

---

Quartalsheft  
2/2015 Juni

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





---

Quartalsheft  
2/2015 Juni

33. Jahrgang



---

# Inhalt

|  | Seite     |
|--|-----------|
| <b>Bericht über die Geldpolitik</b>  | <b>4</b>  |
| 1 Geldpolitischer Entscheid vom 18. Juni 2015  | 5         |
| Geldpolitisches Konzept der SNB  | 6         |
| 2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen  | 7         |
| 3 Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz   | 13        |
| 4 Preise und Inflationserwartungen   | 18        |
| 5 Monetäre Entwicklung   | 22        |
| <br>   |           |
| <b>Konjunkturtendenzen</b>   | <b>30</b> |
| <br>   |           |
| <b>Wechselkursumfrage: Auswirkungen<br/>der Frankenaufwertung und Reaktionen<br/>der Unternehmen</b> | <b>34</b> |
| <br>   |           |
| <b>Ein sicherer Hafen: internationale Franken-<br/>nachfrage während der Eurokrise</b>               | <b>40</b> |
| <br>   |           |
| <b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>  | <b>54</b> |

---

# Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2015

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 18. Juni 2015») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

Dieser Bericht berücksichtigt Daten und Informationen, die bis zum 18. Juni 2015 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 18. Juni 2015

## Nationalbank lässt Geldpolitik unverändert

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) belässt das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) unverändert bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$ . Der Zins auf Sichteinlagen bei der SNB beträgt weiterhin  $-0,75\%$ . Die negativen Zinsen in der Schweiz machen Anlagen in Franken weniger attraktiv und werden über die Zeit zu einer Abschwächung des Frankens beitragen. Insgesamt ist der Franken deutlich überbewertet. Bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik trägt die SNB der Wechselkursituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung. Sie bleibt deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.

Die neue bedingte Inflationsprognose hat sich gegenüber März nicht wesentlich verändert (Grafik 1.1, Tabelle 1.1). Die Teuerung erreicht im dritten Quartal 2015 mit  $-1,2\%$  ihren Tiefpunkt. Danach bewirkt der gestiegene Ölpreis, dass die neue Inflationsprognose leicht über der Prognose vom März liegt. Die Prognosen für 2015 und 2016 erhöhen sich im Jahresdurchschnitt leicht, und zwar um jeweils 0,1 Prozentpunkte auf  $-1,0\%$  für 2015 und auf  $-0,4\%$  für 2016. Nach wie vor deutet die Prognose darauf hin, dass die Inflation Anfang 2017 wieder positiv wird. Im weiteren Verlauf stellen sich die Inflationsaussichten leicht gedämpf-

ter dar. Für 2017 liegt die Inflationsprognose um 0,1 Prozentpunkte tiefer bei  $0,3\%$ . Die bedingte Prognose geht davon aus, dass der 3M-Libor über den gesamten Prognosezeitraum bei  $-0,75\%$  bleibt und der Franken sich abschwächt.

Das weltwirtschaftliche Wachstum blieb im ersten Quartal 2015 unter den Erwartungen. Unter dieser Entwicklung litt auch der Welthandel. In den USA ging das Bruttoinlandprodukt leicht zurück. In der Eurozone belebte sich hingegen die Wirtschaft weiter, unterstützt vom anhaltend tiefen Euro und verbesserten Kreditbedingungen. Auch in Japan gewann die Wirtschaft an Schwung. In den Schwellenländern blieb die Konjunkturdynamik uneinheitlich. Die Entwicklung in China kühlte sich weiter ab.

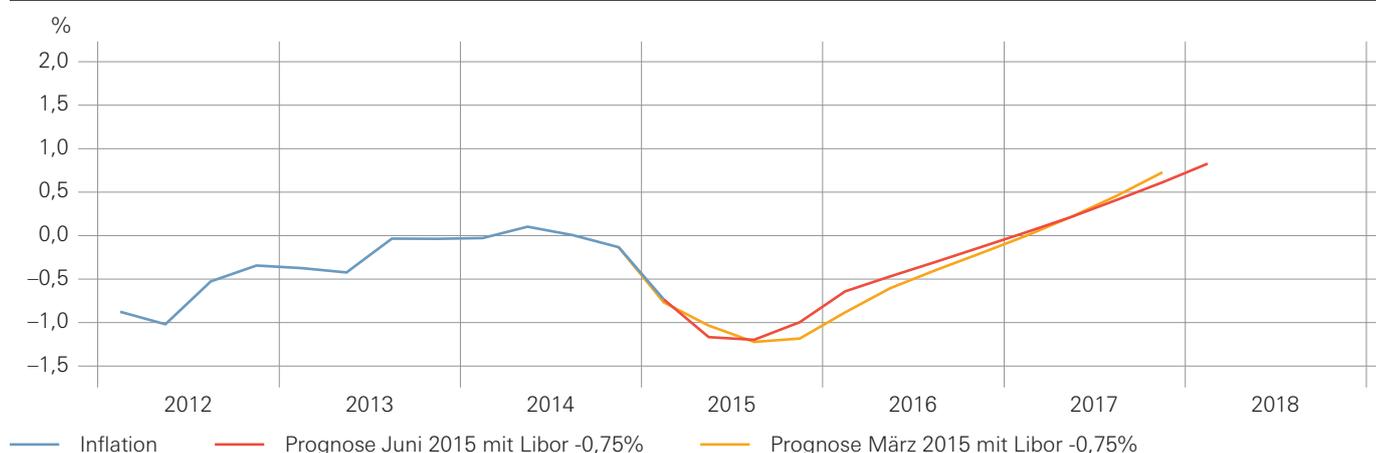
Die internationale Konjunktur dürfte aber, unterstützt von der weltweit expansiven Geldpolitik und dem weiterhin tiefen Ölpreis, wieder anziehen. Dennoch bleibt die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft hoch. Verschiedene Risiken können die Erholung gefährden. Im Vordergrund stehen die schwierige Finanzlage Griechenlands sowie geopolitische Spannungen.

In der Schweiz ging gemäss ersten Schätzungen das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal leicht zurück. Die Warenexporte litten wie erwartet unter der starken Aufwertung, aber auch unter dem Rückgang des Welthandels. Dagegen entwickelte sich die Binnennachfrage robust. Die Lage ist allerdings von Branche zu Branche recht unterschiedlich. In mehreren Wirtschaftszweigen stehen die Gewinnmargen unter grossem Druck. Dies zwingt die Unternehmen, Massnahmen zur Senkung der Produktionskosten und zur Effizienzsteigerung zu ergreifen. In diesem Umfeld hat die Arbeitslosigkeit saisonbereinigt leicht zugenommen.

Grafik 1.1

## BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE JUNI 2015

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: SNB

In den kommenden Monaten dürfte die Erholung der Weltwirtschaft die Nachfrage nach Schweizer Produkten allmählich verstärken. Dies wird den Wechselkursschock etwas abfedern. Die anziehende internationale Konjunktur sollte der Schweizer Wirtschaft in der zweiten Jahres-

hälfte wieder ein positives Wachstum ermöglichen. Für das gesamte Jahr 2015 rechnet die SNB weiterhin mit einem Wachstum von knapp 1%.

### 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 Auftrags 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.

Tabelle 1.1

### BEOBACHTETE INFLATION JUNI 2015

|           | 2012  |       |       |       | 2013  |       |       |       | 2014  |       |       |       | 2015  |       |       |       | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
|           | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. |      |      |      |
| Inflation | -0,9  | -1,0  | -0,5  | -0,3  | -0,4  | -0,4  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,0   | -0,1  | -0,7  |       |       |       | -0,7 | -0,2 | 0,0  |

### BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE JUNI 2015

|                                      | 2015  |       |       |       | 2016  |       |       |       | 2017  |       |       |       | 2018  |       |       |       | 2015 | 2016 | 2017 |     |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-----|
|                                      | 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 März 2015, mit Libor -0,75% | -0,8  | -1,0  | -1,2  | -1,2  | -0,9  | -0,6  | -0,4  | -0,2  | 0,0   | 0,2   | 0,5   | 0,7   |       |       |       |       |      | -1,1 | -0,5 | 0,4 |
| Prognose Juni 2015, mit Libor -0,75% |       | -1,2  | -1,2  | -1,0  | -0,6  | -0,5  | -0,3  | -0,1  | 0,0   | 0,2   | 0,4   | 0,6   | 0,8   |       |       |       |      | -1,0 | -0,4 | 0,3 |

Quelle: SNB

## 2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

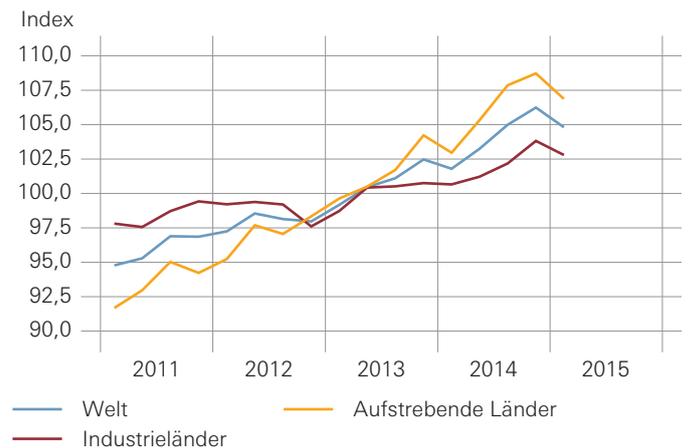
Das weltwirtschaftliche Wachstum blieb im ersten Quartal 2015 unter den Erwartungen. Die Konjunktur liess in den USA und in einigen wichtigen Schwellenländern deutlich nach, was auch in einem Rückgang des Welthandelsvolumens zum Ausdruck kam (Grafik 2.1). Hingegen festigte sich die Wirtschaftsaktivität in der Eurozone weiter.

In den USA ging das BIP im ersten Quartal leicht zurück. Dies ist teilweise auf Sonderfaktoren wie eine ausserordentliche Kältewelle im Winter sowie Streiks in den Häfen der Westküste zurückzuführen. Zudem litt die Exportwirtschaft unter der deutlichen Aufwertung des US-Dollars. In der Eurozone hingegen unterstützten der schwächere Eurokurs sowie verbesserte Kreditbedingungen eine weitere Belebung. Auch in Japan gewann die Wirtschaft an Schwung. In den Schwellenländern blieb die Konjunkturdynamik recht heterogen. Die Entwicklung in China kühlte sich weiter ab. Brasilien und Russland gerieten in eine Rezession. Dagegen legte die Aktivität in Indien deutlich zu.

Grafik 2.1

### Globale Exporte

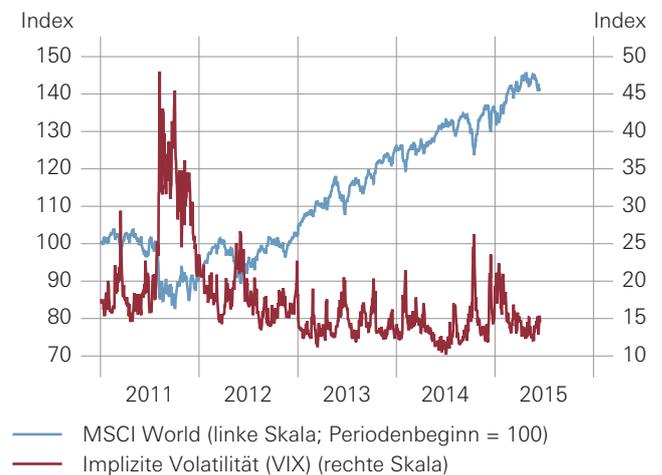
Periodendurchschnitt = 100



Quellen: CPB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.2

### Aktienmärkte



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Tabelle 2.1

### Weltwirtschaftliches Basisszenario

|  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014 | Szenario |      |
|--|-------|-------|-------|------|----------|------|
|  |       |       |       |      | 2015     | 2016 |
| <b>BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent</b> |       |       |       |      |          |      |
| Global <sup>1</sup>                                  | 4,2   | 3,4   | 3,3   | 3,5  | 3,4      | 4,0  |
| USA  | 1,6   | 2,3   | 2,2   | 2,4  | 2,4      | 3,1  |
| Eurozone   | 1,6   | -0,8  | -0,4  | 0,9  | 1,4      | 2,0  |
| Japan  | -0,4  | 1,7   | 1,6   | -0,1 | 0,9      | 1,5  |
| <b>Erdölpreis in USD pro Fass</b>                    | 111,4 | 111,7 | 108,7 | 99,0 | 62,2     | 65,0 |

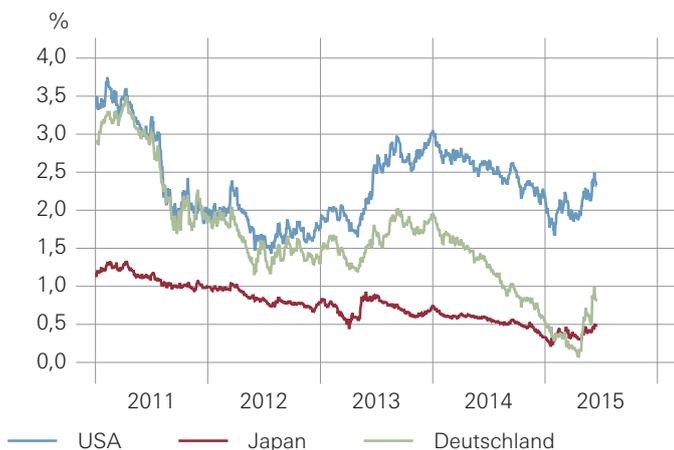
<sup>1</sup> Gewichtet gemäss Kaufkraftparitäten (USA, Eurozone, Grossbritannien, Japan, China, Südkorea, Taiwan, Hongkong, Singapur, Indien, Brasilien und Russland)

Quellen: SNB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.3

### INTERNATIONALE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere

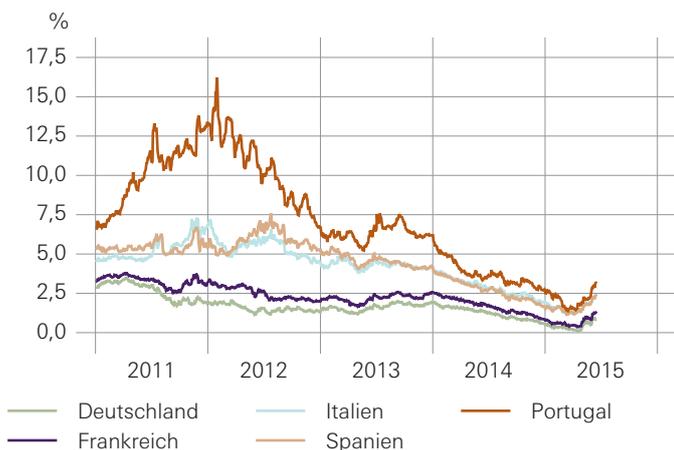


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.4

### EUROPÄISCHE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.5

### WECHSELKURSE

Handelsgewichtet, Periodenbeginn = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

In ihrem Basisszenario für die Weltwirtschaft geht die SNB davon aus, dass sich die internationale Konjunktur, gestützt durch die weltweit expansive Geldpolitik und den weiterhin tiefen Ölpreis, rasch wieder beleben wird. Die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft bleibt jedoch hoch und die Risiken sind nach unten gerichtet. Im Vordergrund stehen die prekäre Finanzlage Griechenlands sowie geopolitische Spannungen. Aber auch der Strukturwandel in China ist mit Risiken behaftet.

Den Prognosen der SNB liegen Annahmen zum Erdölpreis und zum Euro-Dollar-Wechselkurs zugrunde. Für Erdöl der Sorte Brent unterstellt die SNB einen Preis von 65 Dollar pro Fass, für den Eurokurs in US-Dollar einen Wert von 1.12. Beides entsprach einem 20-Tage-Durchschnitt zum Erstellungszeitpunkt des Basisszenarios.

### INTERNATIONALE FINANZ- UND ROHWARENMÄRKTE

Die Finanzmärkte blieben seit der Lagebeurteilung vom März volatil. Die Aktienmärkte tendierten zunächst weiter nach oben. Der amerikanische S&P 500 und der deutsche DAX erreichten zwischenzeitlich neue Höchststände. Anfang Juni fielen die Aktienmärkte jedoch auf den Stand von Mitte März zurück (Grafik 2.2). Die an Optionen gemessene implizite Volatilität von US-Aktien (VIX), die als Mass für Marktunsicherheit gilt, blieb deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt.

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Industrieländern erhöhten sich seit Mitte März (Grafik 2.3). Besonders in der Eurozone stiegen sie stark. Der Euro wertete sich auf handelsgewichteter Basis leicht auf, verharnte aber rund 10% unter dem Niveau Mitte letzten Jahres. Spiegelbildlich dazu verlor der US-Dollar nach einer deutlichen Aufwertungsphase leicht an Wert. Der Yen fiel auf den Ende 2014 erreichten Tiefstand (Grafik 2.5).

Die Rohstoffpreise stiegen mehrheitlich an (Grafik 2.6). Die Erdölpreise erholten sich. Dazu trug bei, dass die Internationale Energieagentur (IEA) ihre Prognose für das Ölangebot aus Nordamerika nach unten revidierte und gleichzeitig den weltweiten Nachfrageausblick positiver beurteilte. Auch die Nahrungsmittelpreise zogen leicht an, blieben aber angesichts der guten Versorgungslage tief.

## USA

Die US-Wirtschaft verzeichnete im ersten Quartal 2015 eine Wachstumsdelle (Grafik 2.7). Verschiedene Faktoren trugen dazu bei. Ähnlich wie im Jahr zuvor dämpfte das kalte Wetter die privaten Konsumausgaben sowie die Bauaktivität. Streiks in den Häfen der Westküste belasteten ebenfalls vorübergehend die Wertschöpfung. Weiter drosselte der starke US-Dollar die Aktivität in der verarbeitenden Industrie. Darüber hinaus führte der niedrige Ölpreis zu ausgeprägten Investitionskürzungen im Energiesektor. Entgegen den Erwartungen profitierte die Binnennachfrage bisher nur begrenzt vom niedrigen Ölpreis. Die Arbeitslosenquote betrug im Mai 5,5% (Grafik 2.10). Eine geringe Partizipationsrate und erhöhte Teilzeitarbeit deuten darauf hin, dass der Arbeitsmarkt noch nicht voll ausgelastet ist.

Der robuste Beschäftigungsaufbau, ein höheres Lohnwachstum sowie Nachholeffekte bei den Konsumausgaben und der Bauaktivität nach der Kältewelle dürften die gesamtwirtschaftliche Produktion in den nächsten Quartalen stimulieren. Ausserdem wirkt die expansive Geldpolitik weiterhin unterstützend. Die SNB erwartet ein Wirtschaftswachstum von 2,4% für 2015 und von 3,1% für 2016 (Tabelle 2.1). Aufgrund des überraschend schwachen ersten Quartals und der Auswirkungen des starken US-Dollars fällt das für 2015 prognostizierte Wachstum spürbar tiefer aus als vor drei Monaten.

Mit der leichten Erhöhung des Ölpreises hat sich die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuering in den USA nicht weiter abgeschwächt. Sie lag im April gegenüber Januar nahezu unverändert bei -0,2% (Grafik 2.11). Die Kernteuering erhöhte sich dagegen leicht auf 1,8% (Grafik 2.12).

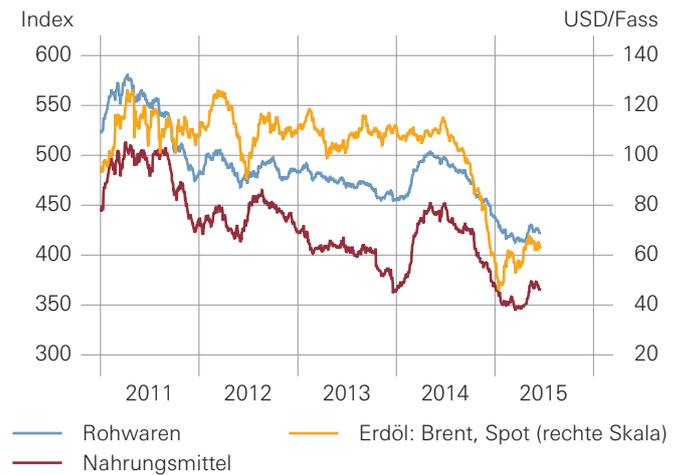
Die Federal Reserve belies das Zielband für den Leitzins unverändert bei 0%–0,25% (Grafik 2.13). Sie geht weiterhin davon aus, dass die Lage der amerikanischen Wirtschaft möglicherweise noch eine Weile tiefere Zinsen als üblich erfordere, selbst nachdem Preisstabilität und Vollbeschäftigung erreicht sein werden.

## EUROZONE

In der Eurozone gewann die Konjunktur etwas an Schwung. Die Wirtschaftsleistung stieg im ersten Quartal um 1,5% (Grafik 2.7); ein höheres Wachstum war letztmals vor knapp zwei Jahren verzeichnet worden. Die Industrieaktivität erholte sich, und die Inlandnachfrage zog weiter an; insbesondere gewannen die Investitionen an Kraft. Im Gegensatz zum Vorquartal trugen sämtliche grossen Mitgliedsländer zum Wachstum bei. Insbesondere in Italien legte das BIP nach mehrjähriger Rezession wieder zu. In Griechenland dagegen schrumpfte es erneut. Belastend wirkte unter anderem die Unsicherheit, die durch die langwierigen Verhandlungen zwischen der neuen Regierung und den internationalen Kreditgebern über das zukünftige Reformprogramm ausgelöst wurde. Die Arbeitslosen-

Grafik 2.6

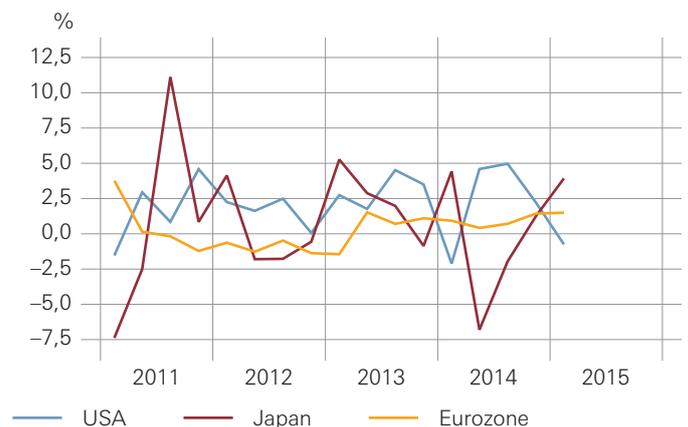
### ROHWARENPREISE



Grafik 2.7

### REALES BIP: INDUSTRIELÄNDER

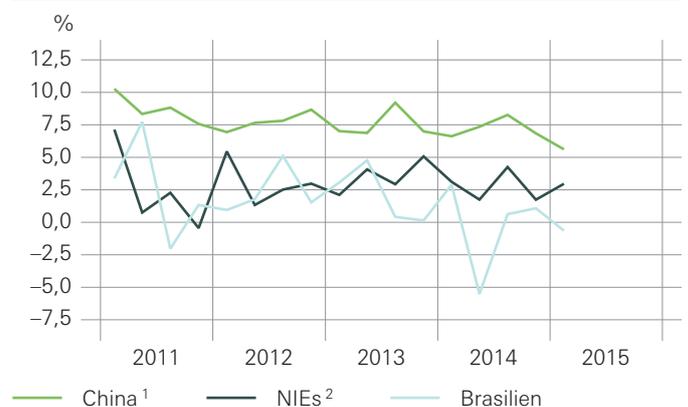
Veränderung gegenüber Vorperiode



Grafik 2.8

### REALES BIP: AUFSTREBENDE LÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode



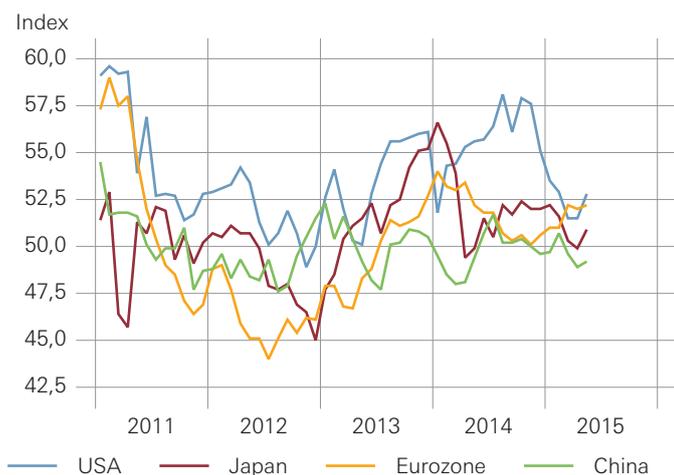
1 Schätzung: SNB

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

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.9

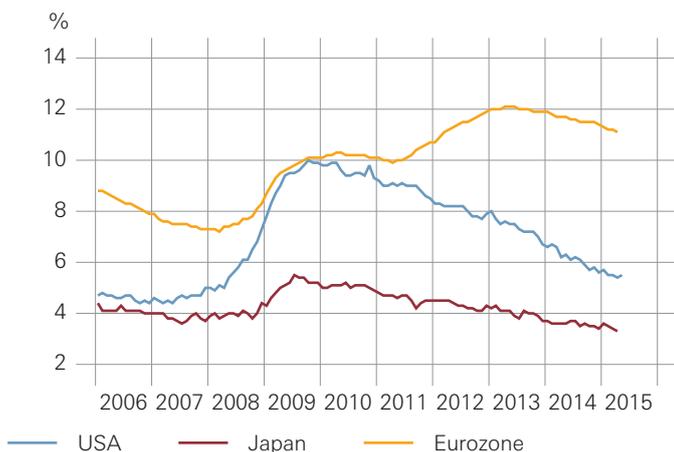
### EINKAUFSMANAGER-INDIZES INDUSTRIE



Quelle: Markit Economics Ltd 2009, alle Rechte vorbehalten

Grafik 2.10

### ARBEITSLOSENQUOTEN

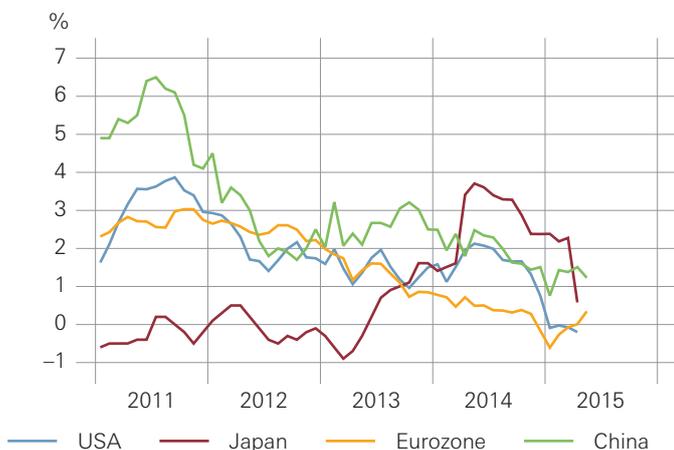


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.11

### KONSUMENTENPREISE

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Thomson Reuters Datastream

quote in der Eurozone ging weiter zurück, blieb aber mit 11,1% im April sehr hoch (Grafik 2.10).

