche, der Versicherungen und Treuhänder sowie der Arbeitsvermittlungs-, der Freizeit- und der Gesundheitsbranche.

3 Negative Auswirkungen: Wie reagieren die Firmen?

Die Firmen wurden ferner nach den Massnahmen befragt, die sie schon umgesetzt haben, um der Wechselkursaufwertung entgegenzuwirken. Grafik 5 zeigt das Spektrum dieser Reaktionen. Die grosse Mehrheit der Firmen hat Massnahmen beschlossen. Kompensierende Preiserhöhungen konnten nur in 20% der Fälle durchgesetzt werden. Häufiger werden Massnahmen zur Reduktion der Produktionskosten ergriffen. Arbeitskosten werden in erster Linie durch einen Personalabbau oder den Verzicht auf neue Einstellungen reduziert. Viel

Grafik 4
Negativ beeinflusste Unternehmen: Auswirkungen der Aufwertung

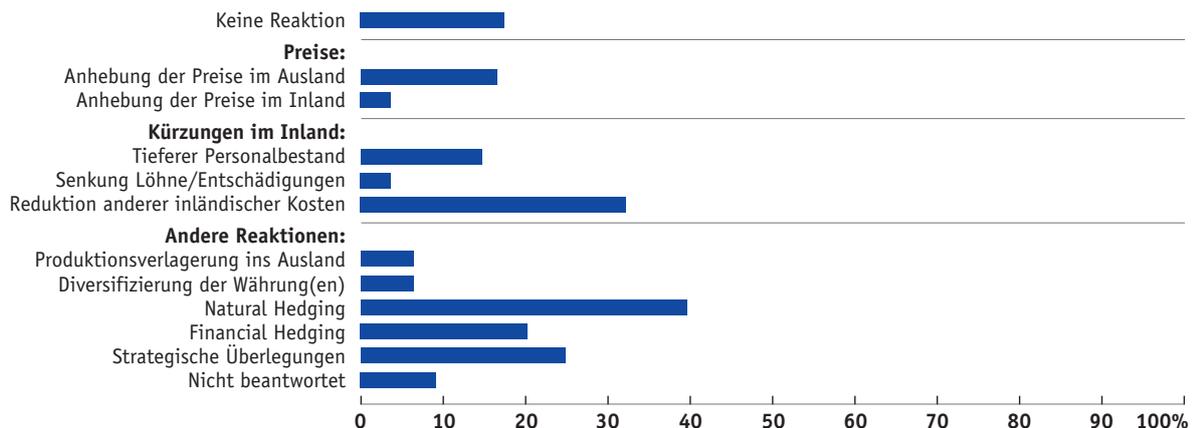
109 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

