

Schweizerische Nationalbank

Quartalsheft

September 3/2011 29. Jahrgang

Inhalt

4	Bericht über die Geldpolitik
32	Konjunkturtendenzen
38	Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen
44	SNB Policy Paper: Der Schweizer Obligationenmarkt – unbeschadet durch die Finanzkrise
52	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank vom September 2011

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,
die bis zum 15. September 2011 bekannt wurden.

Inhalt des Berichts über die Geldpolitik

7	1	Geldpolitischer Entscheid vom 15. September 2011
8		Geldpolitisches Konzept der SNB
9	2	Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen
9	2.1	Internationale Finanz- und Rohwarenmärkte
10	2.2	USA
11	2.3	Eurozone
12	2.4	Japan
13	2.5	Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens
14	3	Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz
14	3.1	Gesamtnachfrage und Produktion
17	3.2	Arbeitsmarkt
18	3.3	Kapazitätsauslastung
19	3.4	Realwirtschaftliche Aussichten
20	4	Preise und Inflationserwartungen
20	4.1	Konsumentenpreise
22	4.2	Produzenten- und Importpreise
22	4.3	Immobilienpreise
23	4.4	Inflationserwartungen
24	5	Monetäre Entwicklung
24	5.1	Geldpolitische Massnahmen seit der letzten Lagebeurteilung
25	5.2	Geld- und Kapitalmarktzinsen
27	5.3	Wechselkurse
28	5.4	Aktienmarkt
29	5.5	Geld- und Kreditaggregate

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 2 bis 5 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom September 2011 verfasst. Teil 1 («Geldpolitischer Entscheid vom 15. September 2011») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung am 15. September 2011 abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

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

1 Geldpolitischer Entscheid vom 15. September 2011

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird den am 6. September festgelegten Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro mit aller Konsequenz durchsetzen. Sie ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen. Sie strebt weiterhin einen Dreimonats-Libor (3M-Libor) bei null an und wird die gesamten Sichtguthaben bei der SNB bei deutlich über 200 Mrd. Franken belassen.

Mit diesen Massnahmen stellt sich die SNB der akuten Bedrohung der Schweizer Wirtschaft und dem Risiko einer deflationären Entwicklung entgegen, die von einer massiven Überbewertung des Schweizer Frankens ausgehen. Der Franken ist auch bei 1.20 hoch bewertet und sollte sich weiter abschwächen. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, wird die SNB weitere Massnahmen ergreifen.

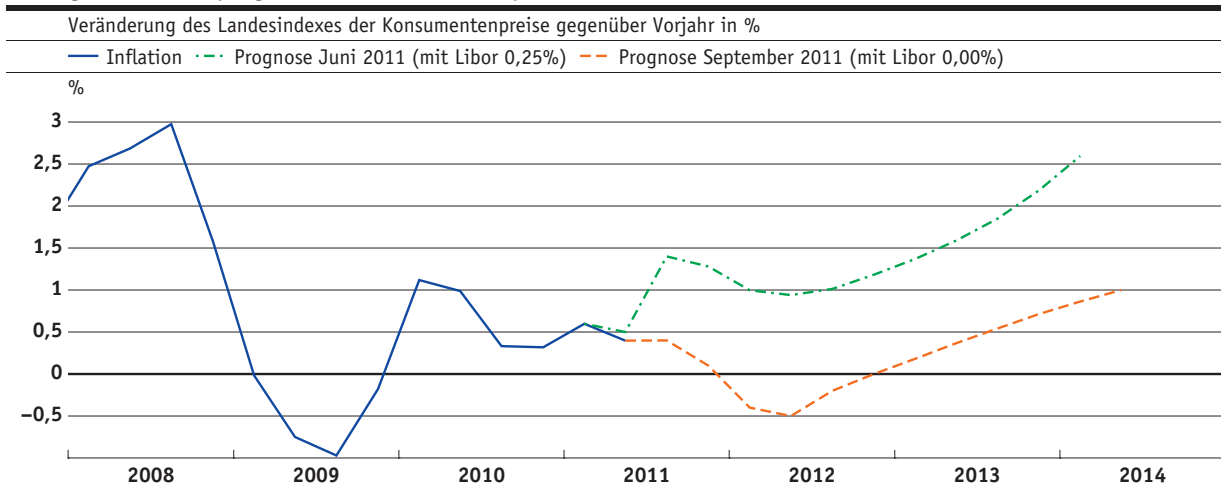
Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im Verlauf des zweiten Quartals deutlich verlangsamt. Insbesondere die Aussichten für die Industrieländer haben sich markant eingetrübt. In der Schweiz leidet die wirtschaftliche Entwicklung gleichzeitig unter dem starken Franken und der Abschwächung

der internationalen Nachfrage. Die SNB geht davon aus, dass das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte zum Stillstand kommt. Lediglich aufgrund der guten Entwicklung im ersten Halbjahr ist für 2011 mit einem BIP-Zuwachs von 1,5% bis 2% zu rechnen. Ohne die stabilisierende Wirkung des Mindestkurses bestünde erhebliche Rezessionsgefahr.

Die Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft bleibt ausserordentlich hoch und die Risiken für das globale Finanzsystem haben deutlich zugenommen. Schlechtere Wachstumsaussichten und die fiskalischen Probleme der Industrieländer beeinträchtigen weltweit das Vertrauen an den Finanzmärkten.

Die bedingte Inflationsprognose der SNB hat sich aufgrund der massiven Aufwertung des Frankens und der verschlechterten Aussichten für die Weltwirtschaft deutlich nach unten verschoben. Die Prognose zeigt für 2011 eine Inflationsrate von 0,4%, von -0,3% für 2012 und von 0,5% für 2013. Hinter dieser Prognose stehen die Annahmen eines 3M-Libor von 0% und eines sich weiter abschwächenden Frankens. Auf absehbare Zeit gibt es in der Schweiz keine Inflationsrisiken. Hingegen bestehen Abwärtsrisiken für die Preisstabilität, falls sich der Franken nicht weiter abschwächen sollte.

Grafik 1.1
Bedingte Inflationsprognose Juni 2011 und September 2011



Quelle: SNB

	2008				2009				2010				2011				2008	2009	2010	
	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	2,5	2,7	3,0	1,6	0,0	-0,7	-1,0	-0,2	1,1	1,0	0,3	0,3	0,6	0,4				2,4	-0,5	0,7

Bedingte Inflationsprognose Juni 2011 mit Libor 0,25% und September 2011 mit Libor 0,00%

	2011				2012				2013				2014				2011	2012	2013	
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.				
Prognose Juni 2011, Libor 0,25%		0,5	1,4	1,3	1,0	0,9	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	2,2	2,6					0,9	1,0	1,7
Prognose September 2011, Libor 0,00%			0,4	0,1	-0,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	0,4	0,5	0,7	0,9	1,0				0,4	-0,3	0,5

Quelle: SNB

Geldpolitisches Konzept der SNB

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 Konjunktur-

zyklus 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 (3M-Libor) des Schweizer Frankens fest. Zurzeit gilt zusätzlich ein Mindestkurs gegenüber dem Euro.

2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Der Aufschwung der Weltwirtschaft hat deutlicher an Kraft verloren als erwartet. Die verzögerten Effekte der im ersten Quartal stark gestiegenen Energiepreise belasteten weltweit die Nachfrage. Infolge der schweren Katastrophe in Japan kam es zudem zu Produktionsunterbrüchen. In den USA und in der Eurozone fiel das BIP-Wachstum im zweiten Quartal enttäuschend schwach aus, während das BIP in Japan erneut zurückging.

In den letzten Monaten haben sich die Energiepreise stabilisiert, und die Lieferprobleme aufgrund des Erdbebens in Japan sind abgeklungen. Dies sollte das Wachstum der Weltwirtschaft in der zweiten Jahreshälfte etwas stützen. Insgesamt dürfte die Erholung in den Industrieländern allerdings schwach bleiben. Steigende Risikoaufschläge für europäische Staatsanleihen und der Einbruch an den internationalen Aktienmärkten belasten die Stimmung der Unternehmen und Konsumenten. Zudem bremsen in den Industrieländern die Massnahmen zur Konsolidierung der Staatshaushalte die konjunkturelle Erholung. In den aufstrebenden Volkswirtschaften dürfte das Expansionstempo hingegen robust bleiben.

Die Nationalbank hat ihre globalen Wachstumsprognosen deutlich nach unten angepasst. Die Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft bleibt ausserordentlich hoch und die Abwärtsrisiken dominieren weiterhin.

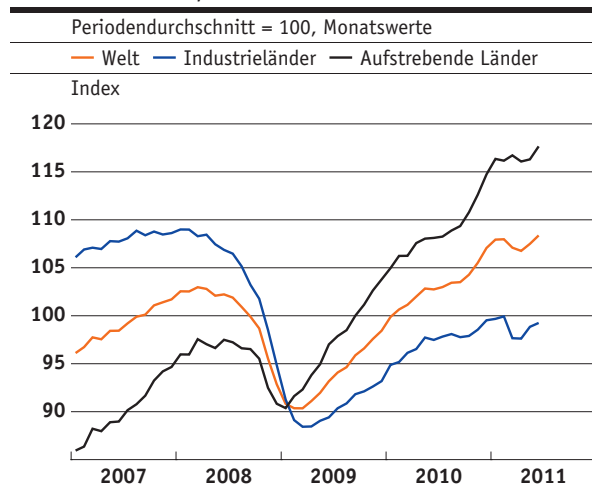
2.1 Internationale Finanz- und Rohwarenmärkte

Das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten war von Sorgen der Anleger um die fiskalische Nachhaltigkeit in Europa und den USA sowie enttäuschenden Wirtschaftsindikatoren geprägt. Die Kompromisslösung im US-Budgetstreit, ein weiteres in Aussicht gestelltes Hilfspaket für Griechenland sowie zusätzliche fiskalische Sparanstrengungen in Italien, Spanien und Frankreich konnten die Unsicherheiten nicht senken.

Die Risikoaufschläge für Anleihen mit tiefer Bonitätsbeurteilung stiegen an. Weiter verloren die globalen Aktienmärkte deutlich an Boden, und die an den Volatilitätsindizes gemessene Marktunsicherheit nahm sprunghaft zu (Grafik 2.3). Am europäischen Interbankenmarkt kam es erneut zu erheblichen Anspannungen. An den Devisenmärkten wertete sich insbesondere der Yen weiter auf, während der Euro und der US-Dollar handlungsgewichtet stabil blieben (Grafik 2.4). Bei den Rohstoffpreisen führten Konjunkturängste zu leichten Rückgängen (Grafik 2.5).

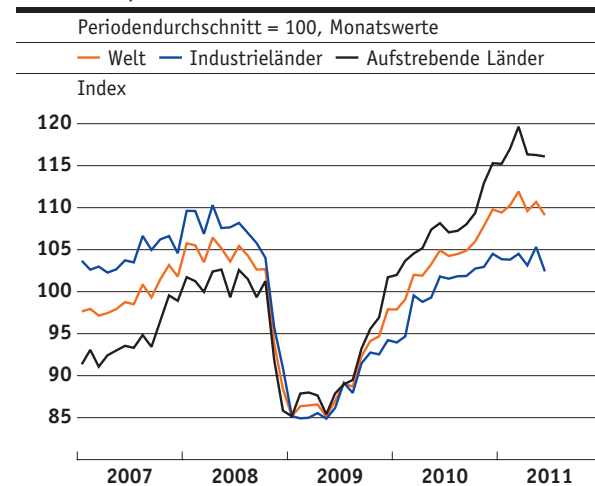
Für ihre Prognosen nimmt die SNB einen Erdölpreis der Sorte Brent von 115 US-Dollar pro Fass und einen Wechselkurs von 1.42 US-Dollar pro Euro an.

Grafik 2.1
Globale Industrieproduktion



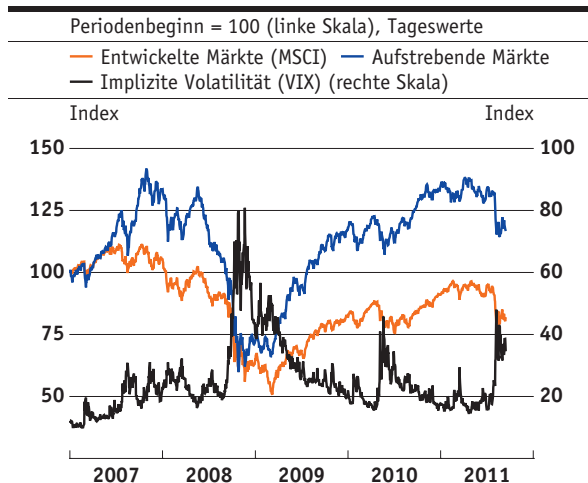
Quellen: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), Thomson Financial Datastream

Grafik 2.2
Globale Exporte



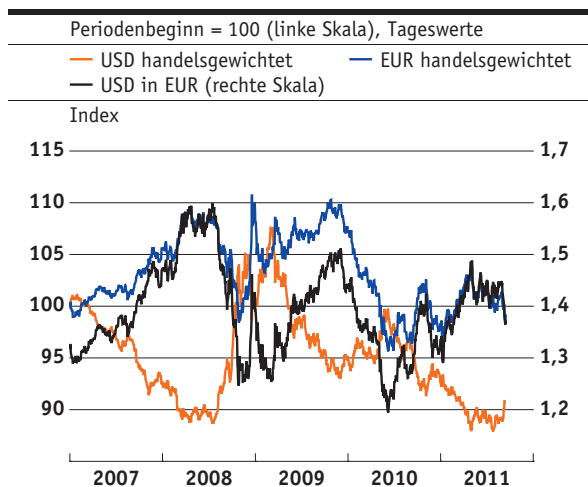
Quellen: CPB, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.3
Aktienmärkte



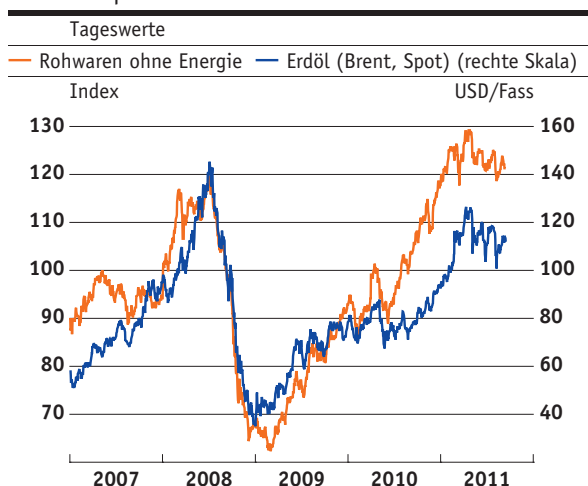
Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.4
Wechselkurse



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.5
Rohwarenpreise



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

2.2 USA

Die wirtschaftliche Erholung in den USA verlor in der ersten Jahreshälfte unerwartet deutlich an Schwung. Nachdem das BIP im ersten Quartal nahezu stagniert hatte, expandierte es im zweiten Quartal lediglich um 1,0% und damit weiterhin signifikant unter dem Potenzialwachstum. Ein schwaches Einkommenswachstum, Lieferprobleme infolge der Katastrophe in Japan, erhöhte Rohstoffpreise sowie staatliche Sparmassnahmen drückten auf die inländische Nachfrage. Gemäss den revidierten BIP-Daten fiel die Konjunkturerholung seit 2009 zudem deutlich schwächer aus als bisher angenommen. Das BIP liegt weiterhin unter seinem Vorkrisenniveau.

In den letzten Monaten haben sich zwar die Rohstoffpreise stabilisiert und die Lieferprobleme wurden behoben. Der konjunkturelle Ausblick für die USA hat sich dennoch eingetrübt. So führten sinkende Aktienkurse sowie die verzögerte Kompromissfindung im Staatsbudgetstreit zu einem Vertrauensverlust bei den Wirtschaftsakteuren. Die Lage am Immobilienmarkt bleibt sehr schwierig. Zudem dämpft das geringe Beschäftigungswachstum das Konsumverhalten der Haushalte. Die anstehenden fiskalischen Konsolidierungsmassnahmen belasten die Wachstumsaussichten ebenfalls. Aus diesen Gründen hat die SNB ihre Wachstumsprognose für die USA deutlich nach unten revidiert. Sie erwartet ein BIP-Wachstum von 1,6% für 2011 und von 1,9% für 2012.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung bleibt beachtlich. Die Jahresteuierung nahm im August auf 3,8% zu. Die Energiepreise liessen nach. Die Kernteuerung stieg weiter an auf 2%. Die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit dürfte das Lohnwachstum und die Kerninflation mittelfristig jedoch gering halten.

Die US-Notenbank unterstützt die Wirtschaft weiterhin mit einer expansiven Geldpolitik. Sie beliess das Zielband für den Leitzins bei 0,0%–0,25% und reinvestierte fällig werdende Wertpapiere. Wie geplant beendete sie im Juni das zweite grosse Wertpapierprogramm (QE2), in dessen Rahmen sie Anleihen des US-Schatzamtens im Wert von 600 Mrd. USD gekauft hatte. Ferner liess die US-Notenbank verlauten, sie werde den Leitzins unter den aktuellen wirtschaftlichen Aussichten frühestens Mitte 2013 von seinem aussergewöhnlich tiefen Niveau anheben.

2.3 Eurozone

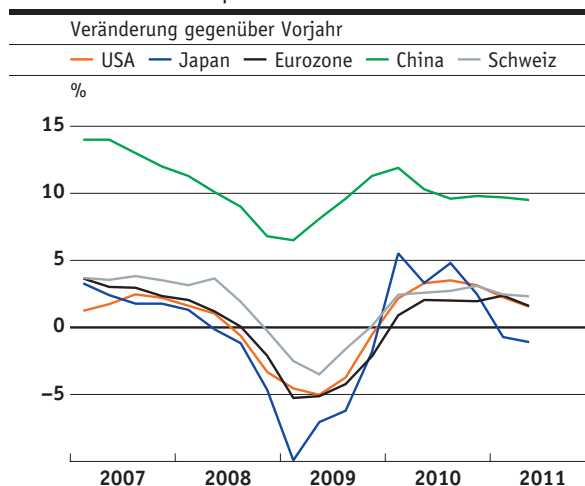
Nach einem robusten Wachstum im ersten Quartal schwächte sich die Aktivität in der Eurozone spürbar ab. Im zweiten Quartal wuchs das BIP noch um 0,6%, wobei vor allem die Kernländer der Eurozone deutlich an Schwung verloren. So stieg die Wirtschaftsleistung in Deutschland nur noch marginal, während sie in Frankreich stagnierte. Das BIP-Wachstum schwächte sich nachfrageseitig auf breiter Basis ab. Auf die Binnennachfrage drückten die erhöhte Unsicherheit infolge der schwelenden Staatsanleihenkrise sowie in Frankreich die temporären Auswirkungen ausgelaufener Auto-Abwrackprämien.

Der konjunkturelle Ausblick für die Eurozone hat sich markant verschlechtert. Die Industriekonjunktur kühlt sich gemäss Umfragen zu Bestellungseingang und Exporterwartungen ab. Zudem dämpfen die von einzelnen Mitgliedsländern angekündigten fiskalischen Sparmassnahmen die Nachfrage. Die Stimmung der Haushalte und Unternehmen hat sich im August deutlich eingetrübt (Grafiken 2.7 und 2.8). Die SNB hat ihre Wachstumserwartungen für die Eurozone nach unten revidiert. Sie rechnet nun für 2011 und 2012 mit einem BIP-Wachstum von 1,6% bzw. 1,1%.

Die Teuerung in der Eurozone lässt allmählich nach. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung ging auf 2,5% im August zurück, während sich die Kernteuerung auf 1,2% abschwächte. Preisnachlässe für Kleidung und Schuhe dämpften die Inflation. Umfragen bei Haushalten und Unternehmen deuten überdies auf reduzierte Inflationserwartungen hin.

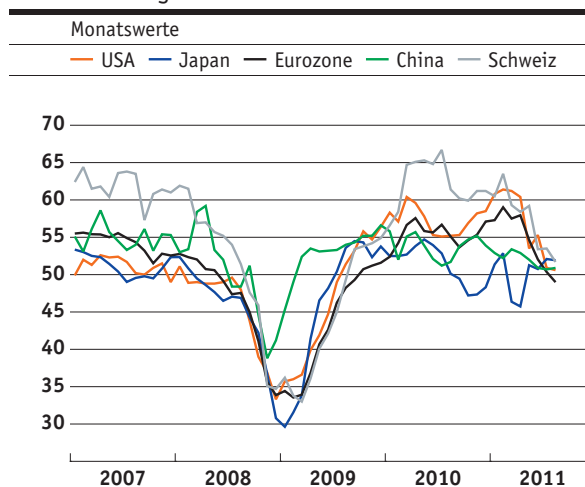
Die Europäische Zentralbank hob den Hauptrefinanzierungssatz im Juli um 25 Basispunkte an, nachdem sie ihn im April erstmals seit Ende der Rezession erhöht hatte. Im August verschärften sich die Spannungen an den Märkten für Staatsanleihen jedoch deutlich. Die EZB reaktivierte daraufhin ihr Programm für Wertpapierkäufe. Seither gehen die Märkte von einer Zinssenkung in den nächsten Monaten aus.