Die Konjunkturaussichten haben sich leicht aufgehellt. Von der expansiven Geldpolitik, dem schwachen Euro und dem tiefen Erdölpreis gehen weiterhin positive Impulse aus. Dank günstiger Finanzierungsbedingungen und der gestiegenen preislichen Wettbewerbsfähigkeit hat sich die Stimmung bei den Unternehmen weiter verbessert. Auch die Konsumenten blicken wieder zuversichtlicher in die Zukunft; insbesondere hat die Befürchtung hinsichtlich Stellenverlusten bei den privaten Haushalten abgenommen. Vor diesem Hintergrund dürfte die Binnennachfrage weiter moderat zulegen. Die SNB hat ihre Wachstumsprognose für die Eurozone leicht nach oben angepasst. Für 2015 rechnet sie mit einem BIP-Wachstum von 1,4% (Tabelle 2.1). Insgesamt bestehen jedoch weiterhin Abwärtsrisiken für die Konjunktur. Die Reform- und Finanzierungs politik Griechenlands bleibt unsicher. Zudem stellen die Sanierung der öffentlichen Finanzen und die Implementierung wachstumsfördernder Reformen in der Eurozone weiterhin bedeutende Herausforderungen dar.

Die Konsumentenpreisteuerung in der Eurozone zog auf breiter Basis wieder an. Im Mai notierte sie bei 0,3%, nachdem sie unter dem Einfluss der tiefen Erdölpreise kurzzeitig in den negativen Bereich gefallen war (Grafik 2.11). Die Kernteuerung stieg auf 0,9% (Grafik 2.12). Die aufgrund von Finanzindikatoren ermittelten Inflationserwartungen nahmen im zweiten Quartal leicht zu.

Die Europäische Zentralbank belies die Leitzinsen unverändert (Grafik 2.13). Das im März gestartete Wert-schriftenkaufprogramm wird wie geplant durchgeführt. Es soll mindestens bis September 2016 beibehalten werden. Infolge des Programms erhöhte sich die Überschuss-liquidität, und der Dreimonats-Euribor fiel erstmals seit Beginn der Währungsunion in den negativen Bereich.

## JAPAN

In Japan belebte sich die Konjunktur. Das BIP expandierte im ersten Quartal um 3,9% (Grafik 2.7). Die Exporte legten erneut kräftig zu, und die Investitionen gewannen an Schwung.

Gestützt durch den schwachen Yen und günstigere Importpreise für Energie dürfte sich die Erholung fortsetzen. Die Stimmung in der Exportindustrie bleibt angesichts der günstigen Exportentwicklung und hoher Unternehmensgewinne gut. Mit dem Beschäftigungsaufbau und den starken Kursgewinnen am japanischen Aktienmarkt hat sich auch bei den privaten Haushalten die Stimmung wieder etwas aufgehellt. Aufgrund der Kaufkraftverluste, die aus der Erhöhung der Mehrwertsteuer im letzten Jahr resultierten, erholte sich der private Konsum bisher nur zögerlich. Die ersten Ergebnisse der jährlichen Tarifverhandlungen sind zwar in Bezug auf die Einkommensentwicklung ermutigend, doch ist für die kommenden Quartale weiterhin nur mit einem bescheidenen Konsumwachstum zu rechnen. Insgesamt dürfte daher die Lage für die binnenorientierten Sektoren kurzfristig schwierig bleiben. Zudem dürfte die Fiskalpolitik restriktiver werden, damit der mittelfristige Haushaltsplan eingehalten werden kann. Die SNB hat ihre Wachstumsprognose für 2015 unverändert belassen.

Die japanische Konsumentenpreis-inflation tendierte zwischen Januar und März seitwärts. Im April fiel die Mehrwertsteueranhebung des Vorjahres aus der Inflationsberechnung heraus, weshalb die Teuerung markant auf 0,6% sank (Grafik 2.11). Die Jahresteuerung dürfte unter dem Einfluss der Erdölpreise vorübergehend weiter nachlassen. Die längerfristigen Inflationserwartungen stagnierten in den vergangenen Monaten weiterhin unterhalb des Inflationsziels der japanischen Zentralbank von 2%.

Seit der Lockerung Ende Oktober hat die japanische Zentralbank ihre Geldpolitik unverändert gelassen. Die monetäre Basis soll nach wie vor durch einen Ankauf japanischer Staatsanleihen mit langer Laufzeit um 80 Billionen Yen (rund 16% des BIP) pro Jahr steigen (Grafik 2.14). Die Massnahme soll dazu beitragen, die Inflationserwartungen zu stützen und die Jahresteuerung in absehbarer Zeit auf 2% anzuheben.

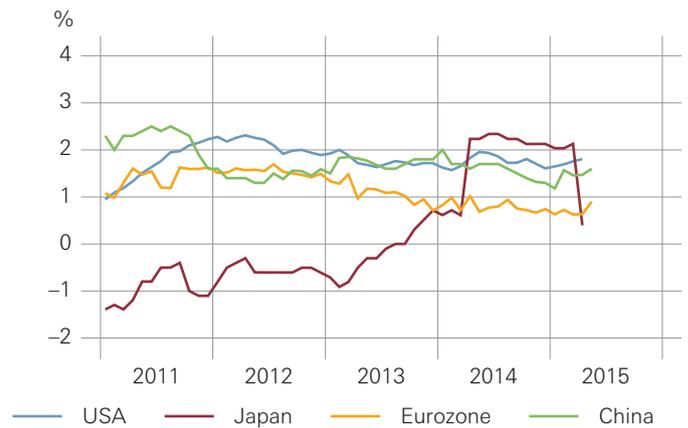
## AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN

In den aufstrebenden Volkswirtschaften blieb die Konjunktur-entwicklung im ersten Quartal insgesamt verhalten, und der Aussenhandel kühlte sich ab. China verzeichnete das geringste BIP-Wachstum seit der Finanzkrise (Grafik 2.8). In Brasilien und Russland schrumpfte die Wirtschaftsaktivität sogar. Lediglich in Indien festigte sich das BIP nach einem schwachen Vorquartal.

Grafik 2.12

### KERNINFLATION<sup>1</sup>

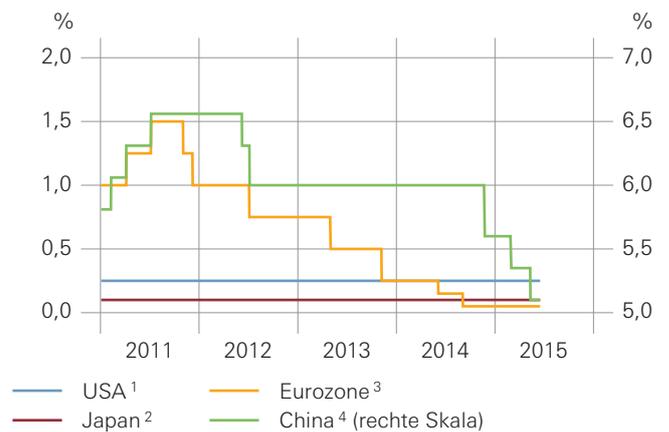
Veränderung gegenüber Vorjahr



1 Ohne Nahrungsmittel und Energie  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.13

### OFFIZIELLE ZINSSÄTZE

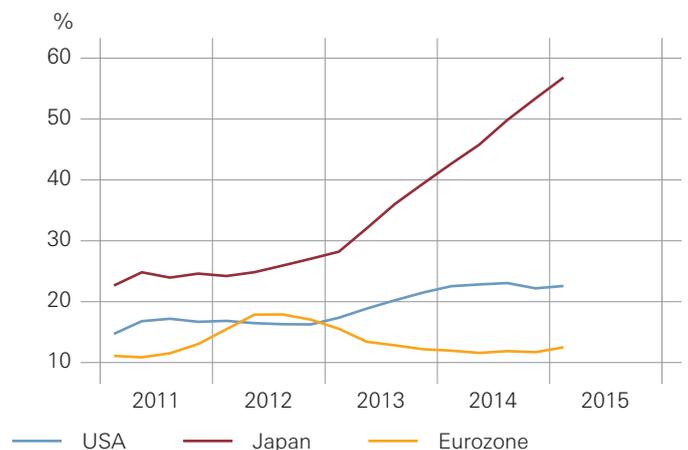


1 Federal Funds Rate  
2 Tagesgeldzielsatz  
3 Hauptrefinanzierungssatz  
4 Einjähriger Ausleihsatz  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.14

### MONETÄRE BASIS

Relativ zum BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die Konjunkturdynamik in diesen Ländern dürfte in den kommenden Quartalen wieder etwas anziehen. In China sollte die zunehmend expansive Geld- und Fiskalpolitik zumindest kurzfristig zu einem solideren Wachstum führen. Infolge der hohen Überkapazitäten und der Verschuldung im Industrie- und Bausektor bestehen aber weiterhin bedeutende Abwärtsrisiken. Für Indien rechnet die SNB mit einem Wachstum nahe dem Potenzial (rund 7%). Die Aussichten für Brasilien und Russland sind dagegen gedämpft. In beiden Ländern ist ein Rückgang der Wirtschaftsleistung in diesem Jahr wahrscheinlich. Das Wachstum in Brasilien wird von hoher Inflation, einem aussergewöhnlich tiefen Konsumentenvertrauen, niedrigen Investitionen infolge der hohen wirtschaftlichen Unsicherheiten und einer restriktiven Wirtschaftspolitik belastet. Die von Erdöl- und Gasexporten abhängige russische Wirtschaft leidet unter den tiefen Rohstoffpreisen und den westlichen Sanktionen.

Die Inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften entwickelte sich uneinheitlich. In China trugen Überkapazitäten in Teilen der Wirtschaft und die Aufwertung des Renminbis auf handelsgewichteter Basis weiter dazu bei, dass die Inflation den von der Zentralbank verfolgten Zielwert von 3,0% für 2015 deutlich unterschritt (Grafik 2.11). Auch in Indien ging die Inflation spürbar zurück. In Brasilien und Russland dagegen blieb die Inflation unter anderem wegen der schwachen Währungen ausserordentlich hoch.

Infolgedessen divergierte auch die Geldpolitik in diesen Ländern. Um der schwachen Teuerungsentwicklung entgegenzuwirken, senkte Chinas Zentralbank erneut die Leitzinsen sowie den Mindestreservesatz für die Banken (Grafik 2.13). Auch die Zentralbanken Indiens und Russlands senkten den Leitzins. Die russische Zentralbank reduzierte ihn weiter auf 11,5%, um die Konjunktur zu stützen; mit dem weiterhin hohen Niveau soll aber gleichzeitig ein erneuter Währungsverfall verhindert werden. Die brasilianische Zentralbank hob dagegen die Leitzinsen weiter an, um die Inflation und die Abwertung des Reals zu bekämpfen.

# 3

## Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

Nach der robusten Entwicklung im vergangenen Jahr ging das BIP gemäss erster Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) im ersten Quartal um 0,8% zurück. Der Aussenhandelsbeitrag fiel deutlich negativ aus. Die Inlandnachfrage blieb hingegen solid. Produktionsseitig erlitten besonders der Handel und das Gastgewerbe signifikante Rückschläge. Auch in der verarbeitenden Industrie ging die Wertschöpfung leicht zurück. Der Druck auf die Gewinnmargen ist in zahlreichen Branchen gross.

Die negative Produktionslücke weitete sich im ersten Quartal wieder aus. Insbesondere in der verarbeitenden Industrie ging die Kapazitätsauslastung deutlich zurück. Zudem nahm die Arbeitslosigkeit saisonbereinigt seit Jahresbeginn leicht zu.

Der weiterhin deutlich überbewertete Franken wird die Konjunktur in der kurzen Frist weiter dämpfen. Trotzdem zeigen die Konjunkturindikatoren zu Beginn des zweiten Quartals erste Erholungssignale. Die anziehende Weltkonjunktur dürfte die Nachfrage nach Schweizer Produkten allmählich verstärken. Die SNB rechnet damit, dass die Schweizer Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte wieder wachsen wird. Für das Jahr 2015 erwartet sie weiterhin ein Wachstum von knapp 1%.

### GESAMTNACHFRAGE UND PRODUKTION

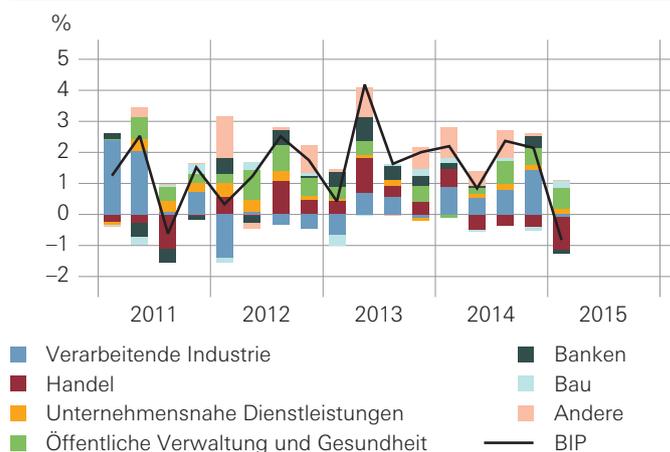
#### BIP-Rückgang im ersten Quartal

Die Branchen entwickelten sich im ersten Quartal recht unterschiedlich. Insgesamt nahm die Wertschöpfung infolge der Frankenaufwertung leicht ab (Grafik 3.1). Ausschlaggebend war ein starker Rückgang der Wertschöpfung im Handel. Jedoch litten auch der Sektor Verkehr und Kommunikation, das Gastgewerbe sowie der Bankensektor. In der verarbeitenden Industrie kam es zu einer leichten Kontraktion, nachdem sie im Vorquartal noch stark gewachsen war. Dagegen entwickelten sich einige binnenorientierte Dienstleistungen weiterhin positiv. Vor allem der Gesundheitssektor legte zu.

Grafik 3.1

#### WACHSTUMSBEITRÄGE NACH SEKTOREN

Veränderung gegenüber Vorperiode

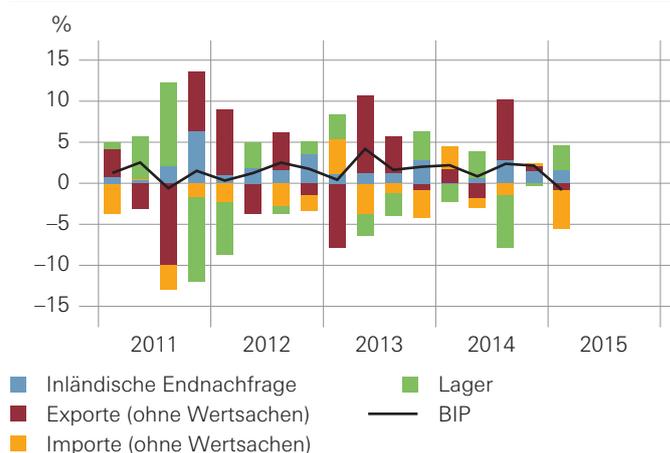


Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO)

Grafik 3.2

#### WACHSTUMSBEITRÄGE: NACHFRAGESEITIG

Veränderung gegenüber Vorperiode

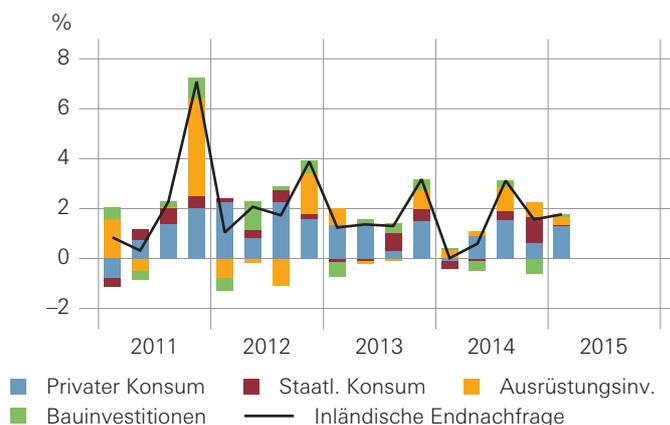


Quelle: SECO

Grafik 3.3

#### INLÄNDISCHE ENDNACHFRAGE: WACHSTUMSBEITRÄGE

Veränderung gegenüber Vorperiode



Quelle: SECO

### Deutlich negativer Aussenhandelsbeitrag

Die Aufwertung des Frankens hat in den meisten Waren-exportbranchen deutliche Spuren hinterlassen. Insbesondere die Nachfrage aus Europa ging im ersten Quartal stark zurück. Da aber die Ausfuhren von Dienstleistungen weiter expandierten, fielen die Gesamtexporte nur leicht. Demgegenüber stiegen insbesondere die Importe von Dienstleistungen stark an. Somit resultierte ein deutlich negativer Aussenhandelsbeitrag zum BIP-Wachstum (Tabelle 3.1).

### Weiterhin moderate Entwicklung der Inlandnachfrage

Die inländische Endnachfrage expandierte weiterhin moderat (Grafik 3.3 und Tabelle 3.1). Gestützt durch eine günstige Einkommensentwicklung sowie die anhaltend robuste Zuwanderung gewann der private Konsum deutlich an Schwung. Vor allem die Ausgaben für Energie und Gesundheit stiegen deutlich an. Die Ausrüstungsinvestitionen verloren dagegen etwas an Kraft. Die Frankenaufwertung führte bei den Unternehmen zu einer spürbaren Verunsicherung und in vielen Fällen zu einer starken Reduktion der Gewinnmargen. Stützend wirkte, dass einige Unternehmen von tieferen Einkaufspreisen für Ausrüstungsgüter aus dem Ausland profitierten. Zudem fielen ausserordentliche Investitionen in Fahrzeuge ins Gewicht. Die Bauinvestitionen zogen nach dem Rückgang des Vorquartals etwas an, getrieben durch eine leichte Erholung im Tiefbau. Die Wohnbauaktivität schrumpfte dagegen weiter, blieb insgesamt aber auf hohem Niveau.

Tabelle 3.1

## REALES BIP UND KOMPONENTEN

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode in Prozent, annualisiert

|                               | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2013       |            |            | 2014       |            |            |            | 2015        |
|-------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
|                               |            |            |            |            | 2. Q.      | 3. Q.      | 4. Q.      | 1. Q.      | 2. Q.      | 3. Q.      | 4. Q.      |             |
| Privater Konsum               | 0,9        | 2,8        | 2,2        | 1,3        | 2,2        | 0,5        | 2,4        | -0,1       | 1,4        | 2,5        | 1,0        | 2,1         |
| Staatlicher Konsum            | 2,1        | 2,9        | 1,4        | 1,4        | -0,8       | 5,7        | 3,9        | -2,5       | -0,8       | 2,9        | 8,2        | 0,4         |
| Anlageinvestitionen           | 4,4        | 2,5        | 1,8        | 1,8        | 0,4        | 1,1        | 4,6        | 1,6        | -0,7       | 4,6        | -0,1       | 1,6         |
| Bau                           | 2,5        | 2,9        | 1,3        | 0,9        | 1,9        | 3,9        | 4,3        | 0,8        | -3,6       | 2,8        | -6,1       | 1,1         |
| Ausrüstungen                  | 5,5        | 2,3        | 2,1        | 2,5        | -0,5       | -0,5       | 4,8        | 2,0        | 1,2        | 5,8        | 3,7        | 1,9         |
| Inländische Endnachfrage      | 1,9        | 2,7        | 2,0        | 1,4        | 1,4        | 1,3        | 3,2        | 0,0        | 0,6        | 3,1        | 1,6        | 1,8         |
| Lagerveränderung <sup>1</sup> | 0,3        | -1,0       | 0,7        | -0,5       | -2,8       | -2,9       | 3,4        | -2,3       | 3,3        | -6,4       | -0,3       | 3,1         |
| Exporte total <sup>2</sup>    | 3,5        | 2,6        | 0,0        | 3,8        | 18,7       | 8,7        | -1,4       | 3,1        | -3,4       | 14,4       | 1,2        | -1,6        |
| Waren <sup>2</sup>            | 6,2        | 0,9        | -2,3       | 4,7        | 15,6       | 13,8       | -3,0       | -0,5       | 3,0        | 19,9       | -0,8       | -8,1        |
| Dienstleistungen              | -2,3       | 6,1        | 4,7        | 1,9        | 24,7       | -0,6       | 1,8        | 10,6       | -14,9      | 4,0        | 5,5        | 12,6        |
| Importe total <sup>2</sup>    | 5,0        | 4,2        | 1,5        | 1,5        | 8,8        | 2,7        | 8,3        | -6,6       | 2,8        | 3,5        | -1,0       | 11,3        |
| Waren <sup>2</sup>            | 3,1        | 2,3        | 0,7        | 1,5        | 5,0        | -0,2       | 14,8       | -10,9      | 8,1        | 3,0        | -5,4       | 1,5         |
| Dienstleistungen              | 8,5        | 8,1        | 3,3        | 1,7        | 17,8       | 9,4        | -4,7       | 3,3        | -7,5       | 4,7        | 9,3        | 33,7        |
| Aussenbeitrag <sup>3</sup>    | -0,1       | -0,3       | -0,6       | 1,3        | 5,8        | 3,4        | -4,2       | 4,4        | -3,0       | 6,0        | 1,0        | -5,5        |
| <b>BIP</b>                    | <b>1,8</b> | <b>1,1</b> | <b>1,9</b> | <b>2,0</b> | <b>4,2</b> | <b>1,6</b> | <b>2,0</b> | <b>2,2</b> | <b>0,8</b> | <b>2,4</b> | <b>2,1</b> | <b>-0,8</b> |

<sup>1</sup> Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten (inklusive statistischer Diskrepanz)

<sup>2</sup> Ohne Wertsachen (nicht-monetäres Gold und andere Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten)

<sup>3</sup> Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten

Quelle: SECO

## ARBEITSMARKT

Die Entwicklung am Arbeitsmarkt wurde ebenfalls von der Aufwertung des Frankens und dem damit verbundenen BIP-Rückgang beeinflusst. Die Zahl der Erwerbstätigen wuchs zwar im ersten Quartal erneut solide. Gleichzeitig tendiert jedoch die Arbeitslosigkeit seit Jahresbeginn nach oben.

### Solider Anstieg der Erwerbstätigen

Gemäss Erwerbstätigenstatistik stieg die Zahl der Erwerbstätigen im ersten Quartal saisonbereinigt um 3,3% auf 5,005 Millionen (Grafik 3.4). Besonders bei den Schweizer Frauen legte die Beschäftigung erneut deutlich zu. Zudem wurden vermehrt ausländische Arbeitskräfte eingestellt, was sich in der anhaltend robusten Netto-Zuwanderung aus dem Ausland widerspiegelte. Damit erhöhte sich die ausländische Wohnbevölkerung in der Schweiz gegenüber dem Vorjahr um 3,4% auf knapp 2 Millionen Personen.

Gemäss Beschäftigungsstatistik wuchs die Beschäftigung besonders im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe, während in der Industrie Stellen abgebaut wurden (Grafik 3.5).

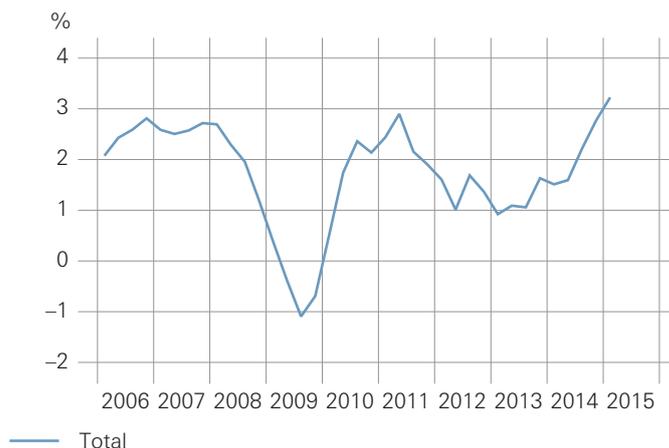
### Höhere Arbeitslosigkeit

Die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit erreichte Ende 2014 einen Tiefpunkt. Bis Mai 2015 stieg die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierten Arbeitslosen saisonbereinigt um rund 6000 auf 143 000 Personen. Getrieben wurde diese Entwicklung sowohl durch höhere Neuzugänge in die Arbeitslosigkeit als auch durch einen Rückgang der Anzahl Arbeitssuchender, die eine Stelle fanden oder sich aus anderen Gründen nicht mehr als arbeitslos registrierten. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote stieg im Mai auf 3,3% (Grafik 3.6).

Grafik 3.4

### ERWERBSTÄTIGE

Veränderung gegenüber Vorperiode

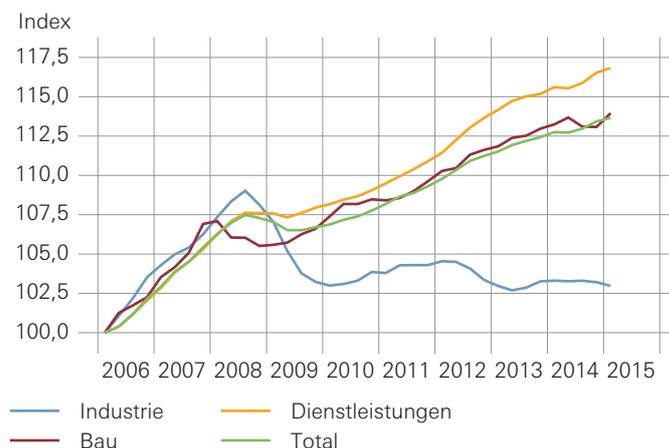


Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS), Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.5

### BESCHÄFTIGUNG IN VOLLZEITÄQUIVALENTEN

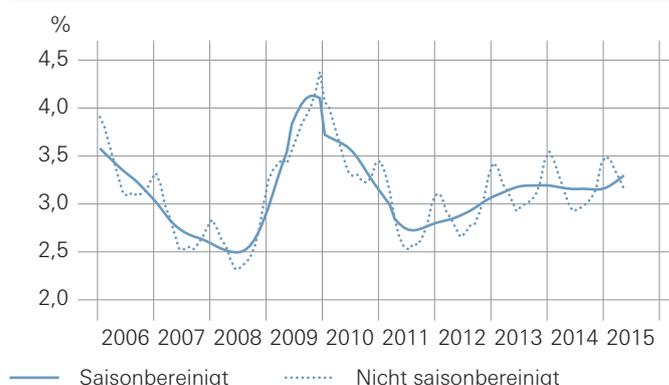
1. Q. 2006 = 100



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.6

### ARBEITSLSENQUOTE



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

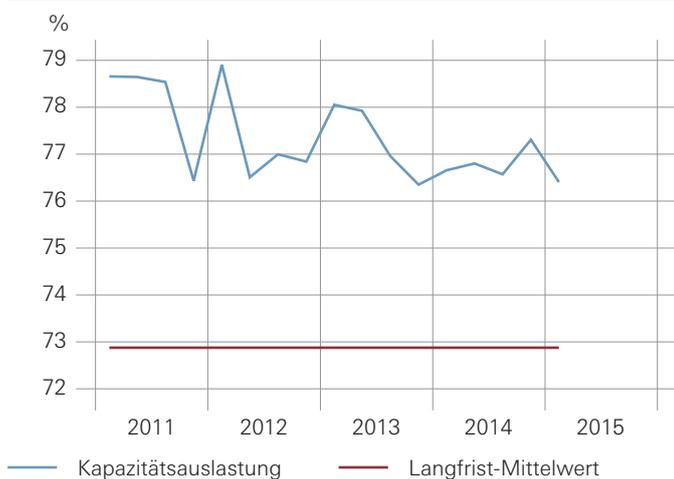
### KAPAZITÄTSAUSLASTUNG INDUSTRIE



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.8

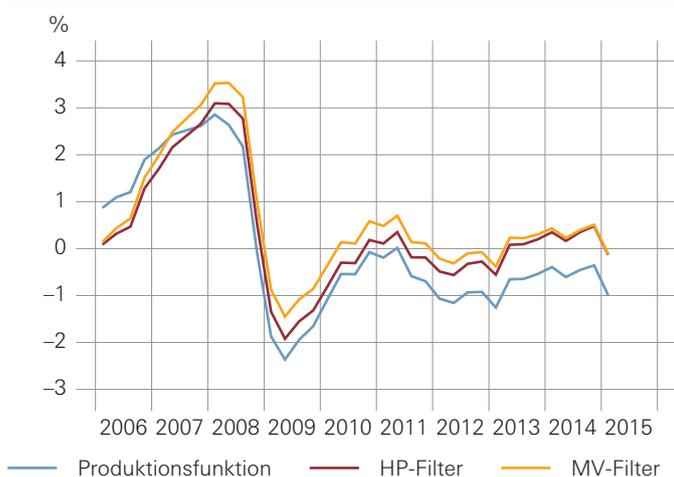
### KAPAZITÄTSAUSLASTUNG BAU



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.9

### PRODUKTIONSLÜCKE



Quelle: SNB

## KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

### Unterauslastung in der Industrie

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie ging gemäss KOF-Umfrage im ersten Quartal auf 80,9% zurück. Sie liegt damit zwar deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnitt, aber weiterhin über dem letzten Tiefpunkt im Jahr 2012 (Grafik 3.7). Der Nutzungsgrad der Maschinen im Bausektor sank im ersten Quartal ebenfalls. Im Gegensatz zur verarbeitenden Industrie befindet sich die Auslastung im Bau nach wie vor deutlich über ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.8). Im Dienstleistungssektor deuten die Umfragen auf eine durchschnittliche Auslastung hin.

