

Quartalsheft
1/2014 März

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Quartalsheft
1/2014 März

32. Jahrgang

Inhalt

	Seite
Bericht über die Geldpolitik	4
1 Geldpolitischer Entscheid vom 20. März 2014	5
Geldpolitisches Konzept der SNB	6
2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen	7
3 Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz	13
4 Preise und Inflationserwartungen	19
5 Monetäre Entwicklung	23
Konjunkturtendenzen	30
SNB Policy Paper: Preisverhalten von Schweizer Handelsgütern während des Handelskollapses	34
Geld- und währungspolitische Chronik	44

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2014

Der Bericht beschreibt die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung und erläutert die Inflationsprognose. Er zeigt, wie die SNB die Wirtschaftslage beurteilt und welche Konsequenzen sie daraus für die Geldpolitik ableitet. Der erste Teil («Geldpolitischer Entscheid vom 20. März 2014») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

Dieser Bericht berücksichtigt Daten und Informationen, die bis zum 20. März 2014 bekannt wurden. Alle Veränderungsraten gegenüber der Vorperiode beruhen – falls nichts anderes angegeben wird – auf saisonbereinigten Daten und sind auf ein Jahr hochgerechnet.

1

Geldpolitischer Entscheid vom 20. März 2014

Nationalbank bekräftigt Mindestkurs

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hält unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest. Der Franken ist nach wie vor hoch bewertet. Die SNB steht bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Bei einem Dreimonats-Libor (3M-Libor) nahe null bleibt der Mindestkurs das angemessene Instrument, um eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu verhindern, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen sollte. Die SNB belässt das Zielband für den 3M-Libor bei 0%–0,25%.

Die bedingte Inflationsprognose der SNB hat sich im März noch einmal nach unten verschoben. Im Januar und Februar blieb die Teuerung in der Schweiz nahe bei 0%. Die international rückläufige Teuerung und der leicht stärkere Franken verzögern den Anstieg der Inflation in den positiven Bereich. Wie im Vorquartal beruht die Prognose auf einem 3M-Libor von 0% über die nächsten drei Jahre und geht von einer Abschwächung des Frankens über den Prognosezeitraum aus. Die SNB erwartet nun eine um jeweils 0,2 Prozentpunkte geringere Inflationsrate von 0% und

0,4% für 2014 und 2015. Im Jahr 2016 dürfte die Inflation auf 1,0% ansteigen. Für die Schweiz sind damit auf absehbare Zeit keine Inflationsrisiken erkennbar.

Die moderate Erholung der Weltwirtschaft setzte sich im vierten Quartal fort. In Europa war das Wachstum geografisch etwas breiter abgestützt als in den Vorquartalen. Die Teuerung in der Eurozone fiel dagegen gering aus, was teilweise die anhaltende Schwäche der Binnennachfrage reflektiert.

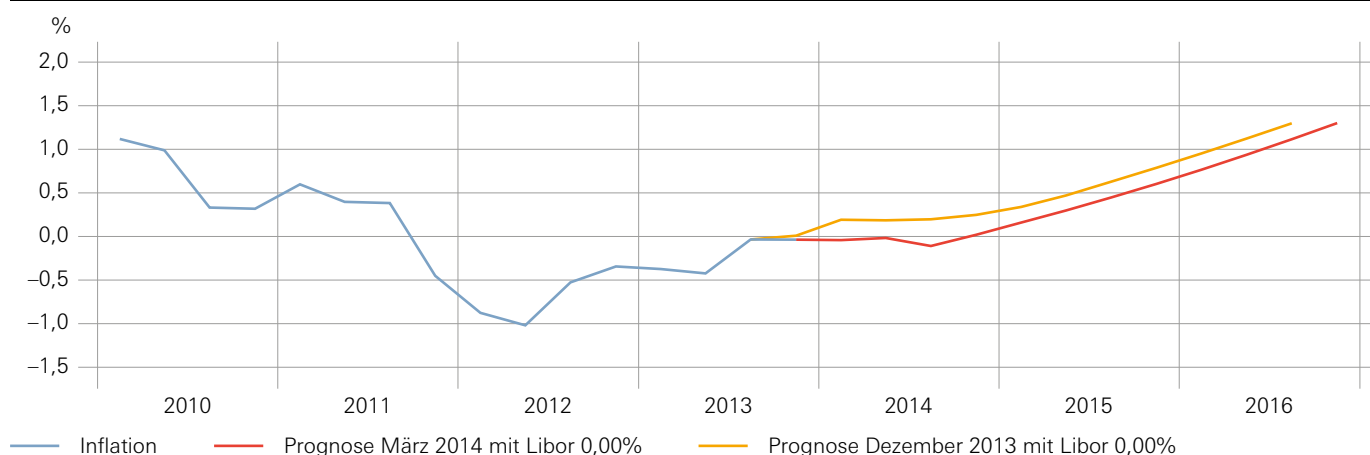
Die Erholung der Weltwirtschaft bleibt jedoch mit bedeutenden Risiken behaftet. Bis die Überprüfung der Bankbilanzen abgeschlossen ist, dürften die Bedenken über den Zustand des Finanzsystems in der Eurozone hoch bleiben. Der Teuerungsrückgang in den entwickelten Ländern hat die Unsicherheit über den künftigen Kurs der Geldpolitik in den grossen Währungsräumen erhöht. Auch stellt die nachhaltige Verbesserung der öffentlichen Finanzen in mehreren Industrieländern eine grosse Herausforderung dar. Ebenfalls könnten strukturelle Schwächen in wichtigen Schwellenländern sowie politische Spannungen in mehreren Regionen die weltwirtschaftliche Erholung belasten.

In der Schweiz kam es im vierten Quartal erwartungsgemäss zu einer Abschwächung des Wachstums. Dies war in erster Linie auf einen Rückgang der Warenexporte zurückzuführen, was sich in einer entsprechenden Abnahme der Industriewertschöpfung niederschlug. Ab dem ersten Quartal dürfte sich die Wirtschaftsdynamik wieder beleben. Für das Jahr 2014 rechnet die SNB weiterhin mit einem Wachstum des Bruttoinlandproduktes von rund 2%.

Grafik 1.1

BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2014

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: SNB

Im Januar erhöhte der Bundesrat auf Antrag der SNB den sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffer, wodurch die Eigenmittelanforderungen für Hypothekarkredite auf Wohnliegenschaften in der Schweiz ab dem 30. Juni 2014 vorübergehend ansteigen. Dies wird die Widerstandskraft der Banken gegen eine mögliche Korrektur der Ungleich-

gewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt stärken und einem weiteren Aufbau dieser Ungleichgewichte entgegenwirken. Die SNB beobachtet die Entwicklung am Hypothekar- und Immobilienmarkt aufmerksam und prüft regelmässig, ob der antizyklische Kapitalpuffer angepasst werden soll.

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 Konjunkturzyklus etwas schwankt. Zweitens fasst die SNB ihre Beurteilung der Lage und des geldpolitischen Handlungsbedarfs vierteljährlich in einer Inflationsprognose zusammen. Diese Prognose zeigt unter der Annahme eines konstanten kurzfristigen Zinssatzes die von der SNB erwartete LIK-Entwicklung über die nachfolgenden drei Jahre. Drittens legt die SNB ihr operationelles Ziel in Form eines Zielbandes für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) des Schweizer Frankens fest. Zurzeit gilt zusätzlich ein Mindestkurs gegenüber dem Euro.

Tabelle 1.1

BEOBACHTETE INFLATION MÄRZ 2014

	2010				2011				2012				2013				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.			
Inflation	1,1	1,0	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,2	-0,7	-0,2

BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2014

	2013				2014				2015				2016				2014	2015	2016	
	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 Dezember 2013, mit Libor 0,00%					0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,1	1,3		0,2	0,6	
Prognose März 2014, mit Libor 0,00%					0,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,4	0,6	0,8	0,9	1,1	1,3		0,0	0,4	1,0

Quelle: SNB

2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die moderate Erholung der Weltwirtschaft setzte sich im vierten Quartal 2013 wie im Basisszenario vom Dezember 2013 erwartet fort. Der Welthandel wuchs weiter (Grafik 2.1), und das globale Bruttoinlandprodukt (BIP) nahm im Schlussquartal nochmals um knapp 4% zu. Damit stieg die Auslastung der Produktionskapazitäten zwar weltweit an, doch blieb sie besonders in den Industrieländern deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnitt.

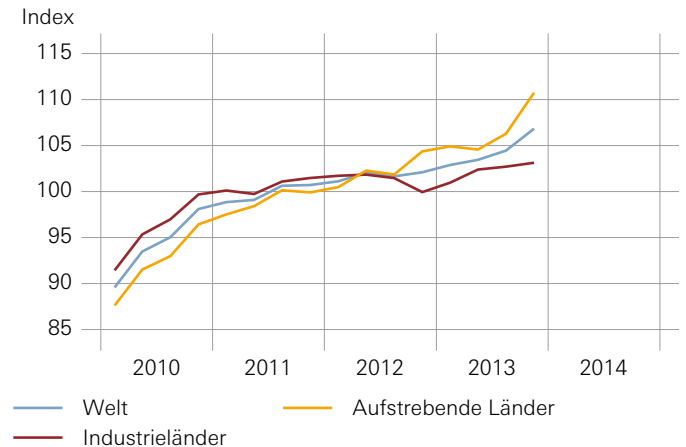
In den USA expandierte das BIP im vierten Quartal solide, obschon sich die partielle Schliessung der Verwaltung spürbar negativ auswirkte. In der Eurozone blieb das Wirtschaftswachstum moderat, wobei die Erholung geografisch etwas an Breite gewann. Die Teuerungsdynamik in der Eurozone fiel dagegen wiederum überraschend schwach aus. In Japan war das Wachstum deutlich niedriger als in den Vorquartalen. China erzielte erneut ein robustes Wirtschaftswachstum, während das Wachstum in den übrigen grossen Schwellenländern verhalten blieb.

Die Weltwirtschaft dürfte kurzfristig ihr bisheriges Expansionstempo mehr oder weniger beibehalten. Die Erholung wird durch den abklingenden Entschuldungsprozess des Privatsektors in den USA, nachlassende Bremseffekte der Fiskalpolitik in den USA und Europa sowie eine anhaltend expansive Geldpolitik in den grossen Industrieländern stimuliert. Wegen der ausserordentlichen Kältewelle in den USA sowie der in Japan im April anstehenden Mehrwert-

Grafik 2.1

Globale Exporte

Periodendurchschnitt = 100

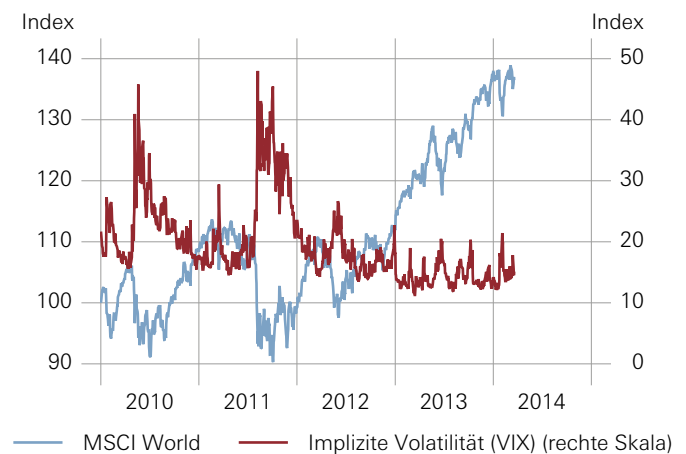


Quellen: CPB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.2

Aktienmärkte

Periodenbeginn = 100 (linke Skala)



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Tabelle 2.1

Weltwirtschaftliches Basisszenario

	2010	2011	2012	2013	Szenario	
					2014	2015
BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						
Global ¹	5,1	3,7	3,0	2,9	3,7	4,1
USA	2,5	1,8	2,8	1,9	2,9	3,3
Eurozone	1,9	1,6	-0,7	-0,5	1,3	2,0
Japan	4,7	-0,4	1,4	1,5	1,3	0,8
Erdölpreis in USD pro Fass ²	79,6	111,4	111,7	108,7	108,0	108,0

¹ Gewichtet gemäss Kaufkraftparitäten (USA, Eurozone, Vereinigtes Königreich, Japan, China, Südkorea, Taiwan, Hongkong, Singapur, Indien, Brasilien und Russland)

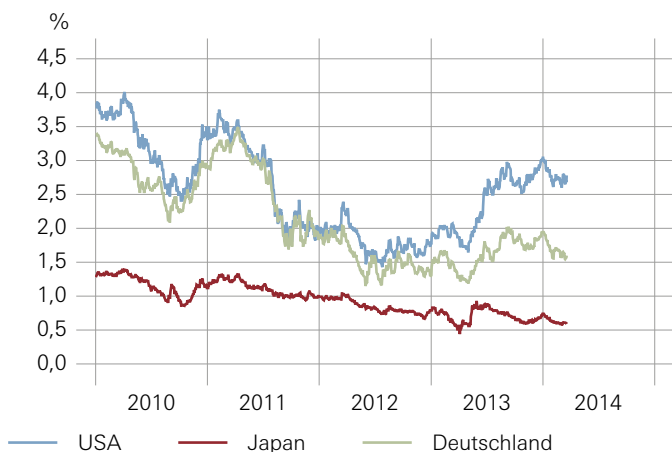
² Niveau

Quellen: SNB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.3

INTERNATIONALE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere

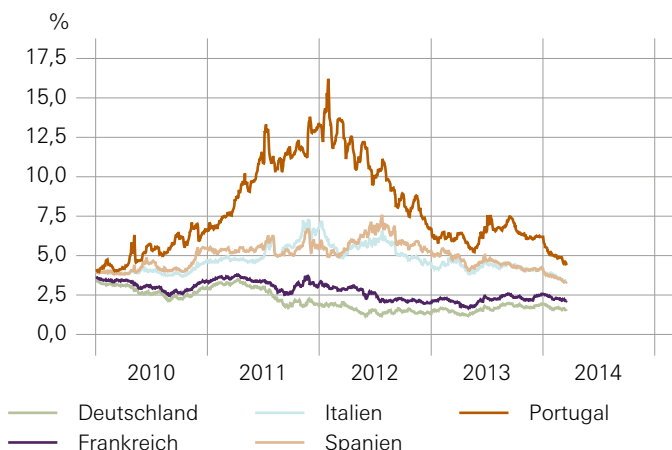


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.4

EUROPÄISCHE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.5

WECHSELKURSE

Handelsgewichtet, Periodenbeginn = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

steueranhebung ist allerdings mit einer volatilen Entwicklung im ersten Halbjahr zu rechnen. Die Eurozone wird aufgrund ihrer strukturellen Probleme nur verhalten wachsen. In den Schwellenländern dürfte die Konjunkturerwicklung uneinheitlich bleiben.

Die Aussichten für die Weltwirtschaft unterliegen weiterhin bedeutenden Abwärtsrisiken. Zwar hat die Unsicherheit über die Fiskalpolitik in den USA dank der getroffenen Budgetvereinbarung und der Aufhebung der Verschuldungsgrenze deutlich abgenommen. Gleichzeitig sind aber Zweifel an der Robustheit der Wirtschaftsentwicklung in manchen Schwellenländern sowie geopolitische Spannungen in den Vordergrund getreten. In der Eurozone bleibt der Aufschwung trotz der bisher erzielten Fortschritte fragil. Die Unsicherheit über den Zustand des Finanzsystems dürfte bis zum Abschluss der Bankenprüfung durch die EZB anhalten. Zudem hat sich die Gefahr verstärkt, dass die Teuerung in der Eurozone längere Zeit deutlich unter dem von der EZB angestrebten Niveau verharrt.

Den Prognosen der SNB liegen Annahmen zum Erdölpreis und zum Euro-Dollar-Wechselkurs zugrunde. Diese sind gegenüber dem Basisszenario vom Dezember 2013 nahezu unverändert. Für Erdöl der Sorte Brent unterstellt die SNB einen Preis von 108 Dollar pro Fass, für den Eurokurs in US-Dollar einen Wechselkurs von 1.36.

INTERNATIONALE FINANZ- UND ROHWARENMÄRKTE

Die Stimmung an den internationalen Finanzmärkten wurde seit der Lagebeurteilung Mitte Dezember zeitweise von Zweifeln an der Robustheit der Weltkonjunktur geprägt. Einige Schwellenländer verzeichneten abrupte Kapitalabflüsse und Wechselkursbewegungen, worauf die Zentralbanken der betroffenen Länder teilweise mit einer Leitzinsanhebung reagierten.

Aufgrund der Unsicherheit gingen die globalen Aktienkurse zwischenzeitlich stark zurück, und das Volatilitätsmass für US-Aktien (VIX) schwankte stark (Grafik 2.2). Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Industrieländern gaben mehrheitlich nach (Grafik 2.3), wobei sich die Risikoaufschläge südlicher Mitgliedländer der Eurozone gegenüber deutschen Staatsanleihen weiter zurückbildeten. Die grossen Währungen werteten sich tendenziell leicht auf (Grafik 2.5). Der Euro gewann gegenüber dem US-Dollar weiter an Wert.

Die Rohwarenpreise erholten sich (Grafik 2.6). Ungünstige Wetterbedingungen und andere Faktoren trugen zu einem starken Anstieg der Nahrungsmittelpreise bei. Die Erdölpreise tendierten seitwärts, obschon Produktionsausfälle in wichtigen Erdölförderländern sowie eine ausserordentliche Kältewelle in den USA die Preise zwischenzeitlich stützten.

USA

Nach einem schwachen ersten Halbjahr zog das Wirtschaftswachstum in den USA in der zweiten Jahreshälfte 2013 an (Grafik 2.7). Dazu trug ein starker Lageraufbau wesentlich bei, doch gewann auch die Endnachfrage leicht an Kraft. Im Gesamtjahr 2013 stieg das BIP um 1,9%, verglichen mit 2,8% im Vorjahr. Die gesamtwirtschaftliche Auslastung bleibt tief, was sich in einer im langfristigen Vergleich relativ hohen Arbeitslosigkeit widerspiegelt (Grafik 2.10).

Zu Jahresbeginn schwächte sich die Wirtschaftsaktivität ab. Ein Grund war das ausserordentlich kalte Winterwetter. Es ist zu erwarten, dass die Wirtschaft mit Beginn des Frühlings wieder anziehen wird. Grundsätzlich bleiben die Wachstumsperspektiven günstig. Die Bremswirkung fiskalischer Konsolidierungsmassnahmen dürfte allmählich nachlassen. Vereinbarungen zum Budget und zur Verschuldungsgrenze haben die von der Fiskalpolitik ausgehenden Risiken zudem reduziert. Die finanzielle Lage der privaten Haushalte hat sich dank mehrjähriger Sparbemühungen und gestiegener Häuserpreise ebenfalls verbessert und dürfte den Konsum weniger belasten. Weitere Impulse sind von der expansiven Geldpolitik zu erwarten. Die Unternehmensinvestitionen dürften daher allmählich an Schwung gewinnen. Insgesamt rechnet die SNB mit einem BIP-Wachstum von 2,9% für 2014 und von 3,3% für 2015 (Tabelle 2.1).

Die Teuerung in den USA ist verhalten. Die Jahresteuerrate der Konsumentenpreise schwankte in den letzten Monaten unter dem Einfluss der volatilen Energiepreise und notierte im Februar bei 1,1% (Grafik 2.11). Die Kernteuerung lag nahezu unverändert bei 1,6% (Grafik 2.12). Die Inflation dürfte sich über die kommenden Jahre langsam zum Ziel der US-Notenbank zurückbewegen.

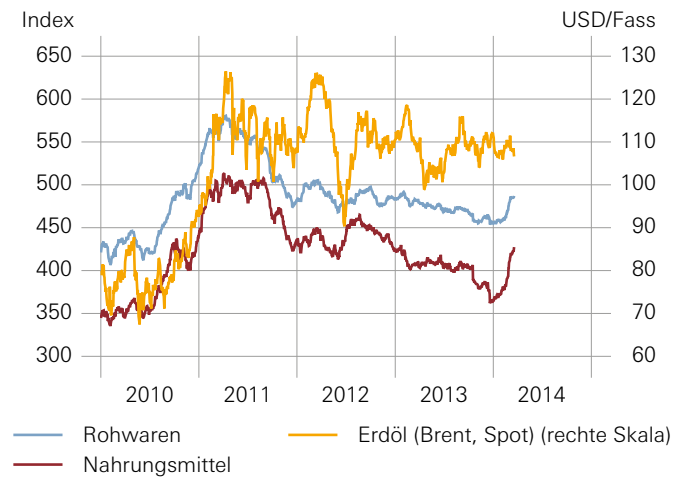
Seit Dezember 2013 reduzierte die Fed ihre Wertschriftenkäufe schrittweise von 85 Mrd. auf 55 Mrd. US-Dollar pro Monat. Das Zielband für den Leitzins belies sie bei 0%–0,25% (Grafik 2.13). Im März erklärte die Fed erstmals, dass sie den Leitzins erst deutlich nach dem Auslaufen ihres Wertpapierprogramms anzuheben gedenke. Sie verwies in diesem Zusammenhang weiterhin auf ihre tiefe Inflationsprognose. Die bisherigen Schwellenwerte für die Arbeitslosigkeit und die mittelfristige Inflation nannte sie nicht mehr.