Grafik 2.6
Reales Bruttoinlandprodukt



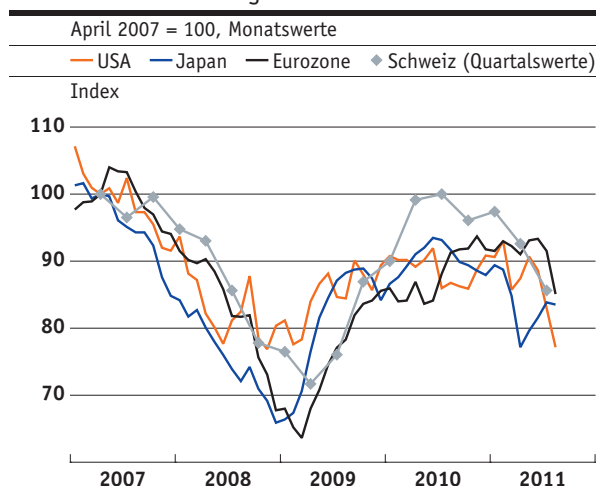
Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Thomson Financial Datastream

Grafik 2.7
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



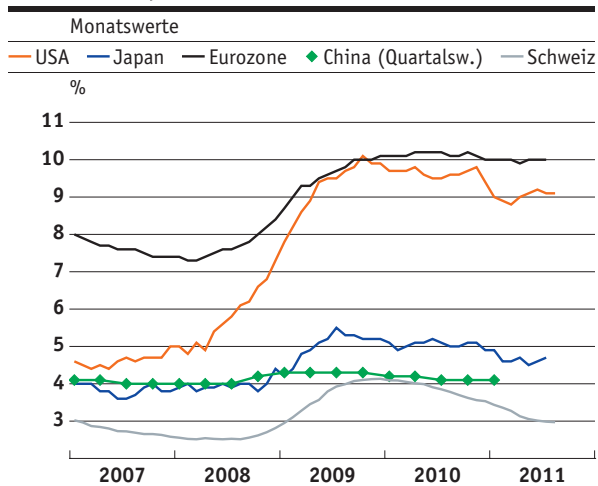
Quelle: Thomson Financial Datastream, © und Datenbankrecht Markit Economics Ltd 2009, alle Rechte vorbehalten

Grafik 2.8
Konsumentenstimmung



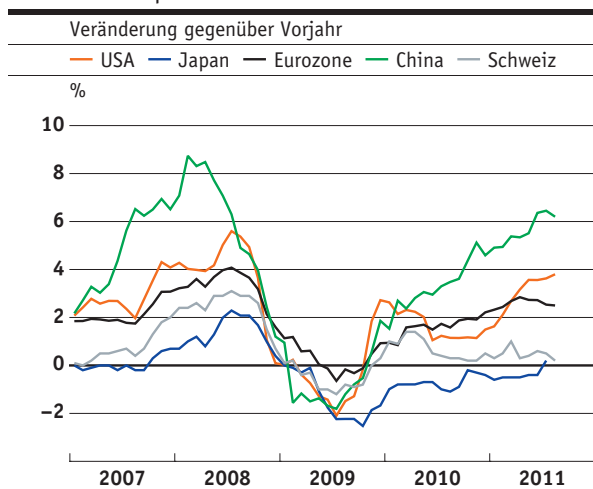
Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.9
Arbeitslosenquoten



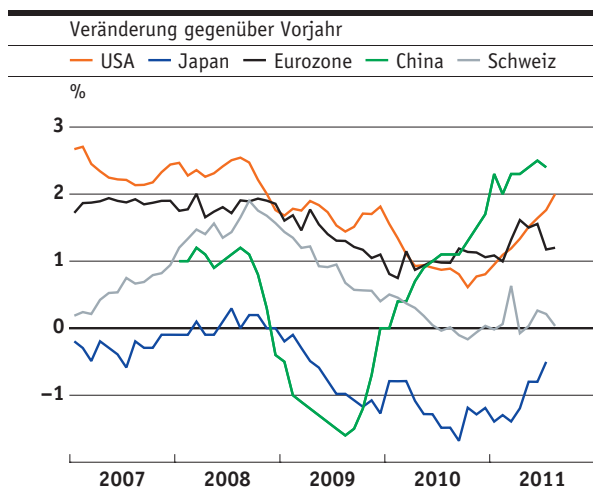
Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.10
Konsumentenpreise



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

Grafik 2.11
Kerninflation



Quellen: BFS, Thomson Financial Datastream

2.4 Japan

Japans Konjunktur geriet nach der Erdbebenkatastrophe im März in eine Rezession. Diese unterbrach die graduelle Erholung, welche Anfang 2009 eingesetzt hatte. Der im ersten Halbjahr registrierte BIP-Rückgang widerspiegelt Engpässe infolge zerstörter Produktionsanlagen und Energieausfälle wie auch einen durch die Verunsicherung der Wirtschaftssubjekte ausgelösten Nachfragerückgang. Gemessen an den BIP-Verlusten ist die Katastrophe eine der weltweit teuersten seit dem Zweiten Weltkrieg.

Im zweiten Halbjahr dürfte sich die Konjunktur erholen und den BIP-Verlust wieder wettmachen. Der Aufholprozess begann bereits im Laufe des zweiten Quartals und ist breit abgestützt. Die Industrieproduktion und die Güterexporte haben ihren Rückgang bereits nahezu aufgeholt, während sich eine erhöhte Konsumnachfrage nach energiesparenden Haushaltgeräten abzeichnet. Die japanische Regierung beschloss Ende Juli ein zweites Zusatzbudget von 2000 Mrd. Yen (0,4% des BIP) zur Unterstützung der vom Erdbeben betroffenen Regionen. Ein weiteres Zusatzbudget für den Wiederaufbau ist geplant. Die mittelfristigen Wachstumsperspektiven bleiben jedoch verhalten, weil eine graduelle Produktionsauslagerung ins Ausland das Potenzialwachstum dämpft. Die SNB erwartet für 2011 einen Rückgang des BIP um 0,4% und für 2012 ein starkes Aufholwachstum von 2,6%.

Die japanischen Konsumentenpreise sind nach wie vor rückläufig. Mit der jüngsten Anpassung des Konsumwarenkorb wurden die Inflationsraten für die vergangenen Monate zudem deutlich nach unten revidiert. Da die Produktionskapazitäten angesichts der nur langsam voranschreitenden Erholung noch weit von ihrer Normalauslastung entfernt sind, bleibt der Preisdruck sehr verhalten. Zudem dämpft der starke Yen die Importteuerung.

Das Finanzministerium intervenierte im August am Devisenmarkt, um die Yen-Aufwertung zu bekämpfen. Mit einem Sonderprogramm von umgerechnet rund 80 Mrd. Schweizer Franken für Kredithilfen sollen zudem Investitionen japanischer Unternehmen im Ausland unterstützt werden. Ausserdem weitete die Bank von Japan das für den Erwerb von Vermögenswerten vorgesehene Budget um umgerechnet rund 85 Mrd. Schweizer Franken aus. Den Tagesgeldsatz belies sie unverändert bei 0%–0,1%.

2.5 Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens

In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens verlor die Konjunktur infolge der Erdbebenkatastrophe in Japan und einer schwächeren Nachfrage aus den grossen Industrieländern an Schwung. In den Newly Industrialised Economies (NIEs) – Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur – schwächte sich das Wachstum im zweiten Quartal ab, allerdings nach einem starken Wachstum im Vorquartal. Die Abschwächung ging im Wesentlichen von der Exportindustrie aus. Auch Chinas Wirtschaftswachstum verlangsamte sich etwas. Die chinesische Binnen- nachfrage erwies sich vor dem Hintergrund der wirtschaftspolitischen Straffungsmassnahmen jedoch als widerstandsfähig.

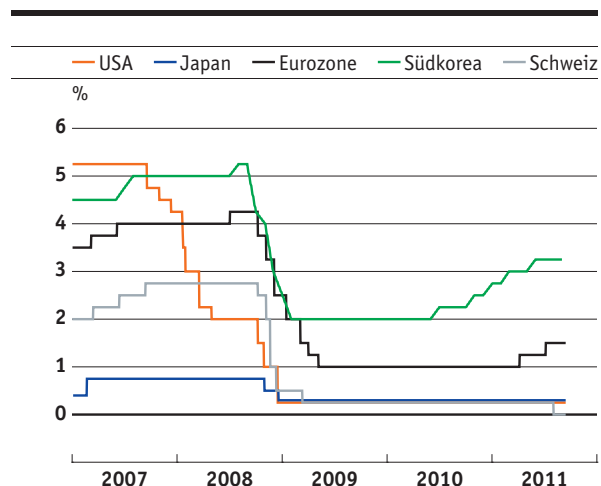
Die regionale Konjunktur dürfte in der zweiten Jahreshälfte wieder an Kraft gewinnen. Steigende Haushalteinkommen und staatliche Anreize werden den privaten Konsum weiterhin stützen. Die SNB hat ihre Wachstumserwartungen für China zwar etwas reduziert, geht jedoch weiterhin von einem soliden

BIP-Wachstum in der Grössenordnung von je 9% für 2011 und 2012 aus. In den NIEs hat die Produktions- und Exportaktivität seit Mitte Jahr wieder zugelegt. Die SNB erwartet für die vier Volkswirtschaften für 2011 weiterhin ein BIP-Wachstum, das etwa dem Durchschnittswachstum der letzten zehn Jahre (rund 4,3%) entspricht. Aufgrund der erwarteten schwächeren Auslandsnachfrage fällt die Prognose für 2012 dagegen leicht tiefer aus.

Die Inflation in der Region bleibt erhöht. Chinas Konsumentenpreise stiegen im August gegenüber dem Vorjahr um 6,2% an. Der teilweise von den Nahrungsmittelpreisen ausgehende Preisauftrieb dürfte jedoch den Höhepunkt erreicht haben. Bisher gibt es keine Anzeichen erhöhten Lohndrucks. In Südkorea liegt die Inflation über dem von der Zentralbank anvisierten Zielband.

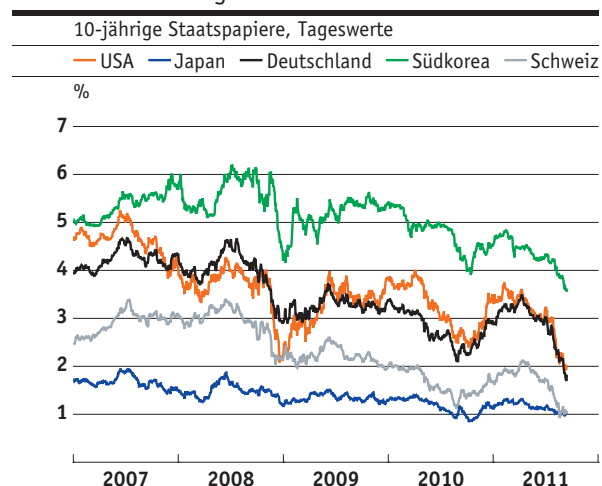
Chinas Zentralbank verschärfte nochmals die Mindestreserveanforderungen der Banken und liess eine leichte Aufwertung des RMB auf handelsgewichteter Basis zu. In einzelnen Volkswirtschaften Asiens bleiben rasch steigende Immobilienpreise im Fokus der Geldpolitik.

Grafik 2.12
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.13
Internationale Langfristzinsen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

3 Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

Im Zuge der globalen Wirtschaftsverlangsamung hat sich das Wachstum in der Schweiz im zweiten Quartal ebenfalls abgeschwächt. Das reale BIP nahm gemäss erster Schätzung um annualisiert 1,4% zu, nach Wachstumsraten von rund 2,5% in den vier Quartalen zuvor. Die Warenexporte legten nur noch leicht zu, während die Dienstleistungsexporte deutlich rückläufig waren. Die inländische Endnachfrage stagnierte.

Die Auslastung der technischen Kapazitäten bleibt vorerst noch hoch. In der verarbeitenden Industrie liegt sie weiterhin leicht über dem langjährigen Durchschnitt. Im Bausektor erreichte sie abermals einen neuen Höchststand. Die Erholung am Arbeitsmarkt setzte sich im zweiten Quartal fort. Sie kam im Verlauf des dritten Quartals jedoch zum Stillstand: Die Arbeitslosigkeit bildete sich im August nur noch leicht zurück.

Die Auswirkungen der erfolgten Aufwertung spiegeln sich noch nicht in den Zahlen zu Produktion und Kapazitätsauslastung in der ersten Jahreshälfte wider. Die Abschwächung der internationalen Konjunktur und die ausserordentlich starke und rasche Frankenaufwertung der letzten Monate hat jedoch zu einer schwierigen Situation für die Schweizer Wirtschaft geführt. Gemäss Umfragen leiden mittlerweile viele Unternehmen, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind, unter einem massiven Rückgang der Margen. Sowohl die Arbeitsnachfrage wie auch die Investitionsent-

scheide werden von der Unsicherheit über die weitere Entwicklung belastet.

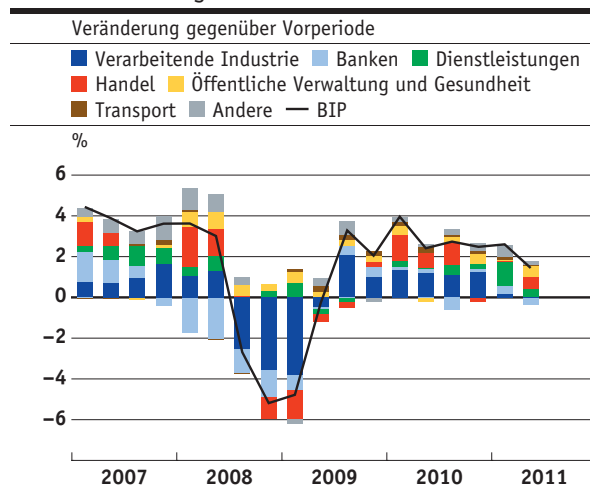
Auch die Binnenwirtschaft dürfte sich einer schwächeren Entwicklung am Arbeitsmarkt nicht vollständig entziehen können. Die Nationalbank geht davon aus, dass das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte zum Stillstand kommt. Lediglich aufgrund der günstigen Entwicklung im ersten Halbjahr ist für 2011 mit einem BIP-Zuwachs von 1,5% bis 2% zu rechnen.

3.1 Gesamtnachfrage und Produktion

Wachstum im Jahr 2010 gemäss BFS bei 2,7%

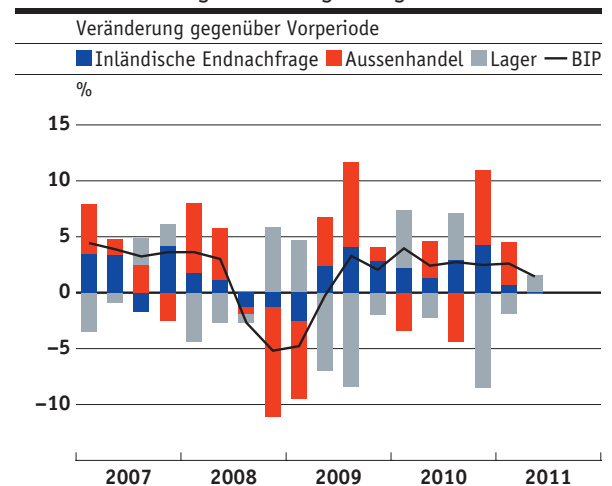
Die erste Schätzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) des Bundesamts für Statistik (BFS) für 2010 bestätigt die rasche Erholung der Schweizer Volkswirtschaft im vergangenen Jahr, die bereits in den ursprünglichen Quartalszahlen des SECO ersichtlich war. Mit 2,7% liegt das vom BFS geschätzte BIP-Wachstum nur unmerklich höher als die ursprüngliche Zahl des SECO (2,6%). Bei den einzelnen Komponenten gibt es jedoch einige nennenswerte Unterschiede. So erholte sich die Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie schneller vom heftigen Einbruch im Jahr 2009 als ursprünglich geschätzt. Der Handel und die Bauwirtschaft legten 2010 ebenfalls stärker zu. Hingegen wuchs der Bankensektor nach dem tiefen Einbruch der Finanzkrise weniger als ursprünglich angenommen. Nachfrageseitig fällt vor allem der Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen seit Ende 2009 ins Auge.

Grafik 3.1
Wachstumsbeiträge nach Sektoren



Quelle: SECO

Grafik 3.2
Wachstumsbeiträge: Nachfrageseitig



Quelle: SECO

Anzeichen einer Abschwächung der Wertschöpfung

Gemäss provisorischer Schätzung des SECO schwächte sich das BIP-Wachstum im zweiten Quartal auf 1,4% ab, das niedrigste Quartalswachstum seit Ende der Rezession. Die Vorjahresveränderung betrug 2,3%. Spürbar verlangsamte sich die Wertschöpfung vor allem im Finanzsektor (Banken und Versicherungen). In der verarbeitenden Industrie stagnierte die Wertschöpfung. Dagegen trugen die öffentliche Verwaltung und der Handel wieder deutlicher zum Wachstum bei als in den Vorquartalen (Grafik 3.1).

Nachlassende Dynamik beim Aussenhandel

Der Aussenhandel verlor im zweiten Quartal an Schwung (Grafik 3.2). Im Zuge der globalen Wachstumsverlangsamung und der weiteren Frankenaufwertung gingen die Gesamtexporte zurück (Grafik 3.3). Da die Importe ebenfalls schrumpften (Grafik 3.4), resultierte insgesamt nur ein leicht negativer Aussenhandelsbeitrag (-0,1 Prozentpunkte).

Das Wachstum der Warenexporte verlangsamte sich spürbar. Vor allem die Exporte von Maschinen und Präzisionsinstrumenten begannen zu leiden. Aber auch die Exporte vieler anderer wichtiger Industriezweige entwickelten sich schwächer. Einzig die Uhrenexporte expandierten dank der Nachfrage aus Asien weiterhin kräftig. Allerdings verloren die Exporte in die asiatischen Schwellenländer insgesamt an Schwung, ebenso wie die Exporte in die USA. Die Exporte nach Europa schrumpften sogar.

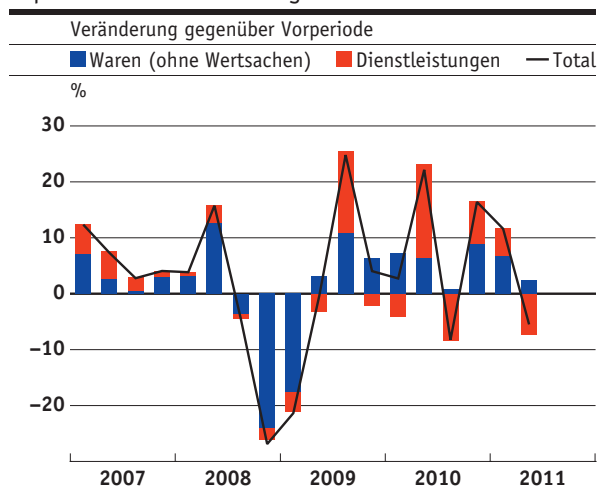
Die Dienstleistungsexporte gingen im zweiten Quartal deutlich zurück. Neben währungsbedingten Verlusten im grenzüberschreitenden Bankgeschäft ist dies vor allem auf tiefere Nettoeinnahmen im Transithandel zurückzuführen. Die Tourismusexporte konnten sich dagegen trotz der Frankenstärke auf ihrem Vorquartalsniveau halten, da der stärkere Zustrom an Gästen aus dem asiatischen Raum die abnehmende Zahl europäischer Gäste kompensierte.

Bei den Importen stiegen zwar die Konsumausgaben der Schweizer Wohnbevölkerung im Ausland aufgrund der stark gestiegenen Kaufkraft leicht an. Die übrigen Importe reduzierten sich dagegen spürbar.

Schwache inländische Endnachfrage

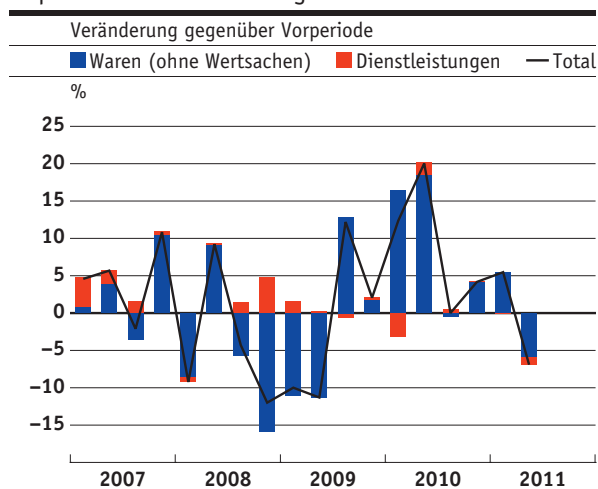
Die inländische Endnachfrage stagnierte im zweiten Quartal (Grafik 3.5 und Tabelle 3.1). Die Inlandnachfrage expandierte zwar mit 1,7% recht kräftig. Dies resultierte allerdings primär aus einem starken Lageraufbau.

Grafik 3.3
Exporte: Wachstumsbeiträge



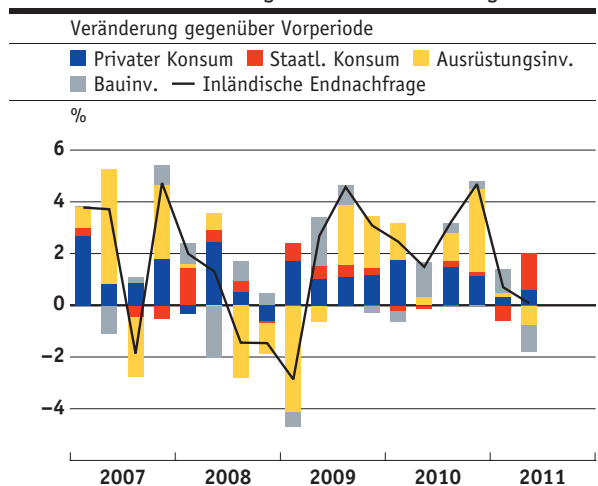
Quelle: SECO

Grafik 3.4
Importe: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Grafik 3.5
Inländische Endnachfrage: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Reales BIP und Komponenten
Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 3.1

	2007	2008	2009	2010	2009		2010				2011	
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	2,3	1,4	1,4	1,7	1,7	1,8	2,7	0,0	2,3	1,7	0,5	0,9
Staatlicher Konsum	0,3	2,7	3,3	0,8	3,6	2,3	-1,5	-1,2	2,0	1,2	-4,7	11,5
Anlageinvestitionen	5,1	0,5	-4,9	7,5	13,9	7,3	4,0	7,2	6,4	15,0	4,4	-7,6
Bau	-2,3	0,0	3,0	3,5	7,6	-2,7	-4,2	13,6	3,8	3,2	8,8	-9,7
Ausrüstungen	11,1	0,8	-10,8	10,9	19,8	16,6	11,3	2,3	8,5	25,4	1,2	-5,8
Inländische Endnachfrage	2,7	1,3	0,1	2,9	4,6	3,1	2,5	1,5	3,2	4,7	0,7	0,1
Inlandnachfrage	1,4	0,5	0,6	1,5	-3,9	0,9	6,6	-2,5	12,2	-5,0	-1,7	1,7
Exporte total	9,6	3,1	-8,6	8,4	26,0	1,6	9,4	18,7	-11,3	15,5	14,1	-5,1
Waren ¹	8,3	2,1	-11,1	9,4	16,0	9,5	10,8	9,2	1,3	12,9	10,0	3,5
Dienstleistungen	12,8	4,3	-1,7	5,4	45,3	-6,4	-12,6	54,7	-25,4	24,4	15,3	-22,6
Gesamtnachfrage	4,4	1,5	-3,0	4,0	6,2	1,2	7,6	5,2	2,5	2,3	4,0	-1,0
Importe total	6,1	0,3	-5,5	7,3	13,1	-0,8	17,1	11,9	2,0	2,0	7,5	-6,6
Waren ¹	6,7	-1,0	-8,5	10,8	16,6	2,1	20,9	23,1	-0,6	5,1	6,7	-7,3
Dienstleistungen	11,2	4,1	7,4	-1,9	-2,8	1,8	-14,5	8,6	2,5	0,5	0,6	-5,3
BIP	3,6	2,1	-1,9	2,7	3,3	2,0	4,0	2,4	2,7	2,5	2,6	1,4

¹ Waren: Ohne Wertsachen (Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten)
Quelle: SECO

Die Ausrüstungsinvestitionen waren im zweiten Quartal rückläufig (-5,8%). Allerdings entwickelten sich die einzelnen Segmente stark unterschiedlich. Trotz der sich tendenziell abschwächenden Importpreise gingen die Investitionen in Fahrzeuge und Nachrichtentechnik deutlich zurück. Auf der anderen Seite legten die Investitionen in Maschinen und Metallerzeugnisse, welche ungefähr ein Drittel der Ausrüstungsinvestitionen ausmachen, zu. Ausserdem setzte sich bei den Investitionen in Software der positive Trend der letzten Quartale fort. Insgesamt profitieren die Unternehmen zwar nach wie vor von günstigen Finanzierungsbedingungen. Aufgrund der sich eintrübenden Absatzperspektiven bleibt die Investitionsbereitschaft aber tendenziell gedämpft.

Die Bauinvestitionen gingen im zweiten Quartal um 9,7% zurück, nachdem sie im ersten Quartal dank milder Temperaturen stark zugelegt hatten. Im historischen Vergleich befinden sie sich weiterhin auf hohem Niveau. Insbesondere die

Wohnbautätigkeit, die durch die tiefen Zinssätze und die Zuwanderung stimuliert wird, bleibt kräftig. Aber auch der Tiefbau wird weiterhin von einer starken Nachfrage nach Infrastrukturprojekten gestützt.