### Negative 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 BIP-Rückgang weitete sich die Lücke im ersten Quartal aus. Das mittels einer Produktionsfunktion geschätzte Potenzial ergab für das erste Quartal eine Lücke von -1,0%, gegenüber -0,4% im Vorquartal, und signalisiert damit eine Unterauslastung der Produktionsfaktoren. Andere Schätzmethoden für das Produktionspotenzial (Hodrick-Prescott-Filter und multivariater Filter) signalisieren eine nur leicht negative Lücke (Grafik 3.9).

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

## REALWIRTSCHAFTLICHE AUSSICHTEN

Die Aussichten für das laufende Jahr bleiben gedämpft. Die Stimmung bei den Unternehmen hat sich jedoch zuletzt wieder etwas aufgehellt, nachdem sie unmittelbar nach der Aufhebung des Mindestkurses eingebrochen war. Das zeigt sich beispielsweise am KOF-Barometer und am Einkaufsmanagerindex in der verarbeitenden Industrie, die zuletzt wieder etwas angestiegen sind (Grafik 3.10).

Verschiedene Umfragen zeigen, dass sich die Aufwertung des Frankens je nach Branche und Unternehmen gegenwärtig sehr unterschiedlich auswirkt. Das grösste Problem für viele Unternehmen ist der Preisdruck, der die Gewinnmargen reduziert hat. Besonders betroffen sind Unternehmen, die im Exportgeschäft tätig sind. Aber auch im Inlandgeschäft hat der Preisdruck infolge des Importwettbewerbs zugenommen. Gemäss Umfragen reagierte bisher ein Grossteil der betroffenen Unternehmen mit Massnahmen zur Erhöhung der Effizienz und Senkung der Kosten, was sich in einer zurückhaltenden Einstellungspolitik und Investitionsbereitschaft widerspiegelt.

Die SNB geht in ihrem Basisszenario für die Weltwirtschaft weiterhin davon aus, dass sich die internationale Erholung festigen wird, insbesondere auch in Europa (siehe Kapitel 2). Dies dürfte die Auslandnachfrage nach Schweizer Waren und Dienstleistungen allmählich beleben und der ungünstigen Wechselkursituation entgegenwirken. Ferner wird die negative Teuerung die realen verfügbaren Einkommen der Haushalte und entsprechend auch die realen Konsumausgaben stützen.

Die SNB rechnet damit, dass die Schweizer Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte wieder wachsen wird. Für 2015 erwartet sie somit weiterhin ein BIP-Wachstum von knapp 1%.

Grafik 3.10

### VORLAUFENDE INDIKATOREN

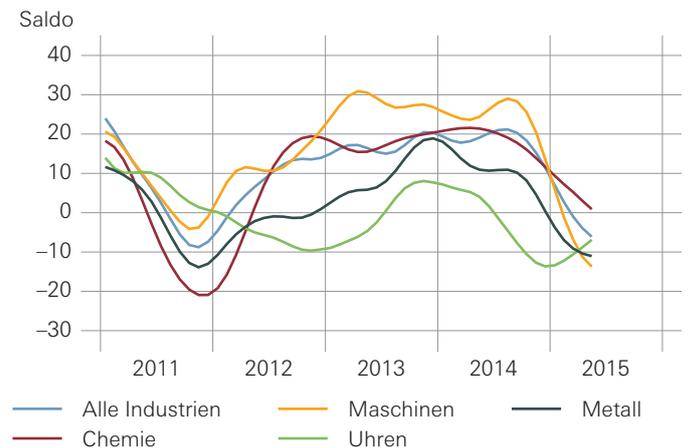


Quellen: Credit Suisse, KOF/ETH

Grafik 3.11

### ERWARTETE BESTELLUNGSEINGÄNGE

Trendkomponente



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.12

### VORLAUFENDE INDIKATOREN DER BESCHÄFTIGUNG



1 Monatswerte

2 Trendkomponente: SNB

Quellen: BFS, Credit Suisse, KOF/ETH

# 4 Preise und Inflations- erwartungen

Die Jahresteuersatzrate der Konsumentenpreise ist seit Herbst 2014 negativ und fiel in diesem Zeitraum immer deutlicher ins Minus. Diese Entwicklung ist auf den Rückgang des Erdölpreises und die Aufwertung des Frankens zurückzuführen. Die Angebotspreise (Produzenten- und Importpreise), die in der Regel mit zeitlicher Verzögerung auf die Konsumentenpreise durchschlagen, fielen ebenfalls deutlich.

Die Aufhebung des Mindestkurses setzte die kurz- und mittelfristigen Teuerungserwartungen unter Druck. Die längerfristigen Teuerungserwartungen blieben demgegenüber weitgehend stabil.

Im Unterschied zu den Güterpreisen stiegen die Preise für Wohneigentum im ersten Quartal 2015 weiter an. Die Risiken am Immobilienmarkt sind damit weiterhin präsent.

## KONSUMENTENPREISE

### Starker Rückgang der Konsumentenpreise

Der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) sank zwischen November und Februar deutlich (Grafik 4.1). Darin widerspiegelten sich vor allem der Rückgang der Erdölpreise und die Aufhebung des Mindestkurses. Seither hat sich der LIK zwar nur wenig verändert, doch ist dies teilweise auf Saisonfaktoren zurückzuführen. Die Jahresteuersatzrate des LIK, die im vierten Quartal 2014 noch  $-0,1\%$  betragen hatte, sank auf  $-0,7\%$  im ersten Quartal und  $-1,2\%$  im Mai 2015 (Tabelle 4.1).

Tabelle 4.1

### LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE UND KOMPONENTEN

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

|   | 2014       | 2014       |            |             | 2015        | 2015        |             |             |
|---|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   |            | 2. Q.      | 3. Q.      | 4. Q.       | 1. Q.       | März        | April       | Mai         |
| <b>LIK total</b>                        | <b>0,0</b> | <b>0,1</b> | <b>0,0</b> | <b>-0,1</b> | <b>-0,7</b> | <b>-0,9</b> | <b>-1,1</b> | <b>-1,2</b> |
| Inländische Waren und Dienstleistungen  | 0,4        | 0,5        | 0,3        | 0,4         | 0,5         | 0,3         | 0,3         | 0,1         |
| Waren                                   | 0,3        | 0,5        | 0,3        | 0,2         | 0,0         | -0,7        | -0,5        | -0,9        |
| Dienstleistungen                        | 0,4        | 0,4        | 0,3        | 0,5         | 0,6         | 0,6         | 0,5         | 0,4         |
| private Dienstleistungen ohne Mieten    | 0,4        | 0,3        | 0,3        | 0,6         | 0,8         | 0,8         | 0,6         | 0,4         |
| Mieten                                  | 1,2        | 1,2        | 1,1        | 1,1         | 1,0         | 1,0         | 1,0         | 1,2         |
| öffentliche Dienstleistungen            | -0,8       | -0,5       | -0,9       | -1,2        | -0,8        | -0,8        | -0,8        | -1,0        |
| Ausländische Waren und Dienstleistungen | -1,2       | -0,9       | -0,9       | -1,6        | -4,2        | -4,3        | -5,0        | -4,9        |
| ohne Erdölprodukte                      | -1,0       | -1,3       | -0,7       | -0,8        | -1,5        | -2,0        | -2,8        | -3,0        |
| Erdölprodukte                           | -2,4       | 1,1        | -1,8       | -6,7        | -19,3       | -17,2       | -18,0       | -15,8       |

Quellen: BFS, SNB

### Preise der Auslandgüter klar unter Vorjahresniveau

Die seit Januar registrierte Entwicklung der Jahresteu-  
rungsrate wurde vor allem durch die Aufwertung des  
Frankens gegenüber dem Euro und anderen Währungen  
beeinflusst. Der Teuerungsbeitrag der Auslandgüter  
ohne Erdölprodukte weitete sich stark ins Minus aus. Der  
negative Teuerungsbeitrag der Erdölprodukte, der bis  
Januar stark gewachsen war, blieb seither praktisch unver-  
ändert (Grafik 4.2).

### Preise der Inlandgüter weiterhin über Vorjahresniveau

Die Teuerungsrate der Inlandgüter hat sich seit Anfang  
Jahr leicht verringert. Aufgrund der Entwicklung der Dienst-  
leistungspreise liegt sie aber weiterhin im positiven Be-  
reich: Sowohl die Mieten als auch die Preise der übrigen  
Dienstleistungen sind gegenüber dem entsprechenden  
Vorjahresmonat gestiegen. Hingegen liegen die Warenpreise  
seit März tiefer als vor einem Jahr (Tabelle 4.1).

### Negative Kernteuerungsrate

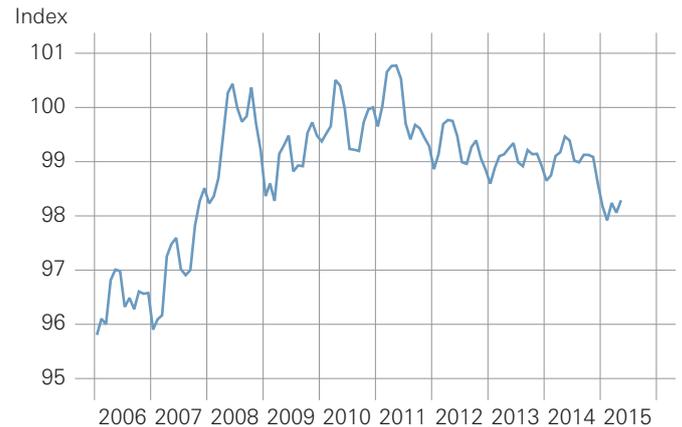
Die Kerninflationen sind in den letzten Monaten deut-  
lich gefallen, wenn auch weniger stark als die Jahres-  
teuerungsrate des LIK (Grafik 4.3). Die vom BFS berech-  
nete Kerninflation 1 (BFS1) und der von der SNB be-  
rechnete getrimmte Mittelwert (TM15) betragen im Mai  
2015  $-0,6\%$  bzw.  $-0,4\%$ .

Die Differenz zwischen der LIK-Jahresteu-  
rungsrate und den Kerninflationen ist in erster Linie auf die Ent-  
wicklung der Preise von Erdölprodukten zurückzuführen.  
Bei der Berechnung der BFS1 werden Energie und Treib-  
stoffe sowie frische und saisonale Produkte nicht berück-  
sichtigt, während beim TM15 auf beiden Seiten der Ver-  
teilung der gewichteten jährlichen Preisveränderungsrate  
der LIK-Produkte je 15% ausgeschlossen werden. Bei  
den Gütern, deren Preise in den letzten zwölf Monaten am  
stärksten gefallen sind, handelte es sich überwiegend um  
Erdölprodukte.

Grafik 4.1

### LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE (LIK)

Dezember 2010 = 100

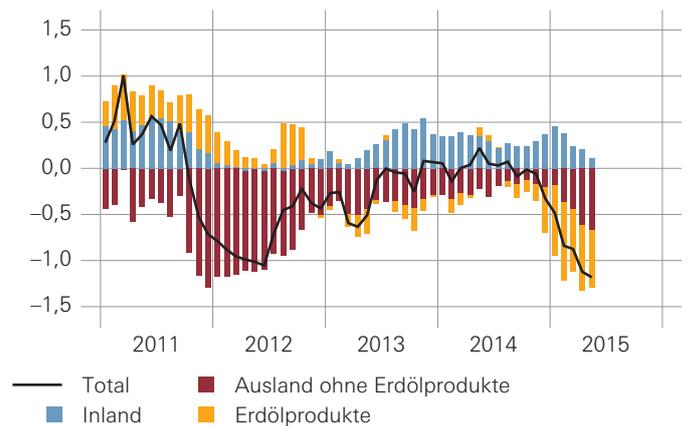


Quelle: BFS

Grafik 4.2

### LIK: IN- UND AUSLÄNDISCHE GÜTER

Veränderung des LIK gegenüber Vorjahr in Prozent. Beiträge der  
Komponenten in Prozentpunkten.



Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.3

### KERNINFLATION

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.4

### PREISE DES GESAMTANGEBOTS

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: BFS

Grafik 4.5

### TRANSAKTIONSPREISE EIGENTUMSWOHNUNGEN

Nominal (hedonisch), Periodenbeginn = 100

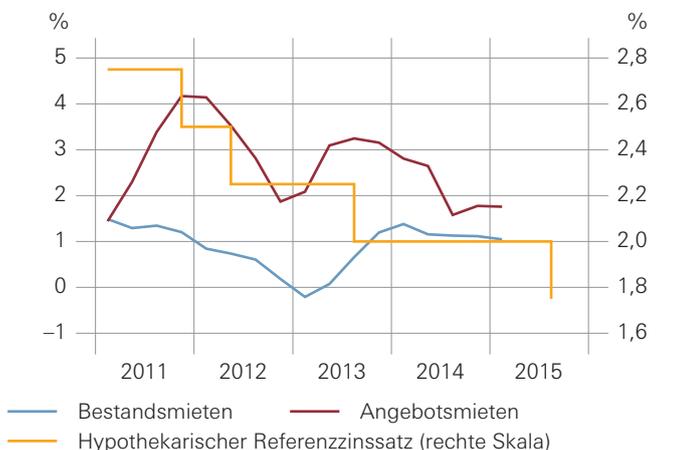


Quellen: Fahrländer Partner, IAZI, Wüest & Partner

Grafik 4.6

### WOHNUNGSMIETEN UND REFERENZZINSSATZ

Nominal, Veränderung gegenüber Vorjahr (linke Skala)



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

## PRODUZENTEN- UND IMPORTPREISE

### Starker Rückgang der Angebotspreise

Die Aufwertung des Frankens beschleunigte den Rückgang der Angebotspreise (Grafik 4.4). Bei den Importpreisen fiel der Rückgang erwartungsgemäss stärker aus als bei den Produzentenpreisen. Die jährliche Teuerungsrate der Angebotspreise sank bis Mai 2015 auf  $-6,0\%$ .

Die Angebotspreise sind deutlich volatil als die Konsumentenpreise. Zuletzt waren die Produzenten- und Importpreisindizes in den Jahren 2008/9 und 2011 deutlich gefallen. Aktuell sinken die Angebotspreise ähnlich stark wie in der zweiten Jahreshälfte 2008, aber weniger stark als 2011.

## IMMOBILIENPREISE

### Weiterhin steigende Preise für Wohneigentum

Gemäss den meisten verfügbaren Indizes stiegen die Preise für Wohneigentum im ersten Quartal 2015 weiter an. Eine Ausnahme bildete der Transaktionspreisindex von Fahrländer Partner (Grafik 4.5).

Auf regionaler Ebene setzten sich die Tendenzen der letzten Quartale fort. Die Preise stiegen in der Ostschweiz nach wie vor kräftig, während sie in der Region Genfersee seit Anfang 2013 leicht nachgegeben haben.

### Moderater Anstieg der Bestandsmieten

Die jährliche Teuerung der von Wüest & Partner erfassten Mieten am Markt angebotener Wohnungen (Angebotsmieten) blieb im ersten Quartal 2015 weitgehend unverändert. Sie bewegte sich damit weiterhin über der Teuerungsrate der im LIK erfassten Mieten, die als Mass für die Bestandsmieten betrachtet werden können (Grafik 4.6).

Die Teuerung der Bestandsmieten wurde in den letzten Jahren durch den kontinuierlichen Rückgang des für die Mietzinsgestaltung relevanten hypothekarischen Referenzzinssatzes gebremst. Dieser wurde per 1. Juni 2015 nochmals um  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt gesenkt, was die Teuerung der Bestandsmieten weiterhin tief halten dürfte.

## INFLATIONSERWARTUNGEN

### Kurzfristig negative Inflationsraten erwartet

Die meisten Finanzanalysten, die für den Credit Suisse ZEW Financial Market Report befragt werden, rechnen damit, dass die Inflationsrate über die nächsten sechs Monate stabil bleibt. Der Anteil der Befragten, die unveränderte Inflationsraten erwarten, stieg von 35% im Februar auf 63% im Mai 2015. Der Anteil derer, die einen Anstieg der Inflationsrate erwarten, nahm von 3% auf 16% zu, während nur noch 21%, verglichen mit 62% im Februar, von einem Rückgang der Inflationsrate ausgingen. Die Erwartungen sinkender Inflationsraten, die mit dem starken Rückgang des Erdölpreises und der Aufhebung des Mindestkurses ihren Zenit erreichten, sind damit abgeklungen.

Dieser Eindruck wird durch die Gespräche bestätigt, die die SNB-Delegierten für Wirtschaftskontakte mit Unternehmen aus allen Teilen der Wirtschaft führen. Im zweiten Quartal rechneten die Gesprächspartner damit, dass die Inflationsrate in sechs bis zwölf Monaten  $-0,6\%$  betragen wird, im Vergleich zu  $-1,3\%$  im Vorquartal.

Gemäss der im April durchgeführten Haushaltsumfrage des SECO erwarteten 25% der Haushalte einen Rückgang der Preise über die nächsten zwölf Monate, während 30% einen Anstieg erwarteten. Knapp die Hälfte der Befragten rechnete mit unveränderten Preisen (Grafik 4.7).

### Gut verankerte langfristige Erwartungen

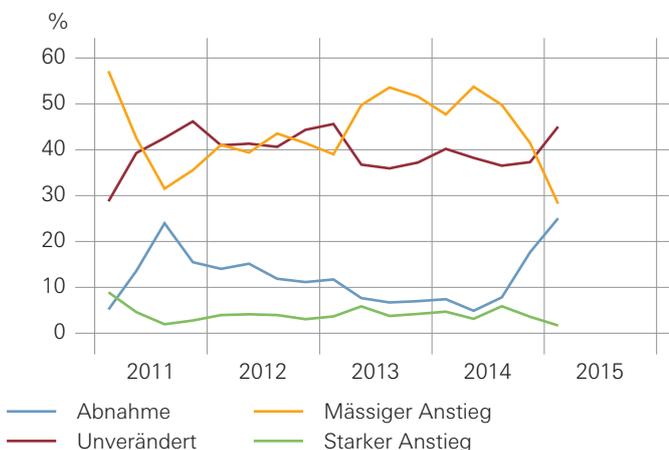
Die Teilnehmer der CFO-Umfrage von Deloitte rechneten im ersten Quartal mit einer Inflationsrate in zwei Jahren von  $0,6\%$ . Die von den SNB-Delegierten für Wirtschaftskontakte geführten Gespräche liefern für die mittelfristigen Inflationserwartungen ähnliche Ergebnisse. Im zweiten Quartal bezifferten die befragten Unternehmen die erwartete Inflationsrate in drei bis fünf Jahren auf  $0,5\%$ , nach  $0,4\%$  im Vorquartal.

Diese Umfragen bestätigen, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen nach der Aufhebung des Mindestkurses gesenkt wurden, wobei die Korrektur mit wachsendem Erwartungshorizont abnimmt. Umfragen mit einem Horizont von sechs bis zehn Jahren zeigen, dass die langfristigen Inflationserwartungen durch die Aufhebung des Mindestkurses kaum berührt wurden.

Grafik 4.7

## PREISERWARTUNGEN

Haushaltsumfrage zur erwarteten Preisentwicklung auf 12 Monate



Quellen: SECO, SNB

# 5 Monetäre Entwicklung

---

Am Geldmarkt notierten die kurzfristigen Zinsen in den letzten Monaten nahe am SNB-Einlagenzins von  $-0,75\%$ . Damit waren die Zinssätze in der Schweiz tiefer als in den meisten anderen Ländern. Wegen der negativen Inflation lagen die Realzinsen, die letztlich für den Ertrag einer Anlage entscheidend sind, aber höher als die Nominalzinsen. Sie lagen auch höher als die Realzinsen in anderen Ländern, wie z. B. den USA, Deutschland oder Grossbritannien.

Das Wachstum der Hypotheken schwächte sich in den vergangenen Monaten trotz der niedrigen Zinsen weiter leicht ab. Die Ungleichgewichte auf dem Hypothekar- und Immobilienmarkt blieben aber unverändert hoch.

Aufgrund der Unsicherheit im Zusammenhang mit der weiteren Entwicklung in Griechenland kommt dem Schweizer Franken weiterhin die Rolle eines sicheren Hafens zu. So lag der exportgewichtete Aussenwert des Frankens Mitte Juni rund  $12\%$  höher als Anfang Jahr. Die negativen Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt sollten jedoch dazu beitragen, dass sich die Überbewertung des Frankens über die Zeit korrigiert. Mit dem Anstieg der langfristigen Zinsen im Ausland hat sich zudem die Zinsdifferenz zu diesen Ländern in letzter Zeit ausgeweitet. Eine weitere Normalisierung der Lage auf den internationalen Finanzmärkten sollte die Attraktivität von Anlagen in anderen Währungen zusätzlich erhöhen und dürfte so zu einer Entschärfung der Überbewertung des Schweizer Frankens beitragen. Auch die nun eingetretene Abschwächung der Wirtschaft spricht klar gegen eine anhaltende Frankenstärke.

## GELDPOLITISCHE MASSNAHMEN SEIT DER LETZTEN LAGEBEURTEILUNG

---

### Fortführung der geldpolitischen Massnahmen vom 15. Januar 2015

An der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 19. März 2015 bekräftigte die SNB ihren am 15. Januar 2015 angekündigten geldpolitischen Kurs. Sie beschloss, das Zielband für den 3M-Libor unverändert bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$  zu belassen. Auch der Zins auf bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben von Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern, die einen bestimmten Freibetrag überschreiten, blieb unverändert bei  $-0,75\%$ . Die SNB unterstrich ausserdem, sie werde bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik weiterhin der Wechselkursituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung tragen. Sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.

### Weniger Ausnahmen von Negativzinsen auf SNB-Girokonten

Am 22. April 2015 schloss die SNB ihre Überprüfung der Ausnahmeregelungen zu den Negativzinsen ab und verkleinerte den Kreis der Girokonto-Inhaber, die nicht den Negativzinsen unterstellt sind, deutlich. Seitdem unterliegen nur noch die Girokonten der zentralen Bundesverwaltung und der Ausgleichsfonds AHV/IV/EO nicht dem Negativzins.

### Höhere Sichtguthaben bei der SNB

Seit der Lagebeurteilung im März 2015 sind die gesamten bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben leicht gestiegen. In der Woche zum 12. Juni 2015 (letzte Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte Juni 2015) lagen sie mit  $455,1$  Mrd. Franken um  $12,1$  Mrd. Franken höher als in der letzten Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte März 2015 ( $443,0$  Mrd. Franken). Zwischen den Lagebeurteilungen von Mitte März 2015 und Mitte Juni 2015 betragen sie durchschnittlich  $449,5$  Mrd. Franken. Davon entfielen  $380,9$  Mrd. Franken auf Giroguthaben inländischer Banken und die restlichen  $68,6$  Mrd. Franken auf übrige Guthaben auf Sicht.

### Hohe Überschussreserven der Banken

Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. Februar und dem 19. Mai 2015 durchschnittlich  $14,8$  Mrd. Franken. Dies entspricht einer leichten Zunahme gegenüber der Vorperiode (20. November 2014 bis 19. Februar 2015). Insgesamt übertrafen die Banken das Mindestreserverfordernis im Durchschnitt um rund  $372,1$  Mrd. Franken (Vorperiode:  $336,3$  Mrd. Franken). Die Überschussreserven der Banken sind damit nochmals etwas gestiegen.

## GELD- UND KAPITALMARKTZINSEN

### Geldmarktzinssätze weiterhin im negativen Bereich

Seit der Lagebeurteilung von Mitte März haben sich sowohl die besicherten als auch die unbesicherten Geldmarktzinsen kaum bewegt. Sie blieben im negativen Bereich und nahe dem Niveau des SNB-Einlagenzinses von  $-0,75\%$  (Grafik 5.1).

Der 3M-Libor bewegte sich um  $-0,8\%$ . Die Zinssätze am besicherten Geldmarkt (Swiss Average Rates) lagen auf leicht höheren Niveaus als die Zinsen am unbesicherten Geldmarkt.

### Volatile langfristige Zinssätze

Die Renditen langfristiger Bundesobligationen folgten vorwiegend der internationalen Entwicklung. Sie wiesen eine erhöhte Volatilität auf und waren zeitweise wieder negativ. So schwankte die Rendite von Bundesobligationen mit zehnjähriger Laufzeit seit der Lagebeurteilung im März zwischen  $-0,2\%$  und  $0,3\%$ . Mitte Juni belief sie sich auf rund  $0,1\%$  und lag damit leicht über dem Wert von Mitte März.

### Steilere Renditekurve

Die Renditekurve von Bundesobligationen verlief Mitte Juni steiler als Mitte März (Grafik 5.2). Darin widerspiegelt sich die Entwicklung der langfristigen Zinssätze, die der internationalen Marktentwicklung folgten und im Juni leicht höher lagen als vor drei Monaten.