Grafik 5
Negativ beeinflusste Unternehmen: Reaktion auf die Aufwertung

109 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

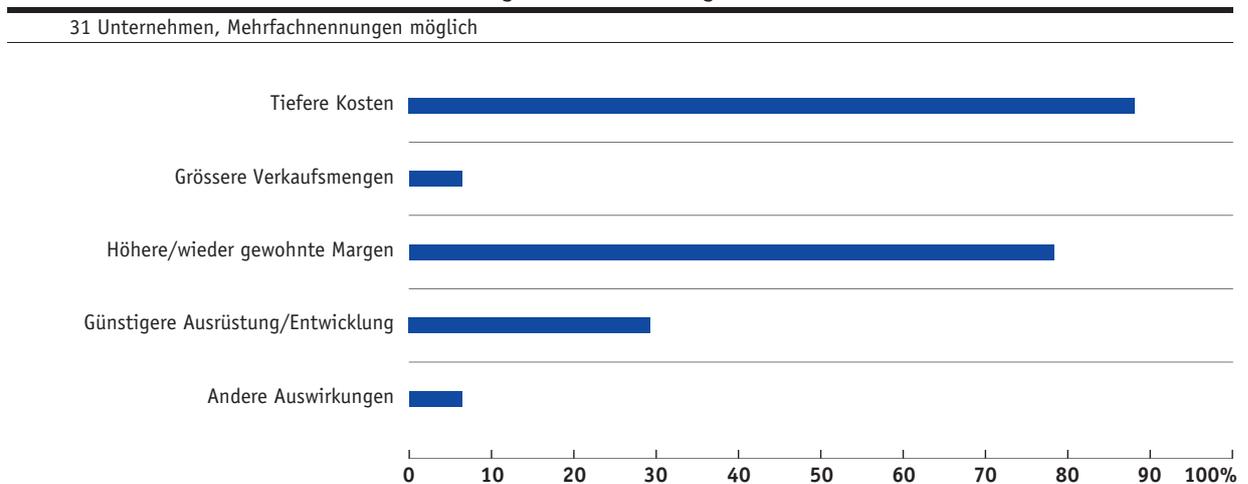
öfter betreffen die Sparmassnahmen jedoch die übrigen Produktionskosten. Sehr stark verbreitet ist der Einsatz von Absicherungsstrategien, vor allem mittels Natural Hedging. Als Reaktion auf die Aufwertung werden jedoch auch grundsätzliche strategische Überlegungen über die Zukunft der Unternehmen angestellt.

ersichtlich ist, ergaben sich die positiven Auswirkungen überwiegend in Form tieferer Inputkosten und/oder besserer Gewinnmargen. Ein nicht unbedeutender Teil der Unternehmen erwähnte zudem günstigere Bedingungen für Investitionen sowie für Forschung und Entwicklung. Gemäss Grafik 7 dürften diese besseren Geschäftsbedingungen in erster Linie zu einer Erhöhung der Gewinne und der Liquidität der Firmen führen, haben doch nur 42% der positiv betroffenen Unternehmen als Reaktion auf die Aufwertung ihre Verkaufspreise reduziert.

4 Positive Auswirkungen: wo und wie?

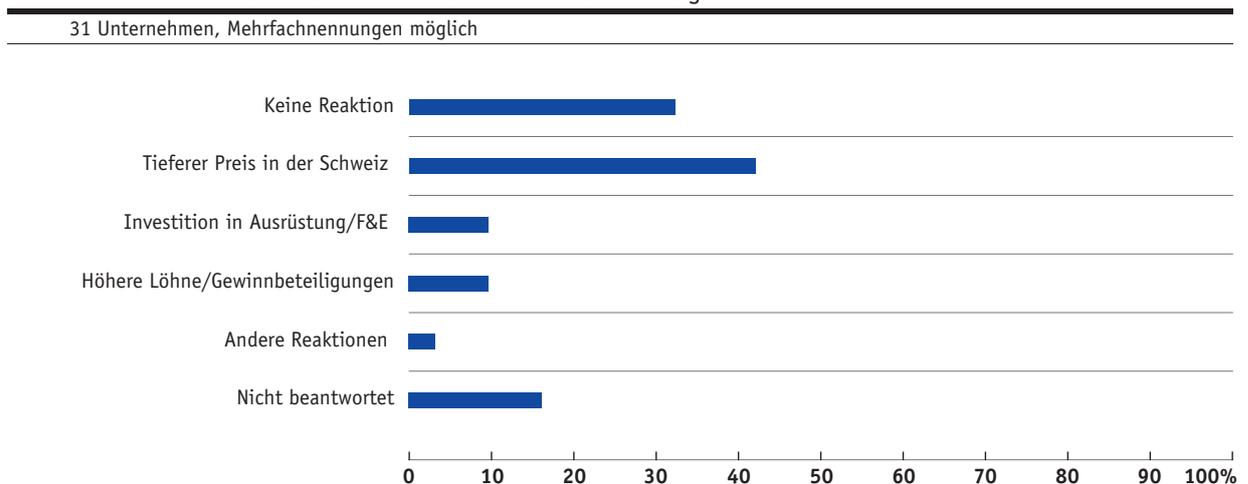
Von geringfügig oder gar deutlich positiven Auswirkungen der Frankenaufwertung profitierten 31 der befragten Unternehmen. Wie aus Grafik 6