Der private Konsum gewann zuletzt nur leicht an Schwung und stieg im zweiten Quartal um 0,9%. Gestützt wurden die Konsumausgaben durch das anhaltend robuste Bevölkerungswachstum. Aufgeteilt nach Komponenten nahm vor allem der Konsum von Dienstleistungen zu. Hingegen schwächten sich die Ausgaben für Nahrungsmittel deutlich ab. Letzteres könnte auch auf den zunehmenden Einkaufstourismus zurückzuführen sein. Da die von Privatpersonen eingeführten Güter nicht vollständig erfasst werden, dürften die offiziell ausgewiesenen Konsumausgaben die effektiv getätigten Ausgaben tendenziell unterschätzen. Mit Blick auf die zuletzt rückläufige Konsumentenstimmung ist aber ungeachtet dieser Sondereffekte weiterhin mit einem eher verhaltenen Konsumwachstum zu rechnen.

3.2 Arbeitsmarkt

Weiterhin steigende Beschäftigung

Im zweiten Quartal dürfte die Beschäftigung in der Schweiz weiter gestiegen sein. Die Vollzeitbeschäftigung legte um 1,5% zu (Grafik 3.6). Aufgrund einer Modifikation der Beschäftigungsstatistik stehen zurzeit allerdings keine aussagekräftigen Daten über die Entwicklung der Teilzeitbeschäftigung und der Vollzeitäquivalente zur Verfügung. Gemäss Schätzungen der SNB dürfte das Volumen der Vollzeitäquivalente im zweiten Quartal weiter expandiert haben.

Die Vollzeitbeschäftigung legte in den meisten Dienstleistungsbranchen zu. Ausnahmen bildeten die Sektoren Beherbergung, Architektur- und Ingenieurwesen und Erbringung von Finanzdienstleistungen, wo jeweils ein Rückgang zu verzeichnen war. In der verarbeitenden Industrie stieg die Vollzeitbeschäftigung weiter an; im Baugewerbe ging sie hingegen leicht zurück.

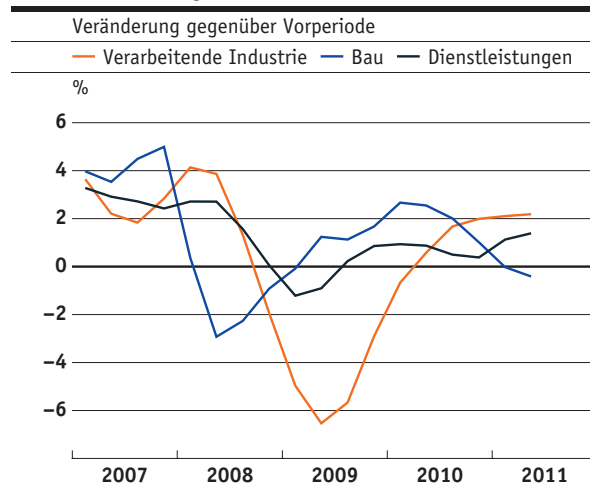
Stagnierende Arbeitslosigkeit

Zwischen Mai und August nahm die Arbeitslosigkeit saisonbereinigt nur marginal ab. Die Arbeitslosenquote blieb aber unverändert bei 3,0% (Grafik 3.7). Die Quote der Stellensuchenden ging im gleichen Zeitraum von 4,5% auf 4,4% zurück.

Da die Daten zur Arbeitslosigkeit zeitnäher zur Verfügung stehen als die Beschäftigungszahlen, spiegeln diese bereits eine sich abschwächende Arbeitsnachfrage wider.

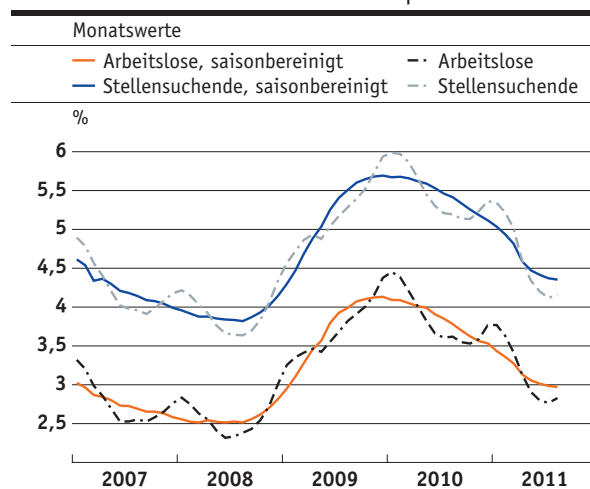
Die Kurzarbeit nahm im ersten Halbjahr nochmals leicht ab (Grafik 3.8). Im Juni waren noch 3400 Personen von Kurzarbeit betroffen, verglichen mit dem in der Rezession registrierten Höchststand von 92 300 Personen.

Grafik 3.6
Vollzeitbeschäftigte



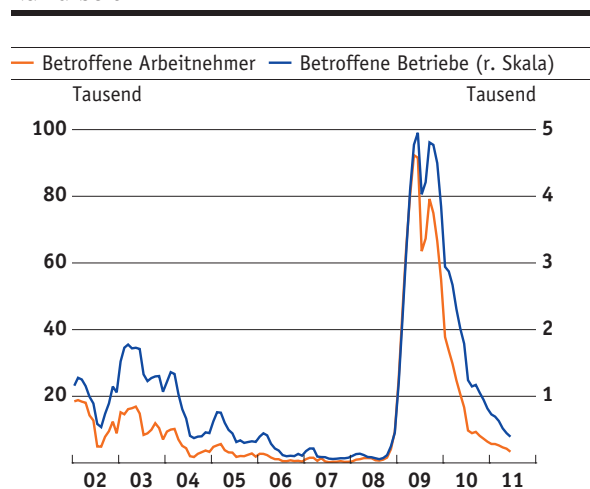
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.7
Arbeitslosen- und Stellensuchendenquoten



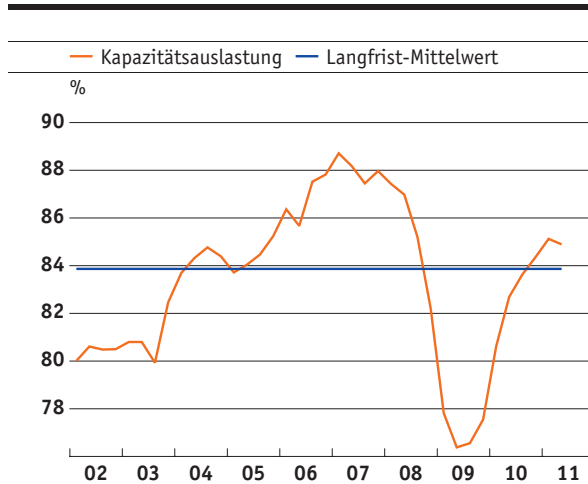
Bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in % der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quelle: SECO

Grafik 3.8
Kurzarbeit



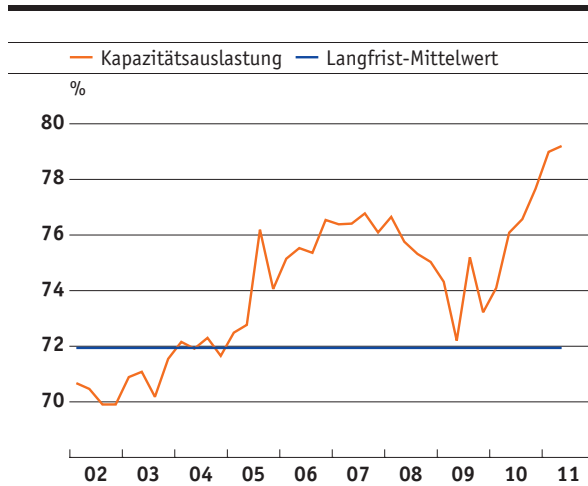
Quelle: SECO

Grafik 3.9
Kapazitätsauslastung Industrie



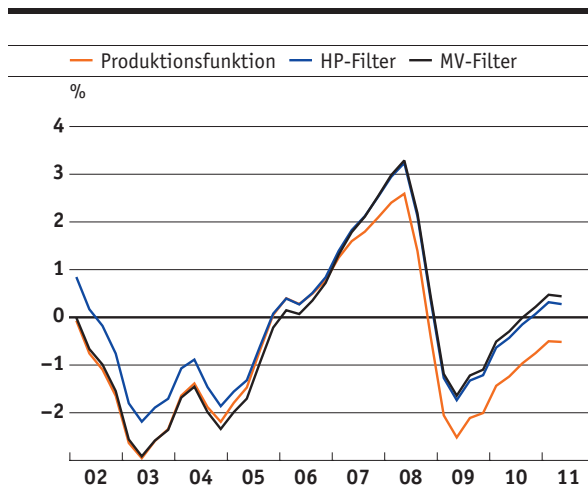
Quelle: KOF Konjunkturforschungsstelle (KOF/ETH)

Grafik 3.10
Kapazitätsauslastung Bau



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.11
Produktionslücke



Quelle: SNB

3.3 Kapazitätsauslastung

Stagnierende Auslastung der Kapazitäten

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie stagnierte im zweiten Quartal. Gemäss Umfrage der KOF lag sie mit 84,9% weiterhin leicht über ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.9). Auch der Anteil der Firmen, die einen Mangel an Arbeitskräften und technischen Kapazitäten melden, befindet sich auf einem durchschnittlichen Niveau.

Im Bausektor ist die Auslastung weiterhin ausserordentlich hoch. Der Nutzungsgrad der Maschinen erreichte im zweiten Quartal mit 79,2% einen erneuten Höchststand (Grafik 3.10). Entsprechend klagten viele der von der KOF befragten Firmen über Engpässe bei Maschinen- und Gerätekapazitäten, aber auch über einen Mangel an Arbeitskräften.

Bei den Dienstleistungsunternehmen zeigt sich laut KOF weiter eine durchschnittliche Auslastung. Die Beschäftigung wird von den befragten Firmen gegenwärtig als überwiegend zufriedenstellend bezeichnet.

Nahezu geschlossene Produktionslücke

Wie gut die Produktionsfaktoren einer Volkswirtschaft ausgelastet sind, zeigt die Produktionslücke, die als prozentuale Abweichung des BIP vom geschätzten gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzial berechnet wird.

Die anhand verschiedener Methoden durchgeführten Schätzungen des Produktionspotenzials deuten darauf hin, dass das BIP im zweiten Quartal etwa bei seinem Potenzial lag (Grafik 3.11). Je nach Schätzmethode betrug die Produktionslücke -0,5% (Produktionsfunktionsansatz), 0,3% (Hodrick-Prescott-Filter) oder 0,4% (multivariater Filter).

Die Unterschiede zwischen den verschiedenen Schätzungen spiegeln die unterschiedlichen Ansätze zur Berechnung des Produktionspotenzials wider. Der Produktionsfunktionsansatz zieht die Arbeitsmarktsituation und den Kapitalstock der Volkswirtschaft in Betracht. Da sich vor allem das Arbeitspotenzial in den letzten Jahren – auch aufgrund der Zuwanderung – recht robust entwickelte, ist die auf dieser Methode beruhende Schätzung des Produktionspotenzials höher als das mit statistischen Filtern geschätzte Potenzial. Entsprechend liegt die mit dem Produktionsfunktionsansatz berechnete Produktionslücke tiefer.

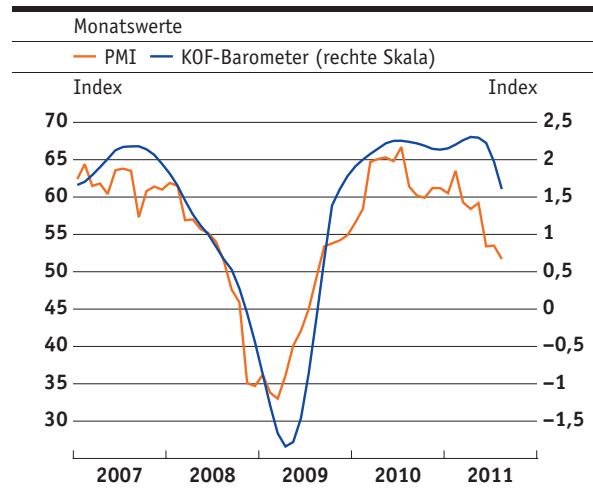
3.4 Realwirtschaftliche Aussichten

Die wirtschaftlichen Aussichten für die Schweiz haben sich eingetrübt. Mit der zusätzlichen Erstarkung des Frankens in den letzten Monaten haben sich gemäss Umfragen die Margen vieler Schweizer Unternehmen nochmals deutlich verschlechtert. Während der negative Effekt auf die Ertragslage der Firmen vor einigen Monaten noch durch einen hohen Auftragsbestand gemildert wurde, dürfte die bescheidene wirtschaftliche Dynamik bei den Haupthandelspartnern der Schweiz die Lage in den nächsten Monaten verschärfen.

Die vorlaufenden Indikatoren haben sich in den letzten Monaten spürbar abgeschwächt, und bei den Warenexporten lassen sich deutliche Bremspuren erkennen. Auch am Arbeitsmarkt hat sich die positive Dynamik in den letzten Monaten verlangsamt; einige Indikatoren deuten inzwischen auf eine nachlassende Arbeitsnachfrage hin.

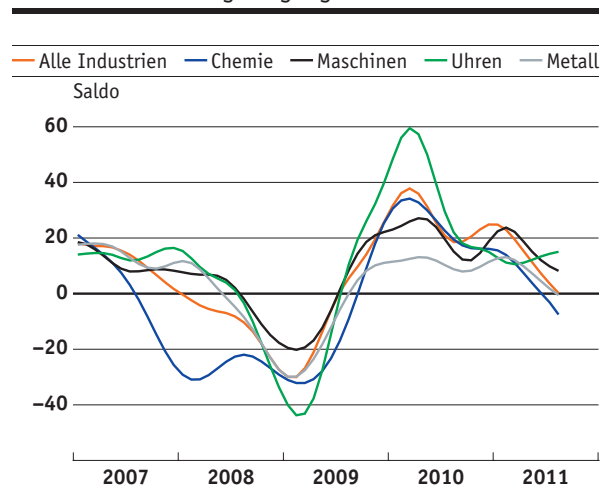
Zwar wirken sich binnenwirtschaftliche Faktoren wie das niedrige Zinsniveau und die solide Entwicklung der Realeinkommen nach wie vor günstig aus. Die sich abschwächende Nachfrage aus dem Ausland und die schlechtere Ertragslage vieler Unternehmen dürften aber insbesondere die Investitionstätigkeit belasten. Dies wiederum dürfte sowohl die Beschäftigungsentwicklung als auch die privaten Konsumausgaben negativ beeinflussen. Die SNB geht davon aus, dass das BIP-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte zum Stillstand kommt. Lediglich aufgrund der günstigen Entwicklung im ersten Halbjahr ist für 2011 mit einem BIP-Zuwachs von 1,5% bis 2% zu rechnen.

Grafik 3.12
Vorlaufende Indikatoren



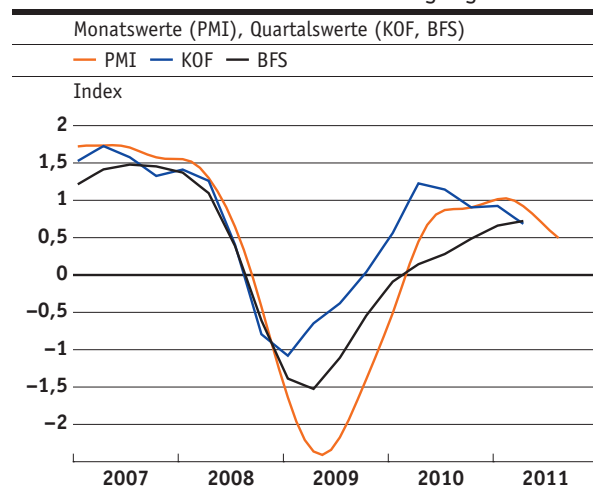
Quellen: Credit Suisse, KOF/ETH

Grafik 3.13
Erwartete Bestellungseingänge



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.14
Vorlaufende Indikatoren der Beschäftigung



Quellen: BFS, Credit Suisse, KOF/ETH

4 Preise und Inflationserwartungen

Die Entwicklung der Preise in der Schweiz wurde in den letzten Monaten durch die Aufwertung des Frankens deutlich gedämpft. Die Importpreise und in geringerem Umfang die Produzentenpreise gaben nach und lagen tiefer als vor Jahresfrist. Auch die Konsumentenpreise standen unter Druck und übertrafen ihren Vorjahresstand nur leicht. Umfragen bei Unternehmen und Haushalten deuten auf einen deutlichen Rückgang der Inflationserwartungen hin. Die Immobilienpreise stiegen indessen weiter stärker, als es die Fundamentalfaktoren rechtfertigen würden.

4.1 Konsumentenpreise

Tiefere LIK-Teuerung

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerrate hat sich seit der letzten Lagebeurteilung verringert (Grafik 4.1). Im August betrug sie 0,2%, gegenüber 0,4% im Mai. Der Rückgang war in erster Linie auf tiefere Preise für importierte Güter und Dienstleistungen zurückzuführen. Die jüngste starke Aufwertung des Frankens dürfte sich schrittweise auf die Konsumentenpreise auswirken und damit auch in den kommenden Monaten Abwärtsdruck auf den LIK ausüben. Die tendenziell steigende Teuerung inländischer Dienstleistungen wird diesen Druck wahrscheinlich nur teilweise kompensieren.

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 4.1

	2010	2010		2011		2011		
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
LIK total	0,7	0,3	0,3	0,6	0,4	0,6	0,5	0,2
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,6	0,4	0,5	0,6	0,6	0,8	0,7	0,7
Waren	-0,1	-0,4	-0,5	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-1,2
Dienstleistungen	0,8	0,7	0,8	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,6	0,5	0,4	0,6	0,8	0,9	0,8	0,9
Mieten	1,1	0,9	1,2	1,5	1,3	1,2	1,2	1,5
öffentliche Dienstleistungen	0,9	0,7	1,2	2,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Ausländische Waren und Dienstleistungen	0,9	-0,1	-0,1	0,5	-0,3	0,0	-0,3	-1,2
ohne Erdölprodukte	-1,3	-1,4	-1,5	-1,3	-1,9	-1,4	-1,7	-2,3
Erdölprodukte	13,9	8,6	8,5	10,5	8,9	8,2	7,7	5,1

Quellen: BFS, SNB

Die Relationen zwischen den Teuerungsraten der verschiedenen LIK-Komponenten sind in den letzten Quartalen weitgehend stabil geblieben. Während die Preise der inländischen Güter eine leicht positive Vorjahresrate aufweisen, liegen die Preise der ausländischen Güter deutlich unter dem Vorjahresstand. Diese Diskrepanz hat sich mit der jüngsten Aufwertung des Frankens akzentuiert, war aber schon in den Vorquartalen zu beobachten (Grafik 4.1). Bei den inländischen Gütern weisen die Preise der Waren eine fallende Tendenz und damit negative Vorjahresraten auf. Eine steigende Tendenz zeigen hingegen die Preise von Dienstleistungen. Auch an diesem Muster hat sich in den letzten Quartalen wenig verändert (Grafik 4.2).

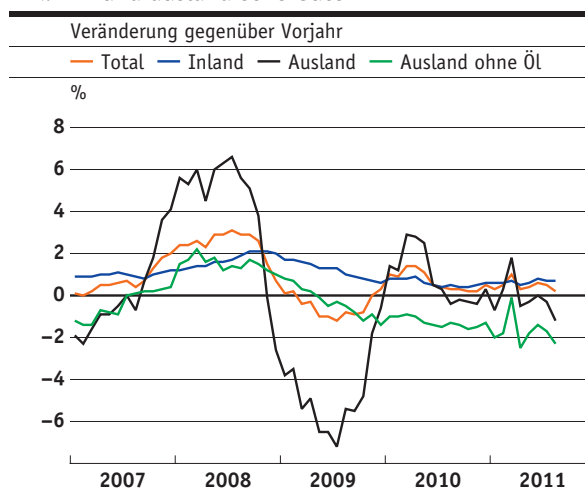
Leichter Rückgang der Kernteuerung

Für die Einschätzung des LIK-Trends können die Kerninflationsrate des BFS (BFS1) sowie der getrimmte Mittelwert (TM15) und die Dynamic-Factor-Inflation (DFI), die beide von der SNB berechnet werden, herangezogen werden. Bei der BFS1 werden in jedem Monat die gleichen, in der Regel preisvolatilen Güter aus dem LIK ausgeschlossen, während beim TM15 jeden Monat die Güter mit den jeweils höchsten und tiefsten Jahres-teuerungsraten ausgeschlossen werden. Diese beiden Kerninflationsraten basieren also auf einem reduzierten Warenkorb. Demgegenüber berechnet die DFI die Kerninflation mit Hilfe eines empirisch geschätzten dynamischen Faktormodells, das neben Preisdaten auch andere reale und nominale Wirtschaftsdaten berücksichtigt. Grafik 4.3 zeigt, dass die Kerninflationsraten in den letzten Monaten tendenziell gesunken sind, nachdem sie zuvor einen leichten Aufwärtstrend aufgewiesen hatten.

Revision der Dynamic-Factor-Inflation

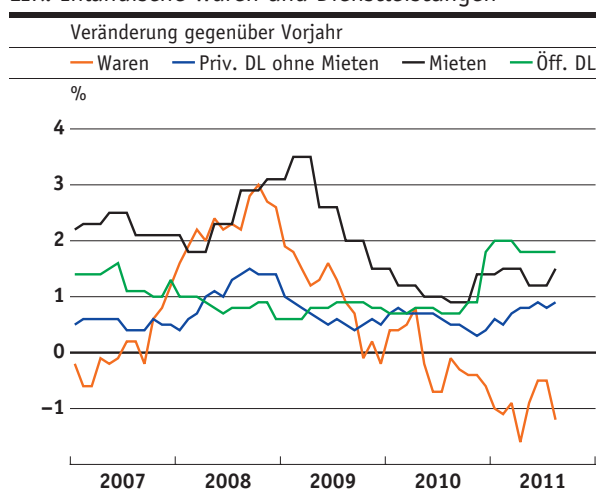
Die SNB hat die Datengrundlage der DFI vor Kurzem revidiert. Die resultierende DFI-Reihe wurde erstmals im Juli 2011 im Statistischen Monatsheft veröffentlicht. Die revidierte DFI weist im Vergleich zur früheren Reihe einen grösseren Vorlauf zur LIK-Teuerung und verbesserte statistische Eigenschaften auf (vgl. Statistisches Monatsheft Juli 2011, S. III).

Grafik 4.1
LIK: In- und ausländische Güter



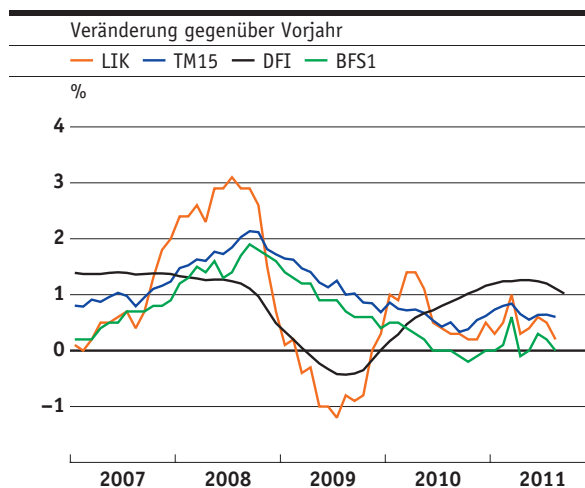
Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.2
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.3
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

4.2 Produzenten- und Importpreise

Deutlicher Rückgang der Importpreise

Die Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) sind zwischen Mai und August deutlich gesunken. Getrieben durch die Aufwertung des Frankens waren Preisreduktionen auf breiter Front zu beobachten. Am stärksten gaben die Preise importierter Güter nach, insbesondere von Energiegütern.