EUROZONE

In der Eurozone setzte sich die moderate Konjunkturerholung fort. Die Wirtschaftsleistung stieg im vierten Quartal um 1,1% (Grafik 2.7). Im Jahresdurchschnitt 2013 ging sie allerdings erneut zurück (–0,5%). Die Exporte und die Investitionen zogen im vierten Quartal weiter an. Die Aktivität belebte sich besonders in der verarbeitenden Industrie. Die Nachfrage gewann auch geografisch an Breite. Während Deutschland die treibende Kraft blieb, weisen

Grafik 2.6

ROHWARENPREISE

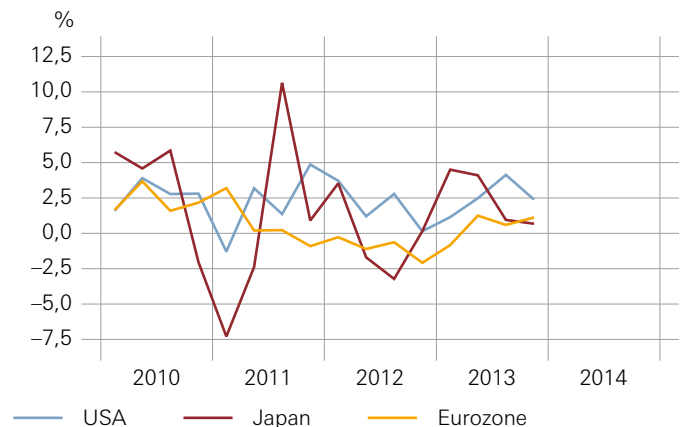


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.7

REALES BIP: INDUSTRIELÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode

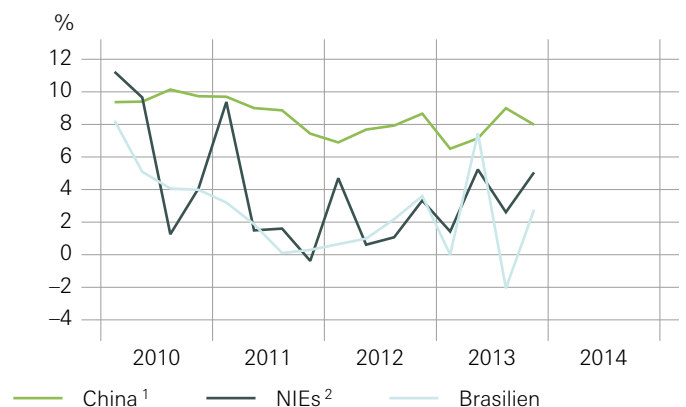


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.8

REALES BIP: AUFSTREBENDE LÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode



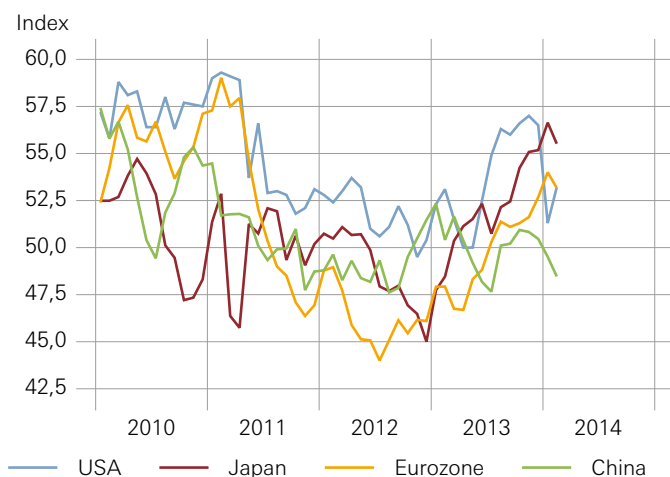
1 Schätzung: SNB

2 Gewichtet gemäss Kaufkraftparitäten (Südkorea, Taiwan, Hongkong, Singapur)

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.9

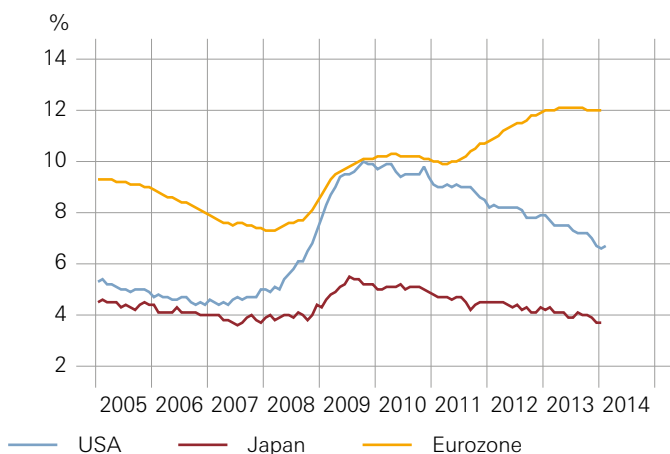
EINKAUFSMANAGER-INDIZES INDUSTRIE



Quelle: Markit Economics Ltd 2009, alle Rechte vorbehalten

Grafik 2.10

ARBEITSLOSENQUOTEN

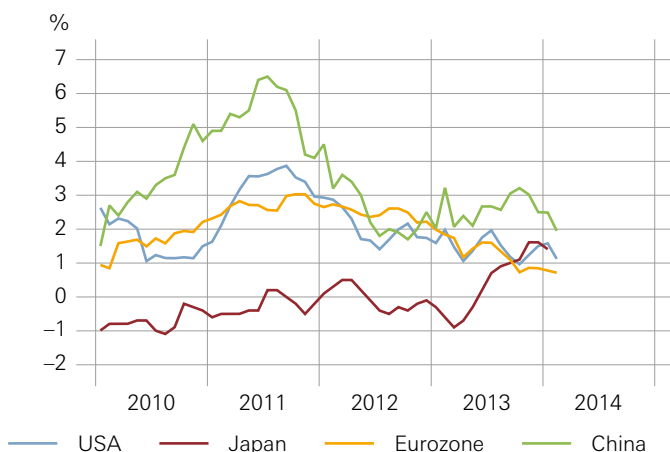


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.11

KONSUMENTENPREISE

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Thomson Reuters Datastream

inzwischen alle grösseren Mitgliedstaaten ein wachsendes BIP auf. In Italien legte das BIP erstmals seit zweieinhalb Jahren zu. In Frankreich erreichte es das Vorkrisenniveau. Auch in vielen kleineren Mitgliedsländern zog das BIP etwas an. Die Zahl der Arbeitslosen nahm im vierten Quartal zum ersten Mal in drei Jahren ab, die Arbeitslosenquote blieb aber sehr hoch (Grafik 2.10).

Die Stimmung bei den Haushalten und Unternehmen hat sich in den vergangenen Monaten weiter aufgehellt (Grafik 2.9). Die Binnennachfrage dürfte sich daher weiter beleben. Auch der Exportausblick bleibt weiterhin positiv. Bedeutende Unsicherheiten im Hinblick auf die Bankenbilanzprüfung der EZB, die Bankenunion sowie die Sanierung der öffentlichen Finanzen belasten jedoch die Erholung weiterhin. Innerhalb der Eurozone ist die Entwicklung immer noch unausgeglichen. Insbesondere bleiben die Kreditbedingungen in einigen Ländern problematisch. Insgesamt erwartet die SNB ein BIP-Wachstum von 1,3% für 2014 und von 2,0% für 2015.

Die Konsumentenpreisteuerung war merklich schwach, was sowohl auf sinkende Energiepreise wie auch die bescheidene Inlandnachfrage zurückzuführen ist. Sie notierte im Februar nahezu unverändert bei 0,7% (Grafik 2.11). In den peripheren Ländern bewegte sie sich deutlich unter dem Durchschnitt der Eurozone. Die Kerninflation hatte im Dezember mit 0,7% den tiefsten Wert seit Beginn der Währungsunion erreicht, stieg im Februar aber wieder auf 1,0% (Grafik 2.12).

Die EZB behielt den Hauptrefinanzierungssatz auf einem historischen Tiefstand von 0,25% (Grafik 2.13). Sie bekräftigte ihre Einschätzung, wonach die Leitzinsen über einen ausgedehnten Zeitraum auf ihrem derzeitigen oder einem niedrigeren Niveau bleiben dürften.

JAPAN

Unter dem Einfluss der im Frühjahr 2013 eingeleiteten expansiven Geld- und Fiskalpolitik setzte sich der Wirtschaftsaufschwung in Japan im vierten Quartal fort. Allerdings verlangsamte sich die Exportdynamik zum Jahresende hin spürbar und dämpfte das BIP-Wachstum. Im Schlussquartal expandierte das BIP noch um 0,7% (Grafik 2.7). Im Jahresdurchschnitt wuchs es trotzdem mit 1,5% so stark wie seit drei Jahren nicht mehr.

Für das erste Quartal ist mit einem vorübergehenden Wachstumsschub zu rechnen, da private Konsumausgaben wegen der im April anstehenden Mehrwertsteueranhebung vorgezogen werden dürften. Mit einem Konjunkturpaket, das öffentliche Investitionen, Transferzahlungen an Haushalte mit niedrigen Einkommen sowie Steueranreize für Investitionen beinhaltet, sollen die negativen Auswirkungen der Mehrwertsteueranhebung auf das Wachstum abgefedert werden. Die Unternehmensstimmung bleibt insgesamt gut. Dazu tragen die graduelle Belebung der Weltwirtschaft und der schwache Yen bei. Angesichts der positiven Erwartungen dürften sich die privaten Unterneh-

mensinvestitionen daher weiter erholen. Mittelfristig geht die SNB davon aus, dass die Expansion moderat bleibt. Im Jahr 2015 dürfte die Fiskalpolitik im Hinblick auf das angestrebte öffentliche Haushaltsziel restriktiver werden. Die im Rahmen der Wachstumsstrategie angekündigten Strukturreformen könnten das Potenzialwachstum stützen. Ein nachhaltiges Wachstum ist nicht zuletzt notwendig, um die fiskalpolitischen Herausforderungen anpacken zu können.

In Japan zeichnet sich ein Ende des langjährigen Preisverfalls ab. Unter dem Einfluss des schwachen Yens zog die Konsumentenpreis-inflation in den vergangenen Monaten weiter an. Im Jahresdurchschnitt fiel die Teuerung mit 0,4% erstmals seit dem Jahre 2008 positiv aus. Im Januar 2014 belief sich die Jahresteu-erung auf 1,4%, die Kernteu-erung auf 0,6% (Grafiken 2.11 und 2.12). Inzwischen liegen über die Hälfte der im Warenkorb erfassten Güter- und Dienstleistungspreise über ihrem Vorjahresstand, was zuletzt Anfang 2009 der Fall gewesen war. Die Anhebung der Mehrwertsteuer dürfte zu einem einmaligen Inflationsschub in der Größenordnung von 2 Prozentpunkten führen. Mittelfristig könnten die allmählich steigenden Inflationserwartungen die Preisentwicklung antreiben.

Die Bank of Japan bekräftigte ihre im April 2013 formulierte Absicht, die monetäre Basis bis Ende 2014 durch Käufe japanischer Staatsanleihen mit langer Laufzeit auf 270 Billionen Yen – rund die Hälfte des nominalen BIP – zu verdoppeln (Grafik 2.14). Die Massnahme zielt darauf ab, die Inflation in absehbarer Zeit auf rund 2% anzuheben. Zugleich verlängerte die japanische Notenbank zwei spezielle Kreditprogramme um ein Jahr. Die in den Jahren 2010 respektive 2012 aufgelegten Programme sollen die Kreditvergabe der Banken fördern.

AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN

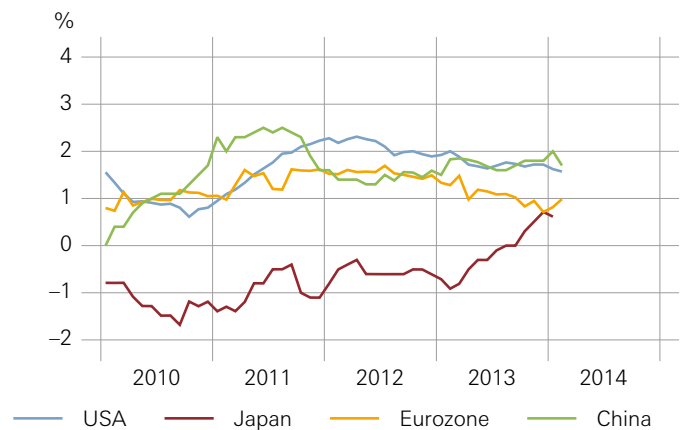
Die Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften entwickelte sich weiterhin uneinheitlich. In China gewann die Wirtschaft im zweiten Halbjahr auf breiter Basis an Schwung (Grafik 2.8). Im Gesamtjahr 2013 expandierte das BIP um 7,7% und damit gleich stark wie im Vorjahr. In den neu industrialisierten asiatischen Volkswirtschaften, darunter Südkorea und Taiwan, setzte sich der Aufschwung dank eines robusten Privatkonsums fort. In Brasilien, Indien und Russland blieb das Wachstum infolge einer zunehmend restriktiven Geldpolitik und mangelnder Reformen dagegen verhalten.

Die Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften variieren regional stark. In China dürfte das BIP mittelfristig solide wachsen. Die angekündigten Reformen zur Verbesserung der sozialen Absicherung sollten sich positiv auf den Konsum auswirken, da die Haushalte privat weniger vorsorgen müssen. Die momentane Wirtschaftsdynamik ist allerdings schwierig zu eruieren, da die Indikatoren durch das chinesische Neujahr verzerrt sind. Risiken birgt zudem das weiterhin stark wachsende Kredit-

Grafik 2.12

KERNINFLATION¹

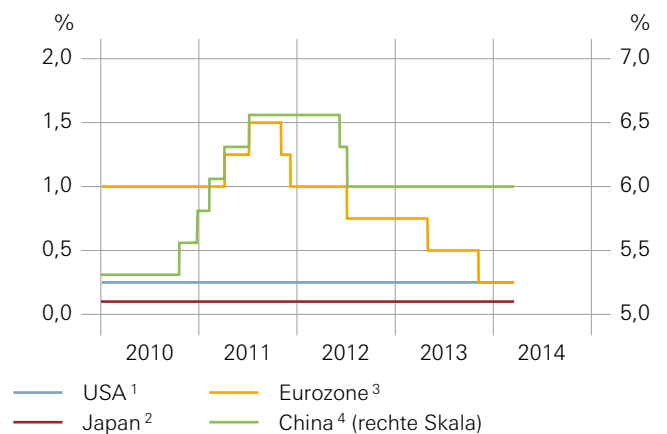
Veränderung gegenüber Vorjahr



¹ Ohne Nahrungsmittel und Energie
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.13

OFFIZIELLE ZINSSÄTZE

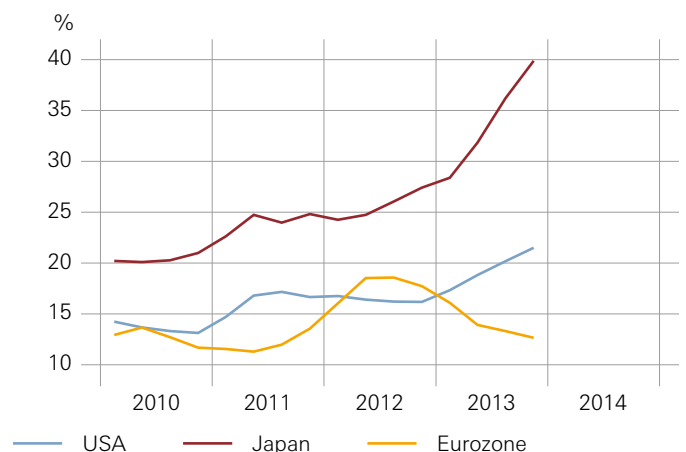


¹ Federal Funds Rate ² Tagesgeldzielsatz ³ Hauptrefinanzierungssatz
⁴ Einjähriger Ausleihsatz
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.14

MONETÄRE BASIS

Relativ zum BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream

volumen: Überkapazitäten in der überschuldeten Schwerindustrie und steigende Zinsen könnten vermehrt zu Insolvenzen führen und Finanzmarkturbulenzen auslösen. In Brasilien, Indien und Russland bleibt der Ausblick verhalten. Diese Länder kämpfen mit restriktiven Kreditbedingungen, geringer Reformdynamik und niedriger Produktivität. In Russland belasten zudem politische Spannungen mit der Ukraine und der internationalen Gemeinschaft die Wachstumsaussichten.

Die Inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften bildete sich in den vergangenen Monaten leicht zurück. In Brasilien, Indien und Russland übertrafen die Teuerungsraten jedoch die von der Geldpolitik anvisierten Werte immer noch deutlich. In China fiel die Jahresteuersatzrate aufgrund sinkender Nahrungsmittelpreise deutlich unter das Ziel der Zentralbank von 3,5%. Die Preisentwicklung bei den vorgelagerten Angebotspreisen ist weiter abwärtsgerichtet.

Die Geldpolitik wurde in den aufstrebenden Volkswirtschaften teilweise weiter gestrafft: In Brasilien, Indien und Russland erhöhten die Notenbanken den Leitzins weiter, um die hohe Inflation sowie teilweise rapide Kapitalabflüsse zu bekämpfen. Die chinesische Zentralbank versuchte die Volatilität am Interbankenmarkt durch verschiedene geldpolitische Massnahmen zu beruhigen.

3

Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

In der Schweiz kam es im vierten Quartal wie erwartet zu einer spürbaren Wachstumsabschwächung. Gemäss erster Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) nahm das reale BIP um 0,6% zu, nachdem es in den vergangenen drei Quartalen jeweils knapp über 2% gewachsen war. Massgeblich für die Abschwächung des Wachstums war die schwache Entwicklung der Warenexporte, die mit einem deutlichen Rückgang der Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie verbunden war. Weiterhin positive Impulse gingen hingegen von der Inlandnachfrage aus. Das Jahr 2013 schliesst mit einem BIP-Wachstum von 2%.

Aufgrund des verhaltenen BIP-Wachstums hat sich die negative Produktionslücke im vierten Quartal wieder etwas ausgeweitet. In der Industrie bleiben die technischen Produktionskapazitäten unterdurchschnittlich ausgelastet. Die Beschäftigung entwickelte sich positiv, während die Arbeitslosenquote unverändert blieb.

Im ersten Quartal 2014 dürfte sich das Wachstum wieder beleben. Die SNB rechnet auch für 2014 mit einem Wachstum von rund 2%.

GESAMTNACHFRAGE UND PRODUKTION

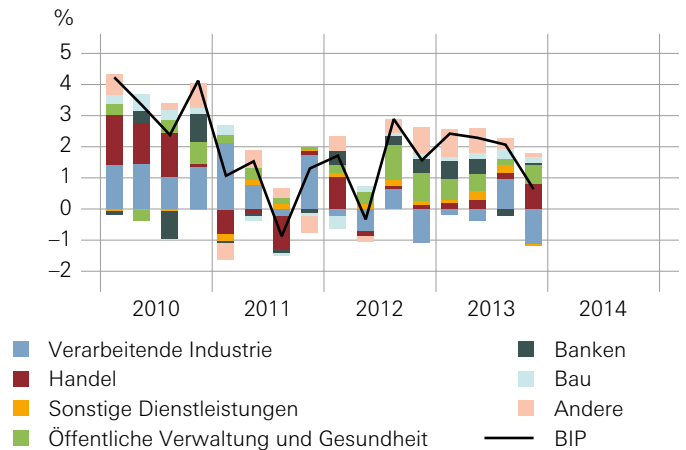
Vorübergehende Abschwächung in der verarbeitenden Industrie

Das schwache BIP-Wachstum im vierten Quartal war vor allem auf einen Rückgang der Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie zurückzuführen (Grafik 3.1). Aber auch die Finanzdienstleistungen und die unternehmensbezogenen Dienstleistungen entwickelten sich schwach. Positive Impulse lieferten dagegen der Handel, die öffentliche Verwaltung und der Gesundheitssektor.

Grafik 3.1

WACHSTUMSBEITRÄGE NACH SEKTOREN

Veränderung gegenüber Vorperiode

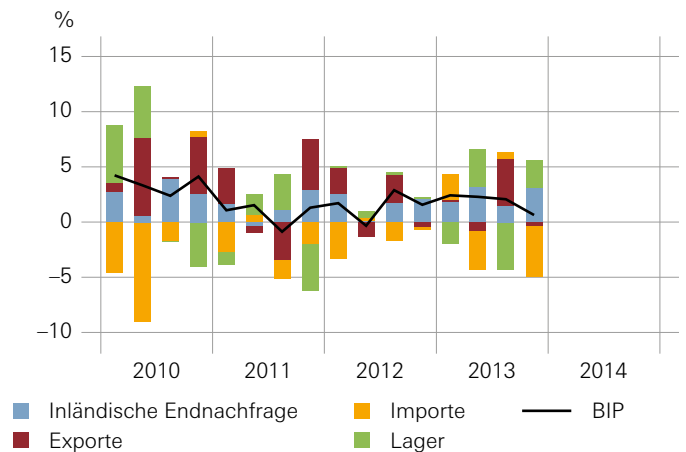


Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO)

Grafik 3.2

WACHSTUMSBEITRÄGE: NACHFRAGESEITIG

Veränderung gegenüber Vorperiode

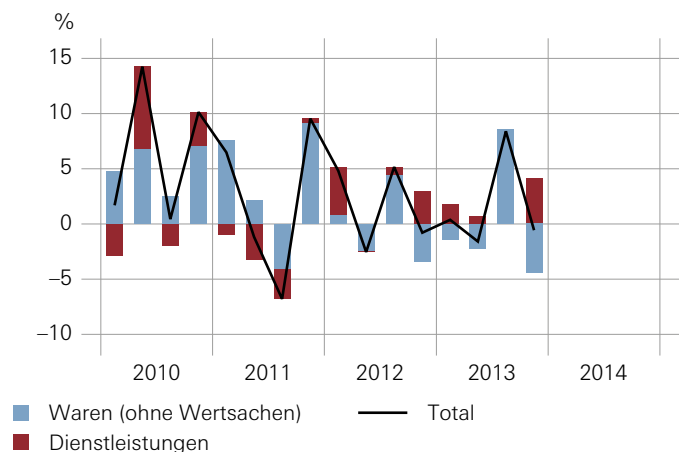


Quelle: SECO

Grafik 3.3

EXPORTE: WACHSTUMSBEITRÄGE

Veränderung gegenüber Vorperiode



Quelle: SECO

Spürbar negativer Aussenhandelsbeitrag

Die Exporte gingen nach einem robusten Zuwachs im Vorquartal leicht zurück (Grafik 3.3). Ein spürbarer Anstieg der Dienstleistungsexporte, insbesondere bei den Patent- und Lizenzeinnahmen, kompensierte die negative Entwicklung der Warenexporte nur teilweise. Die Importe, die im Vorquartal leicht gesunken waren, legten stark zu (Grafik 3.4). Insgesamt resultierte im vierten Quartal ein spürbar negativer Aussenhandelsbeitrag zum BIP-Wachstum. Im Jahresdurchschnitt trugen die Nettoexporte kaum zum Wachstum bei (Grafik 3.2 und Tabelle 3.1).