Grafik 6
Positiv beeinflusste Unternehmen: Auswirkungen der Aufwertung



Quelle: SNB

Grafik 7
Positiv beeinflusste Unternehmen: Reaktion auf die Aufwertung



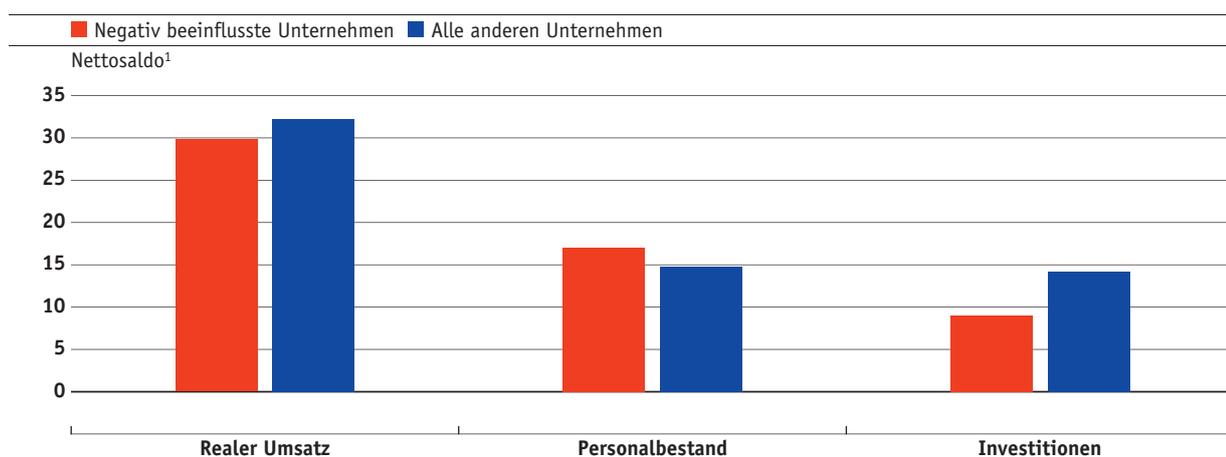
Quelle: SNB

5 Erwartungen für die nahe Zukunft bleiben positiv

Im Rahmen der Umfrage wurden die Firmen nach ihren Erwartungen bezüglich der Entwicklung von realem Umsatz, Personalbestand und Investitionen über die folgenden sechs bzw. zwölf Monate gefragt. Die Antworten werden in einer Skala erfasst, die von «deutlich höher» bis «deutlich tiefer» reicht. Gestützt auf diese Informationen lässt sich ein Index bilden, indem die negativen Einschätzungen von den positiven Einschätzungen subtrahiert werden («Nettosaldo»). Deutlich positive bzw. negative Einschätzungen werden dabei höher gewichtet als leicht positive bzw. negative Einschätzungen. Der Index ist so konstruiert, dass er einen Wert zwischen +100 und -100 annehmen kann. Ein positiver Indexwert widerspiegelt per Saldo positive Erwartungen, ein negativer Wert zeigt insgesamt negative Erwartungen an.

Die Auswertung wurde für zwei Untergruppen durchgeführt: einerseits die von der Frankenaufwertung negativ beeinflussten Unternehmen und andererseits alle übrigen Unternehmen. Wie aus Grafik 8 ersichtlich ist, zeigen die Einschätzungen der Firmen per Saldo an, dass mit steigenden realen Umsätzen und einer moderat positiven Entwicklung der Personalbestände und der Investitionsausgaben gerechnet wird. So zeigt beispielsweise die erste rote Säule für die Gruppe der negativ vom Wechselkurs beeinflussten Unternehmen an, dass die positiven Einschätzungen (steigende Umsatzerwartungen) die negativen Einschätzungen (abnehmende Umsatzerwartungen) deutlich übertreffen. Die Grafik bringt auch zum Ausdruck, dass die Erwartungen im Hinblick auf die reale Umsatz- und Personalbestandsentwicklung in den zwei Unternehmensgruppen nicht signifikant unterschiedlich sind. Bezüglich Investitionsausgaben scheinen dagegen die von der Aufwertung negativ beeinflussten Unternehmen insgesamt etwas vorsichtiger zu sein als die übrigen Unternehmen.