Die Vorjahresrate des Index der Importpreise drehte im Juli in den negativen Bereich und lag im August bei $-2,2\%$ (Grafik 4.4). Zuvor hatte sich die Teuerung der importierten Güter vor allem aufgrund der im Vorjahresvergleich deutlich höheren Energiepreise über der Nulllinie bewegt. Die Preise für Konsum- und Investitionsgüter hatten bereits bisher eine fallende Tendenz aufgewiesen.

Die Vorjahresrate des Index der Produzentenpreise ist seit März negativ und betrug im August $-1,8\%$. Auch bei diesen Preisen bewegen sich in erster Linie die Energiepreise, trotz des jüngsten Preisrückgangs, über dem Vorjahresstand. Die Produzentenpreise der übrigen Güter sind im gleichen Zeitraum mehrheitlich gefallen. Darin widerspiegelt sich die Aufwertung des Frankens, die nicht nur die Preise der für den Export bestimmten Produkte, sondern auch die Preise der für den Inlandabsatz produzierten Güter unter Druck setzt.

4.3 Immobilienpreise

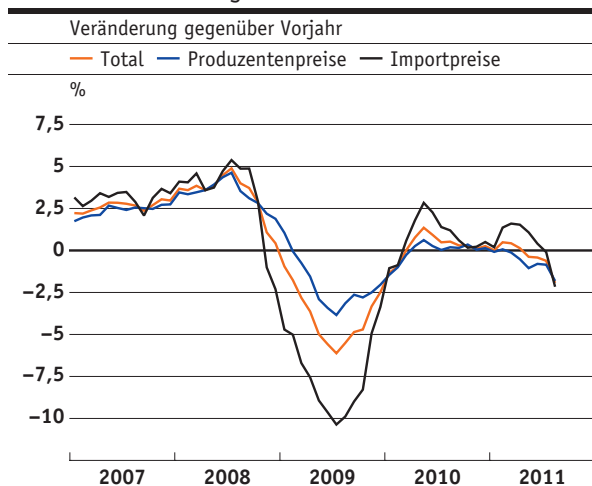
Kräftiger Anstieg der Wohneigentumspreise bei tiefer Mietteuerung

Die Preise für Wohneigentum sind weiter kräftig gestiegen. Die Preise der im Internet und in Zeitungen angebotenen Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen lagen im zweiten Quartal um rund 5% über dem Vorjahresniveau. Neben den Angaben zu den Angebotspreisen liegen verschiedene Indizes vor, die mit teilweise unterschiedlichen Methoden die Entwicklung der tatsächlich bezahlten Preise messen. Diese Indizes deuten alle darauf hin, dass die bezahlten Preise im zweiten Quartal ebenfalls deutlich höher lagen als ein Jahr zuvor (Grafik 4.5).

Der Anstieg der Preise für Wohneigentum wird nur teilweise durch die Entwicklung der Bevölkerung, des Pro-Kopf-Einkommens und der Zinssätze erklärt. Bei einer Fortsetzung des starken Preisanstiegs erhöht sich das Risiko einer Fehlentwicklung.

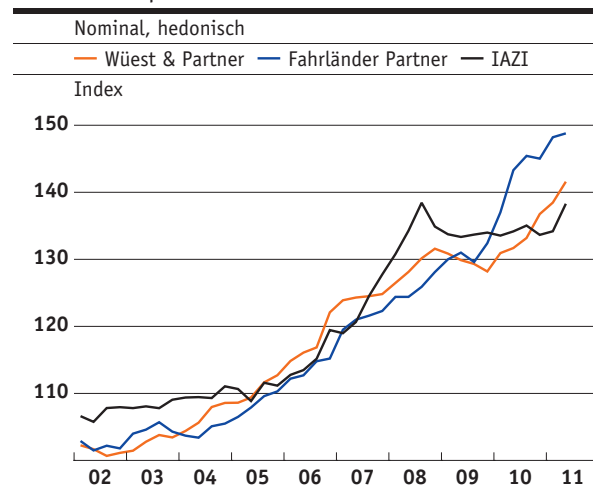
Der Rückgang der Zinssätze trug weiter dazu bei, dass die Mieten mit der Preisentwicklung für Wohneigentum nicht Schritt gehalten haben. Die Mieten der angebotenen Wohnungen und die Mietkomponente des LIK lagen im zweiten Quartal um $2,3\%$ bzw. $1,3\%$ höher als vor einem Jahr (Grafik 4.6).

Grafik 4.4
Preise des Gesamtangebots



Quelle: BFS

Grafik 4.5
Transaktionspreise Einfamilienhäuser



Quellen: Fahrländer Partner, IAZI, Wüest & Partner

4.4 Inflationserwartungen

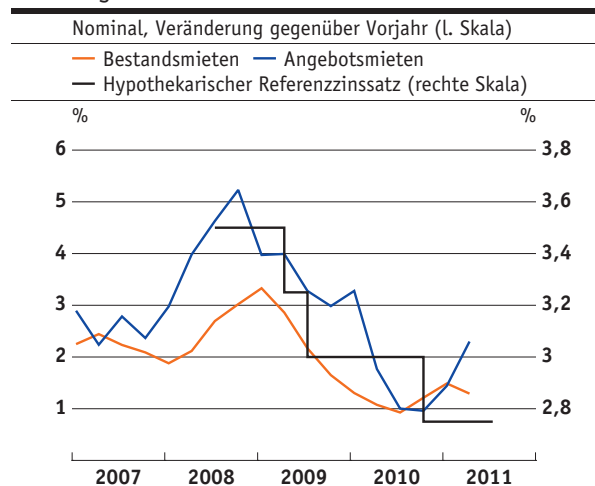
Rückgang der Inflationserwartungen

Vor dem Hintergrund der Aufwertung des Francs und der Eintrübung der globalen Wirtschaftsaussichten deuten die Umfrageergebnisse zur Entwicklung der Konsumentenpreise auf einen deutlichen Rückgang der Inflationserwartungen hin.

Die vom SECO im Juli durchgeführte Quartalsumfrage zeigt, dass sich die Inflationserwartungen der Haushalte im Vergleich zu April zurückgebildet haben (Grafik 4.7). Der Anteil der Befragten, die in den kommenden zwölf Monaten mit mässig oder stark steigenden Preisen rechneten, nahm im Vergleich zu April ab und betrug insgesamt weniger als 50%. Demgegenüber stieg der Anteil der Befragten, die unveränderte oder sinkende Preise erwarteten.

Der monatliche, auf den Antworten von rund 40 Finanzmarktexperten beruhende Credit Suisse ZEW-Finanzmarktreport zeigt seit April 2011 eine kontinuierliche Korrektur der Inflationserwartungen nach unten an. Im August gingen nur noch 14% der Befragten davon aus, dass die LIK-Teuerungsraten in den nächsten sechs Monaten steigen werden, gegenüber 77% im April und 41% im Juni. Hingegen rechneten 49% mit unveränderten und 37% mit fallenden Teuerungsraten.

Grafik 4.6
Wohnungsmieten und Referenzzinssatz

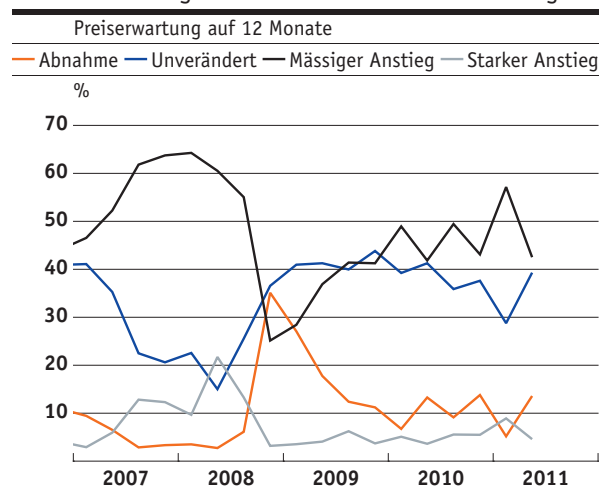


Quellen: BFS, Bundesamt für Wohnungswesen (BWO), Wüest & Partner

Tiefere erwartete Verkaufspreise auf Produzentenstufe

Die KOF befragt in jedem Quartal Unternehmen aus Industrie und Grosshandel nach der erwarteten Entwicklung der Einkaufs- und Verkaufspreise über die jeweils nächsten drei Monate. Die Ergebnisse der Juli-Umfrage zeigen im Vergleich zur April-Umfrage eine Reduktion des Spielraums für Preiserhöhungen an. Während die Befragten im April noch überwiegend steigende Einkaufs- und Verkaufspreise erwartet hatten, gingen sie im Juli überwiegend von unveränderten Einkaufspreisen und fallenden Verkaufspreisen aus.

Grafik 4.7
Haushaltsumfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Quellen: SECO, SNB

5 Monetäre Entwicklung

Mit der Einführung eines Mindestkurses für den Euro hat sich die SNB einer deutlichen Verschärfung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen durch die enorme Aufwertung des Frankens entgegengestellt. Der Mindestkurs wurde am 6. September angekündigt, nachdem die SNB im August die Liquidität in drei Stufen von 30 Mrd. Franken auf insgesamt rund 200 Mrd. Franken erhöht hatte. Zu diesem Zweck wurden die Reverse-Repo-Geschäfte und fällige SNB-Bills nicht mehr verlängert. Zudem wurden ausstehende SNB-Bills zurückgekauft sowie Devisenswapgeschäfte und Repogeschäfte mit negativem Zinssatz abgeschlossen. Diese Massnahmen führten dazu, dass die kurzfristigen Zinssätze teilweise in den negativen Bereich fielen.

Die langfristigen Zinssätze sanken Mitte August auf neue historische Tiefstände. Die Renditekurve flachte sich ab, was die verschlechterten Wirtschaftsaussichten widerspiegelt. Sinkende Inflationserwartungen führten jedoch dazu, dass die Realzinsen leicht anstiegen. Sie sind jedoch weiterhin niedrig und tragen zur Stützung von Konsum und Investitionen bei.

Obwohl sich der Franken bis Ende August von seinen Höchstständen gegenüber dem Euro und dem US-Dollar um rund 15% abschwächte, wertete er in den ersten Septembertagen wieder deutlich auf. Auch zum Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro bleibt der Franken hoch bewertet und sollte sich weiter abschwächen.

In der Umfrage zum Kreditgeschäft meldeten einige Banken, dass sie aufgrund der Risiken im Immobilienmarkt ihre Kreditstandards für Hypotheken an private Haushalte leicht verschärft haben. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus wuchsen die Hypothekarkredite im letzten Quartal dennoch im Vergleich zur wirtschaftlichen Aktivität relativ stark. Das Risiko von Fehlentwicklungen im Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt besteht unverändert.

5.1 Geldpolitische Massnahmen seit der letzten Lagebeurteilung

Massnahmen gegen den starken Franken

An der geldpolitischen Lagebeurteilung vom Juni 2011 beschloss die SNB, an ihrer expansiven Geldpolitik festzuhalten. Sie belies das Zielband für den 3M-Libor bei 0%–0,75% und kündigte an, weiterhin einen Wert im unteren Bereich des Bandes um 0,25% anzusteuern.

Im August und September beschloss die SNB eine Reihe von Massnahmen gegen den starken Franken. Am 3. August reduzierte sie das Zielband für den 3M-Libor auf 0%–0,25% und äusserte die Absicht, ein Niveau so nahe bei null wie möglich anzustreben. Weiter kündigte die SNB an, sie werde die Sichtguthaben der Banken bei der SNB von 30 Mrd. auf 80 Mrd. Franken ausdehnen und deshalb die Emissionen von SNB-Bills einstellen, ausstehende SNB-Bills zurückkaufen und fällige liquiditätsabschöpfende Repogeschäfte nicht mehr erneuern. Wenige Tage später erhöhte die SNB das Sichtguthabenziel auf 120 Mrd. Franken (10. August 2011) und 200 Mrd. Franken (17. August 2011). Gleichzeitig gab sie bekannt, sie werde Devisenswaps als zusätzliches Instrument einsetzen. Nachdem sich diese Massnahmen gegen die Frankenstärke nicht als ausreichend erwiesen hatten, gab die SNB am 6. September einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro bekannt und kündigte an, sie werde den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen. Sie sei bereit, zu diesem Zweck unbeschränkt Devisen zu kaufen.

Sichtguthaben bei der SNB auf Rekordniveau

Die Sichtguthaben der Banken betragen zu Beginn der Berichtsperiode durchschnittlich rund 27 Mrd. Franken. Sie stiegen aufgrund der im August ergriffenen liquiditätserhöhenden Massnahmen kontinuierlich an und erreichten ab dem 15. August neue historische Höchststände. Im

Wochendurchschnitt zum 16. September betragen sie 206 Mrd. Franken. Die gesamten Sichtguthaben in Franken beliefen sich im gleichen Zeitraum auf 247 Mrd. Franken.

Nach Sistierung der liquiditätsabschöpfenden Offenmarktoperationen verfielen Repogeschäfte und wurden SNB-Bills zur Rückzahlung fällig. Um den Anstieg der Giroguthaben zu beschleunigen, kaufte die SNB zusätzlich ausstehende SNB-Bills zurück.

Die SNB tätigte ab dem 8. August Devisen-swaps. Der Devisenwap ist ein geldpolitisches Instrument zur Schaffung von temporärer Franken-liquidität. Dabei kauft die SNB mit einem Kassageschäft Fremdwährungen, die gleichzeitig auf Termin wieder verkauft werden. Weiter stellte die SNB den Marktteilnehmern ab dem 24. August liquiditätszuführende Repogeschäfte mit einer Laufzeit von einer Woche zur Verfügung. Diese Massnahmen führten zu negativen Marktzinsen.

Gestiegene Überschussreserven der Banken

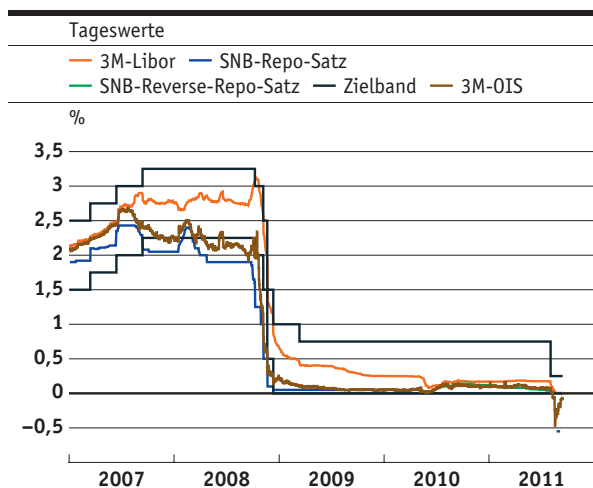
Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. Mai 2011 und dem 19. August 2011 durchschnittlich 10 Mrd. Franken und blieben damit gegenüber der Vorperiode (20. Februar 2011 bis 19. Mai 2011) praktisch unverändert. Die Banken übertrafen das Erfordernis im Durchschnitt um rund 32,1 Mrd. Franken (Vorperiode: 20,2 Mrd.). Der durchschnittliche Erfüllungsgrad nahm von 306% auf 419% zu.

5.2 Geld- und Kapitalmarktzinsen

Der 3M-Libor lag in den ersten sechs Wochen nach der Lagebeurteilung im Juni bei 0,18%. Im Anschluss an die Ankündigung der Massnahmen gegen die Frankenstärke durch die SNB ging er im August signifikant zurück. Am 5. September erreichte er den neuen historischen Tiefstand von 0,00% (Grafik 5.1).

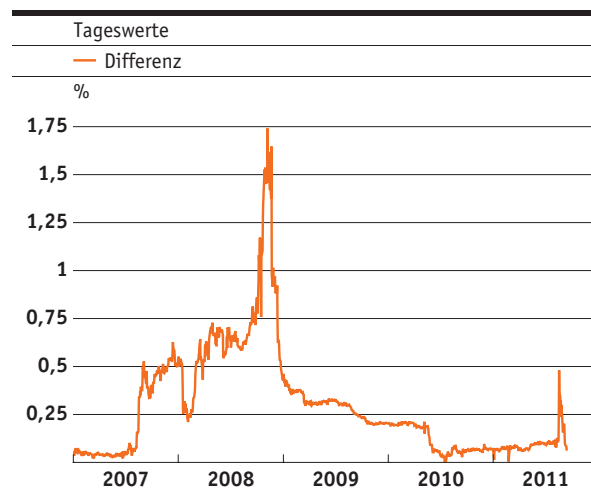
Die Differenz zwischen dem 3M-Libor und dem 3M-OIS – ein Mass der Anspannung und des Risikos auf dem Geldmarkt – stieg in der zweiten Monats-hälfte August vorübergehend auf Niveaus, die zuletzt in der Finanzkrise von 2007/08 notiert worden waren (Grafik 5.2). Während die Ausweitung der 3M-Libor-OIS-Zinsspanne damals den durch steigende Kredit- und Liquiditätsrisiken ausgelösten Anstieg des 3M-Libor widerspiegelt hatte, wurde sie nun im Wesentlichen durch die ausserordentlich hohen Liquiditätsniveaus getrieben, die sich im negativen OIS niedergeschlagen haben.

Grafik 5.1
Geldmarktsätze



Quellen: Bloomberg, Reuters, SNB

Grafik 5.2
Differenz zwischen 3M-Libor und 3M-OIS



Quellen: Bloomberg, Reuters

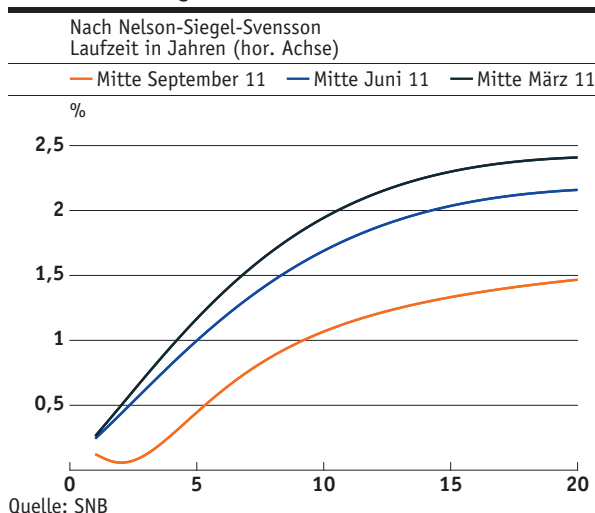
Langfristige Zinssätze auf neuen Tiefständen

Die mittel- und langfristigen Zinssätze, die nach einem Zwischentief im Sommer 2010 deutlich anstiegen, sind seit April erneut gefallen und haben neue historische Tiefstände erreicht. Die Rendite auf zehnjährigen Bundesobligationen fiel beispielsweise von 1,7% Mitte Juni auf 1,0% Mitte September. Die Renditen von Unternehmensobligationen mit hoher Bonitätsbeurteilung bewegten sich weitgehend parallel zu den Bundesobligationenrenditen, während die Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen mit niedriger Bonität mit der Eintrübung der Konjunkturaussichten seit Ende Juli gestiegen sind. Der Rückgang der langfristigen Zinssätze kann zwei Faktoren zugeschrieben werden, nämlich der hohen Nachfrage nach Frankenanlagen von Investoren, die einen sicheren Hafen suchen, und den Markterwartungen, wonach kurzfristige Zinssätze länger tief bleiben werden.

Verschiebung der Renditekurve nach unten

Aufgrund des Rückgangs der kurz- und langfristigen Zinssätze hat sich die Renditekurve zwischen Juni und September nach unten verschoben (Grafik 5.3). Sie verläuft im September zudem flacher als im Juni. Die Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Bundesobligationen und dem 3M-Libor betrug Mitte September 1,0 Prozentpunkte, im Vergleich zu 1,5 Prozentpunkten Mitte Juni und 1,3 Prozentpunkten im Durchschnitt seit Mitte der 1990er-Jahre.

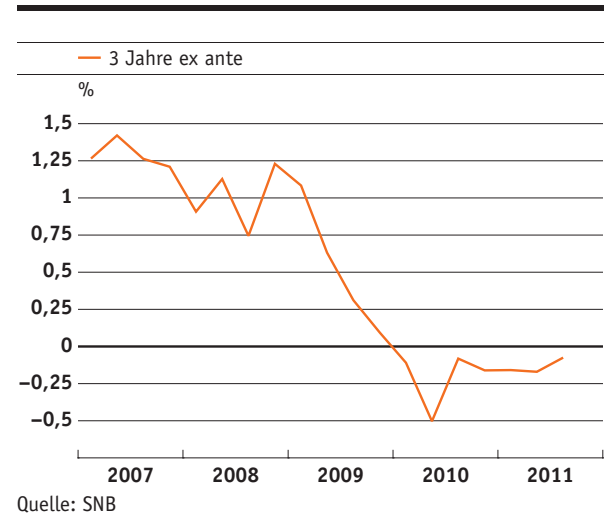
Grafik 5.3
Zinsstruktur eidgenössischer Anleihen



Weiterhin tiefe Realzinsen

Die geschätzten Realzinsen sind zwischen Juni und September leicht gestiegen, da die geschätzten Inflationserwartungen stärker gefallen sind als die Nominalzinsen. Der geschätzte Realzins auf drei Jahre betrug im September 2011 $-0,1\%$, gegenüber $-0,2\%$ im Juni (Grafik 5.4). Die für die Berechnung der Realzinssätze verwendeten Inflationserwartungen basieren auf den Inflationsprognosen verschiedener SNB-Modelle.

Grafik 5.4
Geschätzter Realzinssatz



5.3 Wechselkurse

Weitere Aufwertung des Frankens bis August

Die Frankenkurse des Euros und des US-Dollars sind nach der Lagebeurteilung im Juni auf neue Tiefstände gefallen (Grafik 5.5). Am 10. August 2011 notierten der Euro und der US-Dollar in Franken nur noch leicht über 1.00 bzw. 0.70. Zu den Faktoren, die den US-Dollar belasteten, zählen der Parteienstreit um Einsparungen im amerikanischen Bundeshaushalt und die eingetrübten Konjunkturaussichten. Der Euro wurde wie bereits in früheren Phasen durch die Sorgen der Anleger über die Schuldenprobleme verschiedener Euroländer geschwächt.