Tabelle 3.1

REALES BIP UND KOMPONENTEN

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode in Prozent, annualisiert

	2010	2011	2012	2013	2012				2013			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	1,7	1,1	2,4	2,3	3,9	0,6	2,7	3,3	2,3	2,2	0,9	2,7
Staatlicher Konsum	0,2	1,2	3,2	3,0	2,9	3,3	3,7	2,8	3,3	1,3	4,8	2,6
Anlageinvestitionen	4,8	4,5	-0,4	1,8	-0,3	-3,1	-1,4	-0,6	0,3	8,7	2,1	6,2
Bau	3,5	2,5	-2,9	3,8	-8,6	1,1	0,1	2,7	6,6	2,0	6,3	6,2
Ausrüstungen	5,8	6,1	1,7	0,2	7,0	-6,2	-2,7	-3,2	-4,8	14,6	-1,2	6,2
Inländische Endnachfrage	2,2	1,8	1,8	2,3	2,8	0,1	1,9	2,4	2,0	3,5	1,6	3,4
Lagerveränderung ¹	0,8	-0,2	-0,1	-0,2	0,1	0,5	0,2	0,2	-2,0	3,4	-4,3	2,6
Exporte total ²	7,4	3,8	2,0	1,1	4,8	-2,5	5,2	-0,8	0,4	-1,6	8,4	-0,6
Waren ²	9,3	6,3	1,9	-0,5	1,1	-3,5	6,6	-5,1	-2,1	-3,3	12,9	-6,6
Dienstleistungen	3,5	-1,6	2,4	4,4	14,0	-0,4	2,1	9,1	5,4	1,9	0,0	12,6
Importe total ²	9,1	3,8	3,9	1,1	8,5	-0,8	4,1	0,7	-6,0	8,8	-1,7	11,6
Waren ²	10,6	3,1	2,5	-0,1	7,6	-3,2	4,3	-3,0	-6,6	9,7	-2,1	5,9
Dienstleistungen	3,0	6,8	9,4	5,7	12,4	9,5	3,2	16,4	-4,2	5,7	-0,5	33,8
Aussenbeitrag ³	0,2	0,4	-0,5	0,1	-1,0	-1,0	0,9	-0,7	2,6	-4,3	4,9	-5,0
BIP	3,0	1,8	1,0	2,0	1,7	-0,3	2,9	1,6	2,4	2,3	2,1	0,6

¹ Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten (inklusive statistischer Diskrepanz)

² Ohne Wertsachen (Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten)

³ Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten

Quelle: SECO

Erholung der Inlandnachfrage

Nach einer temporären Verlangsamung im Vorquartal zog die inländische Endnachfrage im vierten Quartal wieder an. Sie bildete im Gesamtjahr 2013 die treibende Kraft (Grafik 3.5 und Tabelle 3.1). Die Ausgaben der privaten Haushalte expandierten besonders in den Bereichen Gesundheit und Finanzdienstleistungen robust und trugen zu einem überdurchschnittlichen Konsumwachstum sowohl im vierten Quartal wie auch im Gesamtjahr bei. Begünstigt wurde der Privatkonsum durch die starke Zuwanderung und eine solide Einkommensentwicklung.

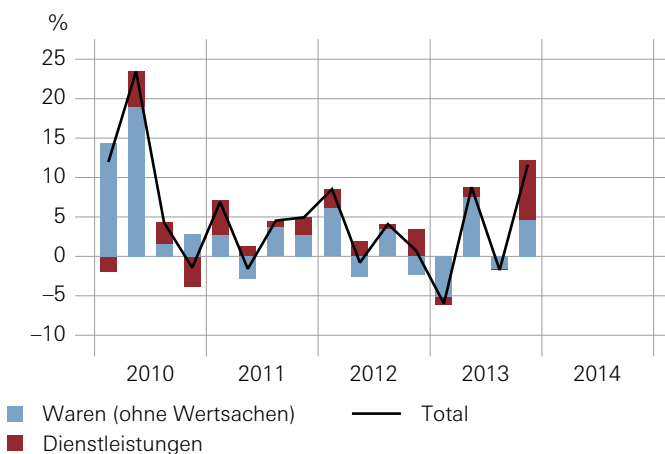
Die Ausrüstungsinvestitionen legten im vierten Quartal wieder zu. Insgesamt bleibt jedoch die Investitionsbereitschaft der Unternehmen aufgrund der unsicheren weltwirtschaftlichen Perspektiven begrenzt. So haben sich die Ausrüstungsinvestitionen über die letzten zwei Jahre sehr wenig erhöht. Sie liegen noch deutlich unter dem Niveau von 2007, also vor Beginn der weltweiten Finanzkrise.

Die Bauinvestitionen wuchsen im vierten Quartal erneut kräftig. Der Wohnungsbau, der vom boomenden Immobilienmarkt profitiert, stieg weiter. Aber auch der Geschäftsbau verzeichnete nach der schwachen Entwicklung der Vorquartale einen Zuwachs. Das sich abzeichnende Überangebot an Büroflächen und die anhaltende wirtschaftliche Unsicherheit lassen jedoch vermuten, dass es sich dabei um einen temporären Anstieg und nicht um eine Trendwende handelt.

Grafik 3.4

IMPORTE: WACHSTUMSBEITRÄGE

Veränderung gegenüber Vorperiode

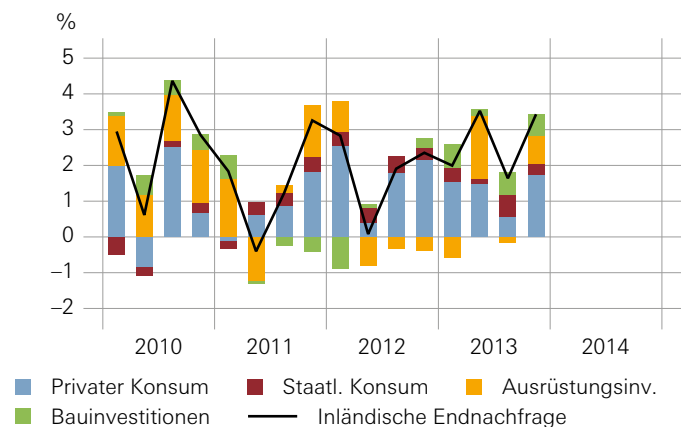


Quelle: SECO

Grafik 3.5

INLÄNDISCHE ENDNACHFRAGE: WACHSTUMSBEITRÄGE

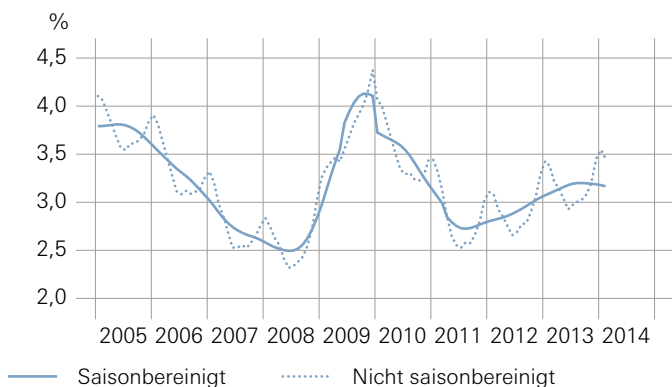
Veränderung gegenüber Vorperiode



Quelle: SECO

Grafik 3.6

ARBEITSLOSENQUOTE

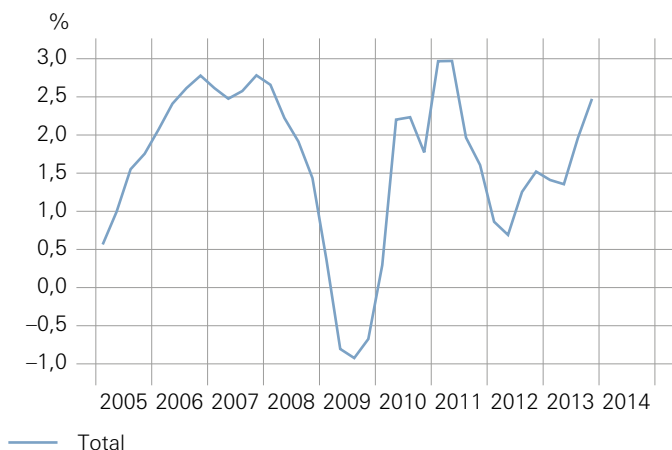


Bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose in % der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen) bis 2009 und ab 2010 gemäss Volkszählung 2010 (4 322 899 Erwerbspersonen).
Quelle: SECO

Grafik 3.7

ERWERBSTÄTIGE

Veränderung gegenüber Vorperiode

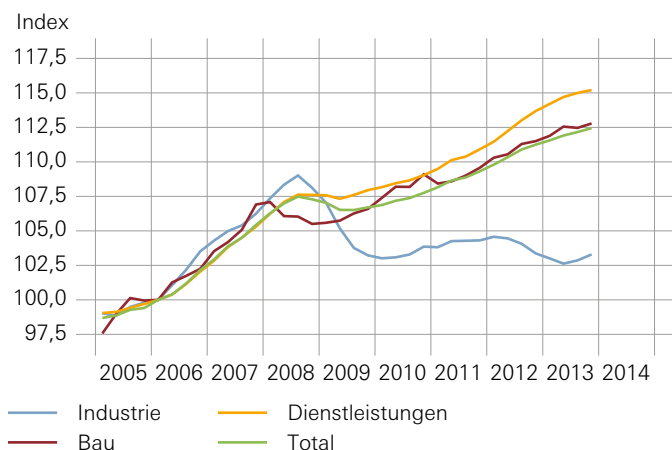


Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS), Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.8

BESCHÄFTIGUNG IN VOLLZEITÄQUIVALENTEN

1. Q. 2006 = 100



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

ARBEITSMARKT

Die Arbeitsmarktdynamik bessert sich allmählich. Im internationalen Vergleich ist die Situation am Schweizer Arbeitsmarkt nach wie vor günstig.

Stagnierende Arbeitslosigkeit

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote verharrt seit Mai 2013 unverändert bei 3,2% (Grafik 3.6). Sie lag auch im Jahresdurchschnitt bei 3,2% und damit 0,3 Prozentpunkte höher als im Jahr 2012. Seit Oktober 2013 geht die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen saisonbereinigt jedoch leicht zurück, was auf eine weitere Erholung am Arbeitsmarkt hindeutet.

Robuster Anstieg der Erwerbstätigen

Gemäss Erwerbstätigenstatistik (ETS) nahm die Zahl der Erwerbstätigen im vierten Quartal deutlich zu. Gegenüber dem Vorquartal betrug der Zuwachs 2,5% (Grafik 3.7). Im Gesamtjahr 2013 wuchs die Zahl der Erwerbstätigen um 1,3%, verglichen mit 1,5% im Vorjahr.

Gemäss Beschäftigungsstatistik (BESTA) beschleunigte sich der Stellenzuwachs in der verarbeitenden Industrie im vierten Quartal (Grafik 3.8). Bei den Dienstleistungsbranchen wurden zwar weiterhin Stellen aufgebaut, jedoch weniger als im Vorquartal. Bei den Finanzdienstleistungen geht die Beschäftigung dagegen seit über zweieinhalb Jahren zurück.

KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

Langsame Erholung der Auslastung in der Industrie

Laut Umfrage der KOF stieg die Auslastung der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie im vierten Quartal auf 81,8%. Damit lag die Auslastung in der Industrie jedoch weiterhin deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.9). Der Nutzungsgrad der Maschinen im Bausektor ging weiter zurück. Im Gegensatz zur verarbeitenden Industrie blieb die Auslastung allerdings auf einem recht hohen Niveau (Grafik 3.10). In der Baubranche klagten weiterhin viele Firmen über Engpässe bei Maschinen- und Gerätekapazitäten sowie über einen Mangel an Arbeitskräften. Im Dienstleistungssektor deuteten Umfragen weiter auf eine durchschnittliche Auslastung hin.

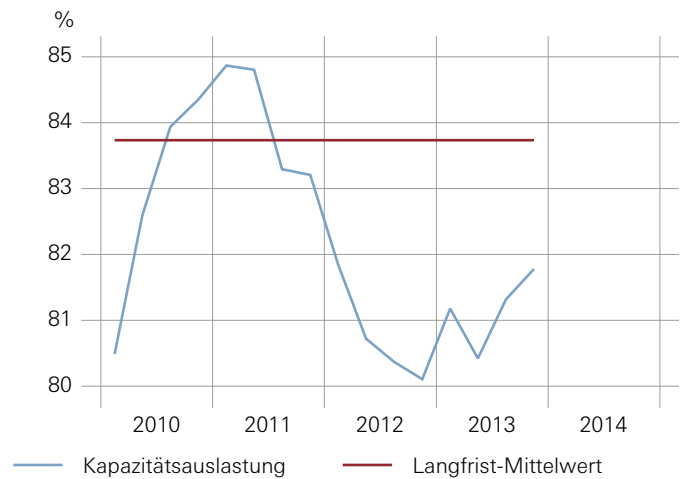
Vorübergehende Ausweitung der Produktionslücke

Wie gut die Produktionsfaktoren einer Volkswirtschaft ausgelastet sind, zeigt die Produktionslücke, die als prozentuale Abweichung des beobachteten BIP-Niveaus vom geschätzten gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzial berechnet wird. Mit dem unterdurchschnittlichen BIP-Wachstum im vierten Quartal öffnete sich die Lücke zwar wieder, doch ist davon auszugehen, dass es sich um eine vorübergehende Ausweitung handelt. Das mittels einer Produktionsfunktion geschätzte Produktionspotenzial ergab für das vierte Quartal eine Produktionslücke von $-1,0\%$ (Grafik 3.11). Andere Schätzmethoden (Hodrick-Prescott-Filter und multivariater Filter) signalisieren eine etwas kleinere Produktionslücke (je $-0,6\%$).

Die verschiedenen Schätzungen spiegeln die unterschiedlichen Ansätze zur Berechnung des Produktionspotenzials wider. Der Produktionsfunktionsansatz berücksichtigt das Arbeitsangebot und den Kapitalstock der Volkswirtschaft. Da sich das Arbeitsangebot – in erster Linie als Folge der Zuwanderung – in den letzten Jahren deutlich erhöht hat, ist das Potenzial und entsprechend die Lücke gemäss dieser Methode grösser als bei den rein statistischen Filtermethoden.

Grafik 3.9

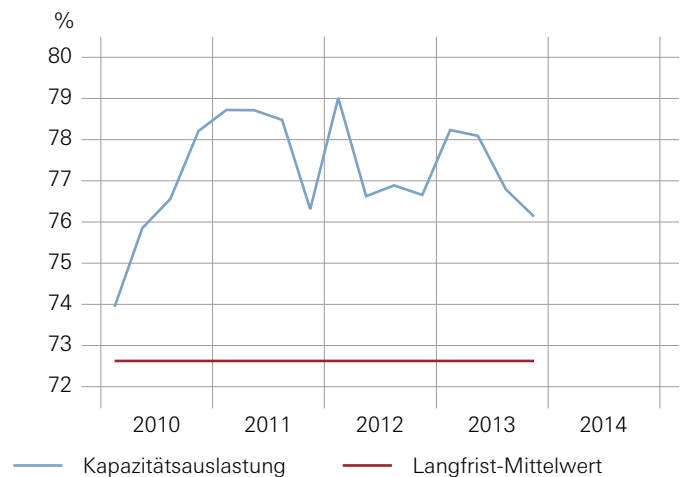
KAPAZITÄTSAUSLASTUNG INDUSTRIE



Quelle: KOF Konjunkturforschungsstelle (KOF/ETH)

Grafik 3.10

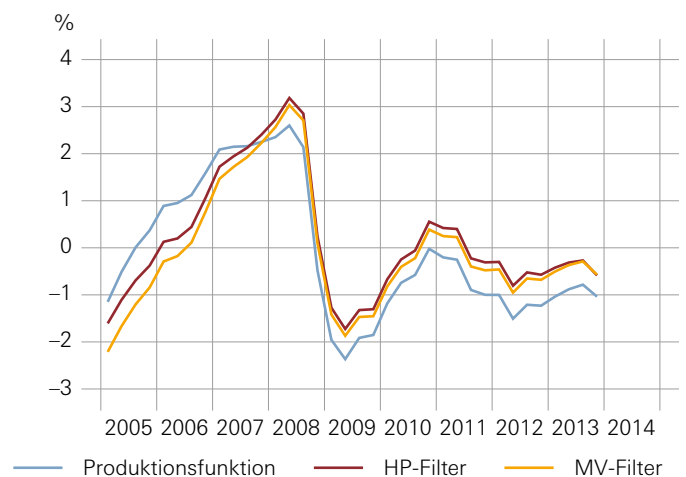
KAPAZITÄTSAUSLASTUNG BAU



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.11

PRODUKTIONS LÜCKE



Quelle: SNB

EINKAUFSMANAGER-INDEX INDUSTRIE



— PMI
Quelle: Credit Suisse

REALWIRTSCHAFTLICHE AUSSICHTEN

Die solide Wirtschaftsdynamik des Vorjahres dürfte sich 2014 fortsetzen. Die verfügbaren Indikatoren deuten mehrheitlich darauf hin, dass das Wachstum im ersten Quartal wieder anziehen wird. Haupttreiber dürfte eine spürbare Erholung bei den Warenausfuhren sein.

Die internationale Konjunktur wird auch im weiteren Jahresverlauf positive Wachstumsimpulse liefern. So wird sich die Lage der exportorientierten Branchen wieder etwas erfreulicher darstellen. Entsprechend dürften die Produktionskapazitäten stärker ausgelastet werden, und die finanzielle Lage der Unternehmen dürfte sich weiter verbessern. Vor diesem Hintergrund ist damit zu rechnen, dass die Investitionstätigkeit an Schwung gewinnen wird. Die binnenorientierten Branchen werden in den kommenden Quartalen weiterhin von den günstigen inländischen Rahmenbedingungen profitieren.

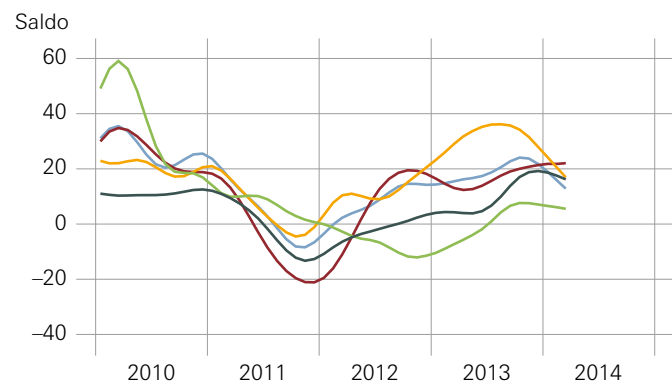
Die SNB rechnet auch für dieses Jahr mit einem BIP-Wachstum von rund 2%. Im Laufe des Jahres dürfte die Arbeitslosenquote leicht sinken.

Diese Prognose ist mit bedeutenden Unsicherheiten behaftet, die mehrheitlich mit der Entwicklung im Ausland zusammenhängen (siehe Kapitel 2). Die Annahme der eidgenössischen Volksinitiative gegen Masseneinwanderung trägt jedoch auch zur Unsicherheit über den künftigen Konjunkturverlauf bei. Deren Auswirkungen lassen sich noch nicht präzise abschätzen.