Grafik 8
Erwartungen: Umsatz, Personal und Investitionen



1 Gewichtete positive Einschätzungen der Unternehmen abzüglich der gewichteten negativen Einschätzungen in Bezug auf die künftige Entwicklung von realem Umsatz, Personalbestand und Investitionen. Der Zeithorizont beträgt 6 Monate (für realen Umsatz und Personalbestand) bzw. 12 Monate (für Investitionen).
Quelle: SNB

**SNB Working Papers:
Zusammenfassungen**

Consumer heterogeneity and the impact of trade liberalisation: How representative is the representative agent framework?

Raphael Auer
Working Paper 2010-13

Dieses Arbeitspapier geht der Frage nach, wie unterschiedliche Konsumentenpräferenzen die Auswirkungen der Handelsliberalisierung beeinflussen. Dazu wird ein strukturelles Modell entwickelt, welches die Nutzengewinne aus der Öffnung von Grenzen untersucht. Als Spezialfall umfasst es das Modell des repräsentativen Konsumenten. Dies erlaubt, die Ergebnisse mit den üblichen Handelsmodellen zu vergleichen. Das Hauptergebnis der Studie ist, dass die Auswirkungen der Handelsliberalisierung von der Verteilung der Präferenzen unberührt bleiben und mit dem Modell des repräsentativen Konsumenten identisch sein können. Entscheidend ist dabei, wie sich die inländische Industriestruktur an den internationalen Handel anpasst.

Limits to arbitrage during the crisis: Funding liquidity constraints and covered interest parity

Tommaso Mancini Griffoli
und Angelo Ranaldo
Working Paper 2010-14

Arbitrage stellt im Allgemeinen sicher, dass die gedeckte Zinsparität (covered interest parity, CIP) gewährleistet ist. Bis vor Kurzem galt, dass übermässige Gewinnmöglichkeiten aus Arbitragegeschäften bestenfalls einige Sekunden lang bestehen und wenige Basispunkte betragen. Nach dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers waren die potenziell erzielbaren Arbitrage-Gewinne allerdings hoch und hielten mehrere Monate an. Die Autoren dokumentieren dies, indem sie die Arbitrage-Strategie spezifizieren, die ein Investor in Betracht zieht, der zwischen zwei Finanzierungsmöglichkeiten wählt, eine mit und die andere ohne Sicherheiten. In beiden Fällen scheinen die reduzierten Finanzierungsmöglichkeiten in Dollar dafür verantwortlich gewesen zu sein, dass die Arbitrage nicht mehr spielte. Diese Rationierung ergab sich daraus, dass die Finanzinstitute ihren Verschuldungsgrad reduzieren mussten und ihren Liquiditätsgrad erhöhen wollten. Zudem hatten sie nicht genügend geeignete Aktiven, die sie als Sicherheiten zur Erlangung liquider Mittel einsetzen konnten. Die empirische Analyse stützt sich auf neue Hochfrequenz-Daten von synchronen Wertschriftenpreisen (einschliesslich Transaktionskosten). Sie deutet darauf hin, dass die Massnahmen der Zentralbanken, insbesondere die Einrichtung von Swap-Linien, letztlich wirksam dazu beigetragen haben, dass die CIP-Arbitrage wieder spielt.