### Leichter Anstieg der Hypothekarzinsen

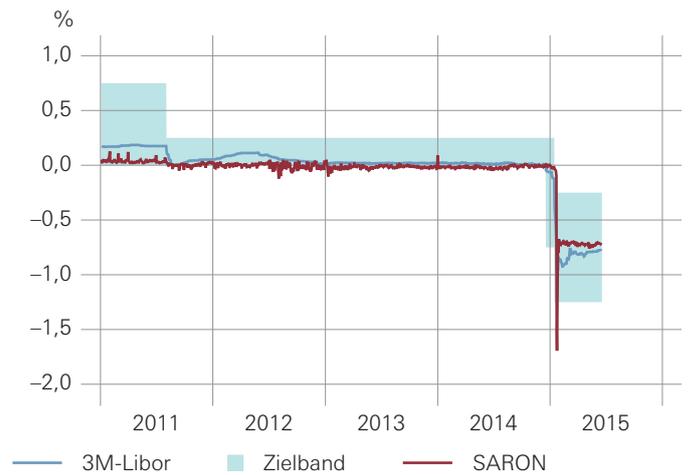
Seit der Einführung von Negativzinsen auf Sichtguthaben bei der SNB haben Banken den Kundenaufschlag bei neuen Hypothekarkrediten nach oben angepasst. Ein Grund liegt darin, dass ein wesentlicher Teil der Refinanzierungskosten der Banken aus den Zinsen auf Spareinlagen besteht, die nicht wie die Geldmarktzinsen unter null gesunken sind. Um dem Druck auf die Zinsmargen entgegenzuwirken, hoben die Banken die Hypothekarzinsen leicht an.

### Anstieg langfristiger Realzinsen

Der geschätzte langfristige Realzins stieg von  $-0,1\%$  zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung im März auf etwas über  $1\%$  an (Grafik 5.3). Die Schätzung stützt sich auf die Entwicklung der zehnjährigen Renditen von Bundesobligationen und die für den gleichen Zeithorizont mit Hilfe eines vektorautoregressiven (VAR) Modells geschätzten Inflationserwartungen. Diese Inflationserwartungen sind aufgrund des in den ersten beiden Quartalen 2015 registrierten deutlichen Rückgangs der Konsumentenpreise gesunken, was sich bei leicht gestiegenen Nominalzinsen in einem deutlichen Anstieg der Realzinsen niederschlägt.

Grafik 5.1

### GELDMARKTSÄTZE

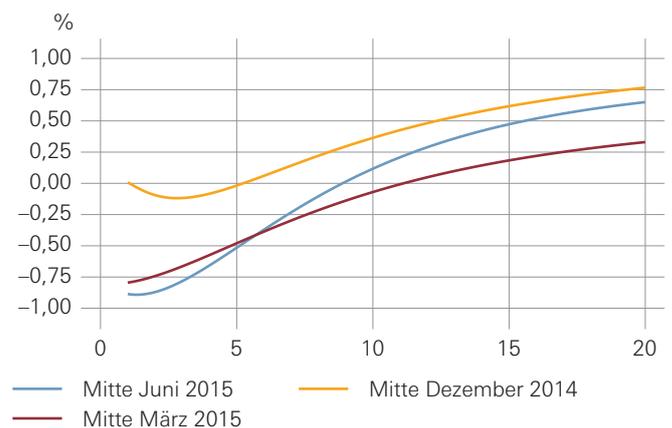


Quellen: Bloomberg, SIX Swiss Exchange AG, SNB

Grafik 5.2

### ZINSSTRUKTUR EIDGENÖSSISCHER ANLEIHEN

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

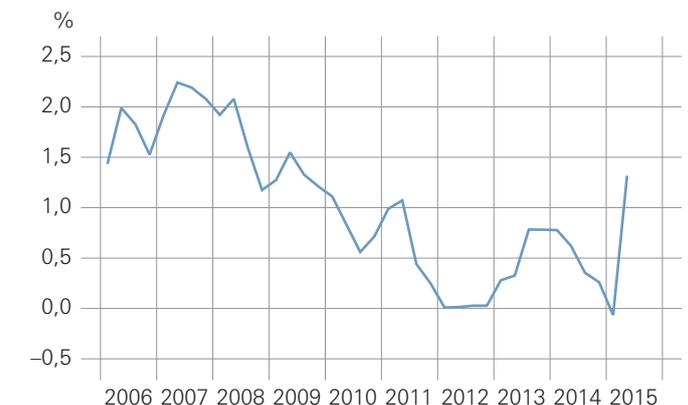


Quelle: SNB

Grafik 5.3

### GESCHÄTZTER REALZINSSATZ

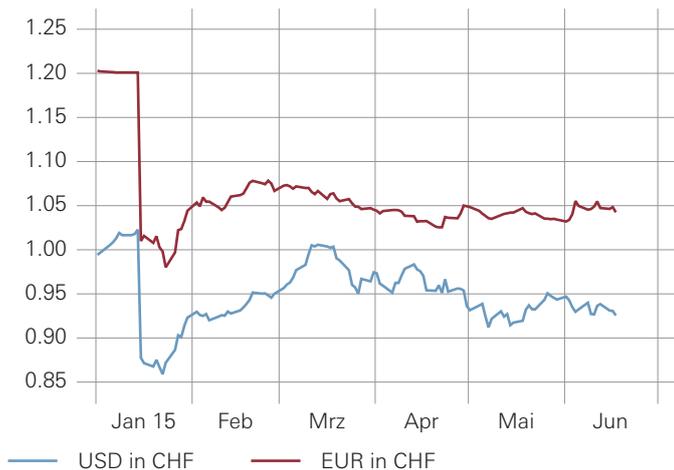
10-jährige Obligationen der Eidgenossenschaft  
Inflationserwartungen geschätzt mit VAR-Modell



Quelle: SNB

Grafik 5.4

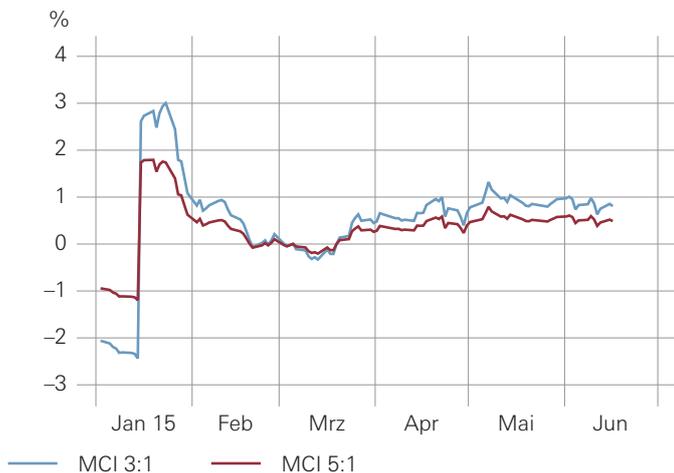
**DEUISENKURSE**



Quelle: SNB

Grafik 5.5

**MCI NOMINAL**

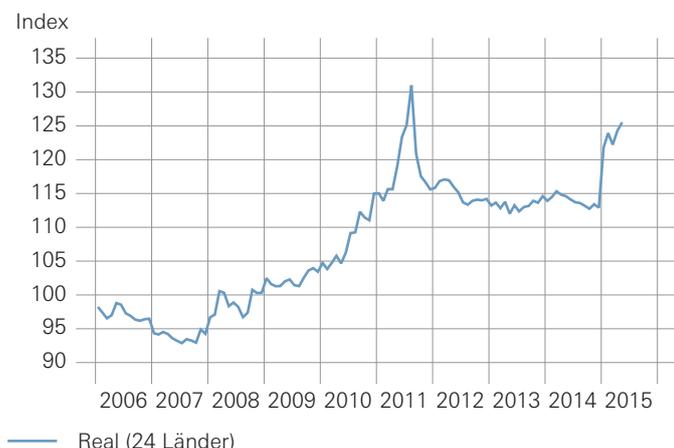


Quelle: SNB

Grafik 5.6

**REALER AUSSENWERT DES FRANKENS**

Exportgewichtet, Januar 1999 = 100



Quelle: SNB

**WECHSELKURSE**

**Stärkerer Franken seit Mitte März**

Der Franken hat seit der Lagebeurteilung von Mitte März an Wert gewonnen (Grafik 5.4). Die Höherbewertung gegenüber dem US-Dollar widerspiegelt vor allem schwächere amerikanische Wirtschaftszahlen, die dazu führten, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen über den Beginn der Zinserhöhungen in den USA korrigierten. Die Stärke gegenüber dem Euro wurde von der Unsicherheit rund um Griechenland und die Anleihenkäufe der EZB getrieben.

**Straffere monetäre Bedingungen**

Mit der Höherbewertung des Frankens bei unveränderten kurzfristigen Zinsen sind die monetären Bedingungen seit Mitte März etwas restriktiver geworden. Der in Grafik 5.5 gezeigte Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert Veränderungen des 3M-Libors und des nominalen exportgewichteten Aussenwerts des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen. Um der Unsicherheit bezüglich der relativen Wirkungen von Veränderungen der Zinssätze und des Wechselkurses Rechnung zu tragen, sind zwei Versionen des Indexes abgebildet, die sich in der Gewichtung der beiden Komponenten unterscheiden. Der Index wird zum Zeitpunkt der jeweils letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt. Positive Werte des MCI zeigen eine Straffung der monetären Bedingungen an.

**Sehr hoher realer Aussenwert des Frankens**

Durch die nominale Aufwertung des Frankens ist der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens seit März nochmals leicht angestiegen (Grafik 5.6). Er liegt damit weiterhin auf einem sehr hohen Niveau.

## AKTIENMARKT

### Rückschlag am Aktienmarkt überwunden

Der Swiss Market Index (SMI), der die zwanzig grössten und liquidesten Titel des Schweizer Aktienmarktes enthält, fiel nach der Aufhebung des Mindestkurses von Mitte Januar kräftig. Dieser Rückschlag wurde anschliessend rasch wieder wettgemacht. Bereits im März lag der SMI zeitweise wieder auf dem Stand vor Aufhebung des Mindestkurses. Zwischen März und Juni hielt er bei teilweise beträchtlichen Schwankungen dieses Niveau (Grafik 5.7).

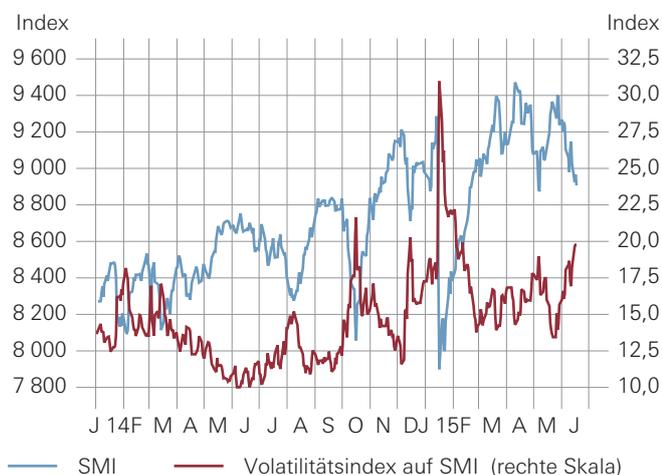
Die aus Optionspreisen berechnete erwartete Volatilität des SMI verdoppelte sich nach der Aufhebung des Mindestkurses beinahe. Parallel zur Erholung des SMI hat sie sich darauf wieder zügig normalisiert. Der Volatilitätsindex liefert ein Mass für die Marktunsicherheit. Im Juni lag er leicht über dem Durchschnitt des Jahres 2014.

### Wachsende Unterschiede zwischen Branchenindizes

Der Rückschlag von Mitte Januar 2015 traf alle wichtigen sektoralen Indizes des Swiss Performance Index (SPI) nahezu gleich stark. Seither haben sich die Teilindizes der Finanzdienstleistungen und Industrieunternehmen besser entwickelt als die Titel des Gesundheitswesens und der Verbrauchsgüter. Grafik 5.8 zeigt die Entwicklung dieser vier Teilindizes, deren Stand per 14. Januar 2015 (d. h. dem Tag vor der Aufhebung des Mindestkurses) auf 100 gesetzt ist.

Grafik 5.7

### AKTIENKURSE UND VOLATILITÄT

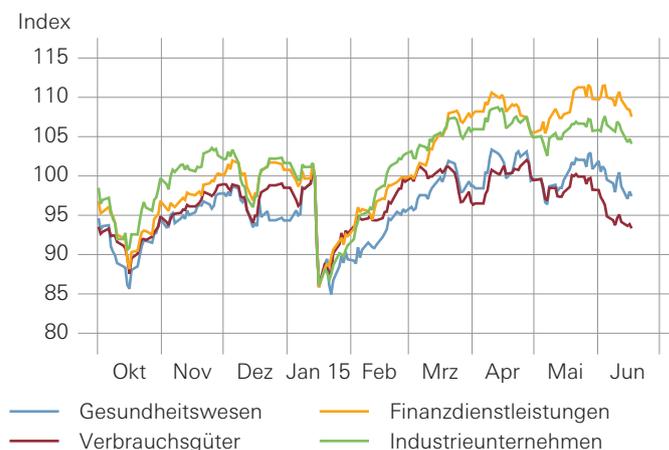


Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.8

### AUSGEWÄHLTE SPI-SEKTOREN

14. Januar 2015 = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

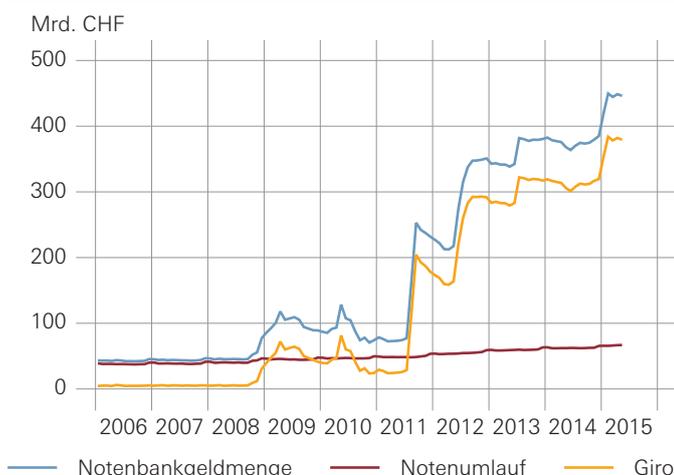
## GELD- UND KREDITAGGREGATE

### Weitgehend unveränderte Geldmengen

Die Notenbankgeldmenge ist seit Februar weitgehend stabil geblieben (Grafik 5.9). Die bei der SNB gehaltenen Giroguthaben inländischer Banken nahmen im Zeitraum von Februar bis Mai geringfügig ab, während der Notenumlauf im gleichen Zeitraum leicht zunahm.

Grafik 5.9

### NOTENBANKGELDMENGE



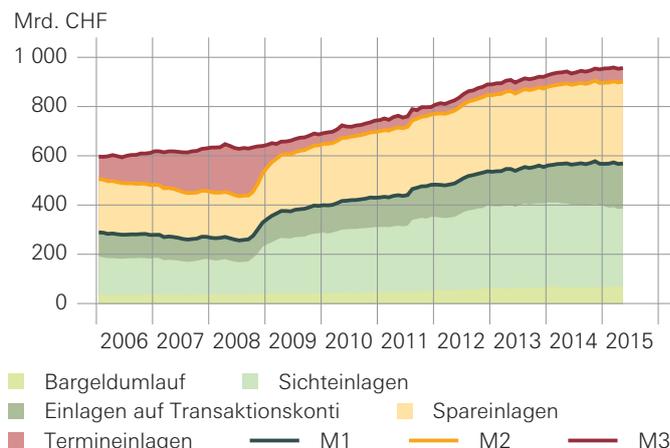
Quelle: SNB

Die breit gefassten Geldmengen, die die Geldhaltung der privaten Haushalte und der nicht-finanziellen Unternehmen messen, veränderten sich ebenfalls nur wenig (Grafik 5.10). Im Mai lag die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) 0,1% tiefer als vor einem Jahr. Die Geldmengen M2 (M1 plus Spareinlagen) und M3 (M2 plus Termineinlagen) stiegen im gleichen Zeitraum um 0,8% bzw. 1,5% (Tabelle 5.1).

Grafik 5.10

### GELDMENGEN

Inklusive PostFinance



Quelle: SNB

Tabelle 5.1

### GELDMENGEN UND BANKKREDITE

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

|  | 2014       | 2014       | 2014       | 2014       | 2015       | 2015       | 2015        | 2015        |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
|  |            | 2. Q.      | 3. Q.      | 4. Q.      | 1. Q.      | März       | April       | Mai         |
| <b>M1</b> <sup>1</sup>                   | <b>3,8</b> | <b>4,2</b> | <b>3,1</b> | <b>2,8</b> | <b>1,0</b> | <b>1,2</b> | <b>-0,1</b> | <b>-0,1</b> |
| <b>M2</b> <sup>1</sup>                   | <b>3,5</b> | <b>3,7</b> | <b>3,1</b> | <b>2,9</b> | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>0,8</b>  | <b>0,8</b>  |
| <b>M3</b> <sup>1</sup>                   | <b>3,8</b> | <b>3,9</b> | <b>3,4</b> | <b>3,4</b> | <b>2,5</b> | <b>2,3</b> | <b>1,5</b>  | <b>1,5</b>  |
| <b>Bankkredite total</b> <sup>2, 4</sup> | <b>4,1</b> | <b>4,5</b> | <b>4,4</b> | <b>3,5</b> | <b>2,5</b> | <b>2,2</b> | <b>1,7</b>  |             |
| Hypothekarforderungen <sup>2, 4</sup>    | 3,9        | 3,8        | 3,8        | 3,6        | 3,6        | 3,5        | 3,5         |             |
| Haushalte <sup>3, 4</sup>                | 3,5        | 3,6        | 3,4        | 3,3        | 3,5        | 3,6        | 3,5         |             |
| private Unternehmen <sup>3, 4</sup>      | 4,8        | 4,5        | 4,5        | 4,4        | 3,9        | 3,7        | 3,9         |             |
| Übrige Kredite <sup>2, 4</sup>           | 5,3        | 7,7        | 8,0        | 2,6        | -2,9       | -4,5       | -7,5        |             |
| gedeckt <sup>2, 4</sup>                  | 4,3        | 4,3        | 8,8        | 8,0        | 4,2        | 2,9        | -1,4        |             |
| ungedeckt <sup>2, 4</sup>                | 6,0        | 10,0       | 7,5        | -1,0       | -7,2       | -9,1       | -11,3       |             |

<sup>1</sup> 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 Geldmengenzahlen (siehe Statistisches Monatsheft, Tabelle B2a im Internet und die Erklärungen im Statistischen Monatsheft, August 2013, S. III).

<sup>2</sup> Monatsbilanzen

<sup>3</sup> Kreditvolumenstatistik

<sup>4</sup> 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

### Frankeneinlagen überwiegend von Inländern bei Banken in der Schweiz gehalten

Die Geldmenge M3 umfasst – abgesehen vom Bargeld-umlauf – die Frankeneinlagen von in der Schweiz ansässigen Nichtbanken (private Haushalte und nicht-finanzielle Unternehmen) bei Banken in der Schweiz. Grafik 5.11 liefert ein umfassenderes Bild der Frankeneinlagen. Gezeigt werden zusätzlich die Frankeneinlagen von ausländischen Nichtbanken bei Banken in der Schweiz und die Frankeneinlagen in- bzw. ausländischer Banken bei Banken in der Schweiz. Gestützt auf Daten der BIZ werden weiter die Frankeneinlagen von Banken bzw. Nichtbanken bei Banken im Ausland ausgewiesen. Die Grafik liefert damit einen Überblick über die weltweite Haltung von Frankeneinlagen bei Banken. Nicht erfasst sind andere Formen von Frankenanlagen, insbesondere Anlagen in Frankenschriften. Der Zeitraum erstreckt sich von 2009 bis 2014 und umfasst damit die Jahre, in denen sich der Franken stark aufwertete.

Die Grafik zeigt, dass die in der Geldmenge M3 erfassten Einlagen (blau) Ende 2014 72% der weltweiten Frankeneinlagen bei Banken ausmachten. Anfang 2009 hatte dieser Anteil nur 51% betragen. Stark abgenommen haben demgegenüber die Frankeneinlagen von Banken bei Banken im Ausland (türkis). Die Frankeneinlagen ausländischer Kunden (Banken und Nichtbanken) bei Banken in der Schweiz (hellgrün und orange) stiegen 2011 und 2012 an. Das deckt sich bis auf kleinere Abgrenzungsunterschiede mit den Ergebnissen der Studie «Ein sicherer Hafen: internationale Frankennachfrage während der Eurokrise» von Raphael A. Auer (siehe S. 40–53 in diesem Heft). Diese Einlagen wurden dann aber wieder abgebaut und machten

Ende 2014 11% der weltweiten Frankeneinlagen aus. Die Grafik zeigt, dass Frankeneinlagen grossmehrheitlich von inländischen Nichtbanken bei Banken in der Schweiz gehalten werden. Die Bedeutung der übrigen Frankeneinlagen ist im Zeitraum seit 2009 zurückgegangen.

### Unverändertes Hypothekarwachstum

Die Hypothekarforderungen der Banken, die rund vier Fünftel der Bankkredite ausmachen, lagen im ersten Quartal 2015 gleich wie im vierten Quartal 2014 um 3,6% über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Gliederung nach Schuldnern zeigt, dass die Wachstumsrate der Hypothekarkredite an private Unternehmen sank und im Gegenzug die Wachstumsrate der Hypothekarkredite an private Haushalte leicht anstieg (Tabelle 5.1).

Grafik 5.11

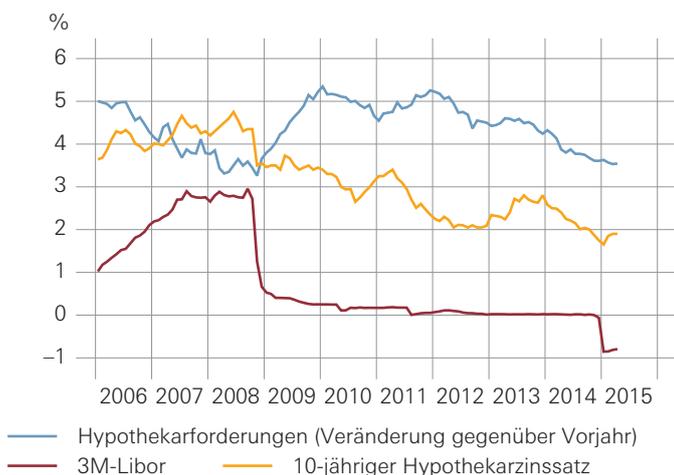
### FRANKENEINLAGEN BEI BANKEN WELTWEIT



Quellen: BIZ, SNB

Grafik 5.12

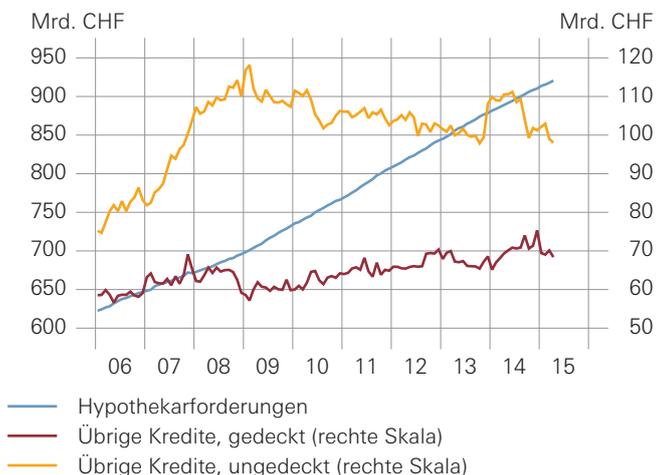
### HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND 3M-LIBOR



Quellen: Bloomberg, SNB

Grafik 5.13

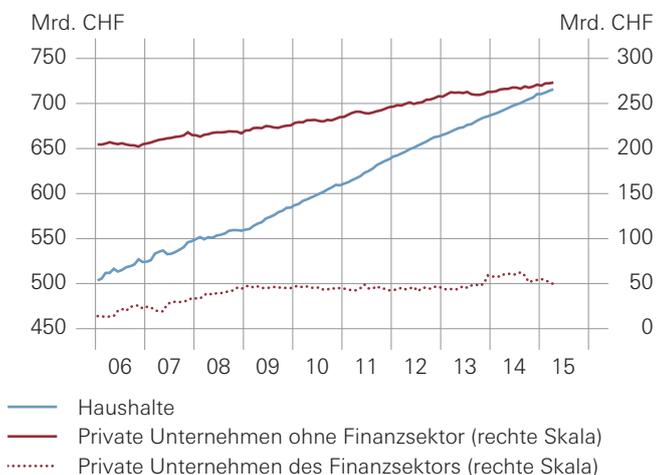
### HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND ÜBRIGE KREDITE



Quelle: SNB

Grafik 5.14

### KREDITE AN HAUSHALTE UND UNTERNEHMEN



Quelle: SNB

Trotz des jüngsten Anstiegs der Hypothekarzinsen bleibt das Zinsniveau im historischen Vergleich sehr tief und stützt damit die Nachfrage nach Hypothekarkrediten (Grafik 5.12). Die seit 2012 beobachtete Abschwächung des Hypothekenwachstums erfolgte vor dem Hintergrund verschiedener Massnahmen, die in den letzten drei Jahren ergriffen wurden, um den Risikoappetit der Banken zu zügeln und ihre Widerstandskraft zu stärken. Dazu zählen Selbstregulierungsmassnahmen der Banken, die strengere Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen vorsehen. Weiter hat der Bundesrat auf Antrag der SNB den antizyklischen Kapitalpuffer im Jahr 2013 aktiviert und im Jahr 2014 erhöht. Die Banken sind damit verpflichtet, ihre Hypothekarkredite auf Wohnliegenschaften mit zusätzlichen Eigenmitteln zu unterlegen.

#### Rückgang der übrigen Kredite

Die übrigen (d. h. nicht hypothekarisch gesicherten) Kredite lagen im ersten Quartal um 2,9% unter ihrem Vorjahresniveau, nachdem sie im vierten Quartal noch einen Anstieg gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal verzeichnet hatten (Tabelle 5.1). Im Vergleich zu den Hypothekarkrediten weisen die übrigen Kredite einen deutlich volatileren Verlauf auf. Von kurzfristigen Schwankungen abgesehen, blieb ihr Volumen seit Anfang 2009 indessen weitgehend unverändert. Die in diesen gut sechs Jahren beobachtete leichte Zunahme der gedeckten übrigen Kredite wurde von einem leichten Rückgang der ungedeckten übrigen Kredite kompensiert (Grafik 5.13).

#### Kreditwachstum nach Sektoren

Sowohl die Haushalte als auch die nicht-finanziellen Unternehmen profitierten in den letzten Jahren von den günstigen Finanzierungsbedingungen, was sich in einem kontinuierlichen Anstieg der Bankkredite (Grafik 5.14) ausdrückt. Ende April 2015 lagen die Kredite an Haushalte 22,8 Mrd. Franken (3,3%) und die Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen 7,1 Mrd. Franken (2,7%) über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Kredite an finanzielle Unternehmen, die bei einem deutlich kleineren Volumen einen volatileren Verlauf aufweisen, nahmen dagegen um 10,9 Mrd. Franken ab (-18,1%).