Grafik 3.13

ERWARTETE BESTELLUNGSEINGÄNGE

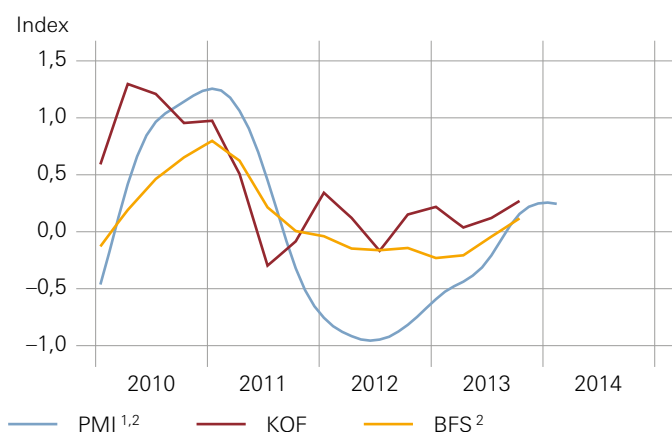
Trendkomponente



— Alle Industrien — Maschinen — Metall
— Chemie — Uhren
Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.14

VORLAUFENDE INDIKATOREN DER BESCHÄFTIGUNG



1 Monatswerte
2 Trendkomponente: SNB
Quellen: BFS, Credit Suisse, KOF/ETH

4

Preise und Inflations-
erwartungen

KONSUMENTENPREISE

LIK praktisch auf Vorjahresstand

Die Konsumentenpreise entwickeln sich weiterhin stabil, so dass die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuersatzrate um die 0%-Marke schwankt. Im Februar 2014 betrug die Jahresteuersatzrate $-0,1\%$, nach jeweils $0,1\%$ in den Monaten November 2013 bis Januar 2014 (Tabelle 4.1).

Die jährliche Teuerung der Konsumentenpreise pendelte in den letzten Monaten um 0% . Auch die Kerninflationsraten lagen nahe bei null und zeigten damit weder Inflation noch Deflation an.

Die mittels Umfragen erhobenen Erwartungen zur Preisentwicklung sind weitgehend unverändert geblieben. Die Inflationserwartungen verharrten im niedrigen positiven Bereich, der mit der SNB-Definition von Preisstabilität konform ist.

Im Unterschied zu den Preisen von Waren und Dienstleistungen sind die Preise von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern in den letzten Jahren kräftig gestiegen. Im vierten Quartal stiegen diese Preise weiter an, womit die Risiken auf dem Markt für Wohneigentum nochmals zunahmen.

Tabelle 4.1

LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE UND KOMPONENTEN

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

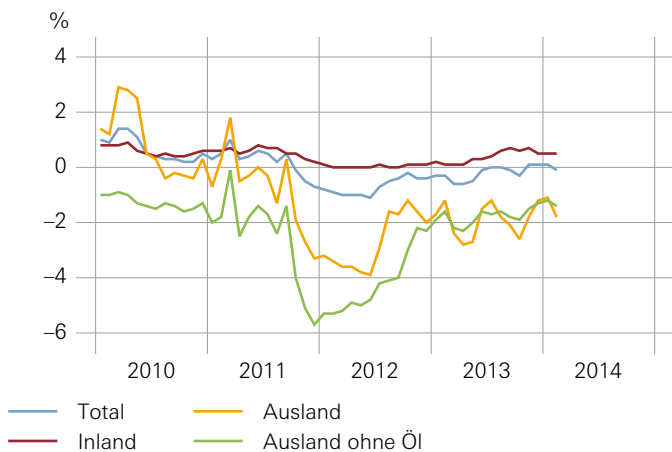
	2013	2013				2013	2014	
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar
LIK total	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	-0,1
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,4	0,1	0,3	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
Waren	-0,3	-0,8	-0,6	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3
Dienstleistungen	0,6	0,4	0,5	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,3	0,3
Mieten	0,4	-0,2	0,1	0,7	1,2	1,4	1,4	1,4
öffentliche Dienstleistungen	1,0	1,1	1,1	1,1	0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Ausländische Waren und Dienstleistungen	-1,9	-1,8	-2,3	-1,7	-1,8	-1,2	-1,1	-1,8
ohne Erdölprodukte	-1,8	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-1,3	-1,2	-1,4
Erdölprodukte	-2,5	-1,0	-4,3	-1,6	-3,1	-0,4	-0,1	-3,9

Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.1

LIK: IN- UND AUSLÄNDISCHE GÜTER

Veränderung gegenüber Vorjahr

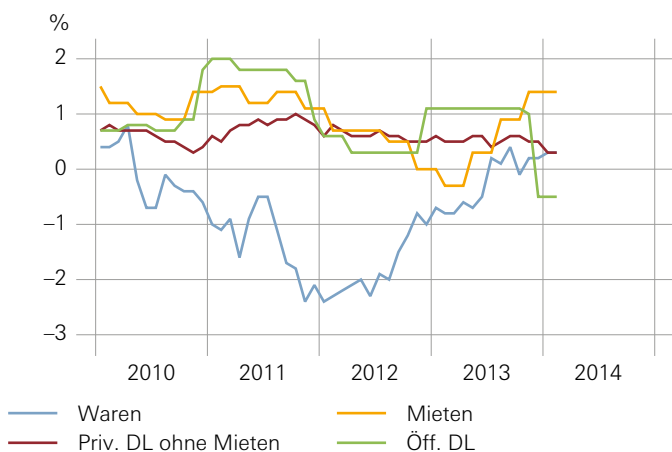


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.2

LIK: INLÄNDISCHE WAREN UND DIENSTLEISTUNGEN

Veränderung gegenüber Vorjahr

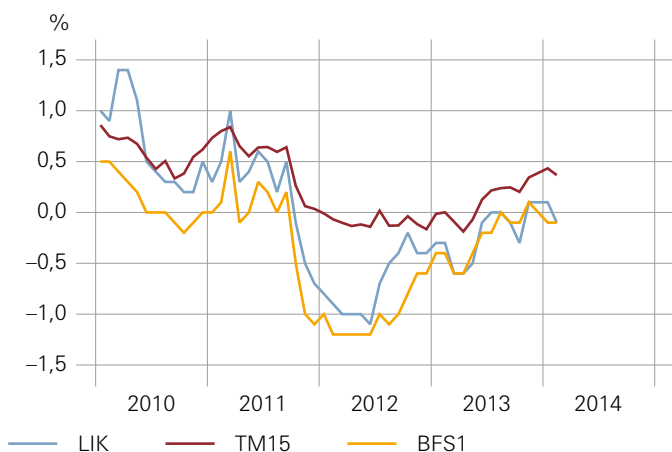


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.3

KERNINFLATION

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quellen: BFS, SNB

Preisrückgang bei den importierten Gütern

Die Preise der aus dem Ausland stammenden LIK-Güter bewegten sich im Februar weiterhin unter dem entsprechenden Vorjahresniveau (-1,8%). Darin widerspiegeln sich die gedämpfte Preisentwicklung im Ausland und die leichte Aufwertung des Frankens. Zur negativen Jahresrate trugen sowohl die Erdölprodukte als auch die übrigen ausländischen Güter bei (Grafik 4.1).

Geringe Teuerung bei den inländischen Gütern

Die Inlandkomponente des LIK weist per Februar eine jährliche Teuerung von 0,5% auf. Sowohl die Waren als auch die Dienstleistungen waren im Durchschnitt leicht teurer als vor einem Jahr. Eine Ausnahme bildeten die öffentlichen Dienstleistungen (Grafik 4.2). Unter dem Einfluss gesenkter Tarife für Spitalleistungen fielen die Preise der öffentlichen Dienstleistungen im Dezember gegenüber dem Vormonat; sie liegen seither auch tiefer als im entsprechenden Vorjahresmonat.

Niedrige Kerninflation

Die auf einem reduzierten Warenkorb beruhenden Kerninflationen sind weiterhin niedrig (Grafik 4.3). Der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert (TM15) stieg in den letzten Monaten leicht an und betrug im Februar 0,4%. Die Kerninflationenrate 1 des BFS (BFS1) schwankte um 0%.

PRODUZENTEN- UND IMPORTPREISE

Angebotspreise geringfügig tiefer als im Vorjahr

Die Produzenten- und Importpreise, die zusammen den Index der Angebotspreise bilden, fielen im Februar gegenüber dem Vormonat. Damit sanken auch die entsprechenden jährlichen Teuerungsraten. Diese liegen bei den Importpreisen etwas stärker im negativen Bereich als bei den Produzentenpreisen (Grafik 4.4).

Weiterer Anstieg der Preise für Wohneigentum im vierten Quartal

Die Preise für Wohneigentum stiegen im vierten Quartal 2013 weiter an. Grafik 4.5 zeigt, dass der Index der Preise für Eigentumswohnungen von Fahrländer Partner den Rückgang aus dem Vorquartal wieder wettmachte, während die Indizes von Wüest & Partner und IAZI etwa im gleichen Ausmass stiegen wie im Vorquartal. Die drei Indizes lagen damit zwischen 4,7% und 8,0% über ihrem Vorjahresniveau. Der Anstieg der entsprechenden Preisindizes für Einfamilienhäuser betrug im gleichen Zeitraum zwischen 2,6% und 7,4%. Die meisten dieser Teuerungsraten lagen tiefer als vor einem Jahr.

Leichter Anstieg der Bestandsmieten

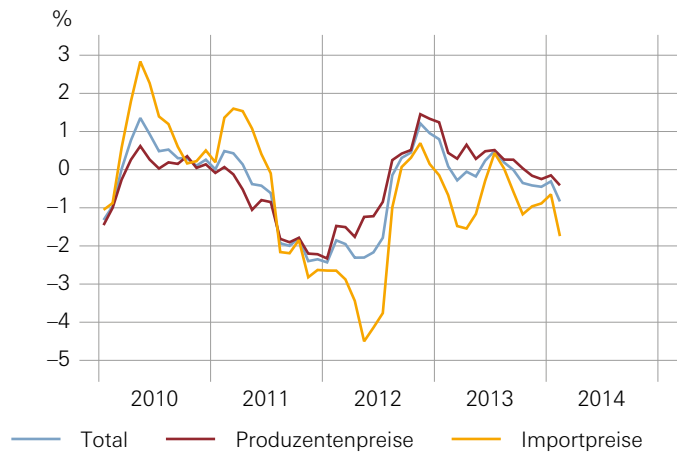
Die von Wüest & Partner erfassten Mieten der am Markt angebotenen Wohnungen (Angebotsmieten) stiegen über die letzten drei Jahre kumuliert um rund 10%, während die mit den Mieten des LIK approximierten Bestandsmieten im gleichen Zeitraum um weniger als 3% zunahmen. Ein Grund für den Unterschied liegt darin, dass die Bestandsmieten gesetzlich an den Referenzzinssatz gebunden sind. Dieser ist in den letzten Jahren schrittweise gefallen und liegt seit September 2013 bei 2% (Grafik 4.6).

Die jährliche Teuerung der Angebotsmieten lag auch im vierten Quartal 2013 deutlich über jener der Bestandsmieten. Allerdings manifestieren sich die seit längerem steigenden Angebotsmieten allmählich auch in höheren Bestandsmieten. Diese lagen im vierten Quartal 1,2% höher als vor einem Jahr.

Grafik 4.4

PREISE DES GESAMTANGEBOTS

Veränderung gegenüber Vorjahr

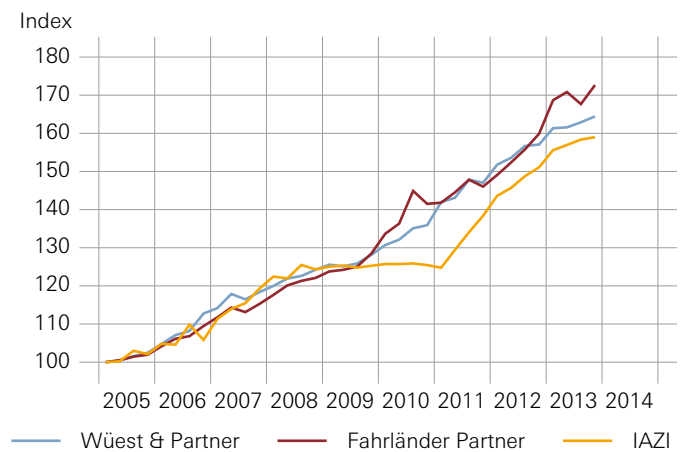


Quelle: BFS

Grafik 4.5

TRANSAKTIONSPREISE EIGENTUMSWOHNUNGEN

Nominal (hedonisch), Periodenbeginn = 100

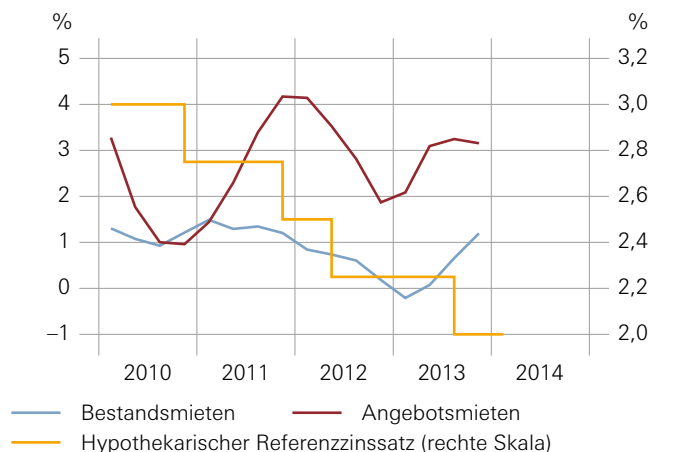


Quellen: Fahrländer Partner, IAZI, Wüest & Partner

Grafik 4.6

WOHNUNGSMIETEN UND REFERENZZINSSATZ

Nominal, Veränderung gegenüber Vorjahr (linke Skala)



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

INFLATIONSERWARTUNGEN

Inflationserwartungen weiterhin tief

Verschiedene Umfragen zeigen, dass sich die Erwartungen über die Entwicklung der Preise in den letzten Monaten kaum verändert haben. Die Befragten erwarten weder beim Preisniveau noch bei der Teuerungsrate deutliche Veränderungen. Die mittelfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin etwas höher als die kurzfristigen.

Gemäss der im Januar durchgeführten Quartalsumfrage des SECO rechneten 52% der Haushalte mit mässig steigenden und 4% mit stark steigenden Preisen. 37% erwarteten gleichbleibende und die restlichen 7% fallende Preise. Gegenüber der Erhebung im Vorquartal blieben die Anteile weitgehend unverändert (Grafik 4.7).

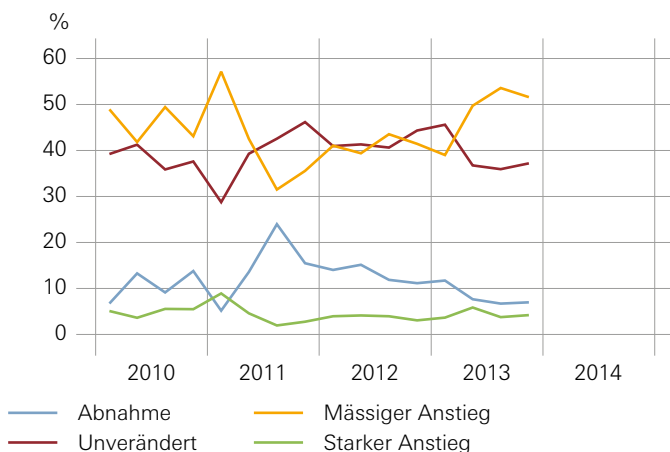
Die meisten der im Februar für den Credit Suisse ZEW Finanzmarktreport befragten Finanzanalysten erwarteten keine Veränderung der Teuerung. 73% rechneten auf sechs Monate mit unveränderten Jahresteuerraten, 24% erwarteten höhere und beinahe niemand erwartete tiefere Teuerungsrate.

Quantitative Inflationserwartungen liefern die von den SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte geführten Gespräche mit Unternehmen aus allen Branchen der Wirtschaft. Die erfassten Teuerungserwartungen für die jeweils nächsten sechs bis zwölf Monate beliefen sich im ersten Quartal 2014 gleich wie im Vorquartal auf 0,4%. Die in der CFO-Umfrage von Deloitte erhobene erwartete Inflationsrate in zwei Jahren betrug im vierten Quartal 1,2% (Vorquartal: 1,3%).

Grafik 4.7

PREISERWARTUNGEN

Haushaltsumfrage zur erwarteten Preisentwicklung auf 12 Monate



Quellen: SECO, SNB

5

Monetäre Entwicklung

Die langfristigen Zinsen stiegen zum Jahresende leicht an, fielen aber bis Februar wieder unter das im letzten Sommer erreichte Niveau. Damit folgten sie der Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten, die zu Jahresbeginn von einer zunehmenden Nachfrage nach sicheren Anlagen geprägt wurde. Die Geldmarktzinssätze blieben bei geringen Umsätzen auf sehr tiefem Niveau.

Gegenüber dem Euro bewegte sich der Franken im vergangenen Quartal bei mässigen Schwankungen über dem Mindestkurs. Der exportgewichtete Franken notierte im März, nach einer vorübergehenden Abschwächung, leicht stärker als zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung im Dezember. Der Franken ist somit weiterhin hoch bewertet.

Die Notenbankgeldmenge ist seit der Lagebeurteilung im Dezember stabil geblieben. Dagegen nahm das Wachstum der breiten Geldaggregate am Jahresanfang wieder zu. Die Liquidität in den Händen der Haushalte und Unternehmen ist nach wie vor hoch.

Im Januar erhöhte der Bundesrat auf Antrag der SNB den sektoriellen antizyklischen Kapitalpuffer, womit die Eigenmittelanforderungen für Hypothekarkredite auf Wohnliegenschaften in der Schweiz ab dem 30. Juni 2014 vorübergehend ansteigen. Der Bundesrat reagierte damit auf die Verschärfung der Ungleichgewichte auf dem Hypothekar- und Immobilienmarkt, die sich aufgrund des anhaltend hohen Wachstums der Hypothekarkredite ergab.

GELDPOLITISCHE MASSNAHMEN SEIT DER LETZTEN LAGEBEURTEILUNG

Fortsetzung der im September 2011 angekündigten Geldpolitik

Die SNB behielt im vergangenen Quartal die im September 2011 angekündigte und an den darauf folgenden Lagebeurteilungen bekräftigte Geldpolitik unverändert bei. Am 6. September 2011 hatte die SNB einen Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro festgelegt. Bereits im August des gleichen Jahres hatte sie das Zielband für den 3M-Libor auf 0%–0,25% verengt.

Stabile Sichtguthaben bei der SNB

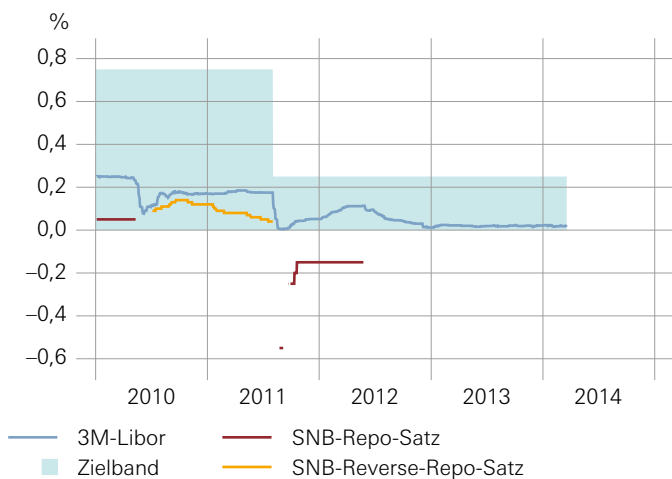
Seit der Lagebeurteilung im Dezember 2013 sind die gesamten bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben nahezu unverändert geblieben. Sie beliefen sich für die Woche zum 14. März 2014 (letzte Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte März 2014) auf 367,1 Mrd. Franken, im Vergleich zu 366,7 Mrd. Franken in der letzten Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte Dezember 2013. Zwischen den Lagebeurteilungen von Mitte Dezember 2013 und Mitte März 2014 betragen sie durchschnittlich 365,7 Mrd. Franken. Davon entfielen 317,4 Mrd. Franken auf Giroguthaben inländischer Banken und die restlichen 48,3 Mrd. Franken auf übrige Guthaben auf Sicht.

Hohe Überschussreserven der Banken

Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. November 2013 und dem 19. Februar 2014 durchschnittlich 14,7 Mrd. Franken. Sie sind somit gegenüber der Vorperiode (20. August 2013 bis 19. November 2013) unverändert geblieben. Insgesamt übertrafen die Banken das Mindestreserveverfordernis im Durchschnitt um rund 310,5 Mrd. Franken (Vorperiode: 311,1 Mrd.). Die Überschussreserven der Banken sind damit ausserordentlich hoch geblieben.