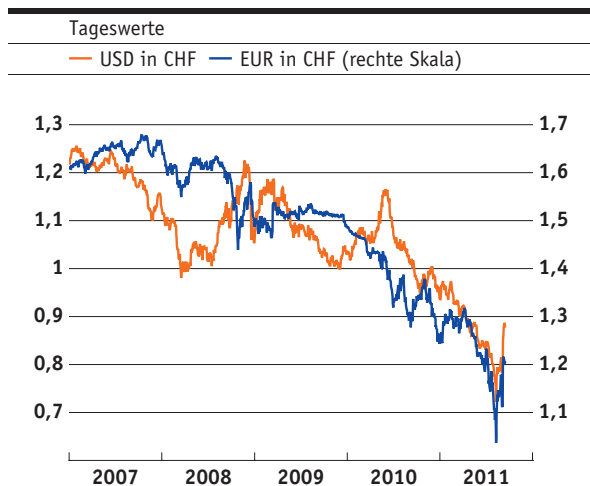
Unter dem Eindruck der im August ergriffenen Massnahmen gegen die Frankenstärke setzte nach dem 10. August eine Gegenbewegung ein, die jedoch rasch wieder an Kraft verlor. Erst die Ankündigung des Mindestkurses für den Euro am 6. September brachte eine deutliche Abschwächung des Frankens. Nachdem der Euro am Morgen vor der Ankündigung noch bei 1.10 notiert hatte, stieg er im Anschluss an die Ankündigung rasch über den Mindestkurs. Auch gegenüber den übrigen Währungen schwächte sich der Franken ab. Mitte September betragen die Frankenkurse des Euros und des US-Dollars 1.20 bzw. 0.88, im Vergleich zu 1.20 bzw. 0.85 im Zeitpunkt der Lagebeurteilung im Juni.

Monetäre Bedingungen durch Wechselkursbewegungen geprägt

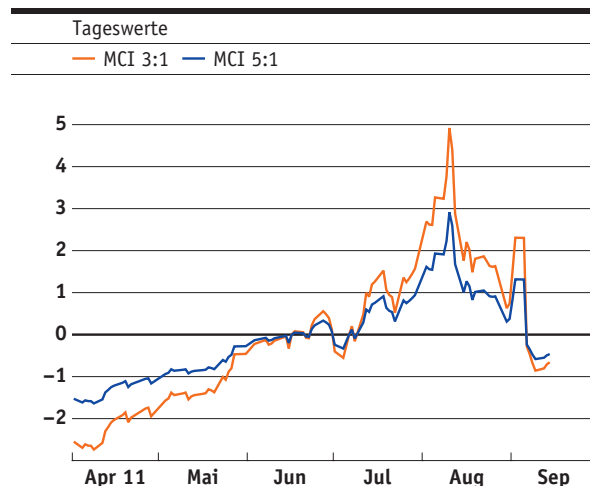
Die monetären Bedingungen wurden in den letzten Monaten durch die starken Bewegungen des Frankenkurses geprägt. Der in Grafik 5.6 abgebildete Monetary-Conditions-Index (MCI) kombiniert Veränderungen des 3M-Libors und des nominalen handelsgewichteten Aussenwerts des Frankens. Um der Unsicherheit über die relativen Wirkungen von Veränderungen der Zinssätze und des Wechselkurses Rechnung zu tragen, werden Berechnungen des MCI mit zwei verschiedenen Gewichtungen (3:1 und 5:1) wiedergegeben. Der Index wird im Zeitpunkt der jeweils letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt.

Aufgrund der Aufwertung des Frankens stieg der MCI bis in die erste Hälfte des Monats August zunächst an. Er signalisierte damit eine Verschärfung der monetären Bedingungen, obwohl der 3M-Libor im August gefallen ist. Die Massnahmen gegen die Frankenstärke und insbesondere die Ankündigung eines Mindestkurses für den Euro führten dann eine deutliche Korrektur herbei. Mitte September war der MCI leicht negativ. Die monetären Bedingungen waren Mitte September somit expansiver als im Zeitpunkt der Lagebeurteilung im Juni.

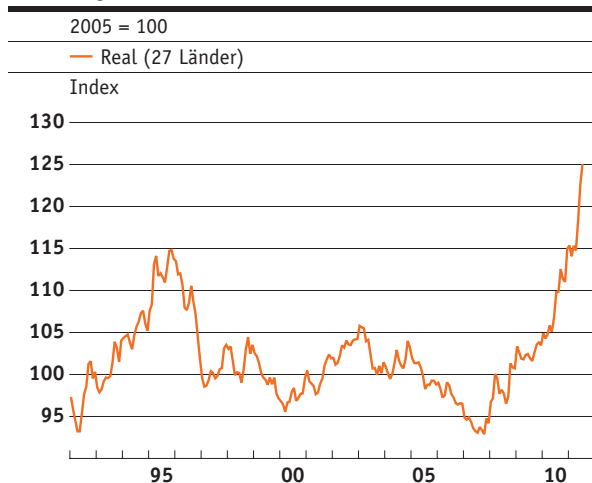
Grafik 5.5
Devisenkurse



Grafik 5.6
MCI nominal

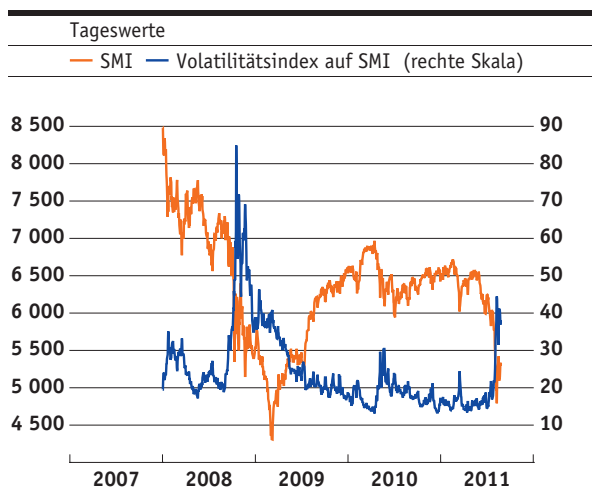


Grafik 5.7
Handelsgewichteter Aussenwert des Frankens



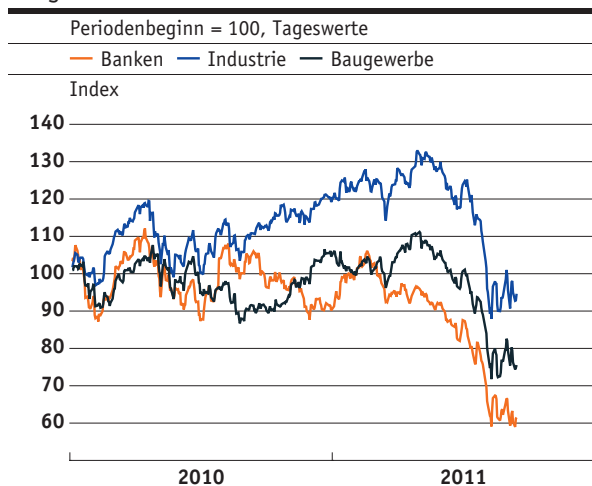
Quelle: BIZ

Grafik 5.8
Aktienkurse und Volatilität



Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 5.9
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Thomson Financial Datastream

Realer Aussenwert des Frankens auf sehr hohem Niveau

Der reale handelsgewichtete Aussenwert des Frankens kletterte im August auf einen neuen Höchststand, der das Niveau von 1995 deutlich übersteigt (Grafik 5.7). Der Franken war damit real massiv überbewertet. Der Anstieg zeigt, dass die nominale Aufwertung des Frankens nur zu einem sehr geringen Teil durch eine im Vergleich zum Ausland geringere Teuerung kompensiert wird. Mit der Kurskorrektur im September dürfte sich der reale Aussenwert wieder ungefähr auf dem Niveau vom Juni bewegen. Der Franken ist damit nach wie vor hoch bewertet. Die Wechselkurslage belastet die Preiswettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exportfirmen weiterhin stark.

5.4 Aktienmarkt

Einbruch der Aktienkurse im August

Die Preise der Aktien des Swiss-Market-Index (SMI) sind seit der Lagebeurteilung im Juni deutlich gesunken. In der ersten Hälfte des Monats August fielen sie auf den tiefsten Stand seit März 2009. Mitte September lag der SMI rund 16% tiefer als zu Beginn des Jahres (Grafik 5.8).

Der Rückgang der Aktienkurse ging wie üblich mit einem Anstieg der Marktunsicherheit einher. Der Volatilitätsindex des SMI zeigt, dass die auf 30 Tage erwartete Volatilität des SMI zwischen Mitte Juni und Mitte September rasant stieg und dabei Niveaus erreichte, die seit der Verschärfung der Finanzkrise im Herbst 2008 nicht mehr registriert worden waren.

Vor dem Hintergrund der eingetrübten wirtschaftlichen Aussichten entwickelten sich die Aktienpreise in der Schweiz ähnlich wie in den meisten anderen Industrieländern. Eine besondere Rolle spielten jedoch die extremen Wechselkursauschläge des Frankens. In den Kursbewegungen der Schweizer Aktien widerspiegeln sich Bewertungseffekte des starken Frankens wie auch Sorgen um die Auswirkungen des starken Frankens auf die Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen und das Wirtschaftswachstum in der Schweiz. Die Aktien von Unternehmen aus dem Finanz-, dem Industrie- und dem Bausektor verzeichneten alle deutliche Kursverluste (Grafik 5.9).

5.5 Geld- und Kreditaggregate

Starker Anstieg der Notenbankgeldmenge

Die Notenbankgeldmenge, die sich aus dem Notenumlauf und den Giroguthaben inländischer Banken bei der Nationalbank zusammensetzt, stieg im August massiv an. Darin widerspiegelt sich die Ausweitung der Liquidität am Frankengeldmarkt. Die Notenbankgeldmenge war bereits infolge der geldpolitischen Reaktion auf die Verschärfung der Finanzkrise im Herbst 2008 stark gestiegen und hatte sich seither, unter teilweise grossen Schwankungen, auf hohem Niveau bewegt (Grafik 5.10).

Kräftiges Wachstum der breiten Geldaggregate

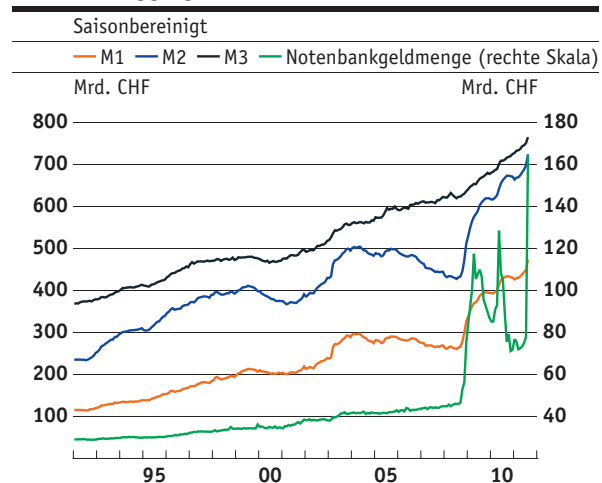
Für die Wirkungen der Geldpolitik auf Konjunktur und Preise sind die Geldaggregate M1, M2 und M3 aussagekräftiger als die Notenbankgeldmenge. Seit Herbst 2008 sind auch diese Geldaggregate stark gewachsen (Grafik 5.11). Im August lag M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) um 9,7% über dem Stand vor Jahresfrist, während M2 (M1 und Spareinlagen) im gleichen Zeitraum um 8,4% und M3 (M2 und Termineinlagen) um 7,6% zunahm (Tabelle 5.1). Das Wachstum der Geldmenge M3 wird zurzeit vor allem durch den Anstieg der Kredite getrieben.

Höheres Kreditwachstum

Der Anstieg der Bankkredite hat sich leicht beschleunigt, obwohl die Resultate der SNB-Quartalsumfrage zum Kreditgeschäft darauf hindeuten, dass die Banken die Kreditstandards und Kreditkonditionen für Hypotheken an private Haushalte im zweiten Quartal leicht verschärft haben.

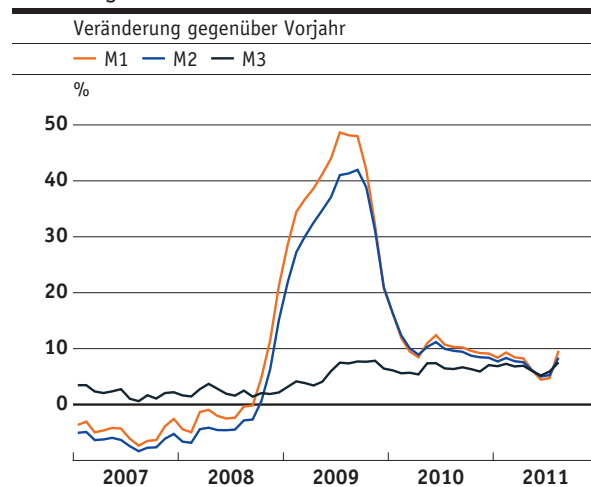
Die Hypothekarforderungen, die rund vier Fünftel der gesamten Bankkredite ausmachen, wuchsen im zweiten Quartal und im Juli mit Vorjahresraten von 4,8%, nach 4,6% im ersten Quartal. Das Wachstum der Hypothekarforderungen war im Anschluss an die Senkung des 3M-Libors im Herbst 2008 deutlich gestiegen und hatte sich seit Anfang 2010 leicht verlangsamt (Grafik 5.12).

Grafik 5.10
Monetäre Aggregate



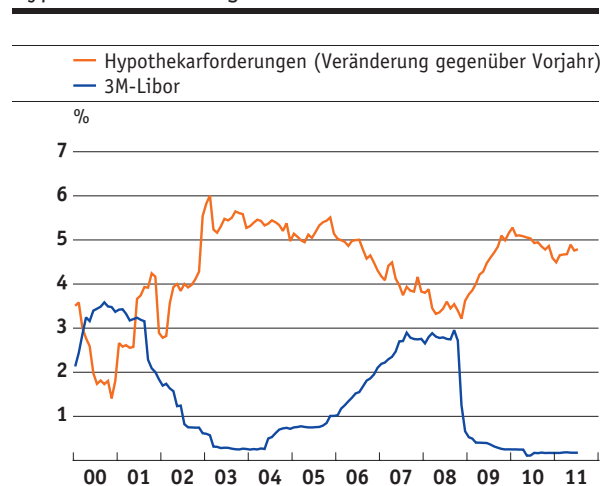
Quelle: SNB

Grafik 5.11
Geldmengenwachstum



Quelle: SNB

Grafik 5.12
Hypothekarforderungen und 3M-Libor



Quellen: Reuters, SNB

Geldmengen und Bankkredite
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 5.1

	2010	2010		2011		2011		
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
Geldmenge M1	10,7	10,4	9,2	8,7	6,3	4,4	4,8	9,7
Geldmenge M2	10,2	9,7	8,4	7,9	6,2	5,0	5,3	8,4
Geldmenge M3	6,4	6,5	6,4	7,0	6,0	5,2	6,0	7,6
Bankkredite Total^{1,3}	3,8	3,5	3,8	3,6	3,8	4,4	4,2	–
Hypothekarforderungen ^{1,3}	5,0	4,9	4,7	4,6	4,8	4,8	4,8	–
Haushalte ^{2,3}	4,9	4,7	4,7	4,4	4,4	4,5	4,5	–
private Unternehmen ^{2,3}	5,2	5,1	4,7	5,2	5,5	5,4	5,4	–
Übrige Kredite ^{1,3}	–1,1	–2,8	–0,6	–0,8	–0,3	2,8	1,7	–
gedeckt ^{1,3}	3,8	3,5	4,3	6,6	3,6	5,0	3,7	–
ungedeckt ^{1,3}	–3,9	–6,4	–3,5	–5,1	–2,8	1,3	0,4	–

1 Monatsbilanzen

2 Kreditvolumenstatistik

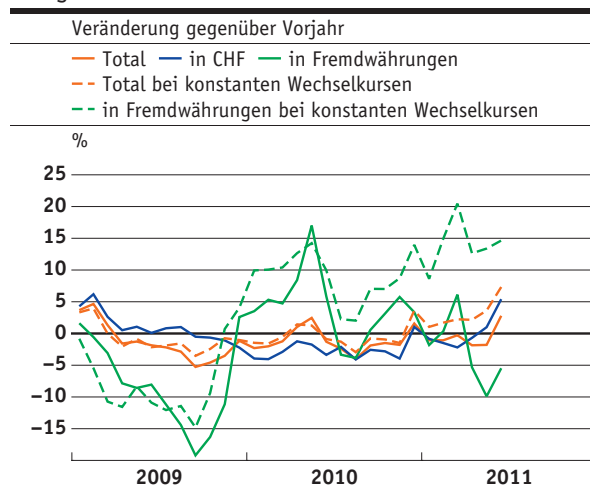
3 Die Wachstumsraten der Bankkredite und ihrer Komponenten berücksichtigen Informationen von Banken zu Änderungen ihrer Erfassungspraxis. Sie können deshalb von den im Bankenstatistischen Monatsheft ausgewiesenen Wachstumsraten abweichen.

Quelle: SNB

Die Vorjahresrate der übrigen Kredite drehte im Juni in den positiven Bereich (Grafik 5.13). Die in Franken denominierten übrigen Kredite übertreffen seit Mai ihren Vorjahresstand. Demgegenüber liegt der Frankenwert der in Fremdwährungen de-

nominierten Kredite weiterhin tiefer als vor Jahresfrist. Dieser Rückgang widerspiegelt in erster Linie die Aufwertung des Frankens. Zu konstanten Wechselkursen berechnet nahmen die in fremden Währungen denominierten Kredite deutlich zu.

Grafik 5.13
Übrige Kredite



Quelle: SNB

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2011

Drittes Quartal 2011

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Sektoren und Branchen der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse der im Juli und August 2011 geführten Gespräche zusammengefasst. In diesen Interviews äusserten sich 164 Vertreter verschiedener Branchen zur aktuellen und künftigen Lage ihres Unternehmens und zur Wirtschaftsentwicklung insgesamt. Die Unternehmensauswahl erfolgt nach einem Muster, das die Produktionsstruktur der Schweiz widerspiegelt, wobei die ausgewählten Firmen von Quartal zu Quartal ändern. Die Bezugsgrösse ist das BIP ohne Landwirtschaft und ohne öffentliche Dienstleistungen.

Regionen

Delegierte

Genf	Marco Föllmi
Italienischsprachige Schweiz	Mauro Picchi
Mittelland	Martin Wyss
	Hans-Ueli Hunziker (ad interim)
Nordwestschweiz	Markus Zimmerli (ad interim)
Ostschweiz	Jean-Pierre Jetzer
Waadt-Wallis	Aline Chabloz
Zentralschweiz	Walter Näf
Zürich	Markus Zimmerli

Zusammenfassung

Die Stimmung wurde im dritten Quartal 2011 stark durch die Wechselkursituation geprägt. Entsprechend haben sich die Lageeinschätzungen durch die Unternehmen im Verlauf des Erhebungszeitraums tendenziell eingetrübt. Die Wirtschaft hat in allen drei Sektoren – verarbeitende Industrie, Bau, Dienstleistungen – an Dynamik verloren. Am deutlichsten machte sich dies im Dienstleistungssektor bemerkbar. Die Arbeitsnachfrage nahm insgesamt nur noch leicht zu. Die Unsicherheit über die weitere Entwicklung hat in jüngster Vergangenheit merklich zugenommen.

Hinsichtlich des realen Umsatzwachstums sind die Aussichten in der verarbeitenden Industrie und im Dienstleistungssektor zwar noch positiv, aber in wesentlich geringerem Ausmass als in den Vorquartalen. Die Investitionen dürften nur noch in der Bauwirtschaft weiter zunehmen. Die Auslastung der technischen Produktionskapazitäten der schweizerischen Volkswirtschaft ist in allen drei Sektoren normal bis sehr hoch; sie dürfte sich in den kommenden Monaten auf dem aktuellen Stand stabilisieren.

Die Sorgen um die zukünftige Entwicklung haben gemäss den im Juli und August geführten Gesprächen deutlich zugenommen. Im Zentrum steht die weitere Wechselkursentwicklung. Die Exportwirtschaft leidet unter extrem hohem Margendruck. Massnahmen wie Personalstopp, Investitionsstopp oder Verlängerung der Arbeitszeiten bei gleichem Lohn werden verbreitet eingesetzt. Grosse Unsicherheit geht zudem von der Aussicht auf eine Verlangsamung der Weltkonjunktur sowie von weiteren negativen Folgen der Verschuldungskrise in Europa aus.

Gegenüber der Frankenaufwertung sind die Reaktionen wie bereits in den Vorquartalen je nach Sektor unterschiedlich; insgesamt hat die Belastung der Wirtschaft aber deutlich zugenommen (vgl. Beitrag «Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen», Seite 38–43).

1 Geschäftsgang

Industrie

Trotz der schwierigen Wechselkurssituation profitierte die verarbeitende Industrie vom bestehenden Polster an Aufträgen. Die realen Umsätze stiegen sowohl gegenüber dem Vorjahr als auch gegenüber dem Vorquartal an. Allerdings hat die Dynamik im Vorquartalsvergleich in allen Branchen mit Ausnahme der Uhrenindustrie, die sich als sehr widerstandsfähig erwies, klar abgenommen.

Wie bereits in den Vorquartalen verbesserte sich der Geschäftsgang innert Jahresfrist überdurchschnittlich stark in der Uhren-, der Metallverarbeitungs-, der Maschinen- und teilweise der Werkzeugmaschinenindustrie. Sehr günstig verlief die Entwicklung auch in der Branche für die Herstellung elektrischer und elektronischer Komponenten.

Der Exportsektor profitierte nach wie vor von der kraftvollen Nachfrage aus den aufstrebenden Ländern Asiens sowie aus Nord- und Osteuropa. Impulse kamen aber auch aus den USA und aus Südamerika. Innerhalb der Eurozone blieb die Nachfrage aus Deutschland lebhaft.

Bau

Im Bausektor hat sich der überaus günstige Geschäftsgang mit verminderter Dynamik fortgesetzt. Im Vorjahresvergleich nahmen die Umsätze deutlich zu; im Vorquartalsvergleich resultierte zwar ebenfalls eine Zunahme, doch fiel diese geringer aus als noch im zweiten Quartal. Anhaltend kräftig ist die Umsatzentwicklung im Bereich des Wohnungsbaus und im Ausbaugewerbe. Ein Ende der positiven Grundtendenz ist nach wie vor nicht erkennbar – die Auftragsbücher sind prall gefüllt. Auch im Baunebengewerbe sind die Kapazitäten vielerorts am Anschlag, die Auftragsbücher teilweise «so gut gefüllt wie noch nie».

Etliche Gesprächspartner äusserten sich – vor dem Hintergrund der jüngsten Zinsentwicklung – besorgt über die Immobilienmarktrisiken.

Dienstleistungen

Im Dienstleistungssektor hat sich die Umsatzentwicklung stabilisiert, sowohl im Vorjahres- als auch im Vorquartalsvergleich. Die Dynamik hat somit deutlich abgenommen.

Spürbar rückläufig war der Geschäftsgang im Gross- und Detailhandel, in der Hotellerie sowie im Bankensektor. Etliche Hoteliers verzeichneten einen Einbruch der Logiernächtezahlen in den Sommermonaten. Allerdings besteht – wie schon im Vorquartal – ein deutlicher Unterschied zwischen dem anhaltend günstigen Geschäftsgang im Städtetourismus und der angespannten Situation in den Bergregionen. Im Detailhandel machte sich der Einkaufstourismus im benachbarten Ausland verstärkt – und neuerdings weit über die Grenzregionen hinaus – bemerkbar. Auch die Automobil- und die Möbelbranche litten stark unter dieser Entwicklung. Anhaltend hoch ist die Dynamik demgegenüber bei Ingenieur- und Planungsbüros, bei Immobilienbewirtschaftern und im Transportgewerbe. Hier lagen die Umsätze deutlich höher als im Vorquartal.