---

# Konjunkturtendenzen

Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

Bericht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der SNB vom Juni 2015

## **Zweites Quartal 2015**

Die Delegierten der SNB stehen in regelmässigem Austausch mit Unternehmen aus verschiedenen Bereichen der Wirtschaft. Der Bericht stützt sich auf die von Mitte April bis Anfang Juni 2015 geführten Gespräche mit 225 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  
Urs Schönholzer  
Aline Chabloz  
Walter Näf  
Markus Zimmerli

## ZUSAMMENFASSUNG

---

Auch im zweiten Quartal 2015 waren die Unternehmensgespräche massgeblich geprägt von den Folgen der Aufhebung des Mindestkurses gegenüber dem Euro am 15. Januar. Gemäss dieser Umfrage, die den öffentlichen Sektor nicht berücksichtigt, stagniert die Wirtschaft – gemessen an den realen Umsätzen – im Berichtsquartal. Die nominellen Umsätze sinken allerdings aufgrund der Entwicklung der Absatzpreise weiter. Die Margenlage ist deshalb bei vielen Unternehmen sehr angespannt, und entsprechend setzen die Firmen eine Vielzahl von Gegenmassnahmen um (siehe dazu separate Wechselkursumfrage, S. 34 ff.).

Die Aussichten für das reale Umsatzwachstum in den kommenden Monaten haben sich – nach einer starken Korrektur im Vorquartal – geringfügig verbessert. Das Umfeld bleibt allerdings sehr unsicher. Die Personalbestände und die Investitionsvolumen werden auf dem gegenwärtigen Stand verharren.

## GESCHÄFTSGANG

---

### Anhaltende Stagnation

In der verarbeitenden Industrie stagnieren die realen Umsätze im Vorquartalsvergleich insgesamt. Dies war bereits in der Vorperiode der Fall gewesen. Nominell liegen die Umsätze aber in vielen Fällen aufgrund erheblicher Verkaufspreisnachteile deutlich tiefer als in der Vorperiode.

Zwischen den Branchen gibt es zudem markante Unterschiede: Tiefere reale Umsätze im Vergleich zum Vorquartal weisen die Maschinenindustrie und Präzisionsgerätehersteller auf. Leicht höhere reale Umsätze zeigen sich bei Kunststoff verarbeitenden Betrieben und teilweise in der chemischen Industrie.

Im Exportgeschäft gehören weiterhin die USA, der asiatische und der arabische Raum zu den Absatzgebieten mit ausgeprägter Dynamik. In Europa bleibt die Nachfrage insgesamt stabil mit punktuellen Verbesserungsanzeichen. Ein wichtiger Treiber bleibt die Automobilindustrie. Einige Branchen verzeichnen einen spürbar verlangsamten Geschäftsgang mit Russland.

Der Bausektor verzeichnet saisonbereinigt stabile bis leicht höhere Umsätze als im Vorquartal. Eher dynamisch ist der Geschäftsgang im Ausbaugewerbe. Im Wohnungsbau scheint sich die Dynamik – zumindest lokal – weiter abzuflachen.

Im Dienstleistungssektor sind die realen Umsätze marginal höher als im Vorquartal. Gegenüber der Vorperiode, als das Geschäft stagniert hatte, ist somit insgesamt eine leichte Besserung eingetreten. Auch hier präsentiert sich aber ein sehr heterogenes Bild: Höhere Umsätze als in der Vorperiode erzielen die Gastronomiebranche, der Auto- und Detailhandel sowie das Transportgewerbe, bei dem sich zum Teil höhere Importvolumina positiv auswirken. Spürbar geringere Umsätze verzeichnen die Hotellerie und Personalvermittler.

Obwohl sich im Detailhandel insgesamt eine marginale Verbesserung zeigt, wird der Einkaufstourismus ins Ausland vielfach thematisiert; besonders die grenznahen Einkaufszentren berichten von «leeren Lokalitäten» an den Wochenenden. In der Hotellerie trägt die anhaltend gute Nachfrage von Reisegruppen aus dem asiatischen Raum sowie von Gästen aus dem Nahen Osten zu einer Abfederung der negativen Effekte der Frankenstärke bei.

## **KAPAZITÄTSAUSLASTUNG**

---

Die Produktionskapazitäten der befragten Unternehmen sind insgesamt geringfügig unterausgelastet.

In der verarbeitenden Industrie sprechen rund 30% der befragten Unternehmen von einer Unterauslastung. Auch hier ist die Lage je nach Branche sehr unterschiedlich: Als deutlich unterausgelastet bezeichnen sich die Hersteller von elektrischen Ausrüstungen, Präzisionsinstrumenten sowie die Nahrungsmittelbranche. Die Kapazitäten in der Maschinen- und der Kunststoffindustrie sind demgegenüber dank der Auftragspolster und zusätzlicher Verkaufsanstrengungen höher als normal ausgelastet.

Im Bausektor sind die technischen Kapazitäten allgemein weiterhin leicht höher als normal ausgelastet. Verschiedentlich werden indes Anzeichen einer Verlangsamung geortet. In diesem Zusammenhang wird insbesondere auf die Auswirkungen der Zweitwohnungsinitiative verwiesen.

Im Dienstleistungssektor zeigt sich bei den meisten Branchen eine leichte bis deutliche Unterauslastung der Infrastruktur (gemeint sind hier hauptsächlich Büro- und Verkaufsflächen sowie Transportkapazitäten). Eine Ausnahme ist der Autohandel, der dank Bestellungen aus dem ersten Quartal und vermehrt nachgefragten Serviceleistungen leicht höher als normal ausgelastet ist.

## **ARBEITSNACHFRAGE**

---

### **Personalbedarf kaum verändert**

Die Aufhebung des Mindestkurses gegenüber dem Euro hat eine Vielzahl von personalpolitischen Massnahmen ausgelöst, darunter Einstellungsstopps, Erhöhung der Arbeitszeiten bei gleichem Lohn sowie Verzicht auf – teilweise sogar bereits beschlossene – Lohnerhöhungen (vgl. auch nachfolgende Informationen der Sonderumfrage). Einige Firmen planen einen Arbeitsplatzabbau, wobei der Fokus weiterhin vor allem auf den Temporärstellen liegt.

Insgesamt werden die Personalbestände derzeit als angemessen eingestuft. In der verarbeitenden Industrie zeigt sich namentlich bei den befragten Unternehmen in der Branche der Hersteller elektrischer Ausrüstungen ein zu hoher Personalbestand. Im Bausektor sind die Personalbestände eher etwas zu knapp bemessen. Im Dienstleistungssektor haben die Hotellerie sowie teilweise Ingenieur- und Architekturbüros etwas zu hohe Bestände. Demgegenüber sind Unternehmen aus der ICT-Branche weiterhin eher auf Personalsuche.

In allen drei Sektoren hat sich die Situation beim Fachkräftemangel leicht entspannt. Viele Unternehmen verzeichnen nach wie vor eine hohe bis sehr hohe Zahl spontaner Stellenbewerbungen, vor allem im Tessin und in der Westschweiz.

## **PREISE, MARGEN UND ERTRAGSLAGE**

---

### **Anhaltend hoher Margendruck**

Die Margen sind insgesamt wie schon im Vorquartal stark unter Druck, und zwar in allen drei Sektoren. Die Aufhebung des Mindestkurses hat einen starken Preisdruck ausgelöst. Viele Unternehmen haben die Preise rasch gesenkt, um der Gefahr eines Verlustes von Kunden entgegenzuwirken. Um die Kosten zu reduzieren, wird der Preisdruck auch an die inländischen Zulieferer weitergegeben.

55% der befragten Unternehmen schätzen ihre Margen als tiefer als üblich ein, die Hälfte davon sogar als deutlich tiefer. 30% der Firmen geben an, Margen im üblichen Rahmen zu erzielen. Etliche Massnahmen werden zurzeit umgesetzt, um der erschwerten Konkurrenzsituation zu begegnen (vgl. nachfolgende Ergebnisse der Sonderumfrage).

In der verarbeitenden Industrie werden die Gewinnmargen in sämtlichen Branchen als tiefer oder gar deutlich tiefer als üblich eingestuft. Im Bausektor weisen die befragten Unternehmen geringere Margen als sonst auf.

Auch die Unternehmen des Dienstleistungssektors schätzen die Margen insgesamt als tiefer als üblich ein. Mit besonders tiefen Margen sehen sich der Handel, das Transportgewerbe, die Finanzbranche und Personalvermittler konfrontiert. Bei den Banken dämpft ein erhöhtes Devisen- und Wertpapier-Handelsvolumen diesen Effekt.

## AUSSICHTEN

---

### **Marginal günstigerer Ausblick**

Aufgrund der Wechselkurssituation ist die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung anhaltend hoch. Dennoch wird für die kommenden Monate insgesamt ein geringfügiger Anstieg der realen Umsätze erwartet, während im Vorquartal noch mit einer Stagnation gerechnet wurde.

Allerdings bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den Sektoren bzw. den Branchen; eher skeptisch ist der Bausektor. Die grösste Zuversicht haben die Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor. Viele Gesprächspartner sind nach wie vor daran, die Lage mit der volatileren Wechselkurssituation zu analysieren.

In allen Sektoren werden weiterhin deutlich sinkende Einkaufs- und Verkaufspreise erwartet. Wo möglich, werden die Absatzpreise jedoch etwas weniger stark nach unten angepasst als die Einkaufspreise, um die Margen zumindest teilweise wieder zu verbessern.

Was die Beschäftigungspläne angeht, so gehen die Gesprächspartner in der verarbeitenden Industrie von einem weiteren leichten Personalabbau aus, im Dienstleistungssektor und im Bausektor bleiben die Bestände unverändert. Die Branchen mit dem stärksten Personalbedarf sind die Pharma, der Grosshandel sowie die Telekom.

Viele Unternehmen hatten nach der Aufhebung des Mindestkurses einen sofortigen Investitionsstopp erlassen und gingen diesbezüglich grundlegend «über die Bücher». Die Investitionspläne sind insgesamt noch immer zurückhaltend, wenn auch etwas weniger deutlich als in der Vorperiode. Geplante Investitionen im Inland dienen primär der Effizienzsteigerung oder als Ersatzinvestition.

Die Teuerungserwartungen der Unternehmer – gemessen am Konsumentenpreisindex – sind noch immer im negativen Bereich bei  $-0,6\%$  in der kurzen Frist (6–12 Monate); in der letzten Umfrage lag der Wert noch bei rund  $-1,3\%$ . In einem längeren Zeithorizont, mit einem Blick auf die nächsten 3–5 Jahre, liegen die Erwartungen unverändert bei  $0,5\%$ .

Die Hauptsorge der befragten Unternehmer ist weiterhin die angespannte Margenlage und – damit zusammenhängend – die weitere Entwicklung der Wechselkurse. In den Gesprächen kommt teilweise die Befürchtung zum Ausdruck, wonach sich weitere Folgen der Frankenstärke erst in den kommenden Monaten in der Gesamtwirtschaft bemerkbar machen. Dies hängt unter anderem mit etwas weniger gut gefüllten Auftragsbüchern zusammen. Unsicherheit geht ferner von der Verschuldungssituation Griechenlands und vereinzelt von den bestehenden geopolitischen Risiken aus. In Bezug auf das Inland werden ungünstigere Rahmenbedingungen, die sich z. B. aus der Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative ergeben könnten, sowie zunehmende Reglementierungen kritisiert.

---

# Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen

Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2015

Im Rahmen der Konjunkturumfrage des zweiten Quartals, die von Mitte April bis Anfang Juni 2015 durchgeführt wurde, sprachen die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte die Unternehmen auch systematisch auf die Wechselkurs-thematik an, um die Auswirkungen der Frankenaufwertung zu quantifizieren. 225 Unternehmen nahmen an dieser Umfrage teil. 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).

Die Aufhebung des Mindestkurses am 15. Januar 2015 bedeutet für viele Unternehmen eine grosse Herausforderung. Die neue Wechselkursituation hat die Unsicherheit über den weiteren Geschäftsgang erhöht und etliche Massnahmen ausgelöst.

## GESAMTERGEBNIS DER UMFRAGE

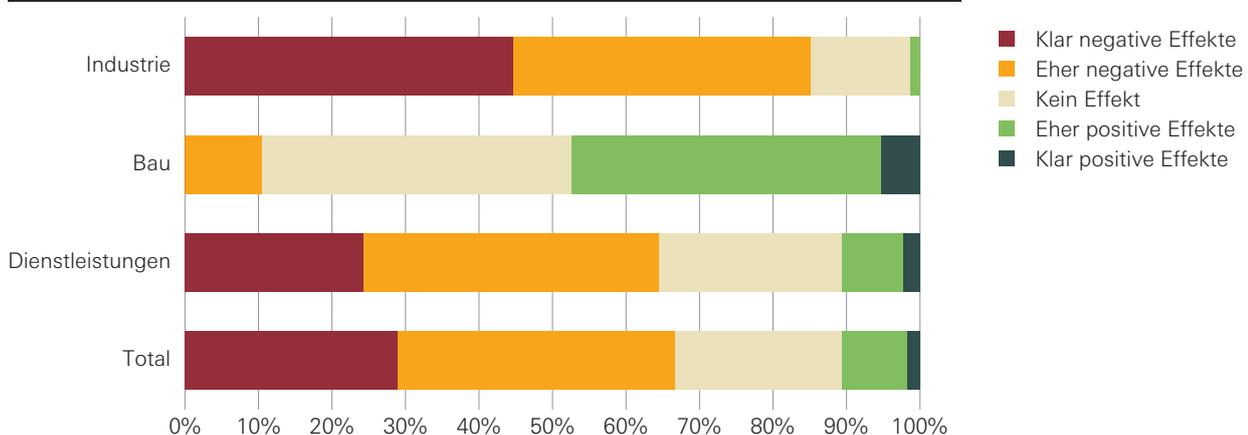
Wie aus Grafik 1 ersichtlich ist, geben zwei Drittel der befragten Unternehmen an, negativ von der Frankenaufwertung betroffen zu sein (29% deutlich und 37% leicht negativ). 23% der Unternehmen stellen keine bedeutenden Effekte der Frankenaufwertung auf ihren Geschäftsgang fest. Positive Auswirkungen ergaben sich bei den restlichen 11% der befragten Unternehmen. Allerdings werden die verschiedenen Sektoren der Wirtschaft sehr unterschiedlich von der Aufwertung des Frankens beeinflusst.

Negativ von der Frankenstärke betroffen sind am häufigsten Betriebe der verarbeitenden Industrie, nämlich 85%; im Dienstleistungssektor liegt diese Quote bei 65%. Im Bausektor geben lediglich 10% der befragten Unternehmen an, negativ betroffen zu sein; knapp 50% profitieren über günstigere Einkaufsmöglichkeiten von der Frankenstärke. Zu erwähnen ist, dass baunahe Industriebetriebe in der Auswertung dieser Umfrage zur verarbeitenden Industrie zählen.

Grafik 1

### AUSWIRKUNGEN DER AUFWERTUNG

225 Unternehmen



Quelle: SNB

## NEGATIVE AUSWIRKUNGEN: WO UND WIE?

Insgesamt geben 150 Unternehmen an, leicht oder deutlich negativ von der Frankenaufwertung betroffen zu sein. Grafik 2 zeigt, auf welchem Markt und in welcher Form sich diese negativen Impulse ergeben. Sowohl auf ausländischen als auch auf den inländischen Absatzmärkten machen sich die negativen Auswirkungen primär in Form gesunkener Margen aufgrund tieferer Erlöspreise bemerkbar (in CHF bzw. CHF-äquivalentem Preis). Auf dem Inlandmarkt geben rund 60% der negativ betroffenen Firmen diesen Grund an, auf den Exportmärkten sind es rund 45%.

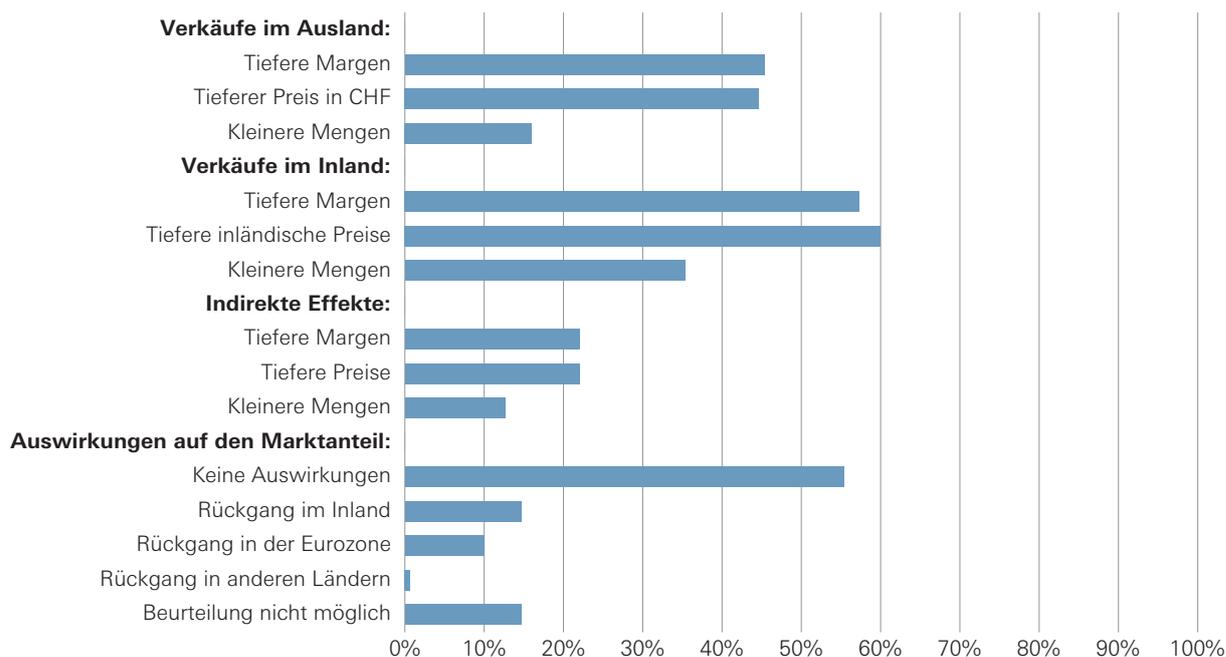
Als zweitwichtigster Grund wird ein Rückgang in den Absatzvolumina angegeben. Auch zeigt sich, dass in 10–15% der Fälle aufgrund der ungünstigen Konkurrenzsituation Marktanteile eingebüsst werden, im Inland wie im Ausland.

Nebst den direkten Auswirkungen auf die Exportwirtschaft wurden auch indirekte Effekte signalisiert (vgl. untere Hälfte der Grafik 2). Dabei handelt es sich primär um Zulieferer exportorientierter Unternehmen.

Grafik 2

### NEGATIV BEEINFLUSSTE UNTERNEHMEN: AUSWIRKUNGEN DER AUFWERTUNG

150 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

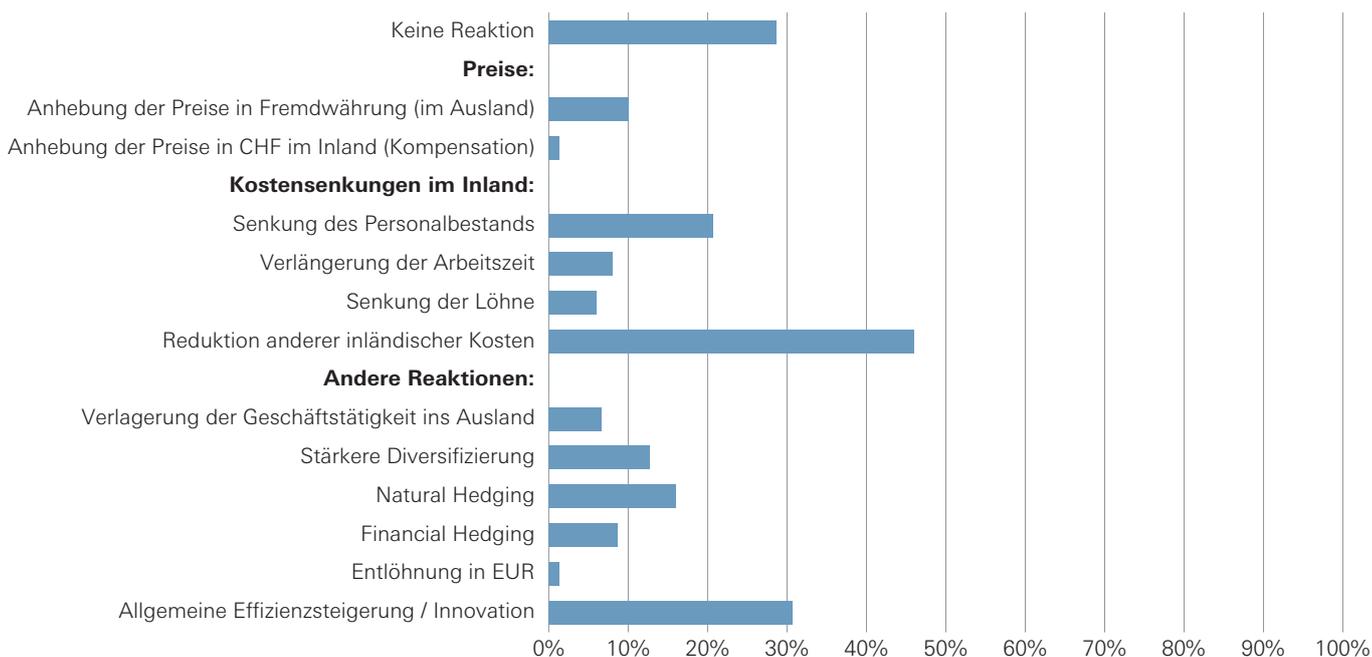
## NEGATIVE AUSWIRKUNGEN: WIE REAGIEREN DIE FIR MEN?

Die Firmen wurden ferner nach den Massnahmen befragt, die sie schon umgesetzt haben, um der Frankenaufwertung entgegenzuwirken. Grafik 3 zeigt das Spektrum dieser bereits erfolgten Reaktionen. Rund 70% der negativ von der Frankenstärke betroffenen Firmen haben Massnahmen beschlossen. Am häufigsten wird die Reduktion der Produktionskosten bzw. die Erhöhung der Effizienz erwähnt, beispielsweise über vermehrten Einkauf in der Eurozone (50% bzw. 30% der Firmen). Arbeitskosten werden in erster Linie durch einen Personalabbau (20%) oder die Erhöhung der Arbeitszeiten (8%) reduziert. Eine Ausweitung des Hedgings und eine stärkere Diversifikation nach Produkten, Märkten und Währungen sind weitere Strategien. 7% der negativ von der Frankenstärke betroffenen Unternehmen verlagern Teile ihrer Produktion ins Ausland.

Grafik 3

### NEGATIV BEEINFLUSSTE UNTERNEHMEN: BEREITS ERFOLGTE REAKTION AUF DIE AUFWERTUNG

150 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



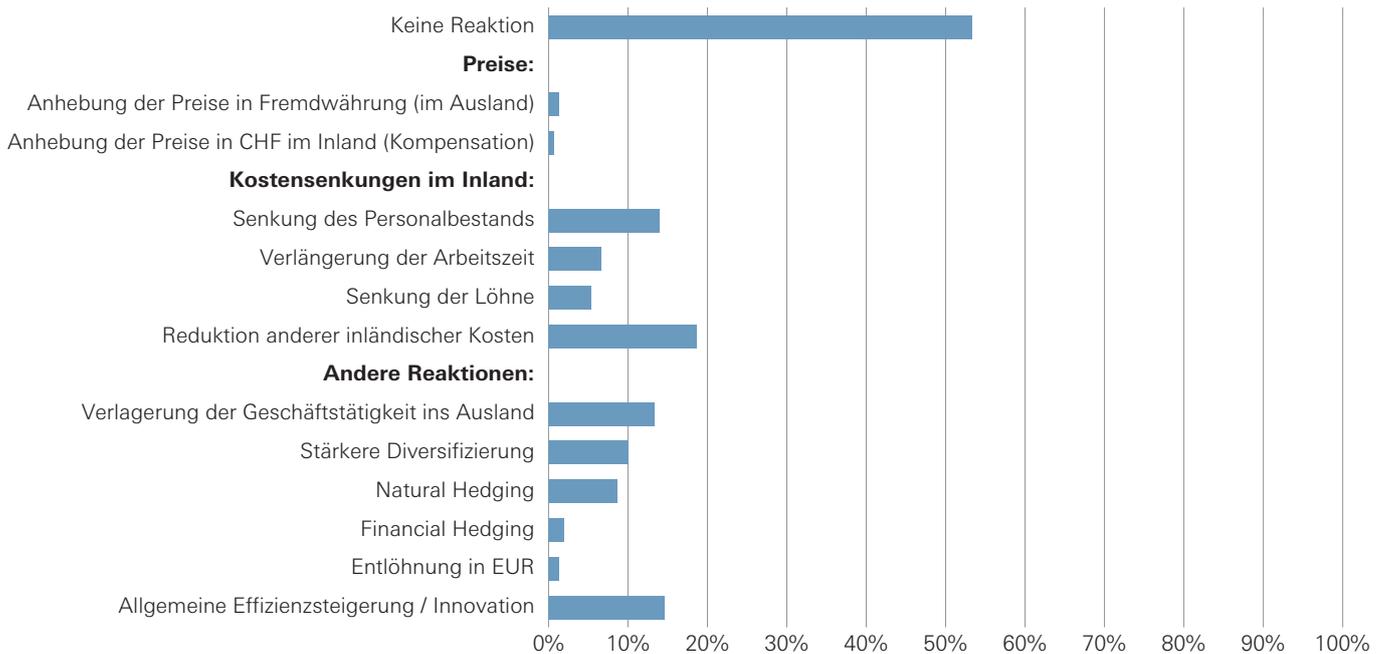
Quelle: SNB

Grafik 4 zeigt die Reaktionen, die bei den negativ betroffenen Unternehmen noch in Evaluation sind. Hier zeigt sich, dass auch bei den potenziellen Massnahmen in etwa die gleiche Prioritätenordnung vorherrscht: Hauptsächlich stehen Kostenreduktionen, Effizienzsteigerungen und Innovationen zur Diskussion; ebenso werden Personalabbau und teilweise Produktionsverlagerungen ins Ausland geprüft. Die Anteile der Firmen, die solche Massnahmen evaluieren, sind aber in den meisten Fällen geringer als die Anteile bei den bereits umgesetzten Massnahmen.

Grafik 4

**NEGATIV BEEINFLUSSTE UNTERNEHMEN: REAKTION AUF DIE AUFWERTUNG IN EVALUATION**

150 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

## POSITIVE AUSWIRKUNGEN: WO UND WIE?

Von geringfügig oder gar deutlich positiven Auswirkungen der Frankenaufwertung profitierten 24 der befragten Unternehmen (11% des Totals). Wie aus Grafik 5 ersichtlich ist, ergaben sich die positiven Auswirkungen überwiegend in Form tieferer Inputkosten (83% der Fälle) und/oder besserer Gewinnmargen (53% der Fälle). 38% der Unternehmen erwähnten die günstigeren Bedingungen für Investitionen sowie für Forschung und Entwicklung.

Die besseren Geschäftsbedingungen dürften in erster Linie tiefere Verkaufspreise in der Schweiz nach sich ziehen. Rund ein Viertel der positiv betroffenen Unternehmen geben an, in dieser Weise zu reagieren. In geringerem Ausmass führen die günstigeren Geschäftsbedingungen auch zu höheren Investitionen in Ausrüstung, Forschung und Entwicklung sowie zu höheren Löhnen bzw. Gewinnbeteiligungen.