Grafik 5.1

GELDMARKTSÄTZE

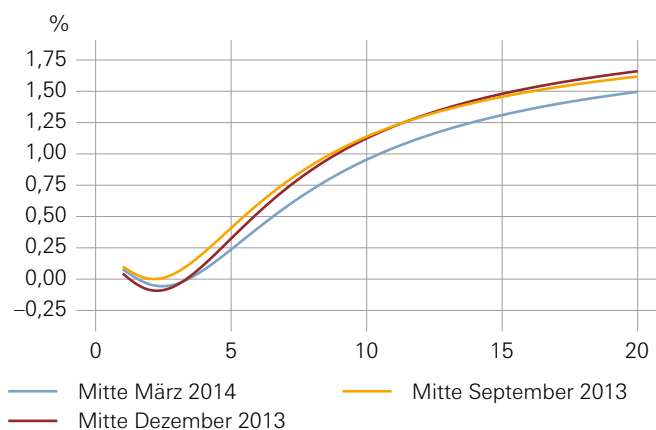


Quellen: Bloomberg, SNB

Grafik 5.2

ZINSSTRUKTUR EIDGENÖSSISCHER ANLEIHEN

Nach Nelson-Siegel-Svensson
Laufzeit in Jahren (hor. Achse)

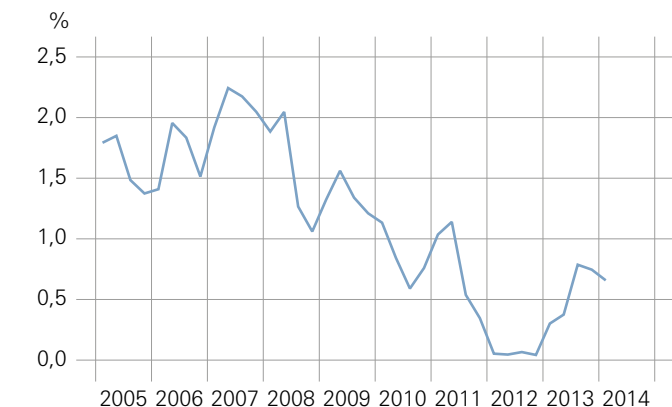


Quelle: SNB

Grafik 5.3

GESCHÄTZTER REALZINSSATZ

10-jährige Obligationen der Eidgenossenschaft
Inflationserwartungen geschätzt mit VAR-Modell



Quelle: SNB

GELD- UND KAPITALMARKTZINSEN

Geldmarktzinssätze unverändert tief

Der hohe Bestand an Liquidität trug im vergangenen Quartal dazu bei, dass die Handelsvolumen auf dem Geldmarkt gering blieben. Die Geldmarktzinsen verharren auf praktisch unverändert niedrigem Niveau (Grafik 5.1).

Der 3M-Libor lag Mitte März wie in den Vorquartalen bei 2 Basispunkten. Die Zinssätze am besicherten Geldmarkt (Swiss Average Rates) blieben ebenso wie die Emissionsrenditen von Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft im negativen Bereich.

Langfristige Zinssätze leicht gefallen

Enttäuschende Wirtschaftsdaten aus einigen Schwellenländern und politische Spannungen in vielen Teilen der Welt stärkten die Nachfrage nach sicheren Anlagen, was sich in fallenden Renditen auf langfristigen Staatsanleihen der wichtigen Volkswirtschaften widerspiegelt. Davon waren auch die Renditen eidgenössischer Anleihen betroffen. Mitte März erreichte die Rendite von Bundesobligationen mit zehnjähriger Laufzeit einen Wert von 1,0%, im Vergleich zu rund 1,1% zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung im Dezember.

Renditekurve geringfügig abgeflacht

Bei praktisch unveränderten kurzfristigen Zinssätzen sorgten die leicht tieferen langfristigen Zinsen für eine geringfügige Abflachung der Renditekurve (Grafik 5.2). Die Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Bundesobligationen und dem 3M-Libor betrug Mitte März knapp 1,0%, im Vergleich zu 1,1% Mitte Dezember.

Realzinsen praktisch unverändert

Der leichte Rückgang der langfristigen nominalen Renditen führte in Verbindung mit weitgehend unveränderten Inflationserwartungen zu kaum veränderten Realzinsen. Der geschätzte zehnjährige Realzinssatz betrug im ersten Quartal knapp 0,7%, was im längerfristigen Vergleich sehr niedrig ist (Grafik 5.3). Die Berechnung dieses Realzinssatzes stützt sich auf die zehnjährigen Renditen von Bundesobligationen und die für den gleichen Zeithorizont mit Hilfe eines vektorautoregressiven (VAR) Modells geschätzten Inflationserwartungen.

WECHSELKURSE

Leichte Höherbewertung des Frankens

Der exportgewichtete nominale Aussenwert des Frankens lag Mitte März leicht über dem Niveau zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung Mitte Dezember (Grafik 5.4). Nach einer kurzfristigen Abschwächung zu Beginn des Jahres wurde der Anstieg des Frankens bis Mitte März durch «safe haven»-Effekte begünstigt.

Schwankungen des Dollarkurses

Grafik 5.5 zeigt die Wechselkursentwicklung des Euros und des US-Dollars in Franken. Die Wendepunkte sind weitgehend identisch. Das Kursverhältnis zum Dollar schwankt allerdings stärker als jenes zum Euro. Die Bewegungen des Frankens gegenüber dem US-Dollar spiegeln damit teilweise die Bewegungen des US-Dollars gegenüber dem Euro wider.

Hoher realer Aussenwert des Frankens

Der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens ist nach wie vor hoch und liegt deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt. Im Anschluss an die Einführung des Mindestkurses von 1.20 Franken je Euro im September 2011 ging der reale Aussenwert des Frankens zunächst bis Mai 2013 zurück. Seither ist er bis Februar wieder um 2,5% gestiegen (Grafik 5.6). Die reale Höherbewertung des Frankens ist etwas geringer als die nominale, weil im gleichen Zeitraum die Konsumentenpreise in der Schweiz weniger stark als im Ausland stiegen.

Grafik 5.4

NOMINALER AUSSENWERT DES FRANKENS

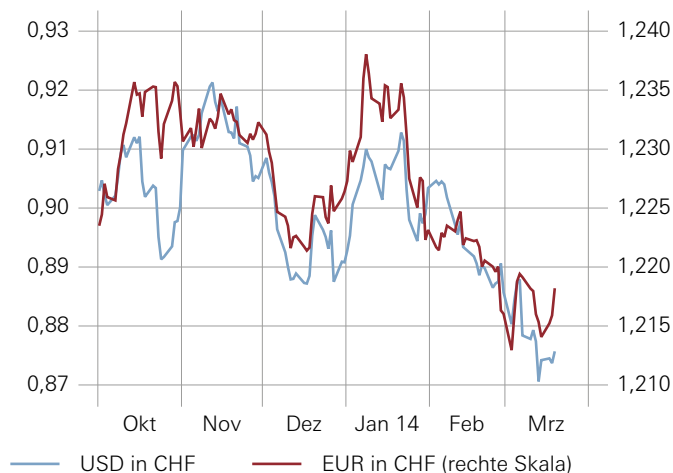
Exportgewichteter, Januar 1999 = 100



Quelle: SNB

Grafik 5.5

DEISENKURSE



Quelle: SNB

Grafik 5.6

REALER AUSSENWERT DES FRANKENS

Exportgewichteter, Januar 1999 = 100



Quelle: SNB

AKTIENMARKT

SMI Mitte März auf Stand von Ende 2013

Die wichtigsten Aktienindizes in den USA und Europa schwankten im ersten Quartal beträchtlich. Nachdem sie zu Beginn des Jahres 2014 weiter aufwärts tendiert hatten, erlitten die Aktienkurse in der zweiten Januarhälfte aufgrund enttäuschender Wirtschaftsdaten aus einigen Schwellenländern einen Rückschlag. Im Februar stiegen sie wieder mehrheitlich an, wozu die Erklärungen der neuen Vorsitzenden der Federal Reserve Janet Yellen beitrugen, dass sie den geldpolitischen Kurs ihres Vorgängers weiterführen wird. Der Konflikt zwischen Russland und der Ukraine führte Anfang März erneut zu Kursverlusten.

Der Swiss Market Index (SMI) lag Mitte März praktisch auf dem gleichen Niveau wie Ende 2013.

Anstieg der Marktunsicherheit

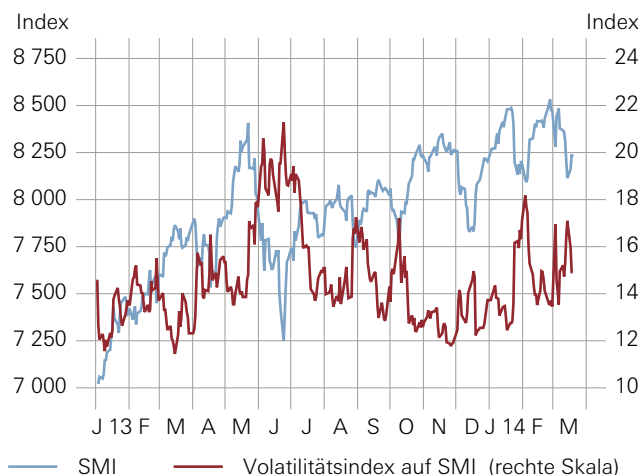
Parallel zu den Kursverlusten am Aktienmarkt stiegen die Indizes der erwarteten Volatilität der Aktienpreise jeweils an. Sie zeigen damit die höhere Unsicherheit an, die die Aktienmärkte im ersten Quartal prägte. Die in Grafik 5.7 abgebildete, auf 30 Tage erwartete Volatilität des SMI weist Ende Januar/Anfang Februar und im März deutliche Ausschläge nach oben auf.

Volatile Kurse von Bankaktien

Grafik 5.8 zeigt die Entwicklung vier wichtiger Teilindizes des Swiss Performance Index (SPI): Banken, Gesundheitswesen, Industrie und Verbrauchsgüter. Die drei letztgenannten Teilindizes sind seit Mitte 2013 deutlich gestiegen und widerspiegeln hauptsächlich die grösseren Trends im Markt. Der Bankenindex, der Ende Oktober/Anfang November fast 10% verlor, hat seither einen Teil dieser Verluste wieder wettgemacht.

Grafik 5.7

AKTIENKURSE UND VOLATILITÄT

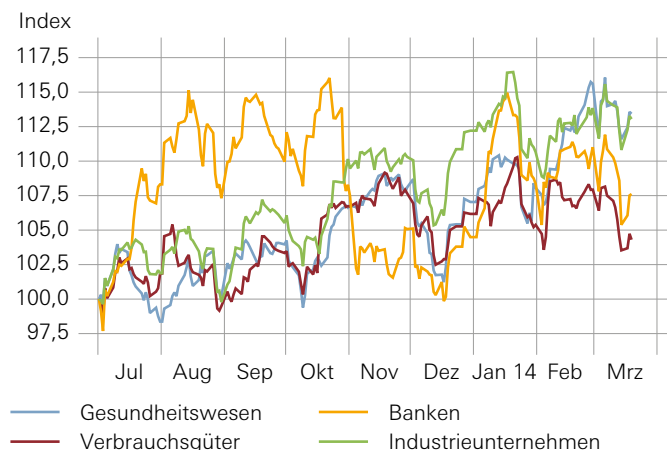


Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.8

AUSGEWÄHLTE SPI-SEKTOREN

Periodenbeginn = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

GELD- UND KREDITAGGREGATE

Notenbankgeldmenge auf hohem Niveau stabil

Die Notenbankgeldmenge, die sich aus dem Notenumlauf und den Giroguthaben der inländischen Banken bei der SNB zusammensetzt, blieb in den letzten Monaten nahezu unverändert (Grafik 5.9). Der im Juni und Juli 2013 registrierte Anstieg war auf die Erteilung der Banklizenz an die PostFinance AG zurückzuführen. Dies hatte zur Folge, dass die Giroguthaben der PostFinance bei der SNB Teil der Notenbankgeldmenge wurden. Ohne diesen Wechsel wäre die Notenbankgeldmenge bereits seit September 2012 weitgehend unverändert geblieben. Im langfristigen Vergleich bewegt sich die Notenbankgeldmenge weiterhin auf sehr hohem Niveau.

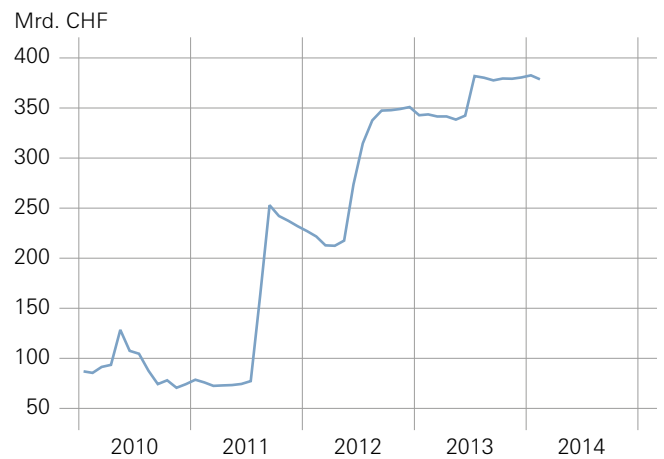
Stabilisierung des Geldmengenwachstums

Seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die Geldmengen M1, M2 und M3 sowohl im langfristigen Vergleich (Grafik 5.10) als auch im Vergleich zu anderen Ländern stark gewachsen. Dies zeigt, dass der Bankensektor in der Lage war, die geldpolitischen Impulse auf die übrige Volkswirtschaft zu übertragen, indem er Kredite zu sehr tiefen Zinssätzen vergab. Auch die Devisenmarktinterventionen trugen zum starken Wachstum der Geldmengen bei.

Gegen Mitte 2013 begann sich das Geldmengenwachstum mit dem Anstieg der langfristigen Zinssätze abzuschwächen. Das Wachstum gegenüber dem entsprechenden Vorjahresmonat verringerte sich bis Ende 2013 deutlich, bevor es zu Beginn des Jahres 2014 mit dem leichten Rückgang der langfristigen Zinssätze wieder etwas anzog (Tabelle 5.1). Im Februar 2014 lag die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen, Transaktionskonti) um 4,9% über ihrem Vorjahresstand. Die Geldmengen M2 (M1 plus Spareinlagen) und M3 (M2 plus Termineinlagen) stiegen im gleichen Zeitraum um 4,2% bzw. 4,5%. Diese Wachstumsraten beruhen auf korrigierten Zeitreihen von M1, M2 und M3, die die PostFinance auch im Zeitraum vor der Erteilung der Banklizenz als Bank behandeln.

Grafik 5.9

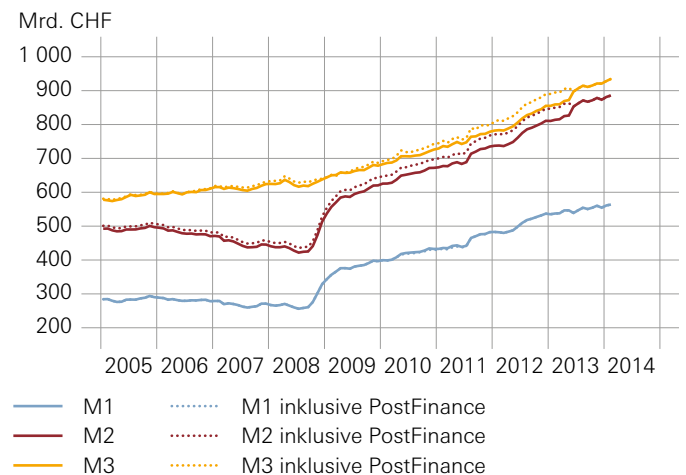
NOTENBANKGELDMENGE



Quelle: SNB

Grafik 5.10

GELDMENGEN

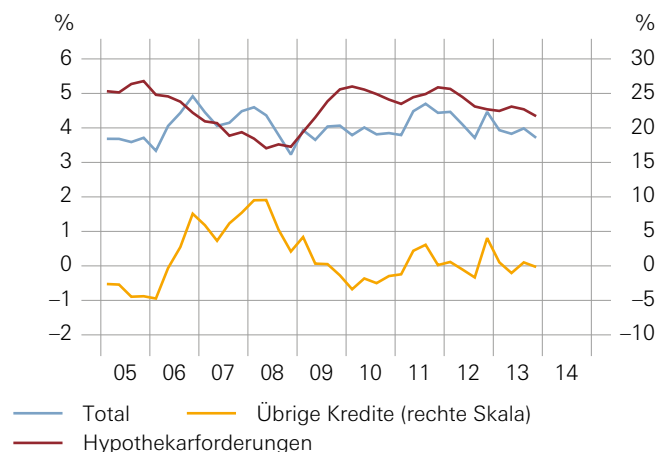


Quelle: SNB

Grafik 5.11

BANKKREDITE IN CHF

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: SNB

Leichte Abschwächung des Kreditwachstums im vierten Quartal

Das Wachstum der Bankkredite hat sich im vierten Quartal 2013 leicht abgeschwächt. Die Bankkredite lagen um 3,3% über ihrem Stand vor Jahresfrist, nach 3,5% im dritten Quartal (Tabelle 5.1).

Die Abschwächung ist auf die Entwicklung der Hypothekarkredite zurückzuführen. Diese wuchsen im vierten Quartal 2013 um 4,3% gegenüber dem Vorjahr, nach 4,5% im dritten Quartal. Trotz des jüngsten Anstiegs der Hypothekarzinsen bleibt das Zinsniveau im historischen Vergleich sehr tief und stützt damit das Hypothekenwachstum. Die Gliederung nach Schuldner zeigt, dass die Wachstumsraten der Hypothekarkredite an private Haushalte wie auch an private Unternehmen zurückgegangen sind.

Das Volumen der übrigen Kredite weist seit dem Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise einen flachen Verlauf auf. Da sich die übrigen Kredite gewöhnlich sehr zyklisch verhalten, steht diese Entwicklung im Einklang mit einer gedämpften Wirtschaftsaktivität. Die übrigen Kredite schrumpften im vierten Quartal 2013 um 1,7% gegenüber dem Vorjahr, nach einem Rückgang von 1,8% im dritten Quartal.

Tabelle 5.1

GELDMENGEN UND BANKKREDITE

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2013					2014		
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar
M1 (inklusive PostFinance)¹	8,3	11,5	11,0	6,6	4,6	3,3	4,9	4,9
M2 (inklusive PostFinance)¹	7,3	10,1	9,4	5,9	4,2	3,1	4,1	4,2
M3 (inklusive PostFinance)¹	7,3	10,2	9,3	5,9	4,3	3,5	4,3	4,5
Bankkredite total^{2,4}	3,5	3,8	3,5	3,5	3,3	3,9	4,2	
Hypothekarforderungen ^{2,4}	4,5	4,5	4,6	4,5	4,3	4,2	4,3	
Haushalte ^{3,4}	4,0	4,2	4,1	3,9	3,8	3,8	3,8	
private Unternehmen ^{3,4}	6,2	5,5	6,4	6,5	6,2	6,0	6,0	
Übrige Kredite ^{2,4}	-1,2	0,4	-1,5	-1,8	-1,7	2,2	3,3	
gedeckt ^{2,4}	0,4	5,1	2,2	-1,5	-3,8	-2,6	-4,1	
ungedeckt ^{2,4}	-2,2	-2,6	-3,9	-2,0	-0,3	5,5	8,3	

1 Die PostFinance erhielt am 26. Juni 2013 die Banklizenz. Die Wachstumsraten beruhen auf den rückwirkend für die Zeit von Januar 2005 bis Mai 2013 berechneten Geldmengen Zahlen (siehe Statistisches Monatsheft, Tabelle B2a im Internet und die Erklärungen im Statistischen Monatsheft, August 2013, S. III).

2 Monatsbilanzen

3 Kreditvolumenstatistik

4 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

Breit abgestütztes Kreditwachstum

Alle Schuldnerkategorien verzeichneten einen Anstieg der Bankkredite. Per Dezember 2013 lagen die Kredite an Haushalte 22,3 Mrd. Franken (3,4%) über ihrem Vorjahrsniveau. Die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen stiegen im gleichen Zeitraum um 4,9 Mrd. Franken (1,9%), während die Kredite an finanzielle Unternehmen, die einen volatileren Verlauf aufweisen und oft durch Sonderfaktoren beeinflusst werden, um 12,2 Mrd. Franken (26%) zunahmen (Grafik 5.12).

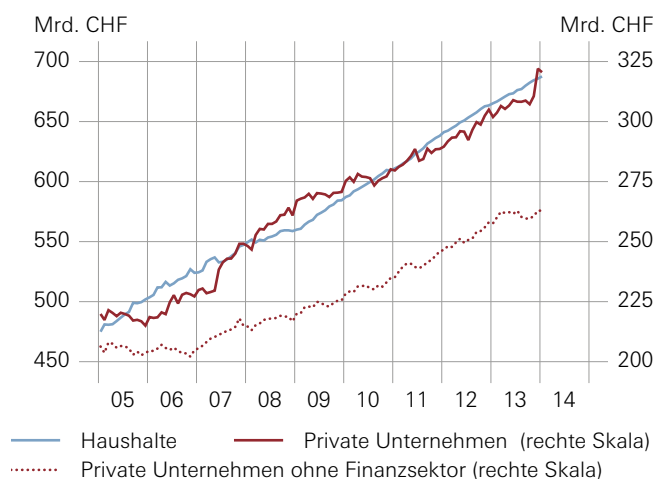
Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers

Auf Antrag der SNB erhöhte der Bundesrat am 22. Januar 2014 den antizyklischen Kapitalpuffer von 1% auf 2%. Ab dem 30. Juni 2014 sind damit die risikogewichteten Positionen, bei denen eine Wohnliegenschaft im Inland als Grundpfand dient, mit zusätzlichen Eigenmitteln zu unterlegen. Die Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers dient in erster Linie der Stärkung der Widerstandskraft des Bankensektors. Zudem soll damit einem weiteren Aufbau der Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt entgegengewirkt werden.

Die Erhöhung des antizyklischen Kapitalpuffers ist notwendig, weil sich die Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt für Wohnliegenschaften seit der Aktivierung des antizyklischen Puffers im Februar 2013 weiter verschärft haben. Zwar bewog die Aktivierung des antizyklischen Puffers mehrere, darunter auch gewichtige Banken dazu, im Jahr 2013 Kapitalmassnahmen vorzunehmen, was zur Stärkung der Widerstandskraft beigetragen hat. Auch fiel das Wachstum der Hypothekarkredite und der Preise für Wohnliegenschaften tiefer aus als noch im Vorjahr. Weder die Aktivierung des antizyklischen Puffers noch andere, im Rahmen der Revision der Selbstregulierungsrichtlinien getroffene Massnahmen haben jedoch ausgereicht, um eine weitere Zunahme des Risikos einer starken Korrektur am Hypothekar- und Immobilienmarkt zu verhindern.