2 Kapazitätsauslastung

Der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten hat sich – nach der deutlichen Zunahme im Vorquartal – leicht zurückgebildet. Anhaltend hoch ist die Auslastung der Kapazitäten im Bausektor. In der Industrie wurde die Auslastung als eher hoch eingeschätzt, im Dienstleistungssektor als normal. Das Problem einer geringen oder ungenügenden Rentabilität bei einer hohen Auslastung hat sich jedoch auf breiter Basis verschärft.

Sehr hoch war die Auslastung nach wie vor in der Uhrenindustrie und deren Zulieferbetrieben. Eine eher hohe Auslastung meldeten Hersteller von Datenverarbeitungsgeräten, elektronischen und optischen Erzeugnissen sowie von elektrischen Ausrüstungen. Aus der Maschinenindustrie waren die Meldungen sehr heterogen und wiesen auf Schwankungen zwischen hoher und tiefer Auslastung hin.

Im Bausektor verharrte die technische Kapazitätsauslastung auf dem hohen Stand des Vorquartals. Erneut waren sämtliche befragten Firmen mit der Auslastung sehr zufrieden; vereinzelt wünschte man sich einen etwas gemächlicheren Geschäftsgang. Für die kommenden Monate erwarten die Unternehmer eine Stabilisierung der Auslastung. Anzeichen einer Abschwächung sind keine zu erkennen.

Im Dienstleistungssektor waren die Kapazitäten – wie schon in den Vorquartalen – insgesamt normal ausgelastet. Am höchsten war die Auslastung bei Ingenieur-, Architektur- und Beratungsbüros sowie bei Transportunternehmen. Erneut zugenommen hat die Auslastung im IT-Sektor. Eher hoch ausgelastet waren die Reiseveranstalter. Der Finanzsektor meldete Normalauslastung. Im Handel (Automobile, Gross- und Detailhandel) hat die Auslastung hingegen spürbar abgenommen, ebenso in der Hotellerie.

3 Arbeitsnachfrage

In der verarbeitenden Industrie hat sich die Arbeitsnachfrage gegenüber dem Vorquartal etwas abgeschwächt. Insgesamt schätzten die Industrieunternehmen ihren Personalbestand als nur noch leicht zu tief ein. Aufgrund der grossen Unsicherheit führen die Firmen eine vorsichtige Personalpolitik: Der signalisierte Einstellungsbedarf hat sich entsprechend vermindert. Einen Mangel an Arbeitskräften gaben Unternehmen der Metallverarbeitung sowie Hersteller elektrischer Ausrüstungen an.

Im Bausektor nahm die Arbeitsnachfrage weiter zu. Die Mehrheit der befragten Firmen schätzte den gegenwärtigen Personalbestand als eher zu tief ein; bei vielen Unternehmen haben sich die Schwierigkeiten, geeignetes Personal zu gewinnen, akzentuiert. Ungenügende Personalverfügbarkeit bildete deshalb oft einen limitierenden Faktor.

Im Dienstleistungssektor waren die Personalbestände im Allgemeinen angemessen. Einen hohen Einstellungsbedarf signalisierten Architektur-, Ingenieur- und Planungsbüros, der IT-Sektor, Transportunternehmen und teilweise Reiseveranstalter. Personell überdotiert ist nach wie vor die Hotellerie, neuerdings aber auch der Handel.

Während die Schwierigkeiten bei der Personalgewinnung im Bausektor weiter zugenommen haben, hat sich die Situation vor allem im Dienstleistungssektor und geringfügig auch in der Industrie entschärft. Spezialisten und gut qualifiziertes Personal blieben indes generell eher schwierig zu finden.

Die Pro-Kopf-Arbeitskosten blieben in den meisten Wirtschaftszweigen nach oben gerichtet, wenn auch etwas weniger deutlich als im Vorquartal. Namentlich im Bausektor führten die höhere Arbeitsnachfrage und ein ausgetrockneter Arbeitsmarkt zu teilweise steigendem Kostendruck. Mit höheren Arbeitskosten pro Kopf waren insbesondere Unternehmen der Elektroindustrie konfrontiert. Im Dienstleistungssektor waren es vor allem Informatikunternehmen, Immobilienfirmen, Beratungsbüros, Transporteure sowie Personalvermittler, bei denen die Arbeitskosten anstiegen.

4 Preise, Margen und Ertragslage

Die Margen, die bereits in den Vorquartalen als problematisch eingeschätzt wurden, haben sich im dritten Quartal markant verschlechtert. Namentlich in der Industrie und im Dienstleistungssektor liegen die Margen verstärkt unter den als üblich erachteten Werten. Die Frankenstärke und teilweise steigende Rohwarenpreise sind die Hauptgründe für diese Entwicklung. Massnahmen wie Personalstopp, Investitionsstopp oder Verlängerung der Arbeitszeiten bei gleichem Lohn werden verbreitet eingesetzt. Mittelfristig werden auch Auslagerungen ins Ausland vermehrt in Betracht gezogen.

Am meisten litt wiederum die verarbeitende Industrie unter den gedrückten Gewinnmargen. Die Margen dürften auch weiterhin stark unter Druck bleiben: Zwar rechnen die meisten Firmen nicht mehr mit steigenden, sondern mit eher sinkenden Einkaufspreisen, doch müssen bei den Verkaufspreisen in Franken ebenfalls kräftige Zugeständnisse gemacht werden.

Im Bausektor wurden die Gewinnmargen – wie bereits in den Vorquartalen – als normal eingestuft. Die Unternehmer gingen neuerdings nicht mehr von steigenden Einkaufspreisen (Rohstoffe) aus. Gleichzeitig schätzten die Firmen aber auch die Möglichkeit, höhere Verkaufspreise realisieren zu können, als nicht mehr gegeben ein. Die Margensituation könnte sich somit in den kommenden Monaten stabilisieren.

Im Dienstleistungssektor betrachteten die Gesprächspartner ihre Gewinnmargen insgesamt als unterdurchschnittlich. Nach wie vor wurde das Gesamtergebnis von den klar unbefriedigenden Margen der Banken negativ beeinflusst. Das tiefe Zinsniveau, die Wechselkurs- und die Börsenentwicklung belasteten deren Einnahmen markant. Als unbefriedigend stuften auch Vertreter des Gross- und des Detailhandels, Hoteliers sowie vereinzelt Treuhand- und Beratungsbüros ihre Gewinnmargen ein. Eine eher normale Margensituation wiesen demgegenüber Transportunternehmen und Reisebüros auf. Unternehmen der Immobilienbewirtschaftung signalisierten hohe Margen.

Wie schon in den Vorquartalen wurden die Firmen in der Umfrage von Juli und August 2011 auf die Auswirkungen der Frankenaufwertung auf ihren Geschäftsgang angesprochen. Gegenüber der Einschätzung im zweiten Quartal 2011 hat sich die

Lage deutlich verschlechtert: 58% der Firmen gaben diesmal an (zuvor: 48%), insgesamt negative Effekte festzustellen, 31% (37%) der Firmen waren von der Aufwertung nicht betroffen und 10% (15%) der Firmen meldeten positive Effekte. Weitaus am stärksten negativ von der Frankenstärke betroffen war wiederum die verarbeitende Industrie; im Vergleich mit dem Vorquartal hat sich die Belastung in diesem Sektor deutlich verschärft (vgl. Beitrag «Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen», Seite 38–43).

5 Aussichten

Die Unsicherheit über die weitere Entwicklung hat spürbar zugenommen, insbesondere gegen Ende des Erhebungszeitraums. Vor allem in den verhaltenen Beschäftigungs- und Investitionsplänen kommt die Vorsicht der Unternehmen zum Ausdruck. Die Umsatzerwartungen für die kommenden Monate haben sich gegenüber dem Vorquartal deutlich vermindert.

In der verarbeitenden Industrie geht die Mehrheit der Firmen von weiterhin leicht steigenden Umsätzen in den kommenden sechs Monaten aus. In einigen Branchen deutet der Auftragseingang aber auf eine spürbare Abschwächung hin. Die Kapazitätsauslastung dürfte sich stabilisieren und die Beschäftigung nur noch punktuell zunehmen.

Im Bausektor bleibt die Zuversicht hoch. Sowohl bei der Umsatzentwicklung als auch bei der beabsichtigten Beschäftigung hält die positive Tendenz an. Die Auftragsbücher sind vielfach bis weit ins nächste Jahr hinein gefüllt. Besonders optimistisch zeigt sich das Ausbaugewerbe.

Auch die Firmen im Dienstleistungssektor schätzen ihre Geschäftsentwicklung in den nächsten sechs Monaten insgesamt günstig ein. Das Umsatzwachstum wird allerdings deutlich geringer veranschlagt als noch im Vorquartal. Kapazitätsauslastung und Personalbestand dürften sich auf ihrem gegenwärtigen Niveau stabilisieren. Überaus optimistisch schätzen Vertreter der IT-Branche und von Reiseveranstaltern ihre Umsatzaussichten ein. Im Gegensatz zu den Bergregionen schneidet der Tourismus in den Städten noch gut ab, wobei die Gesprächspartner sich teilweise skeptisch äusserten über die Verlässlichkeit des an sich erfreulichen Buchungsstandes. Positiv gestimmt sind ferner Personalvermittler und teilweise Versicherungen. Eine eher negative Entwicklung sehen Bankenvertreter voraus. Detailhändler hoffen auf ein Wiederanziehen der Konsumlust in den kommenden Monaten.

Mit Blick auf die internationalen Risiken liegt der Fokus auf einer Verlangsamung der Weltkonjunktur und weiteren Erschütterungen im Zusammenhang mit der europäischen Schuldenkrise. Etliche Branchen sind mit Verknappungserscheinungen bei Rohstoffen konfrontiert. Die im Vorquartal befürchteten Lieferengpässe und Preiserhöhungen bei bestimmten Produktkategorien als Folge des Unglücks in Fukushima sind weitgehend ausgeblieben. Ebenso hat sich die Sorge um die künftige Energiepreisentwicklung nicht weiter konkretisiert.

Hingegen bereitet die Margenerosion, die zu einem Grossteil auf die Frankenaufwertung zurückzuführen ist, den betroffenen Unternehmern grosse Sorgen. Da die Unternehmer in den nächsten Monaten eher sinkende Einkaufspreise erwarten, aber auch massgebliche Preiskonzessionen im Absatz machen müssen, könnte sich die Margensituation zumindest stabilisieren. Bliebe der Franken auf seinem hohen Stand, so deuteten viele Unternehmer einschneidende Konsequenzen für ihr Geschäft an. Vereinzelte Gesprächspartner äusserten ein Unbehagen über die anhaltend tiefen Zinsen.

Die insgesamt höhere Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung spiegelt sich auch in den Investitionsplänen wider: Während diese im Vorquartal noch in allen drei Sektoren nach oben zeigten, war dies in der aktuellen Umfrage nur noch im Bausektor der Fall. In der verarbeitenden Industrie und im Dienstleistungssektor dürften die Investitionen auf dem aktuellen Niveau verharren. Bei einigen Firmen der verarbeitenden Industrie ist davon die Rede, die Investitionen in der Schweiz tendenziell zugunsten neuer Investitionen im Ausland zurückzufahren.

Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen

Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2011

Drittes Quartal 2011

Im Rahmen der Konjunkturumfrage des dritten Quartals, die im Juli und August 2011 durchgeführt wurde, sprachen die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte die Unternehmen erneut systematisch auf die Wechselkurssituation an, um die Auswirkungen der Frankenaufwertung zu quantifizieren. 164 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

Für die Wirtschaft insgesamt haben sich die Ergebnisse im Vergleich mit dem Vorquartal – entsprechend der nochmals verschärften Wechselkurs-situation – spürbar verschlechtert. 58% der befragten Unternehmen (Vorquartal: 48%) gaben an, negativ von der Frankenaufwertung betroffen zu sein (35% deutlich und 23% leicht negativ). 31% der Unternehmen (37%) 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. Noch immer rechnet eine Mehrheit dieser Firmen dementsprechend auch für die nahe Zukunft nicht mit Auswirkungen (Grafik 3). Allerdings hat sich der Anteil dieser Firmen seit der letzten Umfrage deutlich vermindert. Bei unveränderten Wechselkursverhältnissen wäre entsprechend mit einer weiteren Verschlechterung der Umfrageergebnisse im nächsten Quartal zu rechnen.

Positive Auswirkungen der Frankenaufwertung ergaben sich bei den restlichen 10% der befragten Unternehmen (15%).

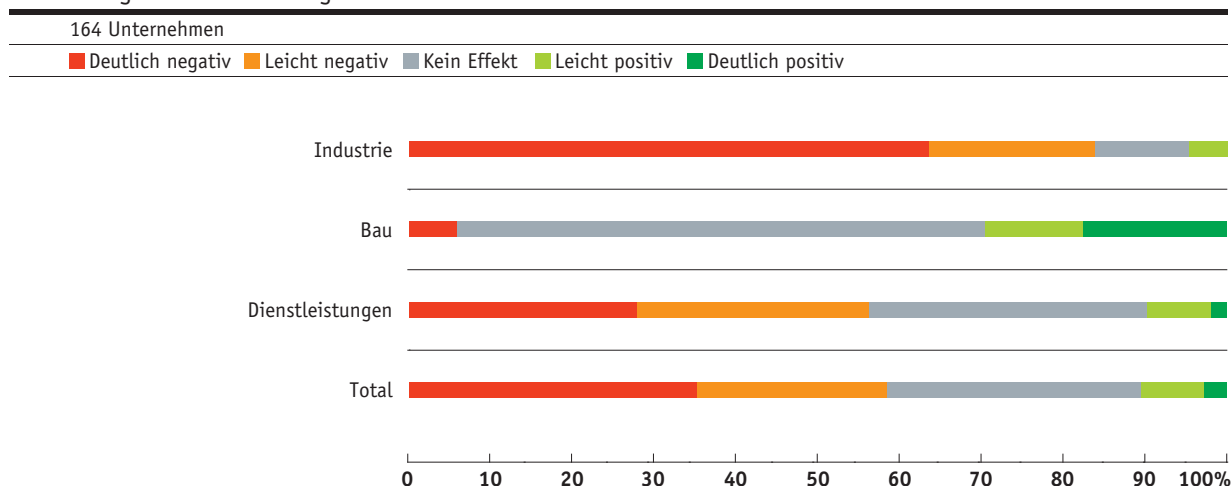
In der verarbeitenden Industrie ist der Anteil der deutlich negativ betroffenen Unternehmen von 58% auf 64% weiter angestiegen. Auch der Anteil der leicht negativ betroffenen Firmen hat sich – von 15% auf 20% – ausgeweitet. Im Dienstleistungssektor gibt neuerdings eine Mehrheit der Unternehmen (56%) an, von negativen Auswirkungen der

Frankenstärke betroffen zu sein. Während der Anteil der leicht negativ betroffenen Firmen praktisch konstant geblieben ist (rund 30%), hat sich der Anteil der deutlich negativ betroffenen Firmen auf knapp 30% verdoppelt. Im Bausektor blieb die Lage stabil: Nach wie vor sind etwa zwei Drittel der Firmen nicht von der Frankenaufwertung betroffen. Der Anteil der positiv beeinflussten Unternehmen lag bei 29%. Zu erwähnen ist, dass baunahe Industriebetriebe zur verarbeitenden Industrie zählen. Somit beeinflussen allfällige negative Auswirkungen, die solche Betriebe aufgrund intensiverer Konkurrenz aus dem Ausland feststellten, die Resultate des Bausektors in dieser Umfrage nicht.

2 Negative Auswirkungen: wo und wie?

Insgesamt meldeten 96 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 erwartet weiterhin die Exporttätigkeit. In den meisten Fällen sahen sich die negativ beeinflussten Unternehmen auf ihren ausländischen Absatzmärkten mit tieferen Gewinnmargen (knapp zwei Drittel der Unternehmen), geringeren Absatzmengen (43% der Unternehmen) und tieferen CHF-äquivalenten Verkaufspreisen konfrontiert (49% der Unternehmen). Das Phänomen unbefriedigender Verkaufspreise war damit ausgeprägter als im Vorquartal, was dafür spricht, dass nur noch ein Teil der

Grafik 1
Auswirkungen der Aufwertung nach Sektoren



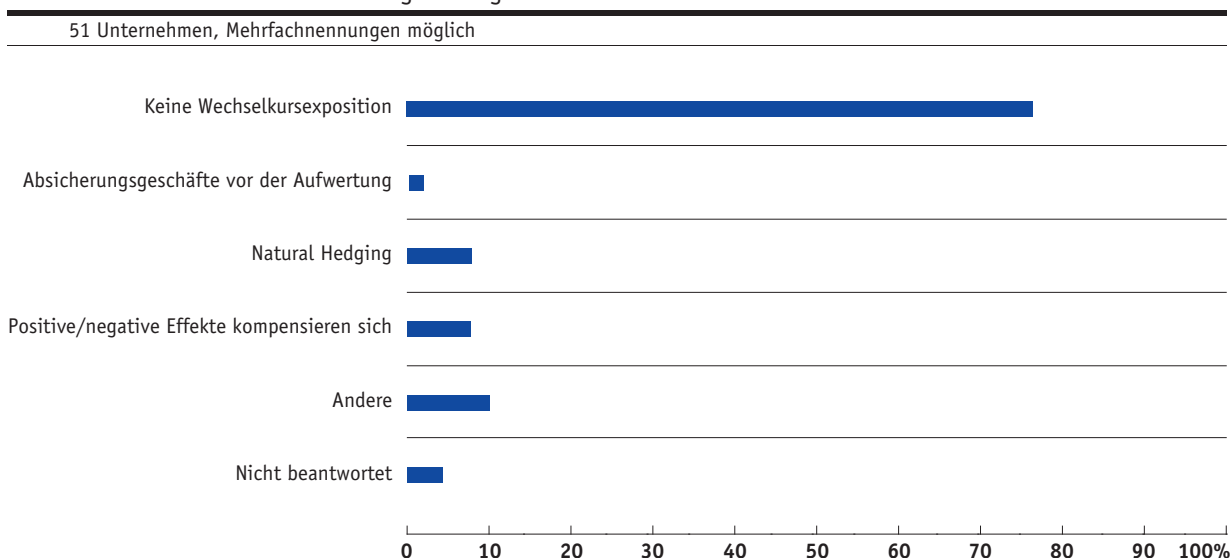
Quelle: SNB

Schweizer Exporteure in der Lage war, höhere Verkaufspreise in Fremdwährungen durchzusetzen und damit die Aufwertung zu einem gewissen Grad zu kompensieren. Auch zeigte sich, dass Firmen offenbar aufgrund der ungünstigen Konkurrenzsituation Aufträge verlieren. Auch auf dem inländischen Markt berichtete ein grösserer Anteil der Firmen von geringeren Margen, tieferen Absatzpreisen und geringeren Absatzmengen.

Nebst den direkten Effekten auf die Exportwirtschaft wurden auch indirekte Effekte signalisiert (vgl. unteres Drittel der Grafik 4). Dabei handelt es sich um Zulieferer exportorientierter Unternehmen. Hier zeigt sich, dass auch diese indirekten negativen Effekte leicht zugenommen haben.

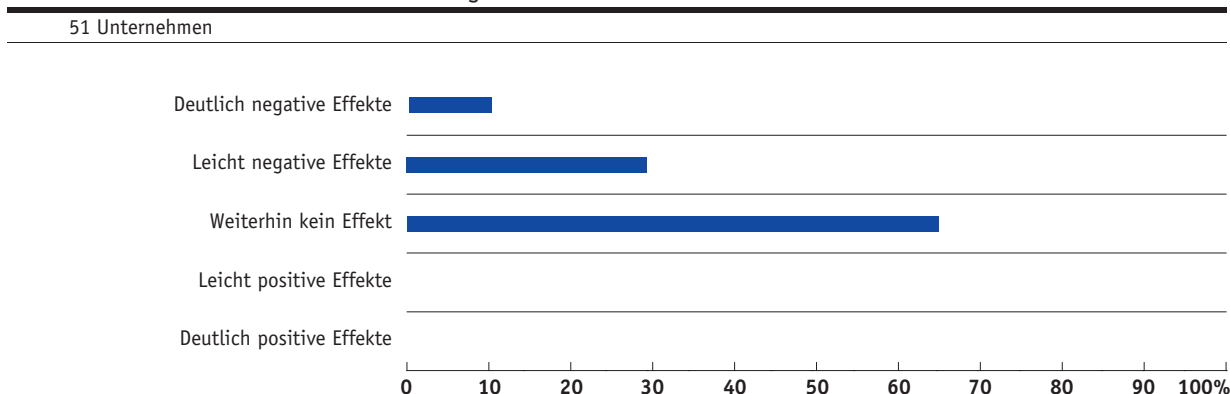
Von den negativen Aufwertungsfolgen am stärksten betroffen wurden die chemische und die Pharmaindustrie, die Metallindustrie, die Hersteller von elektronischen Erzeugnissen und von Präzisionsinstrumenten sowie die Maschinen-, die Textil- und Bekleidungsindustrie. Im Vergleich mit der Erhebung vom Vorquartal haben sich die Resultate in der Hotellerie verschlechtert. Von den insgesamt 15 befragten Hotels berichteten jeweils 5 von leicht negativen bzw. deutlich negativen Effekten der Aufwertung; die übrigen 5 Hoteliers gaben an, keine Effekte der Frankenstärke zu spüren. Im Gegensatz zu den Bergregionen schneidet der Tourismus in den Städten nach wie vor klar besser ab. Im Detailhandel hat sich das Bild im Quartalsvergleich markant eingetrübt. War das Ergebnis vor

Grafik 2
Nicht beeinflusste Unternehmen: Begründungen



Quelle: SNB

Grafik 3
Nicht beeinflusste Unternehmen: Erwartungen bei unverändertem Wechselkurs



Quelle: SNB

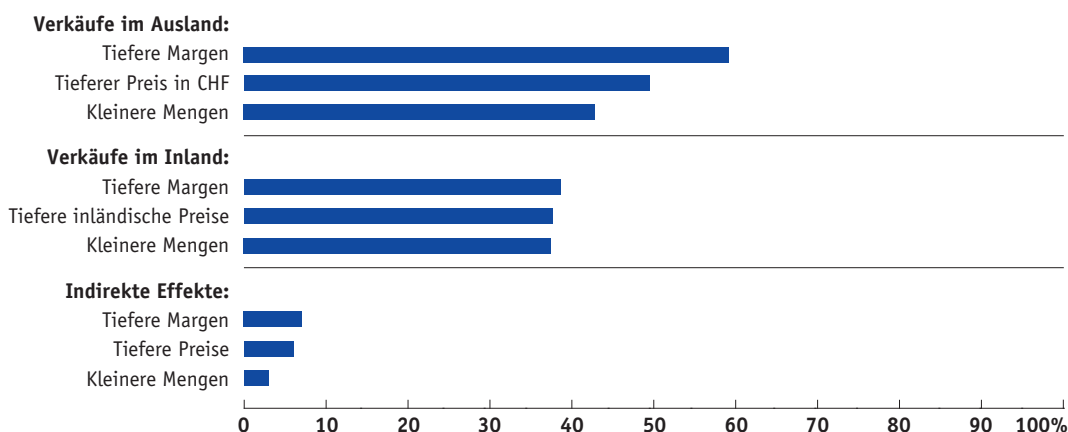
drei Monaten noch heterogen, so sind nun praktisch alle befragten Detailhändler von negativen Effekten der Aufwertung betroffen. Das Phänomen des grenzüberschreitenden Einkaufstourismus hat sich akzentuiert und ist nun auch über die Grenzgebiete hinaus spürbar. Markant verschlechtert hat sich die Lage auch im Grosshandel, der nun mehrheitlich leicht oder gar stark negative Effekte signalisiert. Banken gaben überwiegend negative Auswirkungen an. Keine oder positive Auswirkungen meldeten hingegen in der Regel die Vertreter der Immobilienbewirtschaftung und -vermittlung, der Treuhänder sowie des Gastronomiesektors.