Monetary policy response to oil price shocks

Jean-Marc Natal
Working Paper 2010-15

Wie sollen Währungsbehörden auf Ölpreisschocks reagieren? Die neu-keynesianische Literatur kommt zum Schluss, dass eine perfekte Preisstabilisierung optimal sei. Doch der Gegensatz zwischen Theorie und Praxis ist frappant: Zentralbanken, die ein Inflationsziel verfolgen, bevorzugen typischerweise einen längerfristigeren Ansatz. Das vorliegende Working Paper zeigt zum einen, dass eine perfekte Preisstabilisierung hohe Wohlfahrtskosten verursacht, weil der Anteil der vom Erdöl verursachten Kosten sich mit den Erdölpreisen verändert. Der Trade-off ist bedeutend, denn Erdöl (Energie) ist sowohl ein Inputfaktor im Produktionsprozess als auch ein Gut, das in den Konsum geht. Zum anderen wird analytisch eine einfache Zinssatzregel hergeleitet, welche die optimale Geldpolitik reproduziert, aber nur von beobachtbaren Variablen abhängt, nämlich der Kerninflation sowie den Wachstumsraten des Output und des Ölpreises. Es zeigt sich, dass eine optimale Geldpolitik dezidiert auf Veränderungen der Kerninflation reagiert, aber auch die negativen Auswirkungen eines Anstiegs des Erdölpreises auf das Wachstum abfedert. Die Analyse zeigt zudem, dass es sehr kostspielig ist, bei Ölpreisschocks auf die Taylor-Regel oder eine perfekte Preisstabilisierung zu setzen.

Immigration and Swiss house prices

Kathrin Degen und Andreas M. Fischer
Working Paper 2010-16

Diese Studie untersucht die Reaktion von Hauspreisen auf Immigrationsströme in 85 Schweizer Regionen zwischen 2001 und 2006. Die Ergebnisse belegen die Existenz einer Verbindung zwischen Einwanderung und Hauspreisen selbst in einem Umfeld mit geringer Hauspreisinflation, staatlicher Mietregulierung und moderaten Immigrationsströmen. Zuwanderung in der Höhe von 1% der lokalen Bevölkerung geht mit einem Anstieg der Preise von Einfamilienhäusern um ungefähr 2,7% einher, was konsistent mit den Ergebnissen früherer Untersuchungen ist. Im Falle von Einfamilienhäusern erklärt der Einwanderungseffekt nahezu zwei Drittel des gesamten Preisanstiegs.

Immigration and large banknotes

Andreas M. Fischer
Working Paper 2010-17

Kann eine starke Immigration die Nachfrage nach grossen Stückelungen von Banknoten beeinflussen? Diese Studie untersucht, ob sich die Nachfrage nach 1000-Franken-Noten – eine Note, die als Wertaufbewahrungsmittel verwendet wird – auf die Gemeinden konzentriert, in denen der Anteil an Einwanderern hoch ist. Die Schätzung kontrolliert für eine Reihe von regionalen Indikatoren quer über 251 Schweizer Gemeinden. Die Resultate deuten darauf hin, dass die Einwanderer europäischer Herkunft weniger 1000-Franken-Noten halten als Einheimische, was impliziert, dass die Immigration gemessen an der Nachfrage nach Bargeld eine Verminderung der Seigniorage (pro Person) nach sich zieht. Ein Anstieg des Zahlenverhältnisses zwischen Einwohnern ausländischer und schweizerischer Nationalität um 1% führt zu einer Reduktion der Bargeldnachfrage pro Person um 4000 Franken.