Grafik 5.12

KREDITE AN HAUSHALTE UND UNTERNEHMEN



Quelle: SNB

Konjunkturtendenzen

Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

Bericht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der SNB vom März 2014

Erstes Quartal 2014

Die Delegierten der SNB stehen in regelmässigem Austausch mit Unternehmen aus verschiedenen Bereichen der Wirtschaft. Der Bericht stützt sich auf die im Januar und Februar 2014 geführten Gespräche mit 241 Unternehmern und Managern zur Lage und Entwicklung ihres Unternehmens sowie der Wirtschaft insgesamt. Die Auswahl der befragten Unternehmen ändert in jedem Quartal. Sie widerspiegelt die Branchenstruktur der Schweizer Wirtschaft gemäss Zusammensetzung des Bruttoinlandprodukts (ohne Landwirtschaft und öffentliche Dienstleistungen).

Regionen

Genf
Italienischsprachige Schweiz
Mittelland
Nordwestschweiz
Ostschweiz

Waadt-Wallis
Zentralschweiz
Zürich

Delegierte

Jean-Marc Falter
Fabio Bossi
Martin Wyss
Daniel Hanimann
Jean-Pierre Jetzer
Urs Schönholzer
Aline Chabloz
Walter Näf
Markus Zimmerli

ZUSAMMENFASSUNG

Die Schweizer Wirtschaft verzeichnet gemäss dieser Umfrage im ersten Quartal 2014 ein solides Wachstum. Viele Unternehmer konnten den Schwung, der sich im Verlauf der beiden letzten Quartale eingestellt hat, ins neue Jahr mitnehmen. Sie bleiben in Bezug auf ihren Geschäftsgang der kommenden Monate zuversichtlich.

Das Wachstum ist nach Sektoren breit abgestützt. In der verarbeitenden Industrie hat sich die Dynamik leicht erhöht. Stimulierend wirkt sich die günstige Konjunkturlage im Inland aus. Die Nachfrage aus dem Ausland ist geografisch breiter fundiert als im Vorquartal.

Die Margen liegen insgesamt etwas unter den von den Gesprächspartnern als üblich erachteten Werten. Die Nachfrage nach Arbeitskräften ist gegenüber dem Vorquartal stabil.

Die Aussichten für das reale Umsatzwachstum in den kommenden Monaten sind in allen Sektoren anhaltend optimistisch. Die Firmen signalisieren, dass sie die Investitionen etwas erhöhen und geringfügig mehr Stellen schaffen wollen.

Etliche politische Entwicklungen in der Schweiz (unter anderem die Folgen der Annahme der Masseneinwanderungsinitiative) und die zunehmende Regulierung haben nach Einschätzung der Unternehmen das Potenzial zur Beeinträchtigung der künftigen Rahmenbedingungen. Demgegenüber ist im Urteil der Wirtschaftsvertreter die Verunsicherung durch konjunkturelle und strukturelle Risikofaktoren in Europa geringer geworden.

GESCHÄFTSGANG

Industrie: fortgesetzte Erholung

In der verarbeitenden Industrie ist der Geschäftsgang im Vergleich zur letzten Unternehmensumfrage etwas besser. Die realen Umsätze sind insgesamt leicht höher als im Vorquartal. 45% der Unternehmen weisen einen Umsatzanstieg auf, bei 40% liegen die Umsätze auf dem Niveau des Vorquartals.

Die meisten Branchen verzeichnen eine positive Entwicklung: Am deutlichsten ist der Anstieg der realen Umsätze in der Pharma-, Chemie- und Kunststoffherstellung, aber auch in der Metallindustrie und bei Nahrungsmittelproduzenten. Demgegenüber verzeichnen die Branchen Maschinen und Textil – anders als noch im Vorquartal – einen leichten Rückgang der Umsätze.

Die Inlandnachfrage hält sich weiterhin auf hohem Niveau bzw. hat noch etwas an Dynamik gewonnen. Aus Europa hält sich die Nachfrage aus Deutschland und Grossbritannien gut. Erste Signale einer Wiederbelebung der Nachfrage kommen aus Spanien und Italien. Stimulierend wirkt die Nachfrage aus den USA, Asien und Osteuropa. Kräftige Impulse kommen von den Automobilherstellern.

Bau: anhaltende Dynamik

Ausgehend von einem schon sehr hohen Niveau nehmen die realen Umsätze im Bausektor gegenüber dem Vorquartal weiter zu. Im Vergleich zum Vorjahresquartal fallen die Umsätze gar deutlich höher aus, was mit dem äusserst günstigen Bauwetter zu erklären ist. Dynamisch entwickelt sich insbesondere der Hochbau.

Dienstleistungen: moderates Wachstum

Im Dienstleistungssektor setzt sich das nach Branchen breit abgestützte, moderate Wachstum fort, allerdings nicht mehr so deutlich wie in den Vorquartalen. Während knapp ein Drittel der befragten Unternehmen höhere Umsätze erzielen als im Vorquartal, verzeichnen 45% der Unternehmen eine Stagnation.

Einen verhältnismässig dynamischen Geschäftsgang weisen Unternehmen folgender Branchen auf: IT, Beratungsbüros, Personalvermittler, der Grosshandel, Fahrzeughändler sowie das Transportgewerbe. Eher flach ist der Geschäftsverlauf in der Finanzbranche, im Detailhandel und in der Gastronomie. Verschiedene Detailhändler äussern die Ansicht, der Einkaufstourismus ins Ausland bleibe stabil. Auch in dieser Umfrage thematisieren etliche Detailhändler den zunehmenden Anteil des Online-Geschäfts, als Chance wie auch als Gefahr.

In der Ferienhotellerie ist der Geschäftsgang im Quartalsvergleich zwar ebenfalls flach, aber deutlich besser als vor einem Jahr. Festgestellt wird, dass das Geschäft weiterhin sehr volatil ist: Ferien werden allgemein kürzerfristig gebucht und in kürzere Aufenthalte aufgeteilt. Ein leichter Anstieg ist bei der Anzahl ausländischer, insbesondere auch deutscher Gäste, festzustellen. Eher verhalten läuft

das Geschäft mit Seminaren; nicht zuletzt macht sich hier die Zurückhaltung aus dem Finanzsektor bemerkbar.

KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

Insgesamt verharrt die Auslastung auf einem «normalen» Stand. Erhebliche Unterschiede bleiben aber insbesondere zwischen der Baubranche und den anderen Sektoren bestehen.

In der verarbeitenden Industrie stufen die Unternehmen ihre Auslastung – wie schon im Vorquartal – insgesamt etwas tiefer als normal ein. Eher höher als normal ist sie nach wie vor in der Pharmaindustrie. Eine höhere Auslastung zeigt sich auch bei den befragten Unternehmen in der Metallherstellung und -verarbeitung. Eine spürbare Unterauslastung der Produktionskapazitäten ergibt sich bei den Maschinenherstellern.

Im Bausektor sind die technischen Kapazitäten allgemein etwas höher ausgelastet als für diese Jahreszeit üblich, sowohl im Hochbau, im Tiefbau als auch im Ausbaugewerbe. Das bisher überaus günstige Bauwetter trug massgeblich zu dieser Entwicklung bei.

Im Dienstleistungssektor ist die Infrastruktur – gemeint sind hauptsächlich Büro- und Verkaufsflächen sowie Transportkapazitäten – insgesamt weiterhin normal ausgelastet. Eine eher hohe Auslastung zeigt sich bei Architektur- und Ingenieurbüros, aber auch bei Reisebüros. Trotz einem erfreulichen Start der Wintersaison stellen Hoteliers und Restaurantbetreiber – zumindest in der ersten Hälfte des Beobachtungsquartals – eine gewisse Unterauslastung ihrer Kapazitäten fest. Als Grund werden etwa Verschiebungen in den Terminen der Sportferien angegeben.

ARBEITSNACHFRAGE

Personalbedarf stabil

Auch in dieser Umfrage zeigt sich kaum eine Veränderung in der Arbeitsnachfrage im Quartalsvergleich. Viele Unternehmen setzen nach wie vor auf einen Auf- und Abbau der Anzahl Temporärkräfte, um auf Nachfrageschübe oder -dellen zu reagieren. Dennoch gibt es auch punktuelle Anzeichen, wonach Festanstellungen leicht zunehmen. Personalpolitische Massnahmen – wie etwa Kurzarbeit oder Personalstopps – werden kaum thematisiert. Die Branchen schätzen die Angemessenheit ihres Personalbestandes weiterhin recht unterschiedlich ein.

Die befragten Unternehmen in der verarbeitenden Industrie schätzen ihren Personalbestand als ziemlich genau dem Bedarf entsprechend ein. Als eher tief beurteilen Vertreter der Chemie- und Pharmabranche ihren Personalbestand, aber auch einzelne Vertreter aus der Holzverarbeitung. Personell noch immer leicht überdotiert ist die Maschinenindustrie, während metallverarbeitende Betriebe ihre Bestände als angemessen beurteilen.

Im Bausektor signalisieren lediglich Vertreter des Ausbaugewerbes eher etwas zu tiefe Personalbestände. Im Hoch- und Tiefbau sind die Bestände angemessen.

Im Dienstleistungssektor entsprechen die Personalbestände insgesamt dem Bedarf. Einen deutlich zu tiefen Bestand signalisieren weiterhin Unternehmen der IT-Branche sowie Architektur- und Ingenieurbüros.

Wie bereits im Vorquartal erachten die befragten Unternehmen die Personalgewinnung insgesamt als etwa gleich schwierig und zeitaufwändig wie sonst. In einzelnen Branchen der Industrie nehmen aber die diesbezüglichen Schwierigkeiten eher zu. Viele Branchen verzeichnen weiterhin eine hohe Zahl spontaner Stellenbewerbungen.

PREISE, MARGEN UND ERTRAGSLAGE

Margenlage kaum verändert

Die Margen werden insgesamt als etwas tiefer als üblich eingeschätzt. Rund ein Drittel der befragten Unternehmen kommt zu dieser Einstufung, weitere 45% der Unternehmen geben hingegen an, Margen im üblichen Rahmen zu erzielen.

In der verarbeitenden Industrie bleiben die Gewinnmargen besonders in der Maschinenindustrie, aber auch in holzverarbeitenden Betrieben und bei Möbelherstellern schwächer als sonst. Tiefer als üblich sind die Margen zudem bei den befragten Nahrungsmittelproduzenten und Textilverarbeitern. Deutlich höher als üblich ist die Margenlage dagegen in Chemiebetrieben; überdurchschnittlich gut ist sie ebenfalls in Pharmabetrieben. Für die kommenden Monate erwarten die Unternehmen aus der Industrie leicht steigende Einkaufspreise, während die Verkaufspreise stabil gehalten werden.

Im Bausektor weisen die befragten Unternehmen insgesamt eine normale Margenlage auf. Einer leicht günstigeren Margenlage im Hochbau stehen leicht unterdurchschnittliche Margen im Tiefbau gegenüber.

Im Dienstleistungssektor werden die Margen erneut als tiefer als üblich eingeschätzt. Seit der letzten Umfrage haben sie sich aber eher verbessert, gaben doch damals deutlich mehr Branchen an, eine unterdurchschnittliche Margenlage aufzuweisen. Nach wie vor sehen sich aber namentlich die Banken, der Detailhandel, das Transportgewerbe und der Fahrzeughandel mit eher tiefen Margen konfrontiert. Bankenvertreter erwähnen – nebst der anhaltenden Tiefzinsphase – häufig die Kosten der Regulierungsumsetzungen als Grund. Die meisten anderen Dienstleistungsbranchen weisen eine normale Margenlage auf. Mit höheren Absatz- bzw. Dienstleistungspreisen in den kommenden Monaten rechnen insbesondere Grosshändler, Restaurationsbetriebe und Banken.

Wo die Margen in den letzten Monaten verbessert werden konnten, werden hauptsächlich Kosteneinsparungen im Produktionsprozess, aber auch möglich gewordene

Absatzpreiserhöhungen als Grund angeführt. Unternehmen aus allen drei Sektoren der Wirtschaft schätzen weiterhin die Wechselkursstabilität zum Euro, aber auch zum US-Dollar, sei es für die Fakturierung, die Budgetierung oder in Preisverhandlungen.

AUSSICHTEN

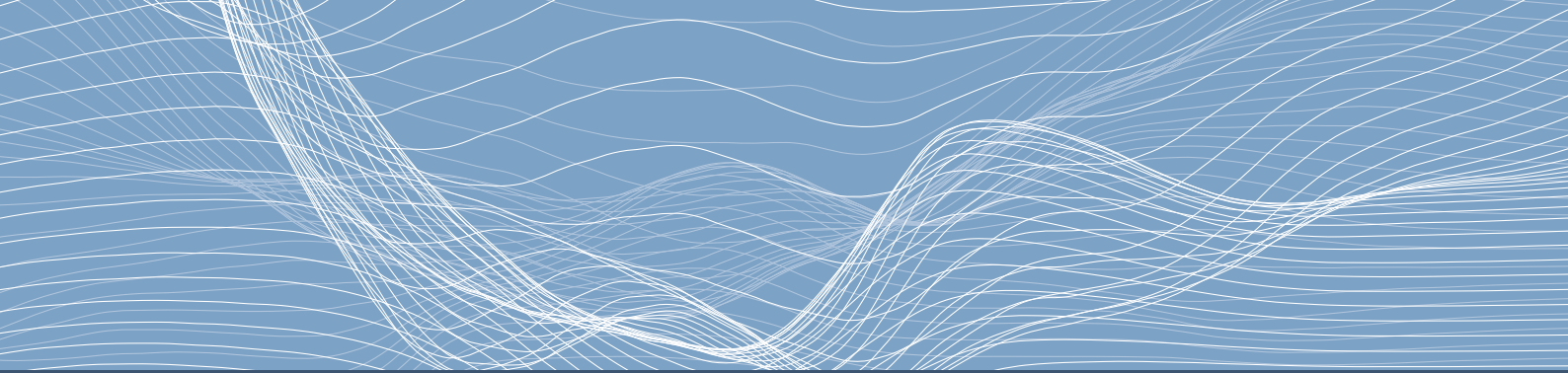
Erhöhte Visibilität für den weiteren Jahresverlauf

Die Zuversicht der Unternehmer hinsichtlich des Geschäftsgangs in den kommenden Monaten bleibt hoch. Dies hängt damit zusammen, dass sich – in der Sprache der Unternehmer – die Visibilität, d.h. die Vorhersehbarkeit des Geschäftsgangs, eher erhöht hat. In sämtlichen Branchen gehen die Unternehmen von steigenden Umsätzen in den kommenden sechs Monaten aus. Dazu tragen vor allem das weiter verbesserte Konjunkturmilieu in Europa und eine gute Konsumentenstimmung im Inland bei.

Die Beschäftigungspläne sehen im genannten Zeitraum einen leicht höheren Personalbestand vor. Etliche Unternehmen haben die Löhne auf den Jahresanfang in der Grössenordnung von gut einem Prozentpunkt erhöht oder planen, dies in den nächsten Monaten zu tun.

Die etwas höhere Zuversicht spiegelt sich – erstmals seit etlichen Quartalen – auch in leicht expansiveren Investitionsplänen der Unternehmer, und zwar in allen drei Sektoren. Für die kommenden zwölf Monate werden leicht höhere Ausgaben sowohl für Anlageinvestitionen als auch für Investitionen in Bauten veranschlagt.

Zahlreiche politische Vorstösse im Inland, zunehmende Regulierungsdichte und Bürokratie zählen weiterhin zu den Hauptsorgen der SNB-Gesprächspartner. Die Annahme der Masseneinwanderungsinitiative hat in Unternehmerkreisen da und dort ein gewisses Unbehagen ausgelöst, besonders in Unternehmen der Grenzregionen. In naher Zukunft werden jedoch keine greifbaren, negativen Effekte erwartet. Die Thematik der europäischen Schuldenkrise wird vereinzelt am Rande – als nach wie vor nicht gelöstes Problem – angesprochen.



SNB Policy Paper: Preisverhalten von Schweizer Handelsgütern während des Handelskollapses

Philipp Sauré, Internationaler Handel und Kapitalverkehr
Schweizerische Nationalbank, Zürich

Diese Studie analysiert die Preise der schweizerischen Exporte und Importe während des Handelskollapses zwischen 2008 und 2009. In dessen Verlauf fielen die betrachteten Preise durchschnittlich um etwa 3,5%. Besonders ausgeprägt waren die Preisrückgänge für Güter, die an zentralisierten Märkten gehandelt werden. Dies legt nahe, dass die Marktstruktur wesentlichen Einfluss darauf hat, wie Güterpreise auf eine stark sinkende Nachfrage reagieren.

1 Einleitung

Importe und Exporte machen einen grossen Teil der schweizerischen Wirtschaft aus, und die Import- und Exportpreise beeinflussen die Schweiz über diverse Kanäle.¹ Um ihren gesetzlichen Auftrag zur Gewährleistung der Preisstabilität wahrzunehmen, verfolgt die SNB Preisentwicklungen allgemein sehr aufmerksam, einschliesslich derjenigen von Importen und Exporten.²

Im Zuge der globalen Finanzkrise kam es von 2008 bis 2009 zu einem scharfen Einbruch von internationalen Handelsströmen. Grafik 1 zeigt, dass die schweizerischen Ein- und Ausfuhren in diesem Zeitraum um 20% bzw. 21% von ihrem höchsten auf ihren tiefsten Stand fielen.³ Der abrupte Rückgang des Schweizer Aussenhandels war Teil der grössten Kontraktion des Welthandelsvolumens seit den 1930er-Jahren. Hierfür ist heute die Bezeichnung Handelskollaps gebräuchlich.

Internationale Schocks vom Ausmass des Handelskollapses haben grossen Einfluss auf die kleine, offene Volkswirtschaft der Schweiz.⁴ Das generelle Interesse einer Notenbank an Preisentwicklungen wirft die Frage auf, wie die Preise der Handelsgüter im Einzelnen reagierten. Kam es zu Preisausschlägen während der Jahre 2008 und 2009? Lösten die zunehmenden Probleme der grenzüberschreitenden Finanzierung von Handelstransaktionen einen Preisaufrtrieb international gehandelter Güter aus? Oder verstärkten sinkende Importpreise den Deflationsdruck – und wenn ja, war der Effekt über alle Warenklassen hinweg gleich?

Eine eingehende Untersuchung der Import- und Exportpreisdynamik während des Handelskollapses liefert Antworten auf diese Fragen. Die vorliegende Studie bedient sich hierfür der Aussenhandelsdaten der Eidgenössischen Zollverwaltung, insbesondere derjenigen der Jahre 2008 und 2009.

Dabei treten zwei wichtige empirische Ergebnisse hervor. Zum einen fielen die Schweizer Exportpreise während des Handelskollapses im Durchschnitt um 3,6% und die

Importpreise um 3,5%. Dieser Rückgang ist relativ moderat gegenüber dem wertmässigen Rückgang der Exporte und Importe auf aggregierter Basis (21% bzw. 20%). Dies zeigt, dass der Rückgang der aggregierten Aussenhandelswerte nur zu einem geringen Teil auf rückläufigen Preisen beruht. Eine weitaus grössere Rolle spielt die mengenmässige Kontraktion.

Wichtiger noch ist die zweite Erkenntnis, die eine Aufspaltung der Preisrückgänge in zwei verschiedene Produktklassen, homogene Güter und differenzierte Güter, betrifft.⁵ Homogene Güter werden an zentralisierten Märkten gehandelt.⁶ Die daraus resultierende höhere Markttransparenz beschränkt in der Regel die Preissetzungsmacht der Hersteller für diese Produkte. Aus der Datenanalyse geht hervor, dass der Preisrückgang während des Handelskollapses für homogene Güter besonders ausgeprägt war. Dies wiederum legt nahe, dass die spezifische Marktstruktur bei den Preisbewegungen und der Übertragung internationaler Marktshocks eine wichtige Rolle spielte.

Interessanterweise beinhaltet die generelle Richtung der Preisveränderungen ebenfalls Hinweise auf die Determinanten, welche dem Handelskollaps zugrunde liegen. Namentlich gehen die beobachteten Preisrückgänge mit der geläufigen Auffassung einher, dass der Nachfragerückgang der wichtigste Auslöser für den Handelskollaps war. Dagegen hätten angebotsorientierte Faktoren wie gestiegene Kosten im Güterverkehr die Preise für gehandelte Güter die Höhe getrieben und die Warenpreise erhöht; mit den beobachteten Preisrückgängen sind diese Faktoren weniger leicht zu vereinbaren.

In den folgenden Abschnitten werden die Preisveränderungen für schweizerische Importe und Exporte während des Handelskollapses detailliert dokumentiert. Zuvor sollen aber die gängigen Erklärungen für den scharfen Einbruch des Welthandelsvolumens erwähnt werden.

1 Verschiedene Phänomene stellen einen Zusammenhang her zwischen den Preisen handelbarer Güter und der Verbraucherpreisdynamik (CPI). Dazu zählen der Einfluss der Importe aus Niedriglohnländern (Auer und Fischer (2010)), die Wechselkursübertragung (Campa und Goldberg (2005) und Stulz (2007)), die Rolle der Rohstoffpreise (Nakov und Pescatori (2010) und Natal (2012)) oder einfach die Entwicklung der sogenannten Terms of Trade (Kohli 2004).