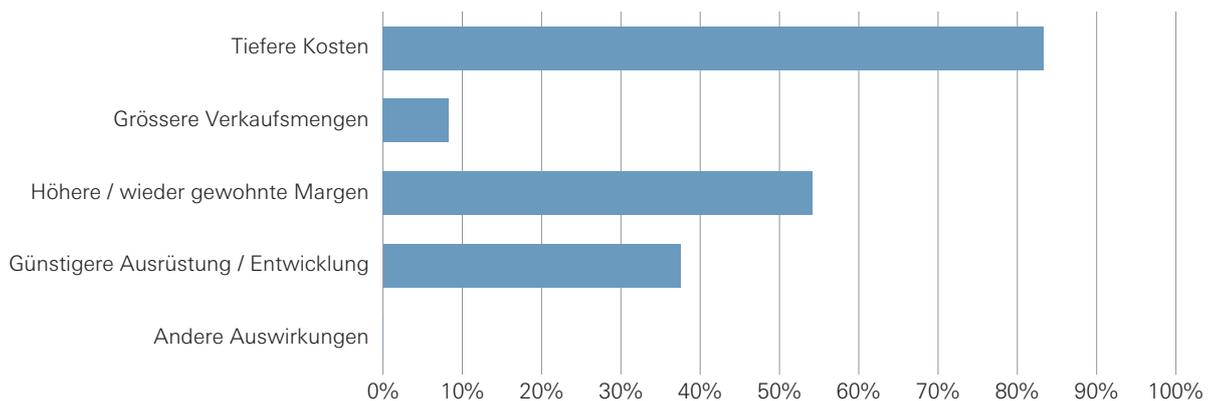
## KEINE AUSWIRKUNGEN: WAS SIND DIE GRÜNDE?

Bei den 23% der Unternehmen, die keine bedeutenden Effekte der Frankenaufwertung auf ihren Geschäftsgang feststellen, handelt es sich hauptsächlich um Unternehmen, die nicht wechselkursexponiert sind. Wechselkurseffekte können aber auch neutralisiert werden, indem sich positive und negative Faktoren kompensieren oder die betreffenden Unternehmen bereits vor der Aufhebung des Mindestkurses Absicherungsgeschäfte getätigt haben (Grafik 6).

Grafik 5

### POSITIV BEEINFLUSSTE UNTERNEHMEN: AUSWIRKUNGEN DER AUFWERTUNG

24 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich

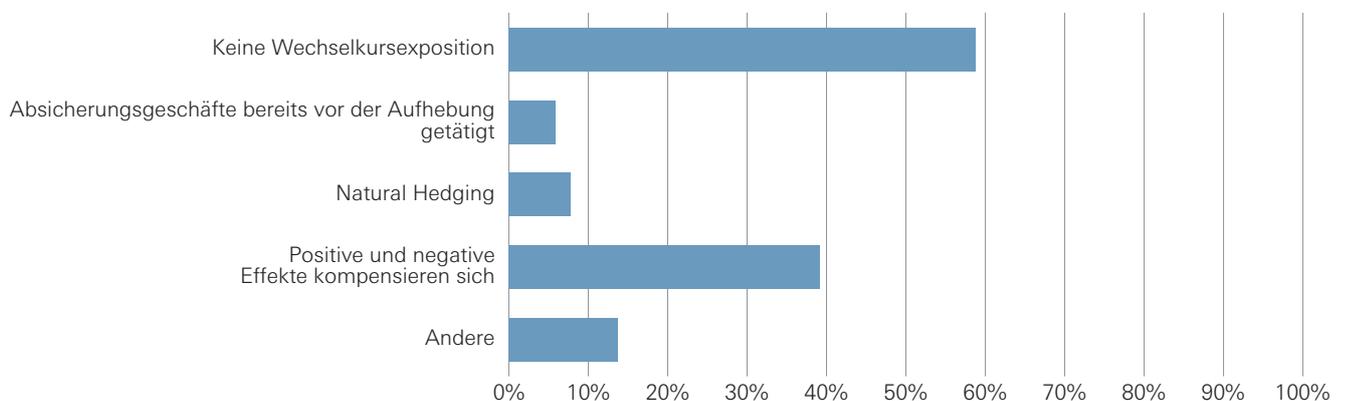


Quelle: SNB

Grafik 6

### NICHT BEEINFLUSSTE UNTERNEHMEN: BEGRÜNDUNGEN

51 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

---

# Ein sicherer Hafen: internationale Frankennachfrage während der Eurokrise

Von Raphael A. Auer<sup>1</sup>

Wie hoch war die internationale Nachfrage nach CHF auf dem Höhepunkt der europäischen Schuldenkrise, über welche Kanäle wurde diese Nachfrage gedeckt und welche Risiken entstanden durch den schnellen Mittelzufluss? Während die Nachfrage nach CHF sowohl Inländern als auch im Ausland ansässigen Parteien («Ausländern») zugeschrieben werden kann, fokussiert diese Studie auf die Nachfrage durch Ausländer und dokumentiert, dass diese in der Zeit von August 2011 bis Februar 2013 CHF 132 Mrd. über Schweizer Bankkonten kumulierten und ihr Exposure durch den Besitz von Schweizer Aktien und in CHF denominateden Anleihen um weitere CHF 42 Mrd. erhöhten. Die meisten dieser Positionen wurden über Banken erworben, die sich physisch in der Schweiz befinden, aber in ausländischem Eigentum stehen. Insbesondere wurden CHF 78 Mrd. über die Schweizer Niederlassungen internationaler Banken mit Sitz im Ausland kumuliert, wodurch sich die Bilanzen dieser Niederlassungen beinahe verfünffachten. Trotz dieser hohen Beträge wäre die finanzielle Stabilität dieser Niederlassungen nicht gefährdet, wenn es in der Zukunft zu einer scharfen Umkehr der Safe-Haven-Flüsse kommen sollte. Die Zuflüsse sind nämlich fast vollständig auf Girokonten bei der SNB angelegt und können daher kurzfristig abgezogen werden, ohne finanzielle Turbulenzen auszulösen.

---

<sup>1</sup> Diese Studie stützt sich auf Untersuchungen von Lukas Altermatt, Romain Baeriswyl, Marco Huwiler und Pinar Yesin, denen mein herzlicher Dank gebührt. Ebenfalls danken möchte ich Adrien Alvero für exzellente wissenschaftliche Unterstützung. Die in dieser Studie geäußerten Meinungen sind jene des Autors und nicht notwendigerweise die der Schweizerischen Nationalbank.

# 1 Einleitung

---

Politische Stabilität, solide Haushalts- und Geldpolitik und die daraus resultierende beständige Wirtschaft machen den CHF zur perfekten Safe-Haven-Währung: In Krisenzeiten kehren Schweizer Anleger zu ihm zurück, und internationale Anleger suchen ihn als sicheren Hafen.

Diese Funktion des CHF als Safe-Haven-Währung stellt für die Schweizer Wirtschaft eine Herausforderung dar, denn der CHF neigt stets zur Aufwertung, wenn eine globale Krise droht. Dieses Muster war in den letzten Jahren besonders ausgeprägt. Vor dem Hintergrund der Aufwertung während der weltweiten Finanzkrise von 2008–2009 und der danach aufkommenden Bedenken hinsichtlich der Zahlungsfähigkeit einiger europäischer Staaten schoss der Kurs der Schweizer Währung Ende 2010 und in den ersten drei Quartalen 2011 in die Höhe.

Die resultierende Überbewertung und der damit verbundene Deflationsdruck veranlassten die SNB – da die Zinsen nahe bei null lagen und andere Massnahmen damit nicht zur Verfügung standen – am 6. September 2011 zur Einführung eines Mindestkurses von CHF 1.20 zum Euro, an dem sie bis zum 15. Januar 2015 festhielt.

Zur Verteidigung des Mindestkurses musste die SNB jedes Mal intervenieren, wenn die Nachfrage nach CHF das Angebot zum Mindestkurs überstieg. Das Volumen der Interventionen belief sich Ende 2011 auf CHF 17,8 Mrd. und im Jahr 2012 auf CHF 188 Mrd.<sup>2</sup>

In welchem Ausmass waren die Interventionen der SNB nach der Einführung des Mindestkurses durch die Flucht internationaler Anleger in eine sichere Währung bedingt, über welche Kanäle wurde diese internationale Nachfrage gedeckt und welche finanziellen Risiken entstehen durch den schnellen Mittelzufluss?

Zur Beantwortung dieser drei Fragen quantifiziert diese Studie den Fluss von internationalem Kapital in den CHF für den Zeitraum um die Einführung des Mindestkurses

bis zum nachfolgenden Höhepunkt der europäischen Schuldenkrise.

Insgesamt ergibt die Analyse, dass Parteien ohne Wohnsitz in der Schweiz («Ausländer») von August 2011 bis Februar 2013 ihre CHF-Nettopositionen über Geschäftsbanken um CHF 132 Mrd. erhöht haben. Am stärksten war dieser Anstieg rund um die Wahl in Griechenland Mitte 2012: In den drei Monaten nach dem April 2012 erhöhten sich die CHF-Positionen von Ausländern um rund CHF 69 Mrd.

Ausser durch Geschäfte mit Banken können Ausländer CHF-Positionen auch durch den Kauf von Schweizer Aktien, Anleihen oder anderen Vermögenswerten in der Schweiz erlangen. Von der SNB gesammelte Informationen über das Eigentum von Ausländern an solchen Vermögenswerten zeigen, dass Ausländer ihr CHF-Exposure im untersuchten Zeitraum um weitere CHF 42 Mrd. steigerten, indem sie ihre Bestände an in CHF denominierten Anleihen und ihre Besitzanteile an Schweizer Unternehmen erhöhten.

Das erste Ergebnis dieser Studie lautet somit, dass in dem kurzen Zeitraum von August 2011 bis Februar 2013 internationale Anleger wichtige Gegenparteien der SNB-Interventionen waren.

Diese Bedeutung von Ausländern im untersuchten Zeitraum steht in klarem Gegensatz zu den Mustern der Kapitalströme, die in der Zeit nach 2007 und bis Ende 2011 vorherrschten. In diesem Zeitraum wurden private Kapitalzu- und -abflüsse von Inländern (in der Schweiz ansässigen Parteien) dominiert (siehe Yesin (2015)). Insbesondere die Repatriierung ausländischer Vermögenswerte durch Inländer führte zu Nettokapitalzuflüssen in die Schweiz.

Das zweite Ergebnis der Studie ist, dass in ausländischem Eigentum stehende Banken eine bedeutende Rolle beim Aufbau der CHF-Positionen von Ausländern spielten. Die meisten dieser Positionen wurden über Banken kumuliert, die sich physisch in der Schweiz befinden, aber ausländischen Eigentümern gehören.

Insbesondere wurden Positionen von Ausländern in Höhe von CHF 78 Mrd. über die Schweizer Niederlassungen von international tätigen Banken mit Sitz im Ausland kumuliert. Dies ist ein extrem hoher Betrag, wenn man bedenkt, dass sich Anfang 2010 das Bilanzvolumen dieser Niederlassungen zusammengenommen auf lediglich CHF 21 Mrd. belief. Bis Ende Februar 2013 stieg diese Summe auf CHF 103 Mrd. Safe-Haven-Flüsse führten also dazu, dass sich die Bilanzen dieser Niederlassungen beinahe verfünffachten.<sup>3</sup>

---

2 Siehe Schweizerische Nationalbank (2012 und 2013b). Ohne den Mindestkurs ist ein Nettokapitalzufluss in die Schweiz von Ausländern keineswegs eine notwendige Voraussetzung für eine Aufwertung des CHF als Safe-Haven-Währung. Da der Wechselkurs ein flexibler Preis ist, der volatil sein kann, auch wenn sich die Portfolioströme nur leicht verändern, verursacht der Safe-Haven-Status einer Währung mit flexiblem Wechselkurs eine Aufwertung, aber nur geringe Nettokapitalflüsse. Sobald die Zentralbank jedoch einen verbindlichen Mindestkurs einführt, entstehen mengenbedingt weitere Safe-Haven-Effekte, die zu Kapitalströmen führen. Reynard (2008), Ranaldo und Söderlind (2010) sowie Grisse und Nitschka (2013) quantifizieren die Faktoren, die den Wert des CHF während internationaler Krisen beeinflussen.

---

3 Banken mit Sitz im Ausland operieren in der Schweiz, und Schweizer Unternehmen tätigen auch Bankgeschäfte mit Banken, die ihren Sitz ausserhalb der Schweiz haben. Da Schweizer Unternehmen während der europäischen Schuldenkrise dazu neigten, CHF-Positionen auf ihren Bankkonten im Ausland zu kumulieren, reduzierte dieser Kanal die gesamte CHF-Nettoposition von Ausländern in der Schweiz.

Das dritte Ergebnis der Studie lautet, dass trotz der hohen Beträge die Stabilität des Schweizer Bankensystems nicht bedroht wäre, wenn es in der Zukunft einmal zu einer scharfen Umkehr dieser Safe-Haven-Flüsse kommen sollte.

Die entscheidende Erkenntnis hinsichtlich der Finanzstabilität ist, dass die Höhe von Positionen, die über Niederlassungen ausländischer Banken entstanden sind, nicht unmittelbar zu Sorgen Anlass gibt. Die betreffenden Mittel wurden nicht verwendet, um die inländischen Kreditaktivitäten der Niederlassungen auszuweiten, was zu einer Veränderung von Restlaufzeiten oder zur Entstehung anderer Exposures geführt hätte. Vielmehr wurden die Mittel fast ausschliesslich auf Girokonten bei der SNB angelegt. Da auf diese Girokonten ein kurzfristiger Zugriff möglich ist, können die finanziellen Verflechtungen schnell gelöst werden, und eine Umkehr dieser Safe-Haven-Flüsse würde die Finanzstabilität nicht nennenswert bedrohen. Der direkte Effekt einer Umkehr der Safe-Haven-Flüsse dürfte daher gering sein.<sup>4</sup>

Die Studie gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2 zeigt die Kanäle auf, über die internationale Anleger ein CHF-Exposure erlangen können, und untersucht, wie sich solche Exposures in Schweizer oder internationalen Statistiken niederschlagen. Abschnitt 3 quantifiziert die Bedeutung der einzelnen Kanäle, und Abschnitt 4 vergleicht die gesamten ungedeckten Beträge mit der Entwicklung der Devisenreserven der SNB. Abschnitt 5 fasst die Erkenntnisse der Studie zusammen.

<sup>4</sup> Allerdings könnte die Umkehr der Safe-Haven-Flüsse mit einer Normalisierung der Zinsen einhergehen, die sich indirekt auf die Finanzstabilität auswirken würde.

## 2 Feststellung der CHF- Positionen von Ausländern in den Daten

---

Trotz einer Vielzahl von Einzelberichten über den Kapitalfluss in den CHF (siehe z. B. Bollen (2011) oder Mattich (2011)) ist es schwer, die zugrunde liegenden Beträge zu quantifizieren. Das Grundproblem besteht darin, dass ausländische Anleger keiner Behörde melden, wie hoch ihre Gesamtposition in CHF ist und wie sie diese erworben haben.

Dieser Abschnitt beschäftigt sich daher mit der Frage, wie Schweizer Datenbestände mit Informationen über die CHF-Position von Ausländern so kombiniert werden können, dass sich das Gesamtexposure quantifizieren lässt.

### 2.1 DEFINITION DER CHF-POSITIONEN VON AUSLÄNDERN, WOHNSTZ VERSUS EIGENTUM UND UNTERSUCHUNGSZEITRAUM

---

Diese Studie quantifiziert den Betrag, um den internationale Anleger – d. h. Anleger mit Wohnsitz ausserhalb der Schweiz – ihr Exposure in CHF während der europäischen Schuldenkrise erhöht haben. Die Unterscheidung zwischen «inländisch» und «ausländisch» richtet sich nach dem Grundsatz des wirtschaftlichen Wohnsitzes im Sinne des System of National Accounts (siehe United Nations (2008)): Ein Schweizer Staatsbürger mit Wohnsitz in London zählt in der Analyse als Ausländer, ein britischer Staatsbürger, der in Zürich lebt, hingegen als Inländer.<sup>5</sup>

Die Studie analysiert monatliche Daten für den Zeitraum von Anfang August 2011 bis Ende Februar 2013. Damit beinhaltet der untersuchte Zeitraum auch einen ganzen Monat vor der Einführung des Mindestkurses am 6. September 2011.

Dieses Startdatum wurde gewählt, weil die SNB schon vor der Einführung des Mindestkurses andere Massnahmen ergriffen hatte, um die rasant steigende Nachfrage nach

CHF aufzufangen.<sup>6</sup> Erst als sich diese alternativen Massnahmen allein als nicht ausreichend erwiesen, um dem Fluchtdruck zu begegnen, der zur Aufwertung des CHF führte, beschloss das Direktorium der SNB, am 6. September den Mindestkurs einzuführen.

Der in dieser Studie untersuchte Zeitraum reicht bis Ende Februar 2013, weil die Bedenken hinsichtlich der Stabilität des Euroraums und, in der Folge, die internationale Nachfrage nach CHF bis dahin erheblich nachgelassen hatten. Nach der Äusserung Mario Draghis vom 26. Juli 2012 (siehe Draghi (2012)), die Europäische Zentralbank werde «alles Nötige tun, um den Euro zu erhalten», gingen die Renditen von Staatsanleihen in den Krisenländern des Euroraums markant zurück. Dies geschah jedoch nicht auf einen Schlag, sondern schrittweise. In Griechenland, Portugal und Spanien sanken die Renditen bis Januar 2013 weiter, in Irland und Italien sogar bis Februar 2013. Auch diese Zeit sinkender, aber immer noch erhöhter Renditen von Staatsanleihen könnte internationale Safe-Haven-Flüsse in den CHF verursacht haben. Die Analyse dieser Studie reicht daher bis Februar 2013.<sup>7</sup>

### 2.2 MÖGLICHE KANÄLE UND DEREN ERKENNUNG IN OFFIZIELLEN DATEN

---

CHF-Positionen von Ausländern sind schwer zu erkennen, weil ausländische Behörden keine Informationen über die CHF-Positionen der dortigen Inländer veröffentlichen. Ausserdem sind zwar Daten über internationale Kapitalflüsse problemlos verfügbar, Angaben zur jeweiligen Währung dieser Kapitalflüsse dagegen nicht.

Zur Umgehung dieses Problems erschliesst die Untersuchung die CHF-Positionen von Ausländern aus Statistiken, in denen die jeweiligen Schweizer Gegenparteien erfasst sind. Wenn beispielsweise ein Privatkunde in Spanien ein CHF-Konto bei einer Schweizer Bank eröffnet, erfasst diese Bank den Saldo dieses Kontos in ihrer Bilanz als CHF-Verpflichtung gegenüber einer ausländischen Partei. Somit lässt sich die CHF-Position ausländischer Anleger aus den Bilanzangaben von Schweizer Banken erschliessen.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Am 3. August 2011 strebte die SNB einen offiziellen Zielzinssatz «so nahe bei null wie möglich» an (siehe Schweizerische Nationalbank (2011a)) und weitete die Giroguthaben von CHF 30 Mrd. auf CHF 80 Mrd. aus. Am 10. August weitete die SNB die Giroguthaben weiter auf CHF 120 Mrd. aus und kündigte zudem an, dass sie Devisenswaps vornehmen werde, um die Zunahme der CHF-Liquidität zu beschleunigen (siehe Schweizerische Nationalbank (2011b)). Am 17. August weitete die SNB die Giroguthaben abermals auf CHF 200 Mrd. aus und erklärte, sie werde weiterhin Devisenswaps einsetzen (siehe Schweizerische Nationalbank (2011c)). Da die Devisenswaps die Bilanzen der SNB wie auch ihrer Gegenparteien verändern, beginnt die Analyse in dieser Studie mit dem 1. August 2011.

<sup>7</sup> Nachfolgende Ereignisse haben Ende 2014 und Anfang 2015 gezeigt, dass die Wahrnehmung des CHF als Safe-Haven-Währung weiterhin besteht. Da sich jedoch der Charakter der Schuldenkrise im Euroraum seit Anfang 2013 verändert hat und Ende 2014 und Anfang 2015 auch geopolitische Bedenken die internationale Nachfrage nach CHF beeinflusst haben könnten, erfordert dieser Zeitraum eine gesonderte Analyse, die der künftigen Forschung überlassen wird.

<sup>8</sup> Diese Erkenntnisse sind für jeden Beobachter mit Kenntnissen vom Konzept der doppelten Buchführung offensichtlich. Jeder Kontostand, der für eine Partei ein Aktivposten ist, stellt für eine andere einen Passivposten dar, und die Höhe des Kontostandes lässt sich aus beiden Bilanzen erschliessen.

---

<sup>5</sup> Bei dieser Definition der «CHF-Position von Ausländern» entspricht jeder CHF-Kauf eines Ausländers einem Zufluss von CHF aus dem Ausland, d. h. einem internationalen Kapitalfluss. Diese Definition macht diese Studie mit internationalen Kapitalflussdaten vergleichbar. Ausserdem entspricht sie der Definition länderübergreifender Exposures in den standortbezogenen Bankstatistiken der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).

Wie können Ausländer ihre CHF-Positionen gegenüber inländischen Gegenparteien erhöhen? Wenn Ausländer ihre CHF-Bestände auf Bankkonten anheben möchten, wenden sie sich, wie Grafik 1 zeigt, entweder direkt an eine in der Schweiz registrierte Bank oder aber an eine im Ausland registrierte Bank. Wenn Letztere kein Girokonto bei der SNB hat, gibt sie das CHF-Exposure an eine andere Bank weiter, die ein solches Girokonto hat. Aufgrund dieses Vorgangs enden fast alle CHF-Positionen von Ausländern letztlich entweder als Giro Guthaben einer Bank mit Sitz im Ausland bei der SNB oder als CHF-Verpflichtung einer in der Schweiz registrierten Bank gegenüber einer Gegenpartei mit Sitz im Ausland.

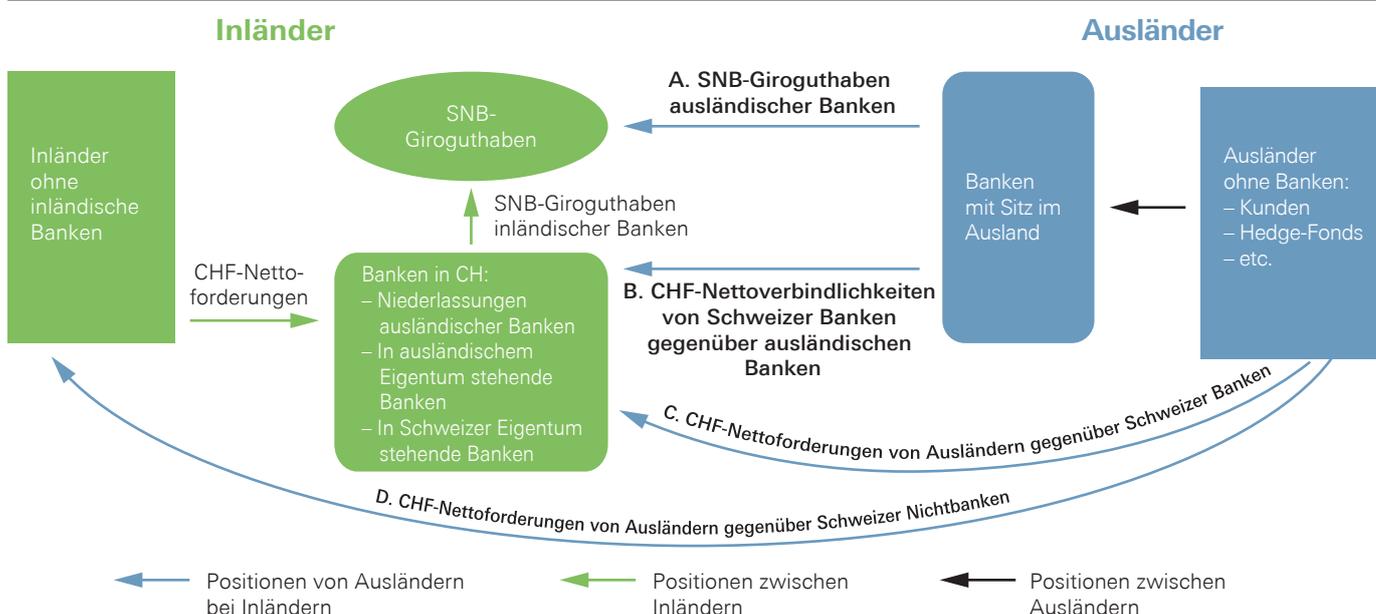
Da Ausländer CHF-Geschäfte meist über Banken durchführen, schlagen sich Erhöhungen der CHF-Positionen von Ausländern in CHF-Verpflichtungen gegenüber ausländischen Gegenparteien nieder (entweder in den Schweizer Bankenstatistiken oder in der Bilanz der SNB). Aufbauend auf Altermatt und Baeriswyl (2015) untersuchen die Abschnitte 3.1 und 3.2 dieser Studie die Schweizer Bankenstatistiken und die Bilanz der SNB, um die CHF-Positionen von Ausländern zu quantifizieren.

Die Datenabdeckung der Bankenstatistiken und der SNB-Bilanzstatistik ist nicht vollständig (siehe Grafik 1, Kanal D). Neben dem Problem, dass nur bilanzielle Positionen ausgewiesen werden, so dass Positionen in Derivaten unberücksichtigt bleiben, besteht eine bedeutende Einschränkung der Daten darin, dass in der Schweiz viele multinationale Konzerne ihren Sitz haben, die Bankgeschäfte mit Nichtschweizer Banken (Banken mit Sitz ausserhalb der Schweiz) tätigen. Solche Geschäfte werden in der Schweizer Bankenstatistik nicht erfasst, weil an ihnen nur ausländische Banken beteiligt sind. In den Statistiken der Länder, in denen die betreffenden Banken ihren Sitz haben, sind sie dagegen erfasst. Diese Statistiken werden von den internationalen Bankenstatistiken der BIZ gesammelt, die auch Angaben dazu enthalten, ob Mittel in CHF denominated sind. Diese Daten werden in Abschnitt 3.2.2 analysiert.

Daten zu CHF-Positionen gegenüber Schweizer Nichtbanken sind ebenfalls nicht in den Bankenstatistiken erfasst (siehe auch Grafik 1, Kanal D). Wenn beispielsweise ein ausländischer Kunde ein CHF-Konto bei einem Schweizer Treuhänder eröffnet, erscheint diese Transaktion nicht in den Bankenstatistiken (allerdings gibt es eine gesonderte Statistik für derartige Transaktionen). Auch wenn Ausländer in CHF denominierte Wertschriften (z. B. Schweizer Staats- oder Unternehmensanleihen) erwerben, ist der Anstieg der CHF-Positionen von Ausländern nicht in den Bankenstatistiken sichtbar. Abschnitt 3.3 quantifiziert die Bedeutung solcher alternativen Kanäle.

Grafik 1

## VERSCHIEDENE ARTEN, WIE AUSLÄNDER EINE CHF-POSITION AUFBAUEN KÖNNEN



Quelle: SNB

# 3

## Feststellung der CHF-Nachfrage von Ausländern

Dieser Abschnitt untersucht anhand statistischer Daten aus mehreren Quellen die verschiedenen Möglichkeiten, wie Ausländer zu einem CHF-Exposure gelangen können. Exposures aus Geschäften, die über Banken mit Sitz in der Schweiz laufen, sind in den Schweizer Bankenstatistiken enthalten, während Exposures aus Geschäften, die über Banken mit Sitz ausserhalb der Schweiz erfolgen, in den internationalen Bankenstatistiken der BIZ und der Bilanz der SNB erscheinen. Informationen zu Exposures, die ohne Beteiligung von Banken zustande kommen, sind in den Daten zum Eigentum an Schweizer Aktien und Anleihen enthalten.