3 Negative Auswirkungen: Wie reagieren die Firmen?

Die Firmen wurden ferner nach den Massnahmen befragt, die sie schon umgesetzt haben, um der Frankenaufwertung entgegenzuwirken. Grafik 5 zeigt das Spektrum dieser Reaktionen. Im Grossen und Ganzen blieben diese Resultate stabil im Vergleich mit dem Vorquartal. Die grosse Mehrheit der Firmen hat Massnahmen beschlossen. Am häufigsten werden Massnahmen zur Reduktion der Produktionskosten ergriffen. Arbeitskosten werden in erster Linie reduziert durch einen Personalabbau, den Verzicht auf neue Einstellungen und neuerdings durch eine Erhöhung der Arbeitszeit bei gleichem Lohn. Der Anteil der Firmen, die ihren Personal-

Grafik 4
Negativ beeinflusste Unternehmen: Auswirkungen der Aufwertung

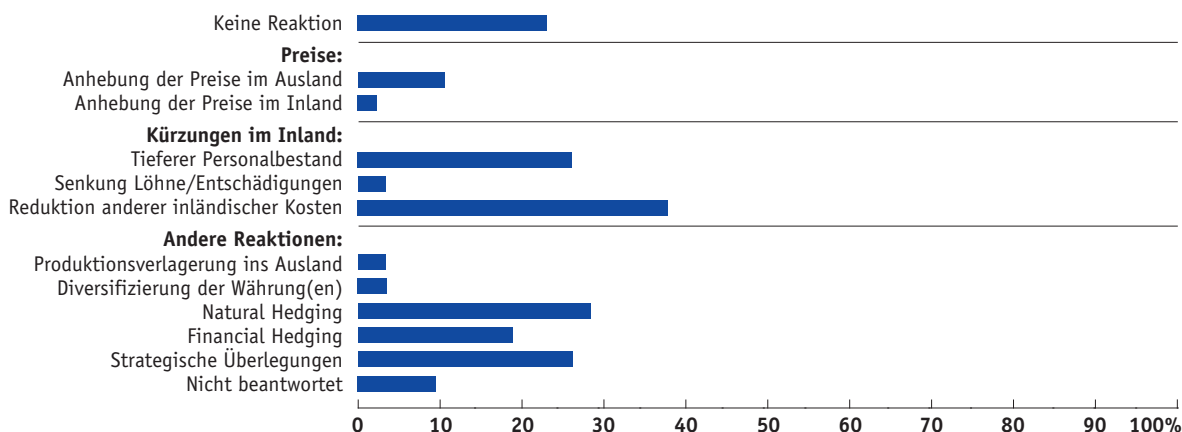
96 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

Grafik 5
Negativ beeinflusste Unternehmen: Reaktion auf die Aufwertung

96 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

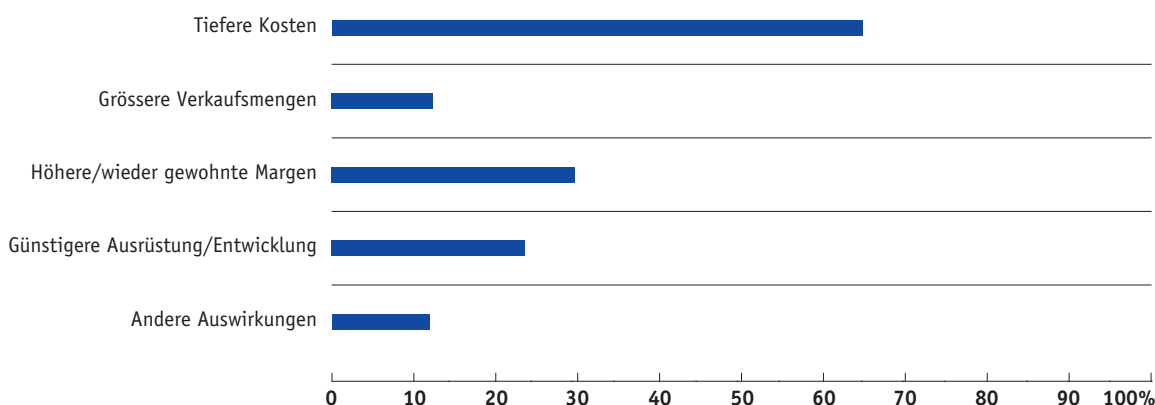
bestand zu vermindern gedenken, hat auf rund 26% zugenommen; im letzten Quartal lag dieser Anteil noch deutlich unter 20%. In den meisten Fällen betreffen die Sparmassnahmen jedoch nach wie vor die übrigen Produktionskosten. Verbreitet ist der Einsatz von Absicherungsstrategien, vor allem in Form von Natural Hedging. Einige Firmen versuchen, ihre Produkte- und Dienstleistungspalette hin zu höherer Wertschöpfung zu entwickeln. Etwa ein Viertel der negativ beeinflussten Unternehmer gab an, auch grundsätzliche strategische Überlegungen über die Zukunft ihrer Unternehmen anzustellen.

4 Positive Auswirkungen: wo und wie?

Von geringfügig oder gar deutlich positiven Auswirkungen der Frankenaufwertung profitierten 17 der befragten Unternehmen (10% des Totals; im Vorquartal: 15%). Wie aus Grafik 6 ersichtlich ist, ergaben sich die positiven Auswirkungen überwiegend in Form tieferer Inputkosten (rund 65% der Fälle) und/oder besserer Gewinnmargen (30% der Fälle). Der Anteil der Firmen, die die Margen verbessern konnten, fiel indes deutlich geringer aus als noch im Vorquartal (78%). Ein Viertel der Unternehmen erwähnte zudem günstigere Bedingungen für Investitionen sowie für Forschung und Entwicklung; auch dieser Anteil ist gegenüber der letzten Umfrage gesunken (34%). Gemäss Grafik 7 dürften

Grafik 6
Positiv beeinflusste Unternehmen: Auswirkungen der Aufwertung

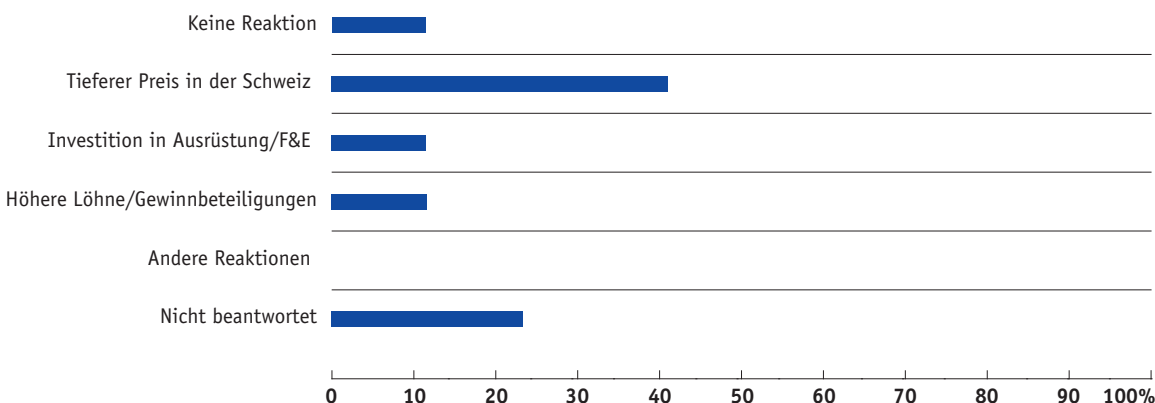
17 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

Grafik 7
Positiv beeinflusste Unternehmen: Reaktion auf die Aufwertung

17 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

die besseren Geschäftsbedingungen in erster Linie tiefere Verkaufspreise in der Schweiz nach sich ziehen. 41% der positiv betroffenen Unternehmen gaben an, in dieser Weise zu reagieren, womit sich der Anteil gegenüber der letzten Umfrage verdoppelt hat. In geringerem Ausmass führen die günstigeren Geschäftsbedingungen auch zur Erhöhung der Investitionen in Ausrüstung, Forschung und Entwicklung sowie zu höheren Löhnen bzw. Gewinnbeteiligungen.

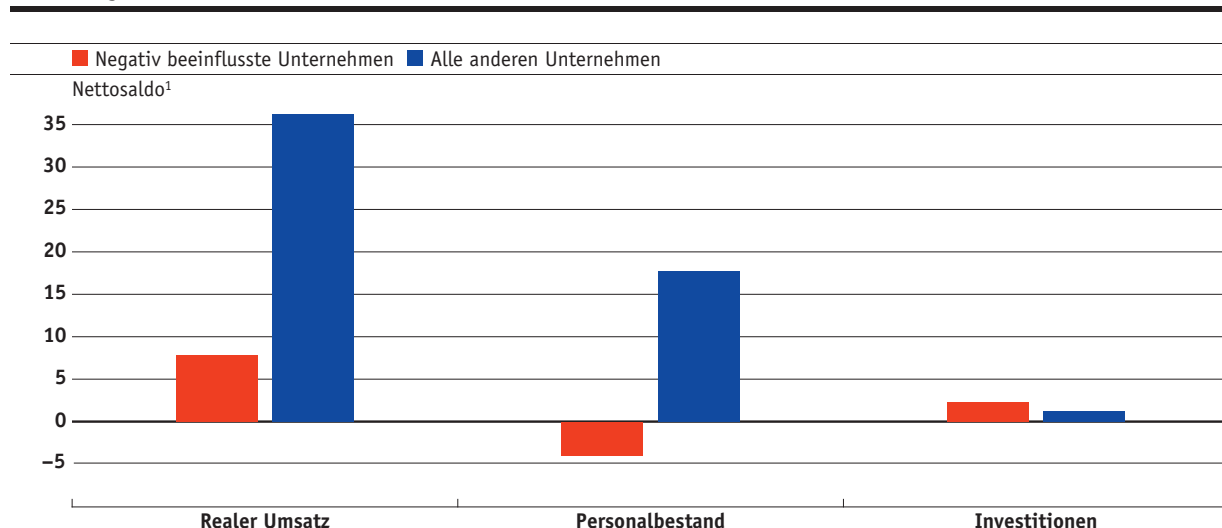
5 Eingetrübte Erwartungen für die Zukunft

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. Im Vergleich zur Lage im Vorquartal hat sich die Situation entscheidend verändert. Wie aus Grafik 8 ersichtlich ist, zeigen die Einschätzungen der Firmen per Saldo an, dass sie zwar noch mit steigenden realen Umsätzen rechnen. Allerdings sind die Einschätzungen in den zwei Untergruppen im dritten Quartal markant unterschiedlich ausgefallen: Während die negativ beeinflussten Unternehmen per Saldo nur noch eine geringfügige Umsatzzunahme erwarten, ist der Wert bei allen andern Unternehmen gegenüber dem Vorquartal unverändert hoch. In Bezug auf die Beschäftigungsentwicklung erwarten die negativ betroffenen Firmen – im Gegensatz zu den nicht negativ beeinflussten Unternehmen – gar einen Abbau der Personalbestände. Was die geplanten Investitionen angeht, so zeigt sich, dass diese in beiden Untergruppen per Saldo praktisch stagnieren werden. Insgesamt haben sich somit die Einschätzungen zu diesen Fragen im Vergleich zur Umfrage im Vorquartal deutlich verschlechtert.

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 Policy Paper: Der Schweizer Obligationenmarkt – unbeschadet durch die Finanzkrise

Gero Jung, Anlagestrategie und Finanzmarktanalyse
Schweizerische Nationalbank, Zürich

Die Entwicklungen an den Obligationenmärkten sind für Zentralbanken von nicht unerheblichem Interesse. Es gibt zahlreiche Gründe, weshalb eine Zentralbank die Obligationenmärkte in der lokalen Währung beobachtet. Einige Zentralbanken, z.B. die Schweizerische Nationalbank (SNB), setzen ihre Geldpolitik über die Steuerung des Zinsniveaus auf dem Geldmarkt um.¹ In der Schweiz ist dieser Leit-zins – der Dreimonats-Libor für Franken – ein Referenzsatz des Interbankenmarktes und dient als Benchmark für den Kapitalmarkt generell. Gleichzeitig spielt er auch eine wichtige Rolle für den Obligationen- und Swapmarkt. Die Entwicklungen am Obligationenmarkt sind für den Übertragungsmechanismus der Geldpolitik von Bedeutung. Ausserdem liefern sie wertvolle Informationen für ökonomische und geldpolitische Analysen. Ein zweiter Grund liegt darin, dass die SNB – wie die Zentralbanken vieler anderer Länder auch – als Bank des Staates wirkt.² Sie wickelt für den Bund Zahlungen ab, begibt Geldmarktbuchforderungen und Anleihen, besorgt die Verwahrung von Wertpapieren und führt Geld- und Devisengeschäfte aus. Drittens hat die SNB angesichts ihrer bedeutenden Bestände an Frankenanleihen ein direktes Interesse an den Bewegungen dieses Marktes. Viertens stellen Frankenanleihen einen zentralen Bestandteil der SNB-repofähigen Effekten dar. Und schliesslich kann der inländische Obligationenmarkt im Rahmen von Massnahmen gegen die Finanzkrise eine wichtige Rolle spielen. So ergriff die SNB wäh-

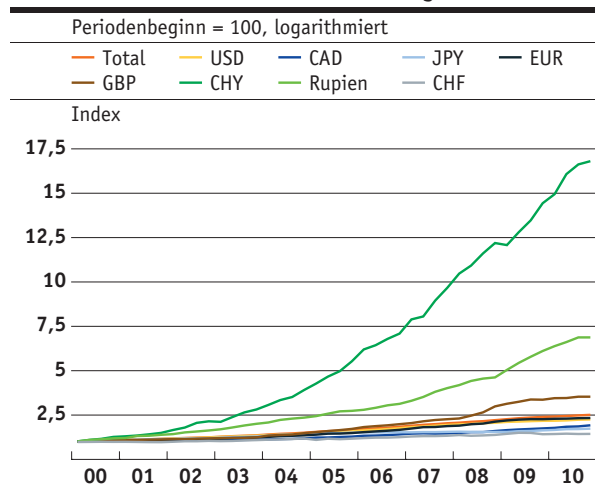
rend der jüngsten Krise ausserordentliche Massnahmen und kaufte dabei Frankenanleihen von privaten Schuldner, um einer Kreditverknappung in der Schweiz vorzubeugen. Der inländische Obligationenmarkt bildet einen wesentlichen Bestandteil des Schweizer Finanzsystems. Ein solcher Markt ist ein Kernelement einer fortgeschrittenen Volkswirtschaft.

Dieser Artikel gibt einen Überblick über den Frankenobligationenmarkt. Er ist in zwei Teile gegliedert. Im ersten Teil werden einige besondere Eigenschaften des Obligationenmarktes dargelegt. Der zweite Teil zeigt die wichtigsten Marktentwicklungen der letzten 20 Jahre auf, mit besonderem Augenmerk auf der Finanzkrise. Die Analyse zeigt, dass der schweizerische Obligationenmarkt nie geschlossen war und dass die Auslandnachfrage konstant blieb, d.h. die Emissionstätigkeit der ausländischen Schuldner nicht wesentlich zunahm. Auch die ausländischen Zentralbanken belassen ihre Bestände an Frankenaktiven mehr oder weniger unverändert.

1 Eigenschaften des Frankenobligationenmarktes

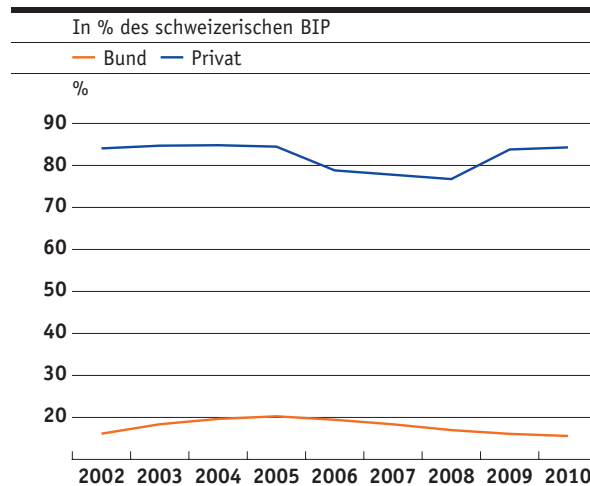
Der Schweizer Anleihenmarkt zeichnet sich durch drei Hauptmerkmale aus. Erstens wächst er im internationalen Vergleich relativ langsam. Zweitens dominiert das Segment der nicht-öffentlichen

Grafik 1
Ausstehende Anleihen in Lokalwährungen



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Grafik 2
Ausstehende Frankenanleihen



Quellen: SIX Swiss Exchange AG, SNB

1 Die SNB hat am 6. September aufgrund der massiven Überbewertung des Frankens einen Mindestkurs zum Euro von 1.20 Franken festgelegt.

2 Gemäss Art. 5 Abs. 4 und Art. 11 des Nationalbankgesetzes (NBG) erbringt die SNB dem Bund Bankdienstleistungen.

Anleihen dasjenige der öffentlichen Anleihen klar – ein deutlicher Unterschied zu anderen Industrieländern. Drittens zeigt die spezifische Struktur des Obligationenmarktes, dass das Segment für Auslandschuldner grösser ist als dasjenige für inländische, in der Schweiz ansässige Emittenten.

a) Langsames Wachstum im internationalen Vergleich

Der Frankenobligationenmarkt wächst verhalten und weist im internationalen Vergleich eine der tiefsten Wachstumsraten auf.³ Weltweit steigt das Volumen an ausstehenden Anleihen stetig und kräftig. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften wie China oder Indien wachsen die Obligationenmärkte besonders dynamisch. Der Schweizer Markt hingegen wies in den letzten zehn Jahren eine der weltweit tiefsten Wachstumsraten auf (Grafik 1, Seite 45).⁴

b) Dominanz des privaten Kapitalmarktes

Die gesamte Kapitalisierung des Obligationenmarktes lag Ende 2010 bei über 570 Mrd. Franken. Dies entspricht etwa 115% des schweizerischen Bruttoinlandproduktes (BIP), was der durchschnittlichen Grösse eines Obligationenmarktes in einer entwickelten Volkswirtschaft entspricht.⁵ Im Gegensatz zu vielen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften weltweit ist in der Schweiz der private Kapitalmarkt (nicht-öffentliche Schuldner) deutlich grösser als der öffentliche Kapitalmarkt. In den letzten fünf Jahren sind die ausstehenden Anleihen

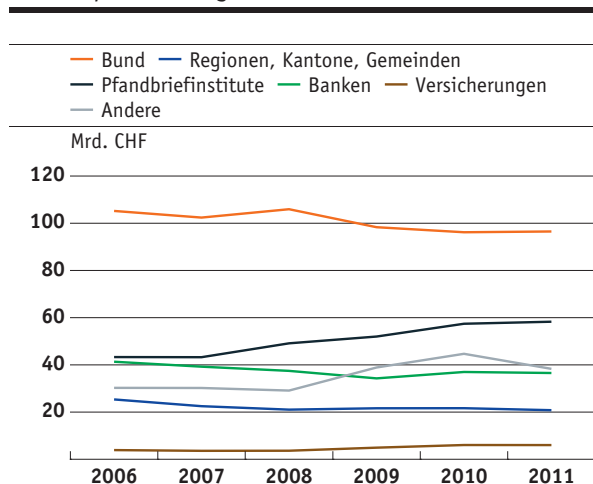
der Schweizerischen Eidgenossenschaft im Verhältnis zur Grösse der Volkswirtschaft stetig zurückgegangen. Darin widerspiegelt sich die umsichtige Finanzpolitik, die Bund, Kantone und Städte bzw. Gemeinden seit längerer Zeit betreiben.

c) Struktur des Obligationenmarktes: Auslandsegment grösser als Inlandsegment

Ausländische Emittenten halten einen grösseren Marktanteil als inländische. Darin unterscheidet sich der Schweizer Anleihenmarkt von den meisten ausländischen Märkten, an denen die inländischen Schuldtitel dominieren.⁶ Hierzulande entfällt ein grösserer Anteil auf ausländische Schuldner.⁷ Gemessen am Gesamtvolumen übertrifft die Marktkapitalisierung der Auslandschuldner diejenige der inländischen Emittenten seit Jahren.⁸ Im Inlandsegment hat die Marktkapitalisierung durch staatliche Schuldner (Bund sowie Kantone und Städte/Gemeinden) kontinuierlich abgenommen.

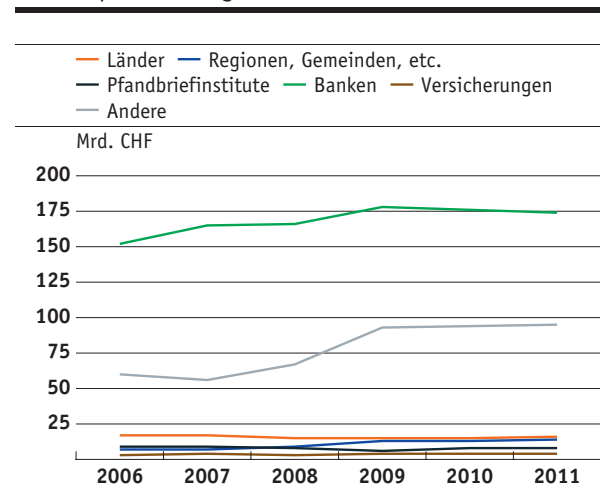
Schweizer Pfandbriefe, die Ähnlichkeiten zu Pfandbriefen und gedeckten Anleihen (Covered bonds) in anderen Ländern aufweisen, bilden ein wichtiges Segment des inländischen Obligationenmarktes und dienen Banken als kosteneffiziente Instrumente zur Beschaffung langfristiger Mittel. Pfandbriefe sind standardisierte, festverzinsliche Schuldverschreibungen, die mit inländischen Hypotheken besichert sind. Gegenwärtig entfällt ein Fünftel des im Inlandsegment ausstehenden Volumens auf Pfandbriefe.⁹

Grafik 3
Marktkapitalisierung nach Inlandschuldner



Quelle: SIX Swiss Exchange AG

Grafik 4
Marktkapitalisierung nach Auslandschuldner



Quelle: SIX Swiss Exchange AG

3 Historisch betrachtet existiert kein Eurobondmarkt in Franken von bedeutender Grösse. Gemäss Christensen (1986) liegt einer der Hauptgründe darin, dass die SNB der Entstehung eines Eurobondmarktes in Franken entgegenwirkte. Siehe Christensen, B. V. (1986), Switzerland's Role as an International Financial Center, *IMF Occasional Paper*, Nr. 45 (Internationaler Währungsfonds, Washington, DC, 1986), Seite 40.

4 Auf Grafik 1 ist das nominale Wachstum der ausstehenden Anleihen in Lokalwährung abgebildet. Das reale Wachstum dieser Märkte zeigt ein ähnliches Bild.

5 Für internationale Vergleichszahlen siehe Debelle, G., The Australian bond market in 2011 and beyond, *KangaNews Australian DCM Summit*, Sydney, 15. März 2011.

6 In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften – aber auch in aufstrebenden Ländern – ist der inländische Obligationenmarkt viel grösser als der ausländische. Eine Ausnahme stellt der Markt in Pfund dar, an dem – ähnlich wie beim Franken – das Auslandsegment dominiert.