2 Hildebrand (2010) betont die Bedeutung der Handelsverflechtungen für die Geldpolitik während der jüngsten Kontraktion des Welthandels.

3 Grafik 1 zeigt nur die weltweiten Importe, da – abgesehen von Messfehlern – die weltweiten Exporte den weltweiten Importen entsprechen.

4 Während der Finanzkrise kam es zu Störungen in den Handelsströmen und zu einer ausgeprägten Umkehr von Kapitalflüssen (vgl. beispielsweise Milesi-Ferretti und Tille (2011) und Brutti und Sauré (2013)).

5 Typische Beispiele für homogene Güter sind standardisierte Zwischenfabrikate oder Rohstoffe wie Erdöl, Rohmetallerzeugnisse oder Kaffeebohnen. Beispiele für differenzierte Güter sind spezifische Medikamente oder Motorfahrzeuge.

6 Darunter versteht man Märkte, auf denen die Preise öffentlich und transparent ermittelt werden. Ein wichtiges Beispiel hierfür ist die Chicago Mercantile Exchange.

2 Gängige Erklärungen für den Handelskollaps

Der internationale Handel ist prozyklisch; das heisst, dass gemessen als Anteil am BIP die internationalen Handelsströme während wirtschaftlicher Boomphasen tendenziell zunehmen und in Rezessionen abnehmen. Dies bedeutet allerdings nicht, dass die Gründe für den Handelskollaps klar auf der Hand liegen. In der Tat haben sich HandelsökonomInnen eingehend mit den Determinanten des starken Rückgangs des Welthandels beschäftigt.

Mehrere Gründe wurden ins Feld geführt, die sich grob in zwei Gruppen einteilen lassen: Einerseits hängen sie mit der sinkenden Nachfrage zusammen, andererseits mit angebotsorientierten Faktoren, namentlich mit der Zunahme der Handelskonflikte.

Nachfrageseitig stützt sich eine oft zitierte Erklärung auf die spezifische Zusammensetzung des Warenkorbs im Aussenhandel. So brach die Nachfrage für spezifische Produktklassen besonders stark ein, insbesondere bei denjenigen, die besonders intensiv grenzüberschreitend gehandelt werden. Eaton et al. (2011) zeigen, dass der Handelskollaps bis zu 80% auf diesem Zusammensetzungseffekt beruht. Ähnlich argumentieren Behrens et al. (2013), die sich näher mit der Handels- und Produktionsstatistik Belgiens befassen und zum Schluss kommen, dass der wertmässige Einbruch im Aussenhandel weniger durch grenzübergreifende Transaktionen bedingt als produktspezifisch war. Andere Studien richten ihr Augenmerk auf einzelne

spezifische Gründe für den Einbruch der Nachfrage. So machen Alessandria et al. (2010) und Alessandria (2013) geltend, dass die Lagerbewirtschaftung den Handelskollaps verschärft hat. Sie zeigen, dass Importeure, die eine rückläufige Nachfrage erwarten, ihre Lagerbestände abbauen, was zu einem vorübergehenden Stopp der Importnachfrage führt.⁷

Von der *Angebotsseite* ausgehend, verweisen diverse Studien auf die zunehmenden Handelsbarrieren als Grund für den Handelskollaps. Ahn et al. (2011) und Chor et al. (2012) heben beispielsweise die Rolle der Handelskredite hervor. Sie argumentieren, dass die Banken der Exporteure die Finanzierung für Exportgeschäfte in der Krise ausgesetzt und damit einen Rückgang des grenzüberschreitenden Handels ausgelöst haben könnten. Protektionismus ist eine weitere Quelle für Konflikte. In der Tat könnten protektionistische Massnahmen während der akuten Phase der Krise negative Folgen für die grenzübergreifende Güterverkehr gehabt haben (vgl. Bems et al. (2012)).

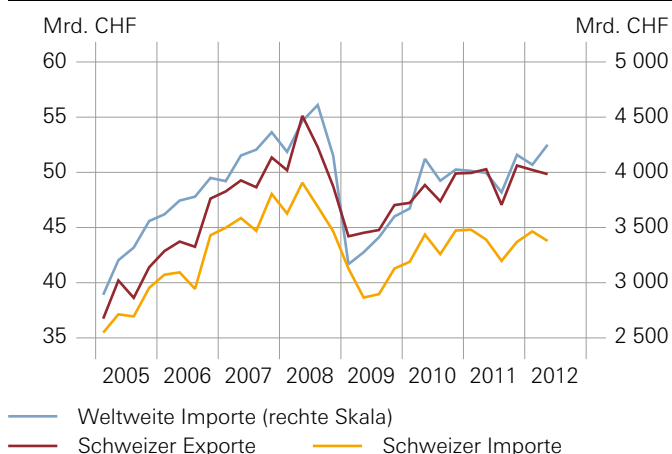
Die nähere Betrachtung der Export- und der Importpreise kann nun die zwei grossen Komplexe theoretischer Begründungen voneinander abgrenzen.⁸ Namentlich können sinkende Export- und Importpreise als Evidenz gegen Argumente interpretiert werden, die sich auf höhere Exportkosten, etwa für die Finanzierung der Handelsströme berufen: Diese Effekte sind in der Regel eher mit höheren Preisen für Handelsgüter assoziiert. Dagegen sind Erklärungen, die sich auf nachfrageseitige Effekte berufen, wie etwa die Zusammensetzung des Exportwarenkorbs oder die Lagerbewirtschaftung, vereinbar mit dem beobachteten Preisrückgang für gehandelte Güter.⁹

Kurz gesagt, bestätigt der allgemeine Preisrückgang für Handelsgüter zwischen 2008 und 2009 die gängige Auffassung, wonach der Handelskollaps in erster Linie durch den Nachfragerückgang für Handelsgüter ausgelöst wurde.

Grafik 1

AUSSENHANDEL WELTWEIT VS. SCHWEIZ

Werte



Quellen: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV), Internationaler Währungsfonds (IWF)

7 Literaturübersichten in Domit und Shafir (2010), Crowley und Luo (2011) und Bems et al. (2012).

8 Gopinath et al. (2012) haben dieses Argument in einer Studie über den Handelskollaps hervorgehoben.

9 Zunehmende Spannungen im Güterverkehr oder eine sinkende Nachfrage könnten zu einem kompletten Exportstopp für gewisse Güter führen, so dass Preisänderungen unbemerkt bleiben. Diese Effekte könnten das von den Handelskennzahlen und statistischen Schätzungen vermittelte Gesamtbild verwischen. Dennoch gibt die Richtung der beobachteten Preisausschläge offenbar starke Hinweise auf die zugrunde liegenden Triebkräfte des Handelskollapses.

3 Preisentwicklung für Schweizer Handelsgüter

Dieser Abschnitt stellt die wichtigsten Ergebnisse der vorliegenden Studie in zwei Schritten dar. Zunächst sollen die allgemeinen Preistrends diskutiert werden. Danach wird das Preisverhalten für homogene und differenzierte Güter im Einzelnen untersucht.

ALLGEMEINE TRENDS

Die Analyse der schweizerischen Export- und Importpreise stützt sich auf die detaillierten Aussenhandelsdaten der Eidgenössischen Zollverwaltung. Mangels direkter Angaben zu den Stückpreisen werden die sogenannten Unit Values analysiert; diese werden als Handelswert (in CHF) dividiert durch die Masse (in kg) definiert.¹⁰ Unit Values sind bekanntlich eine unvollkommene, aber brauchbare Näherung für Preise.¹¹

Um einen aggregierten Index zu erstellen, werden die Werte für jedes einzelne Land-Produkt-Paar zu Beginn der betrachteten Periode (Januar 2005) auf 100 normalisiert.

10 Nach der 8-stelligen HS-Nomenklatur sind dies ungefähr 9000 Produkte. Die Eidgenössische Zollverwaltung listet zudem 240 verschiedene Länder und Regionen als Handelspartner auf.

11 Mit den in dieser Studie analysierten Unit-Value-Indizes können traditionelle Preisindizes wie die vom Bundesamt für Statistik (www.bfs.admin.ch) ermittelten Import- und Exportpreisindizes nachverfolgt werden. In jüngeren Studien, etwa von Haddad et al. (2010) und Behrens et al. (2013), wurden Unit Values als Proxy für die Beurteilung der Preisdynamik während des Handelskollapses verwendet.

Danach werden sie per gewichtetem geometrischen Mittel aggregiert.¹² Die Daten beziehen sich auf den Zeitraum von Januar 2005 bis Juli 2012. Grafiken 2a und 2b veranschaulichen die Entwicklung des Schweizer Aussenhandels in der Zeit des Handelskollapses. In den Grafiken wird der Unit-Value-Index (rote Linie) mit den aggregierten Handelswerten (blaue Linie) und dem realen effektiven Wechselkurs (REER; gelbe Linie)¹³ für die schweizerischen Aus- und Einfuhren dargestellt.

Der Zeitraum des Handelskollapses wird definiert als die vier aufeinanderfolgenden Quartale seit Beginn 2007, in denen die schweizerischen Exporte und Importe am niedrigsten waren. Damit fällt er zeitlich mit dem Kalenderjahr 2009, das in Grafiken 2a und 2b blau schattiert dargestellt ist, zusammen. Grafik 2a zeigt, dass die Unit Values der Exporte zwischen 2005 und 2008 allmählich zunahm. Zwischen 2008 und 2009 fiel der Unit-Value-Index, blieb jedoch im Vergleich mit dem Einbruch des aggregierten Werts der schweizerischen Exporte recht stabil.¹⁴ Der Grafik zufolge verminderten sich die Unit Values der Ausfuhren zwischen 2008 und 2009 um rund 3%–4%. Die ökonomische Analyse zeigt in der Tat, dass sich die Unit Values der schweizerischen Exporte während des Handelskollapses um durchschnittlich 3,60% verminderten. Dieser geschätzte Rückgang ist statistisch signifikant und robust gegenüber diversen Kontrollen (vgl. Tabelle im Kasten).¹⁵

12 Die Gewichte sind über die Zeit konstant und proportional zu den Gesamtwerten über den gesamten Zeitraum. Bei fehlenden monatlichen Beobachtungen wird von konstanten Unit Values ausgegangen. Warenklassen mit einem aggregierten Wert von mehr als 1% sind nicht eingerechnet. Diese bestehen überwiegend aus Restgüter-Kategorien, für die innerhalb der betreffenden Klasse von hohen Substitutionseffekten auszugehen ist.

13 Quelle für REER: BIZ.

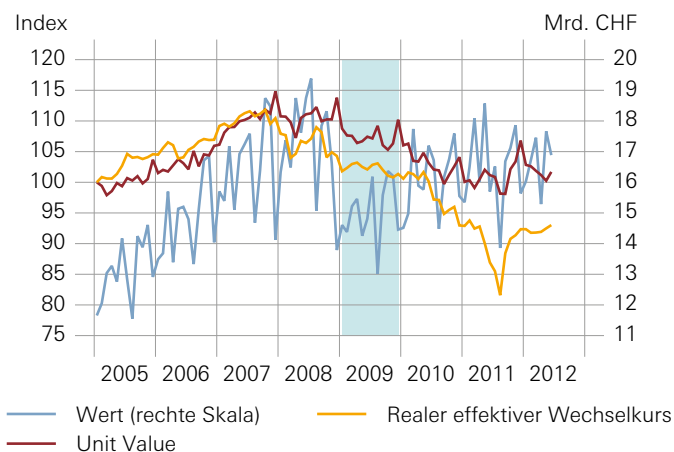
14 Die anschließende Talfahrt und Erholung der Unit Values zwischen 2010 und Mitte 2012 beruht weitgehend auf der Frankenaufwertung.

15 Die Änderungen in der Zusammensetzung der Destinationen und Produkte werden in allen empirischen Spezifikationen berücksichtigt. Somit werden diese Ergebnisse durch die erhöhten Anteile von Schwellenländern am Handelsvolumen nicht tangiert.

Grafik 2a

SCHWEIZER AUSSENHANDEL, EXPORTE

Werte und Unit Values

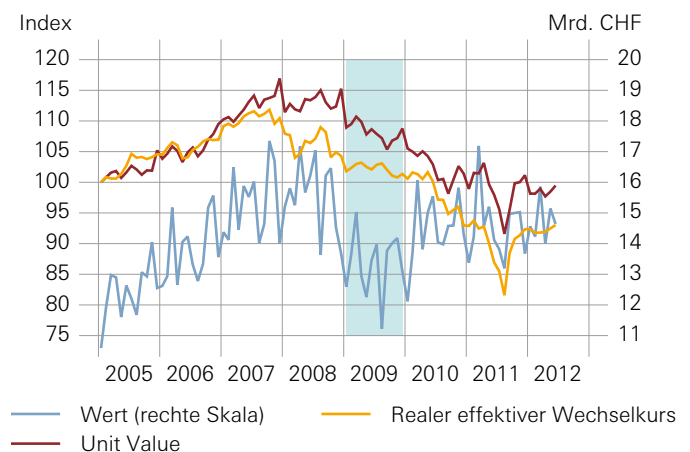


Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), EZV

Grafik 2b

SCHWEIZER AUSSENHANDEL, IMPORTE

Werte und Unit Values



Quellen: BIZ, EZV

KASTEN

Empirische Analyse

Die in diesem Kasten dargestellte empirische Analyse befasst sich mit den schweizerischen Unit Values während des Handelskollapses. Unit Values werden als Wert dividiert durch die Masse definiert. Die Beobachtungseinheit ist jeweils ein einzelnes Export- oder Importgeschäft, das auch als Lieferung bezeichnet wird.¹ Der Zeitraum für den Handelskollaps ist das Kalenderjahr 2009 (vgl. Grafik 1). Somit werden die schweizerischen Aussenhandelsdaten für 2009 und das Referenzjahr 2008 verwendet.

Die empirische Analyse muss die Zusammensetzungseffekte berücksichtigen. Diese können beispielsweise auftreten, wenn schweizerische Importe aus Ostasien relativ niedrige Unit Values aufweisen und ihr Anteil zunimmt, was tatsächlich der Fall war. Somit könnte die in den Grafiken 2 und 3 dargestellten Preisdynamik durch das grössere Gewicht der relativ billigen asiatischen Importe zustande kommen.² Im folgenden empirischen Modell werden diese Effekte jedoch berücksichtigt:

$$p_i = \alpha_{j(i)k(i)} + \beta_0 GTC_{t(i)} + \beta_1 GTC_{t(i)} * HOM_{k(i)} + \varepsilon_i \quad (1)$$

1 Der allgemeine Begriff der «Lieferung» ist unabhängig von den jeweiligen Transportmitteln.

2 Siehe beispielsweise Sauré (2012) und Simonovska (2010) zu Theorie und Evidenz destinationsspezifischer Exportpreise. Siehe Auer und Sauré (2011 und 2012) zu den Merkmalen spezifisch schweizerischer Handelsströme.

Hierbei steht p_i für den Logarithmus des Unit Value; der Index i bezeichnet die einzelnen Lieferungen. Jede Lieferung i bezieht sich auf ein Bestimmungsland j , ein eng definiertes Produkt k und das Lieferdatum t .³ Die Dummy-Variable GTC_t nimmt den Wert eins an, wenn das Datum t das Jahr 2009 betrifft; ansonsten ist sie gleich null (GTC für englisch: Great Trade Collapse). Die Dummy-Variable HOM_k ist eins, wenn das Produkt k als homogenes Gut klassifiziert wird, und null, wenn das Produkt als differenziert gilt. Die Dummy-Variablen α_{jk} kontrollieren für durchschnittlichen Niveaus der Unit Values jeder Kombination aus Bestimmungsland und Produkt. Somit werden die oben erwähnten Zusammensetzungseffekte aufgefangen.⁴ Die zentralen Koeffizienten sind β_0 und β_1 . Sie bezeichnen die durchschnittliche Preisveränderung während des Handelskollapses und die zusätzliche Preisveränderung für homogene Güter.

Tabelle 1 fasst die Resultate der Schätzungen zusammen. Spalte 1 enthält die Ergebnisse der Spezifikation, wobei nur die Dummy-Variable GTC_t sowie die Länder-Produkt-Dummies α_{jk} berücksichtigt werden. Gemäss dem geschätzten Koeffizienten β_0 verminderte sich der Unit Value der schweizerischen Exporte während des Handelskollapses signifikant um rund 3,60%. Spalte 2

3 Wie in Gleichung 1 dargestellt, sind alle drei Indizes j , k und t abhängig von der Lieferung i .

4 In Anlehnung an Gopinath et al. (2012) werden die bilateralen Wechselkurse im empirischen Modell (1) nicht berücksichtigt. Der durchschnittliche jährliche CHF/USD-Wechselkurs veränderte sich von 2008 bis 2009 um weniger als 0,5%.

Tabelle 1

UNIT-VALUES UND DER HANDELSKOLLAPS

Abhängige Variable: Log. Unit Value

	1	2	3	Exporte 4	5	6	7	Importe 8
GTC	-0.0360*** [0.000504]	-0.0355*** [0.000566]	-0.0273*** [0.000675]	0.00881*** [0.00122]	-0.0352*** [0.000331]	-0.0298*** [0.000362]	-0.0269*** [0.000408]	-0.0307*** [0.000581]
GTC*HOM		-0.0277*** [0.00146]	-0.0149*** [0.00157]	-0.0231*** [0.00158]		-0.0266*** [0.000999]	-0.0234*** [0.00102]	-0.0214*** [0.00104]
GTC*COMM			-0.0254*** [0.00114]	-0.00660*** [0.00126]			-0.0117*** [0.000765]	-0.0158*** [0.000890]
GTC*DUR				-0.0522*** [0.00146]				0.00732*** [0.000814]
Beobachtungen	23061154	21048848	21048848	21048848	37873337	35092584	35092584	35092584
R ² (adj.)	0.813	0.818	0.818	0.818	0.724	0.723	0.722	0.722
Dummy: Produkt- Destination	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja	ja

Transaktionsniveaudaten für Schweizer Exporte und Importe, 2008 und 2009. GTC = Great Trade Collapse. Sternchen verweisen auf die Signifikanz bei 10% (*), 5% (**) und 1% (***); Autokorrelations-konsistente Standardfehler in Klammern.

Quelle: EZV

entspricht der Schätzung unter Einschluss des Interaktionsterms $GTC_i \cdot HOM_k$.⁵ Die Unit Values der schweizerischen Exporte differenzierter Güter sanken während des Handelskollapses um durchschnittlich 3,55%. Die Unit Values für homogene Güter fielen ebenfalls, und zwar um zusätzlich 2,77%, so dass der Rückgang insgesamt 6,32% betrug.

In den Spalten 3 und 4 werden die Ergebnisse der Schätzungen gezeigt, wenn GTC_i -Interaktionen unter Verwendung von Dummies für Rohstoffe und dauerhafte Güter berücksichtigt werden. Die geschätzten Koeffizienten für beide Interaktionsterme sind negativ und signifikant. Somit bildeten sich die Preise beider Produktklassen, der Rohstoffe und der dauerhaften Güter, stärker zurück als der des Durchschnittsprodukts. Zugleich blieb der qualitative Unterschied zwischen den Preisen für homogene und differenzierte Güter erhalten: Unter Berücksichtigung von Effekten anderer Güterklassen ist der Preisrückgang für homogene Güter ebenfalls signifikant grösser als für differenzierte Güter.⁶

Die Spalten 5–8 der Tabelle 1 zeigen die Ergebnisse von Tests auf der Basis schweizerischer Importdaten. Im Durchschnitt gingen die Unit Values der schweizerischen Importe während der Krise um rund 3,52% zurück (siehe Spalte 5). Nach Spalte 6, die den unterschiedlichen Effekt für differenzierte und homogene Güter darstellt, gingen die Unit Values der zwei Güterkategorien von 2008 bis 2009 um 2,98% bzw. 5,64% (2,98% + 2,66%) zurück. Qualitativ bleiben die Ergebnisse wiederum unverändert, wenn die spezifischen Effekte der Rohstoffe und dauerhaften Güter in den Spalten 7 und 8 berücksichtigt werden.

5 Die Dummy-Variable HOM_k ist kollinear zu den Produkt-Dummies und erscheint somit nicht als separate Grösse in der Regressionsgleichung. Hinweis: Spalte 1 weist eine höhere Anzahl Beobachtungen aus, weil nicht alle Warenklassen gematcht werden.

6 Nach dem geschätzten GTC_i -Koeffizienten verzeichneten differenzierte Güter, die weder dauerhaft noch Rohstoffe sind, einen geringfügigen Preisanstieg von 0,88%.

Die Preisdynamik der Schweizer Importe, dargestellt in Grafik 2b, ergibt ein ähnliches Bild. Auch hier nahmen die Unit Values der schweizerischen Importe vor der Finanzkrise zu und fielen während des Handelskollapses deutlich zurück. Im gleichen Zeitraum sind die Unit Values den Schätzungen zufolge um durchschnittlich 3,52% gesunken.

Zusammengenommen legen Grafiken 2 und die im Kasten erwähnten Schätzungen nahe, dass Exporteure von Waren aus der bzw. in die Schweiz die Preise erheblich gesenkt haben.