### 3.1 POSITIONEN VON AUSLÄNDERN ÜBER BANKEN IN DER SCHWEIZ

Alle Banken mit physischer Präsenz in der Schweiz werden von den Schweizer Behörden überwacht und liefern Informationen über ihre bilanziellen Exposures an die

SNB. Daher lässt sich ihr Geschäft mit Ausländern anhand der Schweizer Bankenstatistiken quantifizieren.<sup>9</sup>

Ausländer erhöhten ihre CHF-Positionen im untersuchten Zeitraum durch Geschäfte mit drei verschiedenen Kategorien von Banken: Niederlassungen ausländischer Banken, in ausländischem Eigentum stehenden Banken und in Schweizer Eigentum stehenden Banken.

Alle drei Kategorien von Banken sind aus Schweizer Sicht inländische Banken, weil sie sich physisch in der Schweiz befinden. Sowohl die Niederlassungen ausländischer Banken als auch die in ausländischem Eigentum stehenden Banken gehören jedoch Parteien, die sich im Ausland befinden.

Grafik 2 enthält die Definitionen dieser drei Kategorien von Banken und erläutert die Bedeutung der einzelnen Kategorien für die Kumulierung von CHF-Positionen von Ausländern. Die bilanziellen CHF-Positionen von Ausländern gegenüber Schweizer Geschäftsbanken in der Schweiz erhöhten sich zwischen August 2011 und Februar 2013 um insgesamt CHF 128 Mrd.

<sup>9</sup> Die Analyse in diesem Abschnitt stützt sich auf Allematt und Baeriswyl (2015), die die Gegenparteien der verschiedenen Liquiditätsoperationen der SNB seit Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 dokumentieren. Diese Studie baut auf deren grundlegenden Erkenntnissen auf, konzentriert sich aber allein auf die Auswirkungen des Mindestkurses und untersucht ausserdem die Rolle der verschiedenen Arten von Banken und deren ausländischen Kunden als Gegenpartei der SNB nach der Einführung des Mindestkurses.

Grafik 2

#### ÜBERBLICK ÜBER DEN ANSTIEG DER CHF-POSITIONEN VON AUSLÄNDERN VON 08.2011 BIS 02.2013

| Standort der Bank   | Bank-/Kontokategorie   | Beschreibung / hypothetisches Beispiel   | Zunahme in Mrd. CHF | Siehe Abschnitt |
|---|--|--|---------------------|-----------------|
| Banken in der Schweiz   | Niederlassungen ausländischer Banken                               | Niederlassungen von Bankkonzernen mit Sitz im Ausland, z. B. J.P. Morgan Securities plc., London, Zweigniederlassung Zürich  | 78                  | 3.1.1           |
|   | In ausländischem Eigentum stehende Banken                          | Banken mit Sitz in der Schweiz, die zu mehr als 50% in ausländischem Eigentum stehen, z. B. die Deutsche Bank (Suisse) SA, und die keine Niederlassung einer ausländischen Bank sind | 11                  | 3.1.2           |
|   | In Schweizer Eigentum stehende Banken                              | «Echte» Schweizer Banken wie UBS oder ZKB. Hierbei sind nur Bankstellen in der Schweiz berücksichtigt (z. B. nicht UBS Frankfurt)  | 39                  | 3.1.3           |
| Banken mit Sitz im Ausland (ohne Niederlassungen ausländischer Banken in der Schweiz) | SNB-Giroguthaben von Banken mit Sitz im Ausland                    | Banken mit Sitz im Ausland wie Barclays UK, die ein Girokonto bei der SNB haben  | 9                   | 3.2.1           |
|   | Internationale Konten von Inländern bei Banken mit Sitz im Ausland | In CHF denominiertes Konto von Nestlé bei einer Bank mit Sitz in Grossbritannien   | -5                  | 3.2.2           |
| Alle über das Bankensystem eingegangenen CHF-Positionen                               |  |  | 132                 |                 |

Quelle: SNB

Die wichtigste Bankkategorie für die Deckung der CHF-Nachfrage von Ausländern waren die Schweizer Niederlassungen von Banken mit Sitz im Ausland («Niederlassungen ausländischer Banken»). Insgesamt erhöhten sich die CHF-Positionen von Ausländern über diese Niederlassungen um CHF 78 Mrd. Die zweite Kategorie umfasst in der Schweiz registrierte Banken, die keine Niederlassungen ausländischer Banken sind, aber mehrheitlich im Eigentum ausländischer Unternehmen stehen («in ausländischem Eigentum stehende Banken»). Die bilanziellen CHF-Positionen von Ausländern, die über in ausländischem Eigentum stehende Banken aufgebaut wurden, erhöhten sich im untersuchten Zeitraum um CHF 11 Mrd. Die dritte Kategorie besteht aus «echten» Schweizer Banken, also aus Banken, die in Schweizer Eigentum stehen und sich auch in der Schweiz befinden («in Schweizer Eigentum stehende Banken»). Die bilanziellen CHF-Positionen von Ausländern erhöhten sich über diese Kategorie im untersuchten Zeitraum um CHF 39 Mrd.

Die Bankenstatistiken enthalten keine ausserbilanziellen CHF-Positionen, die Ausländer durch den Einsatz von Derivaten erworben haben. Die Analyse unternimmt daher den Versuch, die wahrscheinliche Höhe der ausserbilanziellen CHF-Positionen anhand der Bilanzen der verschiedenen Arten von Banken abzuschätzen. Hierbei ist es wichtig, die Anreize für den Aufbau ausserbilanzieller CHF-Exposures zu verstehen, denn offizielle Statistiken zu solchen Exposures gibt es nicht.

Dieser Analyse zufolge ist es unwahrscheinlich, dass Niederlassungen ausländischer Banken oder in Schweizer Eigentum stehende Banken über Derivate grössere ausserbilanzielle CHF-Positionen eingegangen sind. Der Grund ist, dass ihre bilanziellen CHF-Exposures fast perfekt abgesichert waren. Banken versuchen, ihr Gesamtwährungsrisiko zu minimieren. Da die untersuchten Banken durch den Ausgleich in- und ausländischer CHF-Positionen in ihren Bilanzen abgesichert sind, ist es für sie sinnlos, grosse ausserbilanzielle CHF-Positionen einzugehen.

### 3.1.1 Schweizer Niederlassungen ausländischer Banken

Niederlassungen ausländischer Banken sind typischerweise die Schweizer Niederlassungen von Banken mit Sitz im Ausland, wie z. B. J.P. Morgan Securities plc., London, Zweigniederlassung Zürich. Solche Niederlassungen ausländischer Banken sind in der Schweiz registriert und daher in den Schweizer Bankenstatistiken enthalten. Den Richtlinien zu den Bankenstatistiken der SNB zufolge handelt es sich bei Niederlassungen ausländischer Banken meist um Niederlassungen von internationalen Bankkonzernen mit Sitz im Ausland.<sup>10</sup>

Diese internationalen Bankkonzerne mit Sitz im Ausland können Gelder bei der SNB hinterlegen, wenn sie Niederlassungen in der Schweiz haben. Hierzu überweisen sie

die Gelder an ihre Schweizer Niederlassung, und diese hinterlegt die Gelder dann auf ihrem Girokonto bei der SNB. Die Niederlassung erfasst in ihrer Bilanz eine CHF-Forderung gegenüber einer inländischen Gegenpartei (der SNB) und eine entsprechende CHF-Verpflichtung gegenüber einer ausländischen Gegenpartei (ihrer Mutterbank).

Niederlassungen ausländischer Banken spielen eine wichtige Rolle für den Aufbau von CHF-Positionen durch Ausländer. Darstellung I in Grafik 3 dokumentiert die Bewegungen der CHF-Position, die Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Ausländern eingegangen sind, während Darstellung II die Bewegungen der CHF-Position dokumentiert, die Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Inländern eingegangen sind (zu den inländischen Gegenparteien gehört auch die SNB).

Darstellung I zeigt Bewegungen der in CHF denominierten Forderungen (Vermögenswerte) und Verpflichtungen, die Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Ausländern haben. Ein Beispiel für einen ausländischen CHF-Vermögenswert ist ein CHF-Kredit an ein Unternehmen in Polen. Solche Carry-Trade-Kredite waren vor der Finanzkrise nicht unüblich (siehe Auer et al. (2009)). Da es sich hierbei um langfristige Verträge handelt, bestehen die zugehörigen Positionen noch immer (siehe Auer et al. (2012)). Ein Beispiel für eine ausländische CHF-Verpflichtung ist eine CHF-Einlage durch die Mutterbank mit Sitz im Ausland.

Die ausländische CHF-Nettoposition dieser Banken, die den «ausländischen CHF-Forderungen abzüglich ausländischer CHF-Verpflichtungen» (durchgezogene blaue Linie) entspricht, verringerte sich nach August 2011 um CHF 78 Mrd. Dies lag daran, dass die ausländischen CHF-Forderungen (gepunktete blaue Linie) mehr oder weniger unverändert blieben, während die ausländischen CHF-Verpflichtungen (gestrichelte blaue Linie) anstiegen. Da sich die CHF-Verpflichtungen von Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Ausländern um CHF 78 Mrd. erhöhten, nahmen die CHF-Positionen von Ausländern um denselben Betrag zu.

Die Niederlassungen ausländischer Banken bauten CHF-Verpflichtungen gegenüber ausländischen Gegenparteien auf, gingen aber selbst keinerlei Risiko ein, da es zu einer spiegelbildlichen Zunahme der CHF-Nettoforderungen gegenüber Inländern kam. Darstellung II in Grafik 3 zeigt Bewegungen der CHF-Forderungen (gepunktete grüne Linie) und CHF-Verpflichtungen (gestrichelte grüne Linie) von Niederlassungen ausländischer Banken gegenüber Inländern. Während sich die inländischen CHF-Verpflichtungen kaum veränderten, stiegen die inländischen CHF-Forderungen an, ebenso wie die inländische CHF-Position (durchgezogene grüne Linie für «inländische CHF-Forderungen – inländische CHF-Verpflichtungen»).

Insgesamt blieb das CHF-Exposure von Niederlassungen ausländischer Banken nahe bei null. Darstellung III in Grafik 3 (unten rechts) zeigt Bewegungen der ausländi-

<sup>10</sup> Anzumerken ist hierbei, dass Niederlassungen ausländischer Banken aus Sicht der Schweiz inländische Banken sind, weil sie sich in der Schweiz befinden.

schen CHF-Nettoposition (blaue Linie aus Darstellung I), der inländischen CHF-Nettoposition (grüne Linie aus Darstellung II) und der CHF-Nettogesamtposition (rote Linie, entspricht der Summe aus inländischer Nettoposition und ausländischer Nettoposition) von Niederlassungen ausländischer Banken.

Niederlassungen ausländischer Banken übernahmen kein CHF-Nettoexposure im eigenen Namen, wie Darstellung III in Grafik 3 zeigt. Sie dienten vielmehr als Zwischenstationen, die inländische CHF-Exposures im Wert von insgesamt CHF 78 Mrd. übernahmen und sie vollständig bei ihren ausländischen Gegenparteien abluden (oder möglicherweise auch direkt als Clearingbanken fungierten).

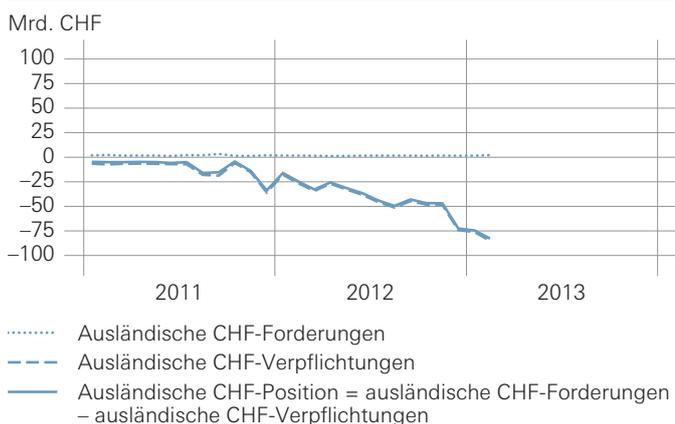
Es ist unwahrscheinlich, dass Niederlassungen ausländischer Banken über Derivate grössere ausserbilanzielle CHF-Nettopositionen eingegangen sind, da ihre bilanziellen CHF-Exposures fast perfekt abgesichert waren. Niederlassungen ausländischer Banken glichen ihre abneh-

mende ausländische CHF-Nettoposition exakt durch eine zunehmende inländische CHF-Nettoposition aus. Banken versuchen, ihr Gesamtwährungsrisiko zu minimieren. Da Niederlassungen ausländischer Banken durch den Ausgleich in- und ausländischer CHF-Positionen in ihren Bilanzen bereits abgesichert sind, macht es für sie keinen Sinn, grosse ausserbilanzielle CHF-Positionen einzugehen.

Am Ende des untersuchten Zeitraums bestand die Geschäftstätigkeit der Niederlassungen ausländischer Banken fast ausschliesslich darin, CHF-Liquidität an ausländische Gegenparteien weiterzuleiten (Darstellung IV, Grafik 3). Einerseits waren die inländischen CHF-Forderungen dieser Banken fast ausschliesslich Giroguthaben bei der SNB. Darstellung IV in Grafik 3 zeigt Bewegungen inländischer CHF-Forderungen (grüne Linie aus Grafik 3) im Vergleich zu den Bewegungen der Giroguthaben dieser Banken bei der SNB (violette Linie). Ab August 2011 ergibt sich eine fast perfekte Übereinstimmung.

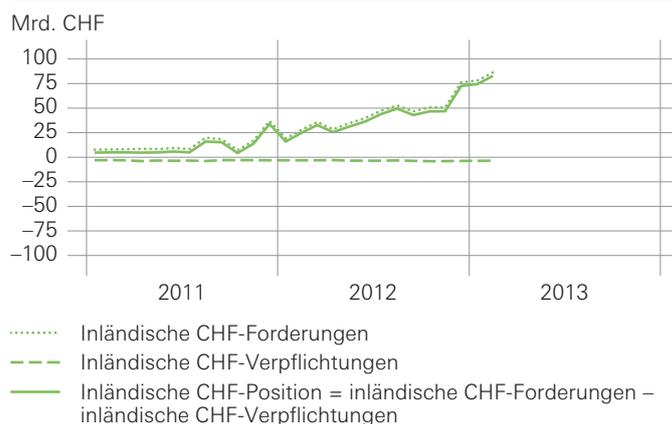
Grafik 3 Darstellung I

### AUSLÄNDISCHE CHF-FORDERUNGEN UND VERPFLICHTUNGEN VON NIEDERLASSUNGEN AUSLÄNDISCHER BANKEN



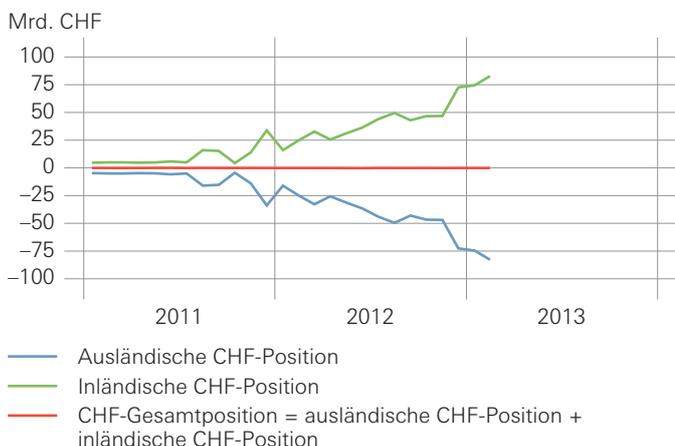
Grafik 3 Darstellung II

### INLÄNDISCHE CHF-FORDERUNGEN UND VERPFLICHTUNGEN VON NIEDERLASSUNGEN AUSLÄNDISCHER BANKEN



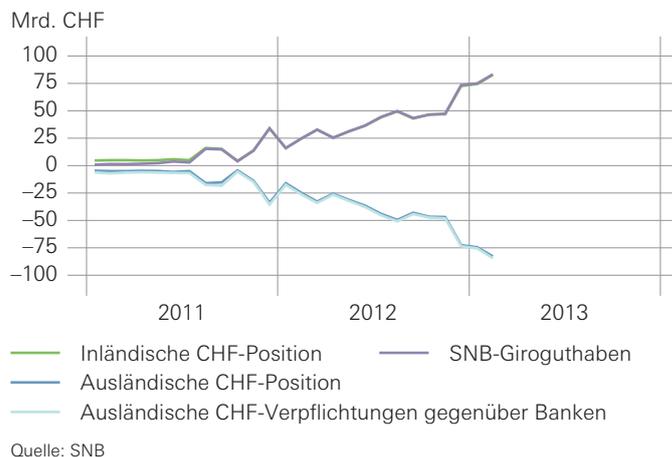
Grafik 3 Darstellung III

### CHF-GESAMTPosition VON NIEDERLASSUNGEN AUSLÄNDISCHER BANKEN



Grafik 3 Darstellung IV

### WICHTIGSTE CHF-FORDERUNGEN UND CHF-VERPFLICHTUNGEN VON NIEDERLASSUNGEN AUSLÄNDISCHER BANKEN



Andererseits bestanden die ausländischen CHF-Verpflichtungen dieser Banken fast ausschliesslich aus CHF-Verpflichtungen gegenüber Banken mit Sitz im Ausland. Darstellung IV in Grafik 3 zeigt die Bewegungen ausländischer CHF-Verpflichtungen (türkise Linie) im Vergleich zu den Bewegungen ausländischer CHF-Verpflichtungen gegenüber Banken mit Sitz im Ausland (blaue Linie aus Darstellung I). Auch hier ergibt sich nach dem August 2011 eine fast perfekte Übereinstimmung. Die ausländischen CHF-Verpflichtungen gegenüber Banken können auch gegenüber ihren Muttergesellschaften bestehen. Die letztendlichen Gegenparteien könnten Privatkunden im Ausland sein, doch Informationen hierüber sind den Schweizer Bankenstatistiken nicht zu entnehmen.

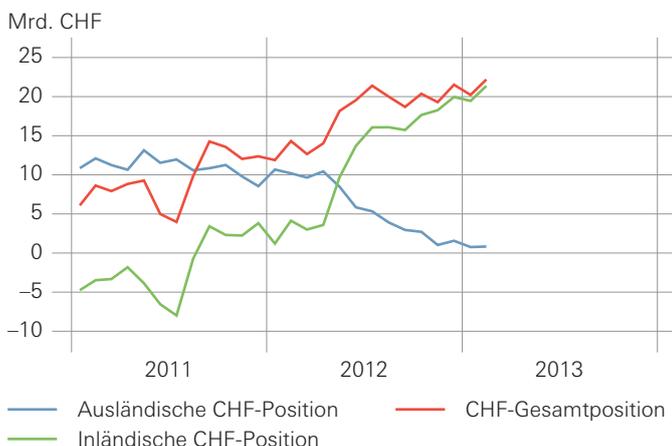
### 3.1.2 In ausländischem Eigentum stehende Banken in der Schweiz

Eine zweite Kategorie ist die der Banken, die von Ausländern kontrolliert werden, sich aber physisch in der Schweiz befinden und auch dort registriert sind. In den Bankenstatistiken wird diese Kategorie als «in ausländischem Eigentum stehende Banken» bezeichnet. Bei ihnen handelt es sich nicht um Niederlassungen ausländischer Banken, denn sie sind von ihren Muttergesellschaften rechtlich selbständige Einheiten. Dennoch stehen sie aber zu mehr als 50% im Eigentum ausländischer Parteien. Zu dieser Kategorie zählen vor allem Tochtergesellschaften von Banken mit Sitz im Ausland, wie z. B. die Deutsche Bank (Suisse) SA.

Ausländer erhöhten ihre CHF-Position in Bezug auf in ausländischem Eigentum stehende Banken um CHF 11 Mrd. Grafik 4 zeigt Bewegungen der CHF-Nettoposition von in ausländischem Eigentum stehenden Banken in Bezug auf Ausländer (blaue Linie), die CHF-Nettoposition in Bezug auf Inländer (grüne Linie) und die CHF-Nettogesamtposition (rote Linie, entspricht der Summe von blauer und grüner Linie).

Grafik 4

#### CHF-POSITION VON IN AUSLÄNDISCHEM EIGENTUM STEHENDEN BANKEN



Quelle: SNB

In ausländischem Eigentum stehende Banken kumulierten ein zusätzliches bilanzielles Exposure im Wert von CHF 18 Mrd. (siehe grüne Linie). Nach August 2011 erhöhten sie ihre inländischen CHF-Nettoforderungen um CHF 28 Mrd. (meist auf Girokonten bei der SNB), womit sie ihr gesamtes bilanzielles CHF-Nettoexposure um CHF 18 Mrd. steigerten (ohne Rundung entspricht dies der Differenz zwischen CHF 28 Mrd. und CHF 11 Mrd.). Da diese Banken Ausländern gehören, erhöhen diese CHF 18 Mrd. auch das CHF-Exposure von Ausländern (dieses Exposure wird in Abschnitt 3.3 berücksichtigt).

### 3.1.3 In Schweizer Eigentum stehende Banken in der Schweiz

«Echte» Schweizer Banken wie die UBS sind weder Niederlassungen ausländischer Banken, noch stehen sie zu mehr als 50% in ausländischem Eigentum.<sup>11</sup> Diese Banken senkten ihre ausländische CHF-Nettoposition zwischen August 2011 und Februar 2013 um CHF 39 Mrd. (siehe Grafik 5, insbesondere den Knick in der blauen Linie Anfang 2012). Dies entspricht einem direkten Anstieg der CHF-Positionen von Ausländern um CHF 39 Mrd.

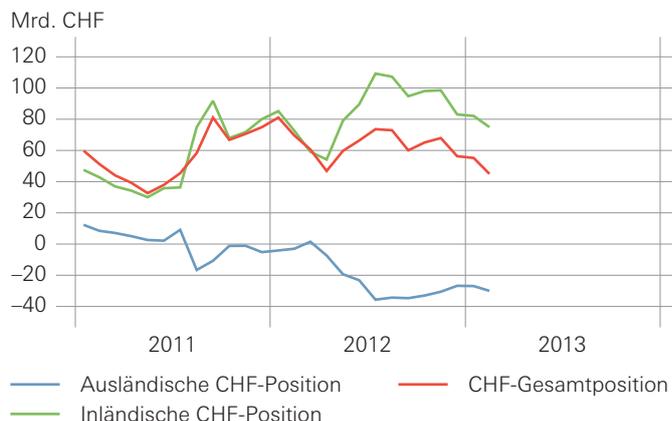
Diese Banken übernahmen kein CHF-Exposure im eigenen Namen. Die Zunahme der inländischen CHF-Position (grüne Linie) glich die Abnahme der ausländischen CHF-Position (blaue Linie) aus, so dass die CHF-Gesamtposition von in Schweizer Eigentum stehenden Banken in der Schweiz am Ende des untersuchten Zeitraums mehr oder weniger ebenso hoch war wie vor der Einführung des Mindestkurses. Da sich ihr bilanzielles CHF-Gesamtexposure nach August 2013 kaum noch veränderte, ist es unwahr-

<sup>11</sup> In dieser Studie sind nur in der Schweiz befindliche Niederlassungen berücksichtigt, damit diese Statistiken den Statistiken zu internationalen Kapitalflüssen entsprechen (d. h. diese Studie untersucht nur Banken in der Kategorie «Erhebungsstufe inländische Bankstellen» in den Bankenstatistiken der SNB, was der Definition von Exposures entspricht, wie sie in den standortbezogenen Bankenstatistiken der BIZ erfasst sind).

Grafik 5

#### CHF-POSITION VON IN SCHWEIZER EIGENTUM STEHENDEN BANKEN

Umfasst nur Niederlassungen in der Schweiz



Quelle: SNB

scheinlich, dass in Schweizer Eigentum stehende Banken ein grosses ausserbilanzielles CHF-Exposure aufgebaut haben.

### 3.2 CHF-POSITIONEN BEI BANKEN MIT SITZ AUSSERHALB DER SCHWEIZ

Banken mit Sitz in anderen Ländern und ohne physische Präsenz in der Schweiz können ebenfalls CHF besitzen oder schulden. Diese Banken sind nicht in den Schweizer Bankenstatistiken enthalten. Wenn sie jedoch CHF auf einem Girokonto bei der SNB haben, fliesst dieses Exposure in die Bilanz der SNB ein. Wenn die Banken dagegen ein CHF-Exposure bei einer Schweizer Nichtbank-Gegenpartei haben, melden sie es ihrer nationalen Behörde, die diese Daten dann wiederum an die BIZ liefert, so dass sie in die Bankenstatistiken der BIZ einfließen. In den unteren Zeilen von Grafik 2 sind die beiden Arten von Geschäften genannt, an denen relevante CHF-Exposures beteiligt sind.

#### 3.2.1 SNB-Giroguthaben von Banken mit Sitz im Ausland

Die SNB nimmt unter den Zentralbanken eine Sonderstellung ein, weil sie Banken mit Sitz im Ausland die Teilnahme an ihrem Reposystem erlaubt.<sup>12</sup> Daher können auch Banken ohne Sitz in der Schweiz ein Girokonto bei der SNB haben, selbst wenn sie keine Niederlassung in der Schweiz unterhalten. Grafik 6 zeigt die Bewegungen von Giroguthaben bei der SNB für Banken, die ihren Sitz im Ausland haben und daher nicht in der Schweiz registriert sind. Diese Banken sind nicht in den Schweizer Bankenstatistiken enthalten. Informationen zu ihren SNB-Giroguthaben finden sich jedoch in der Bilanz der SNB.

12 Für eine Beschreibung siehe z. B. Auer und Kraenzlin (2011) und Auer et al. (2012).

Grafik 6

#### SNB-GIROGUTHABEN VON BANKEN MIT SITZ IM AUSLAND



Quelle: SNB

Die Zunahme dieser Guthaben war relativ gesehen zwar ausgeprägt, doch die Gesamtzunahme war gering. Von August 2011 bis Februar 2013 erhöhten sich die Giroguthaben von Banken mit Sitz im Ausland bei der SNB um CHF 9 Mrd. Durch die Nutzung von SNB-Girokonten durch Banken mit Sitz im Ausland wuchsen die CHF-Positionen von Ausländern somit um CHF 9 Mrd. Ein ausgleichender Faktor war, dass Schweizer Haushalte und Unternehmen in CHF denominateden Konten bei diesen Banken mit Sitz im Ausland haben konnten.

#### 3.2.2 In CHF denominierte Konten des inländischen Nichtbanken-Privatsektors bei Banken mit Sitz im Ausland

Es gibt eine weitere Möglichkeit, wie Inländer und Ausländer über Banken interagieren können. International tätige Schweizer Unternehmen haben in der Regel auch Konten bei Nichtschweizer Banken, und einige dieser Konten sind in CHF denominated.