Are imports from rich nations deskilling emerging economies? Human capital and the dynamic effects of trade

Raphael Auer
Working Paper 2010-18

Der erste Teil dieses Papiers dokumentiert, dass humankapitalintensive Einfuhren aus reichen Nationen in den letzten Jahrzehnten stark negative Auswirkungen auf die Akkumulation von Humankapital in Entwicklungsländern hatten. Um einen ursächlichen Zusammenhang zwischen diesen Variablen zu zeigen, nutzt die Analyse die Variation im Angebot von qualifizierten Arbeitskräften in Nachbarländern über die Zeit und das Ausmass, mit dem sich damit die humankapitalintensiven Einfuhren aus diesen Nachbarländern entwickelt haben. In einer Panel-Schätzung mit 41 Ländern, die nicht Mitglied der OECD sind, senkt ein Anstieg der humankapitalintensiven Einfuhren um eine Standardabweichung die durchschnittliche Bildung der Bevölkerung im Importland um 12%. Der zweite Teil der Arbeit entwickelt ein theoretisches Modell, das die Auswirkungen einer solchen vom Aussenhandel verursachten Humankapitalbildung untersucht. Das Modell basiert auf heterogenen Arbeitnehmern, die in ihre Bildung investieren. Der Aussenhandel verschiebt Investitionen in Bildung in reiche Länder, was zu einer Divergenz zwischen armen und reichen Nationen führt.

Executive compensation: A general equilibrium perspective

**Jean-Pierre Danthine
und John B. Donaldson
Working Paper 2010-19**

Dieses Arbeitspapier untersucht das dynamische allgemeine Gleichgewicht einer Volkswirtschaft, in der risikoscheue Aktionäre die Leitung eines Unternehmens an risikoscheue Führungskräfte delegieren. Der optimale Vertrag besteht aus zwei Hauptkomponenten, einer mit Anreizwirkung, die einem nicht handelbaren Aktienanteil entspricht, und einer variablen Salärkomponenten, die an die aggregierte Lohnsumme und die aggregierten Dividenden gekoppelt ist. Leistungsabhängige Entlohnung eines Managers kann damit sicherstellen, dass die Interessen des Managers den Absichten der Aktionäre entsprechen und dass der Manager das Ziel hat, den Barwert der künftigen Dividenden zu maximieren. Ausserdem ist eine Verbindung zwischen der Entlohnung des Managers und der gesamtwirtschaftlichen Leistung nötig, um sicherzustellen, dass er den passenden stochastischen Diskontierungsfaktor anwendet, um die künftigen Dividenden zu bewerten. Überlegungen zum allgemeinen Gleichgewicht könnten also unter Umständen eine Lösung für das Geld-Glück-Paradoxon («Pay for luck»-Puzzle) darstellen. Es wird zudem gezeigt, dass sich automatisch einseitige relative Leistungsbeurteilungen ergeben, wenn Manager und Aktionäre nicht die gleiche Risikoneigung haben.

Fortsetzung der expansiven Geldpolitik

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung gab die SNB am 16. Dezember 2010 bekannt, sie werde ihre expansive Geldpolitik fortsetzen, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% belassen und weiterhin anstreben, den Libor im unteren Bereich des Zielbandes um 0,25% zu halten.

Inhaltsverzeichnis 28. Jahrgang, 2010

Quartalsheft 1, März 2010

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

Quartalsheft 2, Juni 2010

5	Übersicht über das Quartalsheft 2/2010
6	Bericht über die Geldpolitik
44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
50	Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der SNB: Hansueli Raggenbass
54	Referat anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre der SNB: Philipp M. Hildebrand
60	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
66	Geld- und währungspolitische Chronik

Quartalsheft 3, September 2010

5	Übersicht über das Quartalsheft 3/2010
6	Bericht über die Geldpolitik
44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
50	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
54	Geld- und währungspolitische Chronik

Quartalsheft 4, Dezember 2010

5	Übersicht über das Quartalsheft 4/2010
6	Bericht über die Geldpolitik
44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
50	Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen
56	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
62	Geld- und währungspolitische Chronik
64	Inhaltsverzeichnis 28. Jahrgang, 2010

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 Grüniger WBG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Preise

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

Abonnemente, Einzelexemplare und Adressänderungen
(gedruckte Quartalshefte)

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

Sprachen

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

Elektronisch ist das Quartalsheft abrufbar auf:

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

Internet

www.snb.ch