DIE ROLLE DER MARKTSTRUKTUREN BEI VERSCHIEDENEN PRODUKTKLASSEN

Der Blick auf den in den Grafiken 2 belegten Rückgang der Unit Values wirft die Frage auf, ob die allgemeinen Trends durch spezifische Produkte oder Produktklassen verursacht wurden. Eine Produktklasse, in der es zu starken Preisreaktionen kam, sind die homogenen Güter.¹⁶ Diese unterscheiden sich von anderen Klassen durch ihre besonderen Preismerkmale.¹⁷ Zu den Merkmalen dieser Güter zählt die besondere Marktstruktur. Der Handel mit homogenen Gütern erfolgt über zentralisierte Märkte, was zu transparenten und international vergleichbaren Preisen führt. Alle anderen Produkte werden als differenzierte Güter bezeichnet, die über weniger standardisierte Märkte gehandelt werden. Sie zeichnen sich durch Unterschiede in Eigenschaften wie der Qualität aus. Für sie typisch sind international segmentierte Märkte, d. h. dass in verschiedenen Ländern verschiedene Preise verlangt werden. Daher sind die Preise für differenzierte Güter tendenziell weniger einheitlich.

16 In der Literatur wird häufig zwischen homogenen und differenzierten Gütern unterschieden. Rauch (1999) definiert diese Klassen anhand der 4-stelligen HS-Nomenklatur.

17 Im Jahr 2008 betrug der Anteil homogener Güter im schweizerischen Exportwarenkorb rund 15,4% und im Importwarenkorb 21,8%; für 2009 lauteten die betreffenden Anteile 15,3% und 19,6%.

Zu den homogenen Gütern zählen typischerweise Zwischenfabrikate, Baustoffe, chemische Substanzen, Rohmetallerzeugnisse und Energieträger. Innerhalb der schweizerischen Exporte gehören Strom, Spezialprodukte der organischen Chemie, Röstkaffee und Aluminiumverbundplatten zu den wichtigsten Kategorien homogener Güter. Entsprechende homogene Produkte innerhalb der schweizerischen Importe sind etwa Erdölprodukte und Metallerzeugnisse (wie Kupferdraht oder Rohaluminium). Bei den Exporten differenzierter Güter aus der Schweiz zählen Medikamente und Uhren zu den wichtigsten Produktklassen; im Importbereich sind es Fahrzeuge und Telefonanlagen.

Die Datenanalyse lässt eine ausgeprägte Preisdynamik in den homogenen und den differenzierten Produktklassen während des Handelskollapses erkennen. Zur Unterscheidung werden die Unit-Value-Indizes gemäss der vorstehenden Definition für die beiden Klassen separat berechnet. Der Unit-Value-Index aus den Grafiken 2a und 2b zerfällt damit in zwei Subindizes.

Grafiken 3a und 3b zeigen die beiden Subindizes der Unit Values (rote Linien) zusammen mit den normierten aggregierten Werten (blaue Linien) zwischen Januar 2005 und Juni 2012.¹⁸ Die Zeitreihen, die den differenzierten Gütern entsprechen, sind mit ausgezogenen Linien dargestellt, diejenige für homogene Güter als unterbrochene Linien. Die Grafik 3a zeigt die schweizerische Exportdynamik, Grafik 3b die Importbewegungen.

18 Auf differenzierte Güter entfällt ein bedeutender Anteil am gesamten Aussenhandelswert schweizerischer Güter; ihr Ausfuhrwert übertrifft den Wert der homogenen Güter um mehr als das Fünffache. Daher ist der Index der differenzierten Güter im aggregierten Index von Grafik 2 stärker gewichtet.

Aus Grafik 3a geht hervor, dass die Dynamik der aggregierten Werte der homogenen und der differenzierten Güter nicht allzu unterschiedlich war: In beiden Gruppen kam es zu einem starken Rückgang. Zugleich unterscheidet sich die Dynamik der Unit Values der beiden Klassen erheblich. Die Unit Values der schweizerischen Exporte scheinen für homogene Güter (unterbrochene rote Linie) eine höhere Volatilität aufzuweisen als für differenzierte Güter (ausgezogene rote Linie). Die Unit Values homogener Güter schwankten auf Monatsbasis nicht nur stärker, sondern wiesen während des Handelskollapses auch grössere Ausschläge zwischen Hoch- und Tiefpunkt auf. Die Unit Values differenzierter Güter blieben im Vergleich dazu relativ stabil. Einen ähnlichen Eindruck vermittelt die entsprechende Darstellung der schweizerischen Importdaten in Grafik 3b.

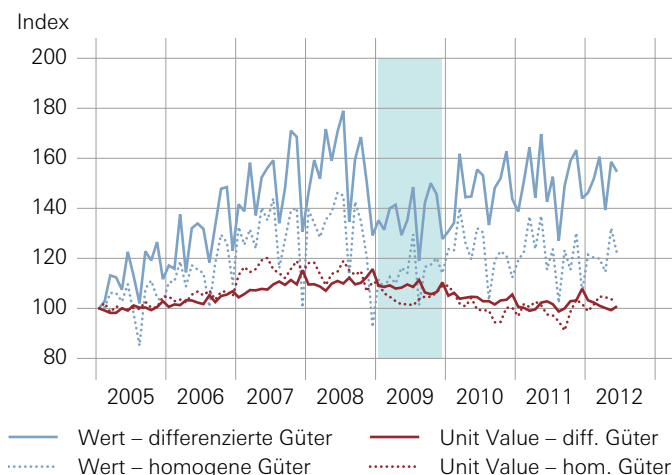
Der allgemeine Eindruck, der sich aus den Grafiken 3 ergibt, wird durch entsprechende empirische Schätzungen untermauert. Sie zeigen, dass die Unit Values für schweizerische Exporte differenzierter Güter in der Berichtsperiode um rund 3,55% sanken, während die Exporte homogener Güter um 6,32% nachgaben. Bezüglich der schweizerischen Importe gingen die Unit Values differenzierter und homogener Güter während der Krise um 2,98% bzw. 5,64% zurück (siehe Kasten).

Man könnte nun vermuten, dass die ausgeprägten Unterschiede beim Preisrückgang für homogene und für differenzierte Güter auf Rohstoffen beruhen, die in der Tat grösstenteils als homogen klassifiziert werden.¹⁹ Es zeigt

19 Starke Schwankungen der Rohstoffpreise sind nichts Ungewöhnliches, und ihre Bedeutung für die Geldpolitik der Notenbanken ist allgemein anerkannt. Daher gilt eine Geldpolitik als ineffizient, in der die Komponenten eines Ölschocks, der sich wie ein Produktivitätsschock verhält, vernachlässigt werden. Siehe hierzu beispielsweise Nakov und Pescatori (2010) und Natal (2012).

Grafik 3a

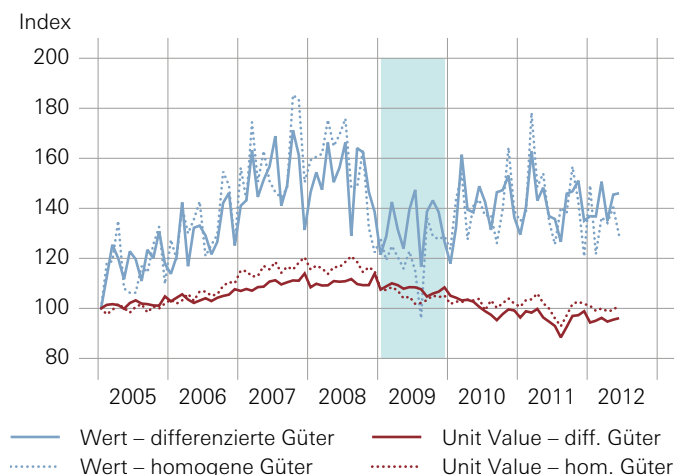
DIFFERENZIERT UND HOMOGENE GÜTER, EXPORTE



Quelle: EZV

Grafik 3b

DIFFERENZIERT UND HOMOGENE GÜTER, IMPORTE



Quelle: EZV

sich jedoch, dass die in diesem Abschnitt dokumentierte Preisdynamik für homogene Güter nicht durch eine solche Überschneidung verursacht wird. Werden mögliche Preiseffekte von Rohstoffen und dauerhaften Gütern berücksichtigt, so bleiben die qualitativen Resultate bezüglich homogener und differenzierter Güter unverändert (vgl. die bereinigten ökonometrischen Schätzungen im Kasten).

Die robuste Differenz zwischen den Preisrückgängen homogener und differenzierter Güter ist bemerkenswert. Zum einen verweist der signifikant stärkere Preisrückgang für homogene Güter auf den Einfluss der Marktstruktur auf die Produktpreise. Danach dürften die Preisanpassungen während der Krise von der spezifischen Gütermarktstruktur abhängig gewesen sein.²⁰ Namentlich haben der Wettbewerbsdruck und die höhere Preistransparenz offenbar zu stärkeren Preisänderungen für Güter geführt, die an zentralisierten Märkten gehandelt werden.

Weiter konnte gezeigt werden, dass das Ausmass der Preisausschläge für die verschiedenen Güterklassen während des Handelskollapses individuell unterschiedlich, die Richtung aber universell war: Die Preise fielen in allen grossen Güterklassen. Diese zweite Beobachtung bestätigt die Ansicht, dass der Handelskollaps in erster Linie die Folge der schrumpfenden Nachfrage war. Eine Zunahme der Handelskonflikte hätte zu höheren Preisen für Handelsgüter geführt.

²⁰ Selbstverständlich ist die Marktstruktur selbst Ergebnis der zugrunde liegenden intrinsischen Produktmerkmale wie Marktgrösse, Preiselastizität der Nachfrage, Produktvergleichbarkeit und Produktsubstitution (vgl. Broda et al. (2008)). Auf die Unterscheidung sämtlicher Einflussfaktoren auf die Marktstruktur kann im Rahmen dieser Arbeit indes nicht eingegangen werden.

Die vorliegende Studie liefert neue Informationen über das anhand der sogenannten Unit Values ermittelte Verhalten der Schweizer Aussenhandelspreise in der Zeit des Handelskollapses. Während des scharfen Einbruchs der Aussenhandelszahlen zwischen 2008 und 2009 waren die Preise für schweizerische Exporte und Importe rückläufig. Der allgemeine Preisrückgang untermauert die gängige Ansicht, dass es vor allem Nachfragefaktoren waren, die den Handelskollaps auslösten.

Die nähere Betrachtung verschiedener Güterklassen zeigt, dass die Preise homogener Güter besonders stark nachgaben. Für homogene Güter ist charakteristisch, dass die Preisbildung an stark zentralisierten Märkten erfolgt. Diese Beobachtungen deuten darauf hin, dass die Marktstruktur bei Preisschwankungen während des Handelskollapses eine wichtige Rolle gespielt hat. Verglichen mit Unternehmen welche in segmentierten Märkten operieren, sahen sich Hersteller homogener Güter einer stärkeren internationalen Konkurrenz ausgesetzt und könnten mit grösseren Preisnachlässen reagiert haben.

LITERATUR

- Ahn, J.B., M. Amity und D. E. Weinstein. 2011. Trade finance and the great trade collapse. *American Economic Review* 101(3): 298–302.
- Alessandria, G., J. P. Kaboski und V. Midrigan. 2010. The great trade collapse of 2008–2009: an inventory adjustment? *IMF Economic Review* 58(2): 254–294.
- Alessandria, G. 2013. The great trade collapse (and recovery). Federal Reserve Bank of Philadelphia *Business Review* 2013 Q1: 1–10.
- Auer, R. und A. M. Fischer. 2010. The effect of low-wage import competition on U.S. inflationary pressure. *Journal of Monetary Economics* 57(4): 491–503.
- Auer, R. und P. Sauré. 2011. Industry composition and the effects of exchange rates on exports – Why Switzerland is special. *Aussenwirtschaft* 66(3): 323–338.
- Auer, R. und P. Sauré. 2012. CHF strength and Swiss export performance – evidence and outlook from a disaggregate analysis. *Applied Economics Letters* 19: 521–531.
- Behrens, K., G. Corcos und G. Mion. 2013. Trade crisis? What trade crisis? *Review of Economics and Statistics* 95(2), 702–709.
- Bems, R., R. C. Johnson und K.-M. Yi. 2012. The great trade collapse. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 18632.
- Broda, C., N. Limao und D. Weinstein. 2008. Optimal tariffs and market power: the evidence. *American Economic Review* 98(5): 2032–2065.
- Brutti, F. und P. Sauré. 2013. Repatriation of debt in the euro crisis: evidence for the secondary market theory. SNB Mimeo.
- Campa, J. M. und L. S. Goldberg. 2005. Exchange rate pass-through into import prices. *Review of Economics and Statistics* 87(4): 679–690.
- Chor, D. und K. Manova. 2012. Off the cliff and back? Credit conditions and international trade during the global financial crisis. *Journal of International Economics* 87(1): 117–133.
- Crowley, M. und X. Luo. 2011. Understanding the great trade collapse of 2008–09 and the subsequent trade recovery. Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives* Q2: 44–68.
- Domit, S. und T. Shakir. 2010. Interpreting the world trade collapse. Bank of England *Quarterly Bulletin* 50(3): 183–189.
- Eaton, J., S. Kortum, B. Neiman und J. Romalis. 2011. Trade and the global recession. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 16666.
- Gopinath, G., O. Itskhoki und B. Neiman. 2012. Trade prices and the global trade collapse of 2008–09. *IMF Economic Review* 60(3): 303–328.
- Haddad, M., A. Harrison und C. Hausman. 2010. Decomposing the great trade collapse: products, prices, and quantities in the 2008–2009 crisis. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 16253.
- Hildebrand, P. M. 2010. Geldpolitische Herausforderungen: die Schweizer Exporte in einer globalisierten Welt. Referat an der Mission der Schweiz bei der Europäischen Union: November 2010.
- Kohli, U. 2004. Real GDP, real domestic income, and terms-of-trade changes. *Journal of International Economics* 62(1): 83–106.
- Milesi-Ferretti, G.-M. und C. Tille. 2011. The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis *Economic Policy* 26(66): 289–346.
- Nakov, A. und A. Pescatori. 2010. Monetary policy trade-offs with a dominant oil producer. *Journal of Money, Credit and Banking* 42 (1): 1–32.
- Natal, J.-M. 2012. Monetary policy response to oil price shocks. *Journal of Money, Credit and Banking* 44(1): 53–101.
- Rauch, J. E. 1999. Networks versus markets in international trade. *Journal of International Economics* 48(1): 7–35
- Sauré, P. 2012. Bounded love of variety and patterns of trade. *Open Economies Review* 23(4): 645–674.
- Simonovska, I. 2010. Income differences and prices of tradables. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 16233.
- Stulz, J. 2007. Exchange rate pass-through in Switzerland: evidence from vector autoregressions. Swiss National Bank *Economic Studies* Nr. 4.

Geld- und währungs- politische Chronik

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

<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 20. März bekräftigt die SNB, dass sie unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festhält. Die SNB steht weiterhin bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–0,25%. Aus Sicht der SNB ist der Franken nach wie vor hoch bewertet. Bei einem 3M-Libor nahe null bleibt der Mindestkurs das angemessene Instrument, um eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu verhindern, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen sollte.</p>	<p>März 2014</p>
<p>Am 22. Januar erhöht der Bundesrat auf Antrag der SNB den antizyklischen Kapitalpuffer. Er reagiert damit auf die Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt, die seit der Aktivierung des Puffers im Februar 2013 weiter gewachsen sind. Der antizyklische Kapitalpuffer beträgt neu 2% (bisher 1%) der risikogewichteten Hypothekarkredite zur Finanzierung von Wohnliegenschaften in der Schweiz. Der höhere Puffer ist von den betroffenen Banken ab dem 30. Juni 2014 zu halten.</p>	<p>Januar 2014</p>
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 12. Dezember bekräftigt die SNB, dass sie unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festhält. Die SNB steht weiterhin bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–0,25%. Aus Sicht der SNB ist der Franken nach wie vor hoch bewertet. Bei einem 3M-Libor nahe null bleibt der Mindestkurs das angemessene Instrument, um eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu verhindern, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen sollte.</p>	<p>Dezember 2013</p>
<p>Am 31. Oktober überführt die SNB zusammen mit der Bank of Canada, der Bank of England, der Bank of Japan, der Europäischen Zentralbank und dem Federal Reserve System ihre befristeten Swapabkommen in unbefristete Abkommen. Die Abkommen erlauben es der SNB, den betreffenden Zentralbanken bei Bedarf Schweizer Franken und den Schweizer Banken bei Bedarf Liquidität in den betreffenden Fremdwährungen zur Verfügung zu stellen. Die SNB beabsichtigt, dem Markt bis auf Weiteres US-Dollar-Liquidität mittels Repogeschäften mit Laufzeiten von einer Woche und drei Monaten anzubieten.</p>	<p>Oktober 2013</p>
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 19. September bekräftigt die SNB, dass sie unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festhält. Die SNB steht weiterhin bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Aus Sicht der SNB ist der Franken nach wie vor hoch bewertet. Der Mindestkurs verhindert eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen sollte. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–0,25%.</p>	<p>September 2013</p>
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 20. Juni bekräftigt die SNB, dass sie unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festhält. Aus Sicht der SNB ist der Franken nach wie vor hoch bewertet. Der Mindestkurs bleibt wichtig, um bei einem plötzlichen Aufwertungsdruck auf den Franken eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu vermeiden. Die SNB steht weiterhin bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–0,25%.</p>	<p>Juni 2013</p>

IMPRESSUM

Herausgeberin

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach 8022 Zürich

Gestaltung

Interbrand AG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Gedrucktes Quartalsheft:

Gedruckte Ausgaben können als
Einzelexemplare oder im Abonnement
kostenlos bezogen werden bei:
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

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)
Italienisch (Konjunkturtendenzen):
www.snb.ch, Pubblicazioni,
Pubblicazioni economiche,
Bollettino trimestrale

Internet

www.snb.ch

Urheberrecht/Copyright ©

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

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

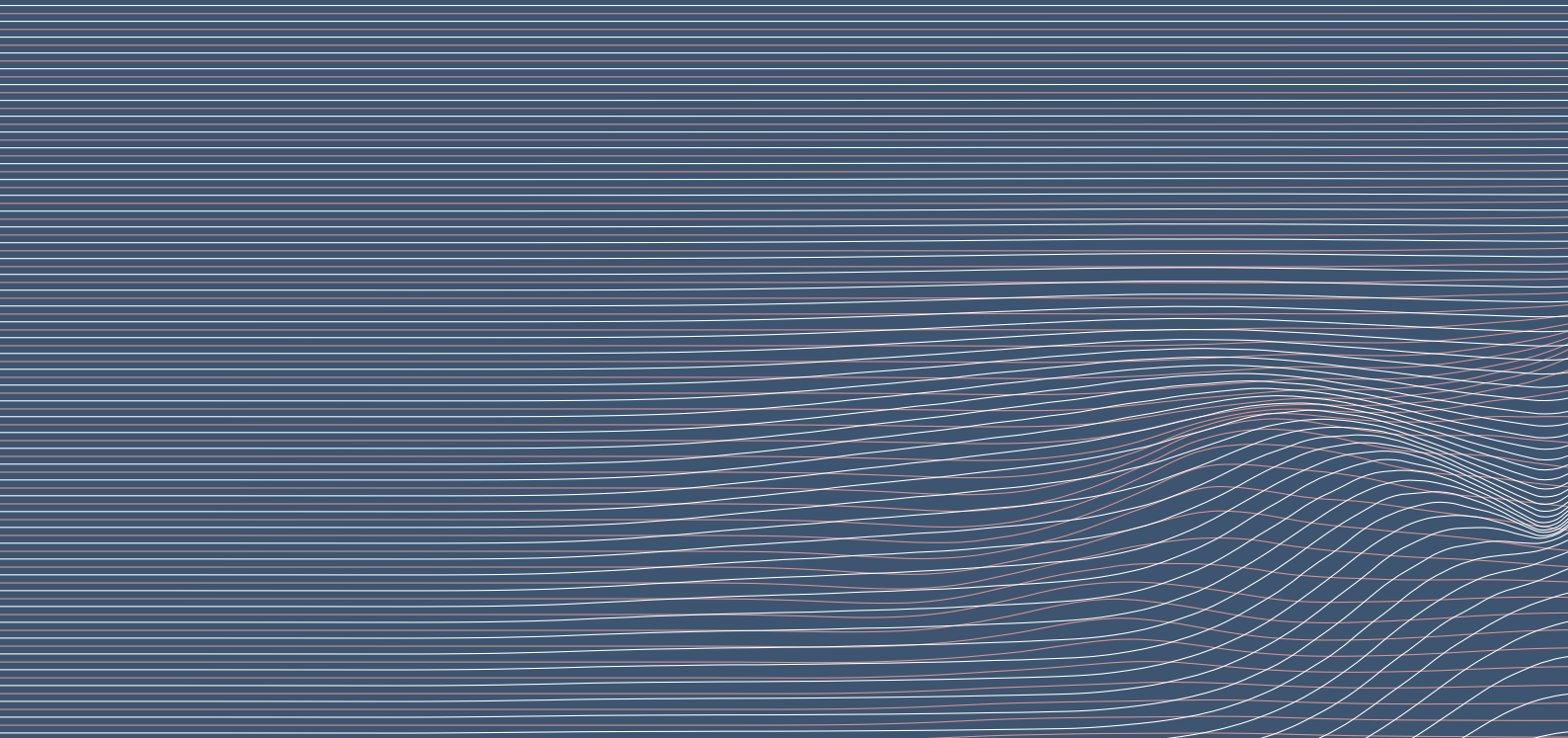
Allgemeine Informationen und Daten, die von der SNB
ohne Copyright-Vermerk veröffentlicht werden, können
auch ohne Quellenangabe genutzt werden.

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

Haftungsbeschränkung

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

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2014



SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