7 Der Frankenanteil am internationalen Obligationenmarkt beträgt zurzeit über 1%, während der Frankenanteil an inländischen Anleihen nur 0,4% der weltweit ausstehenden Schuldverpflichtungen ausmacht.

Im Auslandsegment blieb die Marktkapitalisierung durch ausländische Banken nach einer höheren Emissionstätigkeit in den Jahren 2008/09 stabil. Die Marktkapitalisierung der anderen Sektoren, einschliesslich der nichtfinanziellen Unternehmen, erhöhte sich auf dem Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 markant.

In diesem Abschnitt wurden einige Hauptmerkmale des Frankenobligationenmarktes aufgezeigt. Dazu gehören das gegenüber ausländischen Märkten langsamere Wachstum, die Dominanz des Marktes für private gegenüber demjenigen für staatliche Schuldner sowie der grössere Anteil der ausländischen Emittenten gegenüber den inländischen. Darüber hinaus wird die grosse Mehrheit der Frankenanleihen an der SIX Swiss Exchange gehandelt, wogegen in anderen Ländern die meisten Abschlüsse ausserbörslich zustandekommen. Der Frankenobligationenmarkt zeichnet sich zudem durch eine überdurchschnittliche Bonität seiner Schuldner aus.

2 Der Frankenobligationenmarkt und die Finanzkrise

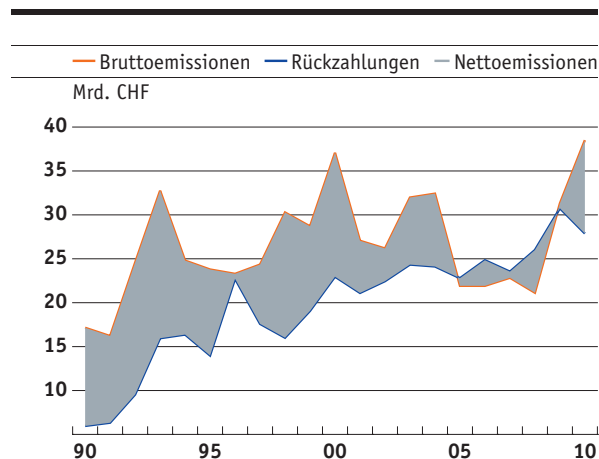
Die jüngste Finanzkrise hat im Primärmarkt keine grösseren Spuren hinterlassen. Insgesamt lagen 2010 die Emissionen von Frankenanleihen in der gleichen Grössenordnung wie in den Vorjahren. Allerdings gibt es einige auffällige Unterschiede

zwischen der Beanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische bzw. ausländische Schuldner. Zum einen brachen die Emissionen von Frankenanleihen durch Inlandschuldner während der jüngsten Finanzkrise nicht ein, d.h., der Schweizer Anleihenmarkt war nie geschlossen (Abschnitt a)). Zweitens nahmen die Auslandschuldner keine Portfolioumschichtungen hin zum Frankenobligationenmarkt vor. Dies zeigt sich an den Nettoemissionen ausländischer Schuldner, die 2010 negativ ausfielen. Folglich flossen 2010 keine Mittel aus dem Ausland in den Obligationenmarkt, die möglicherweise die Auslandnachfrage nach Franken angekurbelt hätten (Abschnitt b) unten). Und drittens ging von den internationalen Reservemanagern keine gesteigerte Nachfrage nach Frankenanlagen aus.

a) Kein geschlossener Anleihenmarkt in der Schweiz

Die Kapitalmarktbeanspruchung durch inländische Schuldner war 2010 äusserst rege. Der Bankensektor erhöhte seine Emissionen markant auf mehr als das Dreifache. Nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 war sein Emissionsvolumen geschrumpft. Die Industrieunternehmen hingegen reduzierten 2010 ihre Emissionen; allerdings war dem ein sehr aktives Jahr 2009 vorangegangen. Trotz des schlimmsten Konjunktur einbruchs seit Jahrzehnten herrschte 2009 bei den Industrieunternehmen eine rege Emissionstätigkeit. Darin spiegelt sich der Umstand, dass

Grafik 5
Kapitalmarktbeanspruchung durch inländische Emittenten¹⁰



Quelle: SNB

8 Die Kapitalisierung des Inlandsegments lag Ende 2010 bei über 260 Mrd. Franken, während die Marktkapitalisierung der ausländischen Emittenten 310 Mrd. Franken betrug.

9 In der Schweiz ist es zwei Instituten gesetzlich erlaubt, Pfandbriefe zu begeben. Der Markt für Schweizer Pfandbriefe wird von einer vergleichsweise strikten Gesetzgebung geprägt.

10 SNB-Bills sind in Grafik 5 nicht enthalten.

diese Unternehmen stets Zugang zum inländischen Obligationenmarkt hatten. Insgesamt betrachtet bleibt jedoch die Beanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Industrieunternehmen im Verhältnis zum gesamten Markt gering. Dies ist ein Indiz dafür, dass sich der Unternehmenssektor nicht schwergewichtig mittels Obligationen finanziert (Tabelle 1). Auffallend sind auch die seit 2007 viel höheren Emissionen von Schweizer Pfandbriefen. Für den Bankensektor stellen sie eine relativ kostengünstige Art der Refinanzierung dar, und die rege Tätigkeit in diesem Segment steht im Einklang mit dem steigenden Hypothekarvolumen in der Schweiz. Was die Emissionen der Schweizerischen Eidgenossenschaft betrifft, so setzte sich der Trend der letzten Jahre fort: Die Nettoemissionen waren erneut negativ, d.h., der Bund baute seine ausstehenden Schuldverpflichtungen weiter ab. Entsprechend sanken die Verschuldungsquote des gesamten staatlichen Sektors sowie die Staatsverschuldung in der Schweiz weiter. Insgesamt betragen 2010 die Emissionen von inländischen Schuldner 38 Mrd. Franken. Sie lagen damit rund 50% über dem Niveau der Krisenjahre 2007–2009 bzw. ein Drittel über dem Durchschnitt der Vorkrisenjahre. Empirisch besteht ein negativer Zusammenhang zwischen dem Emissionsvolumen der inländischen Schuldner und der Wirtschaftstätigkeit. Mit

anderen Worten: Inlandschuldner beanspruchen in konjunkturellen Abschwächungsphasen zur Deckung ihres Finanzierungsbedarfs vermehrt die Kapitalmärkte und profitieren dadurch vom günstigen Zinsumfeld.

Die verhaltene Emissionstätigkeit des Bundes – seine Nettoemissionen waren in den letzten paar Jahren negativ – ergibt sich aus der gesunden Verfassung der öffentlichen Haushalte in der Schweiz. Insbesondere die Fiskalregel auf Bundesebene (die so genannte Schuldenbremse), die erstmals auf den Voranschlag 2003 angewendet wurde, hat dazu beigetragen, den Budgetprozess so zu beeinflussen, dass er den Grundsätzen der Schuldenstabilisierung entspricht.¹²

Während der 1990er-Jahre stieg die Verschuldungsquote der Schweiz steil an, doch konnten die Ausweitung der Staatsverschuldung Anfang der 2000er-Jahre gestoppt und in den Folgejahren die Verschuldungsquoten deutlich gesenkt werden. Dank der gesunden Verfassung der öffentlichen Finanzen bewegten sich die Nettoemissionen des Bundes fast bei null oder sogar im negativen Bereich, was seit Mitte der 2000er-Jahre der Fall ist. Als Folge davon ist das Verhältnis von Staatsschulden zu BIP auf vergleichsweise tiefe Werte gesunken.

Emissionen von inländischen Emittenten von Frankenanleihen¹¹

Tabelle 1

In Mio. CHF

	Jahresdurchschnitt		
	2000–2006	2007–2009	2010
Bund			
Bruttoemissionen	11 518	3 471	4 682
Nettoemissionen	7 532	–3 330	–4 221
Pfandbriefinstitute			
Bruttoemissionen	5 076	8 075	11 449
Nettoemissionen	818	2 096	5 417
Industrie			
Bruttoemissionen	1 028	3 128	1 831
Nettoemissionen	28	1 398	1 072
Banken			
Bruttoemissionen	4 737	3 993	9 392
Nettoemissionen	–1 708	–2 638	2 929
Andere			
Bruttoemissionen	7 137	6 429	11 156
Nettoemissionen	–1 659	809	5 436

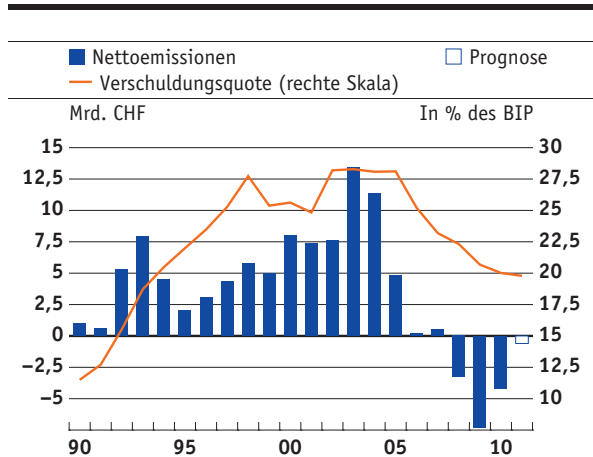
Quelle: SNB

11 SNB-Bills sind in Tabelle 1 nicht enthalten.

12 Die Schuldenbremse schreibt vor, dass während einer Hochkonjunktur zwingend Budgetüberschüsse erwirtschaftet werden. Dadurch entfallen grössere Anpassungen während einer nachfolgenden Rezession weitgehend und das Problem einer prozyklischen Politik wird entschärft. Die Regel bietet auch ausreichend Spielraum zur Bewältigung von Ausnahmesituationen. Innerhalb des Budgetprozesses hat sie neue Anreize zu einer besseren Umsetzung der Defizit- und Schuldenziele geschaffen.

Grafik 6

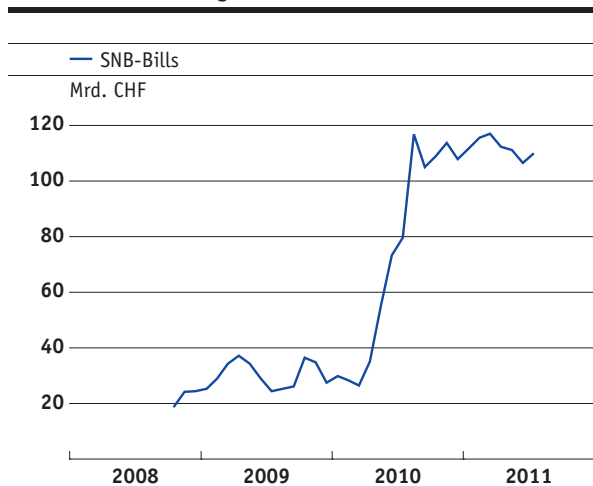
Nettoemissionen des Bundes und Verschuldungsquote des Bundes



Quellen: Eidgenössische Finanzverwaltung (EFV), SNB

Grafik 7

Schuldverschreibungen der SNB



Quelle: SNB

Seit Oktober 2008 werden SNB-Bills im Rahmen der Offenmarktgeschäfte der SNB zur Abschöpfung von Liquidität eingesetzt. SNB-Bills sind zinstragende Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr (Grafik 7).¹³ Die Emissionen der SNB-Bills haben die Schuldtitel der Eidgenossenschaft nicht verdrängt. Es ist weder ein deutlicher Rückgang der Nachfrage nach Anleihen noch nach Geldmarktbuchforderungen des Bundes zu beobachten.¹⁴ Im August 2011 kaufte die SNB im Zuge ihrer Massnahmen zur signifikanten Erhöhung der Liquidität am Frankengeldmarkt SNB-Bills zurück.

b) Keine Portfolioverschiebungen der Auslandschuldner hin zum Schweizer Markt

Die Beanspruchung des Kapitalmarktes durch ausländische Schuldner zeigt hingegen ein anderes Bild. Während die ausländischen Emissionen 2009 Höchstwerte erreichten, ging die Beanspruchung des Kapitalmarktes 2010 stark zurück. Sowohl die Brutto- als auch die Nettoemissionen fielen markant. Für internationale Emittenten stellt der Schweizer Obligationenmarkt einen festen Bestandteil ihrer globalen Finanzierungsstrategie dar. Teilweise ist für ausländische Emittenten das Tiefzinsumfeld besonders attraktiv. Zudem bietet sich die Möglichkeit zur Diversifikation und Stärkung der Investorenbasis, indem ein Markt in einem Land erschlossen wird, das sich durch politische und wirtschaftliche Stabilität auszeichnet. Allerdings wollen viele ausländische Emittenten kein direktes Währungsrisiko gegenüber dem Franken eingehen und tauschen ihr Exposure zurück in ihre Landeswährung. 2010 trug vor allem der starke Rückgang der Nettoemissionen von Schuldnern aus der Euro-

Kapitalmarktbeanspruchung durch ausländische Emittenten von Frankenleihen

Tabelle 2

In Mio. CHF

	Jahresdurchschnitt		2010
	2000–2006	2007–2009	
Europäische Union			
Bruttoemissionen	28 898	39 624	35 028
Nettoemissionen	10 022	15 981	3 718
USA, Kanada			
Bruttoemissionen	7 137	10 396	2 743
Nettoemissionen	1 754	2 913	-5 161
Andere			
Bruttoemissionen	9 888	10 869	8 405
Nettoemissionen	1 137	1 860	1 406

Quelle: SNB

13 SNB-Bills können im Auktionsverfahren oder mittels Privatplatzierung emittiert werden. Sie sind im Verzeichnis der SNB-repofähigen Effekten enthalten und können somit auch bei den Repogeschäften mit der Nationalbank eingesetzt werden. Die erste Auktion von SNB-Bills fand im Oktober 2008 statt.

14 Für eine genauere Analyse der Auktionen der Anleihen der Eidgenossenschaft durch die Bundestresorerie vgl. «Swiss government bonds: Thirty years' experience with uniform-price-auctions», A. Ranaldo und E. Rossi, noch nicht publiziert.

päischen Union und Nordamerika zur nachlassenden Beanspruchung durch die Auslandschuldner bei. Eine mögliche Erklärung sind die relativ hohen Absicherungskosten für Franken-Exposures. 2010 betrug das Emissionsvolumen der ausländischen Schuldner insgesamt 46 Mrd. Franken. Dies ist rund 20% weniger als während der Krisenjahre 2007–2009 und entspricht dem Vorkrisenniveau.

c) Keine höhere Nachfrage nach Frankenaktiven durch internationale Reservemanager

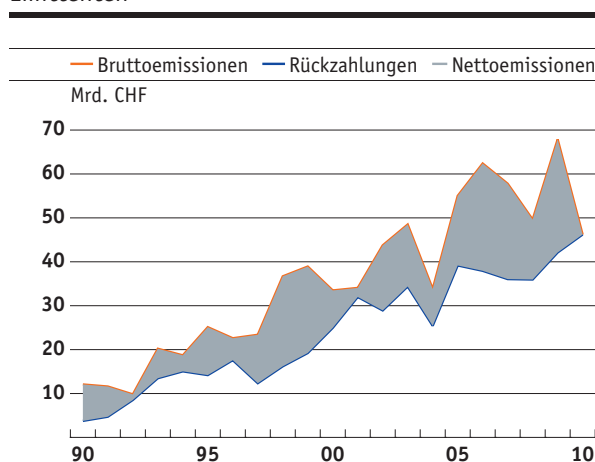
Die beiden vorhergehenden Abschnitte befassen sich mit dem Verhalten von Schuldnern am Frankenobligationenmarkt. Dieser Abschnitt behandelt die Nachfrage der internationalen Reservemanager nach Frankenaktiven. Die verfügbaren Daten zu den Beständen an Devisenreserven zeigen, dass die Nachfrage der Reservemanager nach Frankenaktiven nicht gestiegen ist. Die in Franken gehaltenen Devisenreserven sind nach wie vor bescheiden. Während der Franken zu den zehn meistgehandelten Währungen der Welt zählt,¹⁵ spielen die offiziellen Währungsbestände in Franken weiterhin nur eine kleine Nebenrolle. Die Zusammensetzung der globalen Reserven zeigt, dass Forderungen in Franken nur 0,10% aller Devi-

senreserven ausmachen, d.h. nominal rund 9 Mrd. Franken. Die weltweiten Devisenreserven sind noch immer stark auf den US-Dollar konzentriert, wobei der Euro in den letzten Jahren seine relative Position stärken konnte. Die weltweit gehaltenen Devisenreserven wachsen nach wie vor kräftig und betragen Ende 2010 über 9 Billionen US-Dollar. Damit setzt sich der jüngste Trend hin zu einer Aufstockung der Devisenreserven der aufstrebenden Länder und der Entwicklungsländer fort. Die Devisenreserven dieser Volkswirtschaften überschritten Ende 2010 die Marke von 6 Billionen US-Dollar. Sie halten nun doppelt so hohe Reserven wie die fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Schlussfolgerungen

Der Schweizer Obligationenmarkt, der verglichen mit anderen Volkswirtschaften eine durchschnittliche Grösse aufweist, hat sich in der Finanzkrise gut behauptet. Es kam 2008 und 2009 nicht zu einer Schliessung des Marktes, und es herrschte auch kein Mangel an ausländischen Schuldnern, die sich Kapital beschafften. Die ausländischen Zentralbanken scheinen ihre Investitionsstrategie betreffend Frankenaktiven nicht geändert zu haben. Ihr Anteil an Frankenaktiven bleibt auf einem konstant tiefen Niveau. Mit Blick auf die jüngsten Entwicklungen kann festgehalten werden, dass der Schweizer Obligationenmarkt seiner Reputation der Stabilität gerecht geworden ist. Er ist vergleichsweise gut durch die jüngste Krise gekommen.

Grafik 8
Kapitalmarktbeanspruchung durch ausländische Emittenten

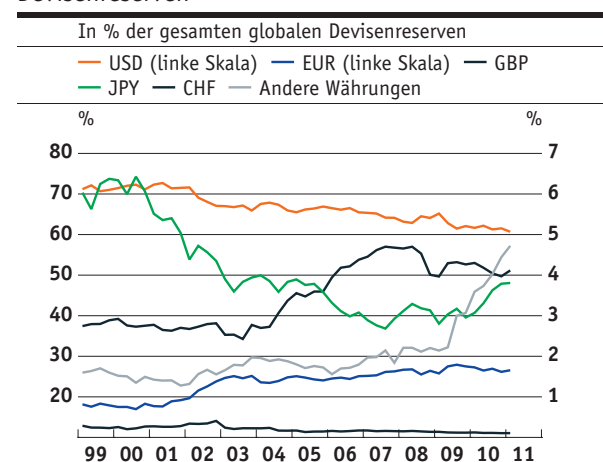


Quelle: SNB

15 Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), *Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, April 2010.

16 Quellen: COFER-Datenbank der Statistikabteilung des IWF sowie internationale Finanzstatistiken des IWF. COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) ist eine Datenbank des IWF mit Quartalszahlen (per Ende der Berichtsperiode) zur Währungszusammensetzung der offiziellen Währungsreserven. Die COFER-Statistik erfasst die folgenden Währungen: US-Dollar, Euro, Pfund, Yen, Franken und andere Währungen. Die erfassten Devisen-

Grafik 9
Währungszusammensetzung der offiziellen Devisenreserven¹⁶



Quellen: Internationaler Währungsfonds (IWF), SNB

reserven sind: Forderungen der Währungsbehörden gegenüber Ausländern in Form von ausländischen Banknoten, Bankguthaben, Schatzscheinen, kurz- und langfristigen Staatspapieren und anderen Forderungen, die bei Zahlungsbilanzschwierigkeiten eingesetzt werden können. Die in der COFER-Datenbank enthaltenen Zahlen werden auf freiwilliger Basis gemeldet. Zurzeit zählt COFER 139 Teilnehmer, darunter IWF-Mitgliedländer, Nicht-Mitgliedländer bzw. Volkswirtschaften sowie andere Institutionen, die Währungsreserven halten.

Geld- und währungspolitische Chronik

Die Chronik umfasst die jüngste Vergangenheit. Für weiter zurückliegende Ereignisse siehe SNB-Medienmitteilungen und SNB-Geschäftsbericht auf www.snb.ch.

September 2011

Am 15. September beschliesst die SNB, in Absprache mit der Bank of England, der Bank of Japan, der Europäischen Zentralbank und dem Federal Reserve, US-Dollar-Liquidität mit einer Laufzeit von 84 Tagen zu offerieren, um die Bedürfnisse über das Jahresende zu decken. Die entsprechenden Auktionen werden zusätzlich zu den Auktionen für 7-tägige US-Dollar-Liquidität durchgeführt. Die erste Auktion für 84-Tage-US-Dollar-Liquidität ist für den 12. Oktober 2011 geplant.

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. September bekräftigt die SNB, dass sie den am 6. September festgelegten Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro mit aller Konsequenz durchsetzen wird. Sie ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen. Sie strebt weiterhin einen 3M-Libor bei null an und wird die gesamten Sichtguthaben bei der Nationalbank bei deutlich über 200 Mrd. Franken belassen.

Am 6. September kündigt die SNB an, dass sie am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter 1.20 toleriert. Sie wird diesen Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen und ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen. Die SNB betont weiter, dass der Franken auch bei 1.20 pro Euro hoch bewertet ist und sich über die Zeit weiter abschwächen sollte. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, wird die SNB weitere Massnahmen ergreifen.

August 2011

Am 17. August gibt die SNB bekannt, dass sie die Liquidität auf dem Schweizer-Franken-Geldmarkt weiter signifikant erhöhen wird. Sie strebt per sofort einen Anstieg der Sichtguthaben der Banken bei der SNB von 120 Mrd. auf 200 Mrd. Franken an. Dazu wird sie SNB-Bills zurückkaufen sowie Devisenswaps einsetzen.

Am 10. August kündigt die SNB an, dass sie die Liquidität am Schweizer-Franken-Geldmarkt weiter signifikant ausweiten wird. Sie strebt einen raschen Anstieg der Sichtguthaben der Banken bei der SNB von 80 Mrd. auf 120 Mrd. Franken an. Um den Anstieg der Frankenliquidität zu beschleunigen, wird sie zusätzlich Devisenswaps abschliessen.

Am 3. August gibt die SNB bekannt, dass sie ab sofort einen 3M-Libor so nahe bei null wie möglich anstrebt und das Zielband für den 3M-Libor von 0–0,75% auf 0–0,25% reduziert. Weiter beabsichtigt sie, die Sichtguthaben der Banken bei der SNB von derzeit rund 30 Mrd. Franken auf 80 Mrd. Franken auszudehnen. Mit sofortiger Wirkung wird die SNB auslaufende Repos und SNB-Bills nicht mehr erneuern und ausstehende SNB-Bills zurückkaufen. Die SNB betont weiter, dass der Franken massiv überbewertet ist und damit die Wirtschaftsentwicklung bedroht und die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität erhöht.

Juni 2011

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 16. Juni 2011 beschliesst die SNB, ihre expansive Geldpolitik beizubehalten. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–0,75%, wobei ein 3M-Libor im unteren Bereich des Zielbandes um 0,25% angestrebt wird. Die SNB geht für 2011 unverändert von einem Wachstum des realen BIP von rund 2% aus. Aus der bedingten Inflationsprognose geht hervor, dass die expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die Preisstabilität längerfristig zu gefährden.

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 2011

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. 2,5% 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