Von August 2011 bis Februar 2013 fielen die Nettoforderungen von Banken mit Sitz ausserhalb der Schweiz gegenüber Schweizer Nichtbanken um CHF 5 Mrd., was bedeutet, dass die Nettoposition von Ausländern in der obigen Analyse um diesen Betrag überzeichnet ist. Solche CHF-Positionen von Banken mit Sitz ausserhalb der Schweiz gegenüber Schweizer Unternehmen und Privatkunden sind in den standortbezogenen Bankenstatistiken der BIZ erkennbar (unter «External positions of reporting banks vis-à-vis individual countries – vis-à-vis the non-bank private sector»). Grafik 7 zeigt die Entwicklung dieser Exposures.

Abschnitte 3.1.1, 3.1.2 und 3.2.1 zeigen, dass sich CHF-Positionen von Ausländern um CHF 78 Mrd. über ausländische Niederlassungen, um CHF 11 Mrd. über in ausländischem Eigentum stehende Banken und um weitere CHF 9 Mrd. über den Einsatz von Girokonten durch Ban-

Grafik 7

#### CHF-POSITION VON IM AUSLAND DOMIZILIERTEN BANKEN GEGENÜBER DEM SCHWEIZER NICHTBANKEN-PRIVATSEKTOR



Quelle: SNB

ken mit Sitz im Ausland erhöht haben. Die resultierende Gesamtzunahme der CHF-Positionen von Ausländern über in ausländischem Eigentum stehende Banken muss jedoch um die in Grafik 7 gezeigten CHF 5 Mrd. nach unten korrigiert werden, weil diese in ausländischem Eigentum stehenden Banken manchmal im Namen ihrer Schweizer Gegenparteien handelten.

Diese Berechnung zeigt, wie komplex es ist festzulegen, welche Positionen in einer Welt mit internationalen Banken und international tätigen Nichtbankunternehmen letztlich ausländisch sind.

### **3.3 WEITERE CHF-POSITIONEN VON AUSLÄNDERN, DIE NICHT IN DEN BILANZEN VON BANKEN SICHTBAR SIND**

Nicht alle Erhöhungen der CHF-Positionen von Ausländern sind in den Bilanzen von Banken sichtbar. Wenn beispielsweise ein Ausländer EUR bei der SNB in CHF umtauscht, diese CHF dann aber zum Kauf einer Ferienwohnung verwendet, die vorher einem Inländer gehörte, ist diese Erhöhung der CHF-Position von Ausländern nicht in der Bilanz einer Bank sichtbar.

Wenn Ausländer Schweizer Vermögenswerte kaufen, führt dies dazu, dass Inländer mehr CHF auf Bankkonten haben. In einer Analyse, die sich auf Bankenstatistiken beschränkt, würden solche Geschäfte daher zu dem Fehlschluss führen, dass die Gegenparteien der SNB-Intervention Inländer sind.

Statistiken zum Eigentum von Ausländern an Schweizer Aktien und Anleihen finden sich im ausführlichen jährlichen Bericht der SNB zu den Schweizer Banken (siehe z. B. Schweizerische Nationalbank (2013a)). Dieser Datenbestand enthält Informationen zu den Wertschriftenbeständen in Bankdepots, aufgeschlüsselt nach Domizil des Depotinhabers, wobei auch angegeben ist, was für Arten von Wertschriften Ausländern gehören.

Die Analyse von Daten zum Eigentum von Ausländern an Schweizer Vermögenswerten dokumentiert, dass das von Ausländern auf diese Arten kumulierte CHF-Exposure um CHF 42 Mrd. anstieg. Von August 2011 bis Februar 2013 erhöhten Ausländer ihre Bestände an von Nichtbanken vergebenen CHF-Schuldtiteln um CHF 4 Mrd. und investierten rund CHF 20 Mrd. im Schweizer Aktienmarkt. Überdies erhöhten sie ihr effektives CHF-Exposure um weitere CHF 18 Mrd. über in der Schweiz ansässige Banken, die sich in ausländischem Besitz befinden.

Ausländer erhöhten ihre Bestände an von Schweizer Nichtbanken vergebenen und in CHF denominierten Schuldtiteln um CHF 4 Mrd. Von dieser Summe kauften Ausländer Schweizer Schuldtitel der öffentlichen Hand im Wert von rund CHF 2 Mrd. und erhöhten ihr Eigentum an anderen von Inländern vergebenen und in CHF denominierten Schuldprodukten um CHF 2 Mrd. Die CHF-Position von Ausländern über Schweizer Treuhänder veränderte sich dagegen kaum.

Ausländer kauften Schweizer Aktien im Wert von etwa CHF 20 Mrd. Der ausführliche jährliche Bericht der SNB zu den Schweizer Banken (siehe Schweizerische Nationalbank (2013a)) enthält Angaben zu den Wertschriftenbeständen in Bankdepots, aufgeschlüsselt nach Domizil des Depotinhabers. Der Gesamtwert der schweizerischen Aktien in den Portfolios von Ausländern stieg von CHF 485 Mrd. im August 2011 auf CHF 650 Mrd. im Februar 2013. Der grösste Teil dieser Zunahme geht jedoch auf Bewertungsgewinne und nicht auf Neukäufe zurück, denn der marktweite Schweizer Aktienindex (der Expanded SMI) stieg in diesem Zeitraum um 40%. Durch Berücksichtigung solcher Bewertungseffekte ist es möglich, die Nettokäufe von Aktien durch Ausländer zu schätzen. Von August 2011 bis Februar 2013 stieg der Eigentumsanteil von Ausländern am Schweizer Aktienmarkt schrittweise von 58,5% auf 60,8%. Berücksichtigt man, wie genau dieser Anstieg des ausländischen Eigentumsanteils zustande kam und wie hoch jeweils die Aktienkurse waren, gelangt man zu dem Schluss, dass Ausländer Neugelder in Höhe von CHF 20 Mrd. im Schweizer Aktienmarkt investiert haben.

Ausserdem wurden weitere CHF 18 Mrd. im Inland durch in ausländischem Eigentum stehende Banken in der Schweiz kumuliert. Wie in Abschnitt 3.1.2 gezeigt, kumulierten Banken, die sich in der Schweiz befinden, aber ausländischen Eigentümern gehören, ein CHF-Exposure in Höhe von CHF 18 Mrd. Da diese CHF 18 Mrd. Ausländern gehören, erhöhen sie deren CHF-Exposure und zählen daher als Vermögenswerte im Eigentum von Ausländern.

Zwei weitere plausible zusätzliche Quellen für CHF-Positionen von Ausländern sind Erhöhungen der CHF-Barbestände von Ausländern (zu denen es keine Daten gibt) und Investitionen in Schweizer Immobilien.

Das Datenmaterial zu Immobilienkäufen von Ausländern ist spärlich, doch dem Vernehmen nach wurde ein gewisser Teil der erhöhten Nachfrage nach CHF auf diesem Weg gedeckt. Allerdings ist zu beachten, dass Ausländer, wenn sie Schweizer Immobilien zu Anlagezwecken halten, dazu meist in börsenkotierte Immobilienunternehmen investieren. Informationen hierzu sind daher in den nach Domizil des Depotinhabers aufgeschlüsselten Daten zu den Wertschriftenbeständen in Bankdepots enthalten (und die entsprechenden Investitionen sind somit bereits in der obengenannten Zahl von CHF 20 Mrd. für den Kauf von Schweizer Aktien enthalten).

In Bezug auf direkte Immobilienkäufe gelangt Credit Suisse (2014) zu dem Schluss, dass sich Käufe und Verkäufe von Ferienwohnungen durch Ausländer 2011 und 2012 die Waage gehalten haben. Dieselbe Studie bestätigt, basierend auf Wüest und Partner (2014), dass rund 10% der Verkäufe gewerblicher Immobilien auf Ausländer entfielen.

## 4

# Gesamte CHF-Positionen von Ausländern und Vergleich mit den Devisenreserven der SNB

In welcher Relation stehen die CHF-Positionen von Ausländern zu Bewegungen der Devisenreserven der SNB? Insgesamt erhöhte sich das Exposure von Ausländern um CHF 174 Mrd., wovon CHF 132 Mrd. in den Bilanzen von Banken erfasst sind, während die übrigen CHF 42 Mrd. über den Kauf von Schweizer Wertschriften oder über das Eigentum an Schweizer Unternehmen kumuliert wurden.

Grafik 8 zeigt die kumulierten Veränderungen der CHF-Positionen von In- und Ausländern seit dem 1. August 2011 und vergleicht diese Veränderungen mit den kumulierten Veränderungen der Devisenreserven der SNB im selben Zeitraum. Die blaue Linie in Grafik 8 steht für die bilanzielle CHF-Nettogesamtposition von Ausländern gegenüber dem privaten Schweizer Bankensystem, die sich um CHF 128 Mrd. erhöhte (CHF 78 Mrd. über Niederlassungen ausländischer Banken, CHF 11 Mrd. über in ausländischem Eigentum stehende Banken und CHF 39 Mrd. über in Schweizer Eigentum stehende Banken).

Der gesamte bilanzielle Anstieg der CHF-Positionen von Ausländern seit August 2011 beläuft sich auf CHF 137 Mrd., da weitere CHF 9 Mrd. von Banken mit Sitz im Ausland direkt auf Girokonten bei der SNB hinterlegt wurden. Von diesen CHF 137 Mrd. sind die in Abschnitt 3.2.2 ermittel-

ten CHF 5 Mrd. abziehen, was zu einem kumulierten Gesamtexposure von CHF 132 Mrd. über den untersuchten Zeithorizont führt (siehe auch Grafik 2 für einen Überblick).

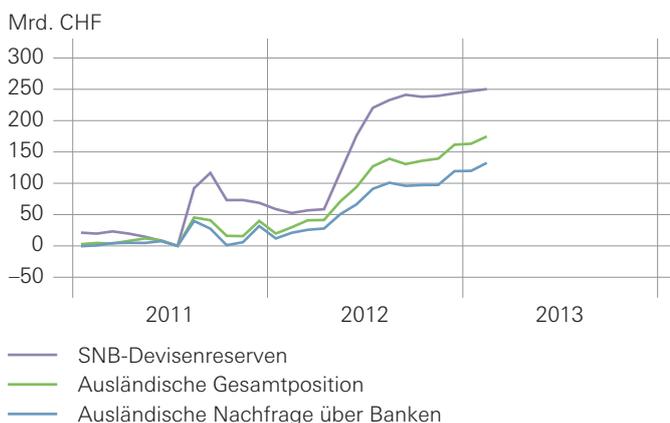
Die grüne Linie zeigt ausserdem die weiteren Nettoinvestitionen von Ausländern in Höhe von CHF 42 Mrd. über den Kauf von Schweizer Vermögenswerten oder über die Kumulierung von CHF-Positionen durch in ausländischem Eigentum stehende Banken (siehe Abschnitt 3.3).

Insgesamt wurde daher im untersuchten Zeitraum ein grosser Teil der Deviseninterventionen der SNB von Ausländern absorbiert. Die Devisenreserven der SNB erhöhten sich zwischen August 2011 und Ende Februar 2013 um CHF 250 Mrd. Aufgrund von Bewertungseffekten und wegen der von der SNB im Jahr 2011 abgeschlossenen Devisenswapabkommen entspricht dieser Betrag von CHF 250 Mrd. den Deviseninterventionen der SNB allerdings nur sehr ungenau. Die SNB intervenierte an den Devisenmärkten mit dem Kauf von Devisenreserven, deren Wert sich 2011 auf CHF 17,8 Mrd. und 2012 auf CHF 188 Mrd. belief. Da die SNB den genauen Zeitpunkt dieser Interventionen nicht veröffentlicht, zeigt Grafik 8 die Entwicklung der Devisenbestände der SNB stellvertretend für die zugrunde liegenden Interventionen.<sup>13</sup>

Zudem muss daran erinnert werden, dass die Ergebnisse dieser Studie nur einen spezifischen Zeitraum betreffen und keineswegs darauf hindeuten, dass der Aufwertungsdruck, den der CHF in den letzten Jahren verzeichnete, ausschliesslich auf den internationalen Kapitalfluss in eine sichere Währung zurückzuführen sei. Bei einer längerfristigen Betrachtung war ein mindestens ebenso wichtiger Faktor die sinkende Risikobereitschaft der Inländer, die sie veranlasste, das Investieren im Ausland einzustellen und in einigen Fällen sogar ihre Mittel in die Schweiz zurückzuführen.<sup>14</sup>

Grafik 8

### KUMULATIVE VERÄNDERUNGEN DER CHF-POSITIONEN UND DER SNB-DEVISENRESERVEN SEIT JULI 2011



Quelle: SNB

<sup>13</sup> Zu beachten ist, dass die Entwicklung der Devisenreserven der SNB die Entwicklung der TARGET2-Ungleichgewichte im Euroraum widerspiegelt, die auf einen ähnlichen Kapitalfluss in als sicher erachtete Länder des Euroraums zurückzuführen war (siehe Auer (2014)).

<sup>14</sup> Siehe Yesin (2015) und auch Auer und Tille (2015), die dokumentieren, wie sich die Schweizer Kapitalbilanz seit den frühen 2000er-Jahren durch die Kapitalströme in das Schweizer Bankensystem entwickelt hat.

Diese Studie analysiert die Nachfrage nach CHF von ausserhalb der Schweiz auf dem Höhepunkt der Staatsschuldenkrise im Euroraum. Ihre drei wichtigsten Ergebnisse lauten: (i) Ausländer waren im untersuchten Zeitraum eine bedeutende Gegenpartei der Interventionen der SNB; (ii) obwohl Guthaben bei in Schweizer Eigentum stehenden Banken ebenfalls stark anstiegen, wurden substantielle CHF-Positionen von Ausländern über Banken kumuliert, die sich physisch in der Schweiz, jedoch in ausländischem Besitz befinden; und (iii) die Zuflüsse, die Niederlassungen ausländischer Banken erhielten, wurden direkt auf Girokonten bei der SNB hinterlegt.

Eine wichtige Implikation dieser Ergebnisse betrifft die Wechselwirkung zwischen internationalen Safe-Haven-Flüssen und der Finanzstabilität in der Schweiz oder, genauer, die Frage, ob eine plötzliche Umkehr der Safe-Haven-Flüsse zu finanzieller Instabilität in der Schweiz führen und daher geldpolitische Massnahmen erfordern würde.

Beachtung verdient insbesondere der Zufluss von CHF 78 Mrd. aus dem Ausland in Niederlassungen ausländischer Banken. Schliesslich hat dieser Zufluss dazu geführt, dass sich die Bilanzvolumen dieser Niederlassungen fast verfünffacht haben: Anfang 2010 beliefen sie sich auf insgesamt lediglich CHF 21 Mrd., stiegen dann aber bis Ende Februar 2013 auf CHF 103 Mrd.

Dies sind atemberaubende Summen, doch die Ergebnisse der Studie deuten darauf hin, dass sich das damit verbundene Risiko für die Finanzstabilität wohl in Grenzen hält. Dies liegt daran, dass ausländische Niederlassungen alle ihnen zufließenden Gelder direkt auf ihren Girokonten bei der SNB hinterlegten. Sie weiteten ihre Kreditaktivität im Inland nicht aus, so dass sie keine Restlaufzeiten veränderten oder andere Exposures schufen. Da diese Gelder auf Girokonten bei der SNB hinterlegt sind, kann bei einer Umkehr der Safe-Haven-Flüsse sofort darauf zugegriffen werden.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Diese Diskussion betrifft nur die direkten Effekte einer Umkehr von Safe-Haven-Flüssen. Ein weiterer, indirekter Effekt ist, dass der CHF bei rückläufigen Safe-Haven-Flüssen stark an Wert verlieren würde, so dass möglicherweise höhere Zinsen nötig wären, um die Preisstabilität zu gewährleisten. Der *Bericht zur Finanzstabilität 2014* der SNB (siehe Schweizerische Nationalbank (2014)) erörtert die Auswirkungen einer solchen Zinsanhebung auf die Finanzstabilität und gelangt zu dem Schluss, dass sie für im Inland tätige Banken zu erheblichen Verlusten führen könnte.

## BIBLIOGRAPHIE

---

- Altermatt, Lukas und Romain Baeriswyl. 2015. *Einfluss der Ausweitung der Notenbankgeldmenge auf die Bilanzen inländischer Banken*. SNB-Quartalsheft 1/2015.
- Auer, Raphael A. 2014. *What Drives Target2 Balances? Evidence From a Panel Analysis*. Economic Policy 29(77): 139–197. Januar.
- Auer, Raphael A., Martin Brown, Andreas Fischer und Marcel Peter. 2009. *Will the crisis wipe out small carry traders in Central and Eastern Europe?* Voxeu.org, 29. Januar.
- Auer, Raphael A., Sébastien Kraenzlin und David Liebeg. 2012. *How Do Austrian Banks Fund Their CHF Exposure?* Austrian National Bank, Financial Stability Report 24, 54–61. Dezember.
- Auer, Raphael A. und Sébastien Kraenzlin. 2011. *International liquidity provision during the financial crisis: a view from Switzerland*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review 93: 409–418. November/Dezember.
- Auer, Raphael A. und Cédric Tille. 2015. *Capital Flows into the Banking System and the Swiss Financial Account*. Mimeo, Universität Genf, Mai.
- Bank for International Settlements. 2011. *What the BIS banking statistics say (and what they do not) about banking systems' exposures to particular countries and sectors*. BIS Quarterly Review: 16–17.
- Bollen, Brian. 2011. CHF outperforms all others as safe refuge. *Financial Times*, 1. Juni.
- Credit Suisse. 2014. «*Lex Koller: Ausländischer Einfluss wird massiv überschätzt*». Credit Suisse Economic Research. 27. Mai.
- Draghi, Mario. 2012. Remarks at the Global Investment Conference. 26. Juli.
- Grisse, Christian und Thomas Nitschka. 2013. *On financial risk and the safe haven characteristics of Swiss franc exchange rates*. Working Paper No. 2013-04, Swiss National Bank.
- Mattich, Alen. 2011. Why Switzerland is leading the Haven beauty Contest. *The Wall Street Journal*, 29. Juli.
- Rinaldo, Angelo und Paul Söderlind. 2010. *Safe Haven Currencies*. Review of Finance, 14 (3): 385–407.
- Reynard, Samuel. 2008. *What Drives the Swiss Franc?* Working Paper No. 2008-14, Swiss National Bank.
- Schweizerische Nationalbank. 2011a. *Die Nationalbank trifft Massnahmen gegen den starken Franken*. Medienmitteilung, 3. August.
- Schweizerische Nationalbank. 2011b. *Nationalbank weitet Massnahmen gegen den starken Franken aus*. Medienmitteilung, 10. August.
- Schweizerische Nationalbank. 2011c. *Nationalbank intensiviert Massnahmen gegen die Frankenstärke*. Medienmitteilung, 17. August.
- Schweizerische Nationalbank. 2012. *104. Geschäftsbericht*.
- Schweizerische Nationalbank. 2013a. *Die Banken in der Schweiz*.
- Schweizerische Nationalbank. 2013b. *105. Geschäftsbericht*.
- Schweizerische Nationalbank. 2014. *Bericht zur Finanzstabilität*.
- United Nations. 2008. *System of National Accounts*. Department of Economic and Social Affairs.
- Wüest und Partner. 2014. Immo-Monitoring. Ausgabe 2014/1.
- Yesin, Pinar. 2015. *Capital flow waves to and from Switzerland before and after the financial crisis*. Swiss Journal of Economics and Statistics 151 (1): 27–75.

---

# 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](http://www.snb.ch)

|   |                      |
|---|----------------------|
| <p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. Juni belässt die SNB das Zielband für den 3M-Libor bei <math>-1,25\%</math> bis <math>-0,25\%</math> und den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei <math>-0,75\%</math>. Der Negativzins trägt dazu bei, Anlagen in Franken weniger attraktiv zu machen. Aus Sicht der SNB ist der Franken deutlich überbewertet. Die SNB bekräftigt, dass sie der Wechselkursituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung trägt. Sie bleibe deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Bedingungen zu beeinflussen.</p>  | <p>Juni 2015</p>     |
| <p>Am 22. April reduziert die SNB den Kreis der nicht dem Negativzins unterstellten Inhaber von SNB-Girokonten. Damit unterliegen nur noch die Girokonten der zentralen Bundesverwaltung und der Ausgleichsfonds AHV/IV/EO nicht dem Negativzins.</p>   | <p>April 2015</p>    |
| <p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 19. März belässt die SNB das Zielband für den 3M-Libor bei <math>-1,25\%</math> bis <math>-0,25\%</math>. Der Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bleibt bei <math>-0,75\%</math> und die Freibeträge bleiben unverändert. Der Negativzins trägt dazu bei, Anlagen in Franken weniger attraktiv zu machen. Aus Sicht der SNB ist der Franken insgesamt deutlich überbewertet und sollte sich über die Zeit weiter abschwächen. Die SNB bekräftigt, dass sie der Wechselkursituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung weiterhin Rechnung trägt. Sie bleibe deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.</p>       | <p>März 2015</p>     |
| <p>Am 15. Januar hebt die SNB den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro auf. Zugleich senkt sie den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB, die einen bestimmten Freibetrag übersteigen, per 22. Januar 2015 um 0,5 Prozentpunkte auf <math>-0,75\%</math>. Das Zielband für den 3M-Libor beträgt neu <math>-1,25\%</math> bis <math>-0,25\%</math> (bisher: <math>-0,75\%</math> bis <math>0,25\%</math>). Die Senkung der Zinsen soll dazu beitragen, dass die Aufhebung des Mindestkurses nicht zu einer unangemessenen Straffung der monetären Rahmenbedingungen führt. Die SNB unterstreicht, sie werde auch künftig der Wechselkursituation Rechnung tragen. Sie bleibe deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv.</p>                     | <p>Januar 2015</p>   |
| <p>Am 18. Dezember kündigt die SNB an, sie werde Sichteinlagen bei der SNB ab dem 22. Januar 2015 mit einem Zins in Höhe von <math>-0,25\%</math> belasten. Der Negativzins soll auf Guthaben erhoben werden, die einen bestimmten Freibetrag übersteigen. Die SNB strebt damit an, dass der 3M-Libor in den negativen Bereich fällt. Das Zielband für den 3M-Libor beträgt neu <math>-0,75\%</math> bis <math>0,25\%</math> (bisher <math>0\%</math>–<math>0,25\%</math>). Die Einführung von Negativzinsen macht das Halten von Frankenanlagen weniger attraktiv und unterstützt damit den Mindestkurs.</p>   | <p>Dezember 2014</p> |
| <p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 11. Dezember bekräftigt die SNB, dass sie unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festhält. Die SNB wird den Mindestkurs weiterhin mit aller Konsequenz durchsetzen. Zu diesem Zweck ist sie bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen und bei Bedarf unverzüglich weitere Massnahmen zu ergreifen. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei <math>0\%</math>–<math>0,25\%</math>. Aus Sicht der SNB haben die Deflationsrisiken nochmals zugenommen und der Franken ist nach wie vor hoch bewertet. Bei einem 3M-Libor von null bleibt der Mindestkurs das zentrale Instrument, um eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu verhindern.</p> | <p>Dezember 2014</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](http://www.snb.ch), Publikationen,  
Quartalsheft (ISSN 1662–2588)  
Französisch: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications,  
Bulletin trimestriel (ISSN 1662–2596)  
Englisch: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications,  
Quarterly Bulletin (ISSN 1662–257X)  
Italienisch (Konjunkturtendenzen):  
[www.snb.ch](http://www.snb.ch), Pubblicazioni,  
Pubblicazioni economiche,  
Bollettino trimestrale

### Internet

[www.snb.ch](http://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 kommerziel-  
len 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.

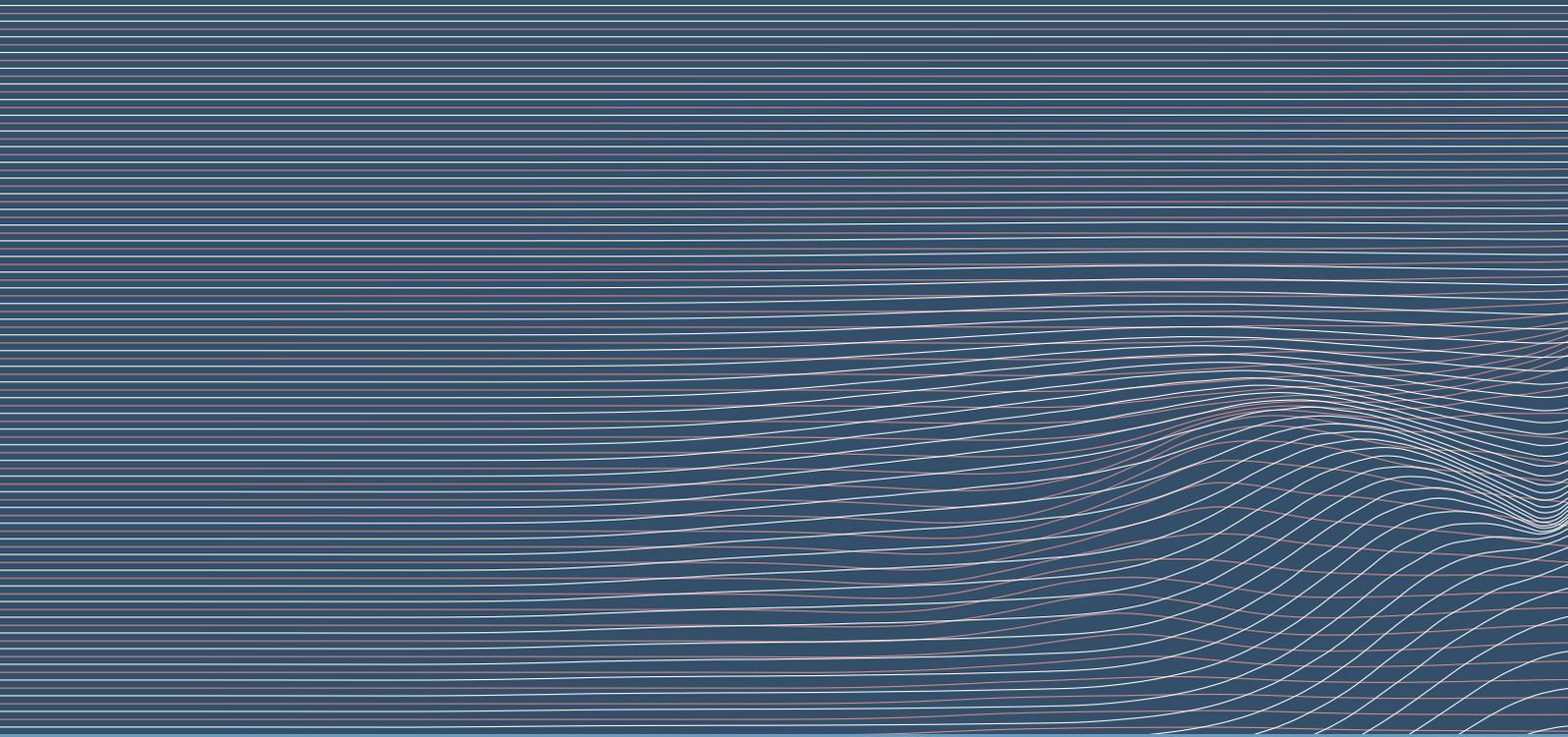
Soweit Informationen und Daten ersichtlich aus fremden Quellen  
stammen, sind Nutzer solcher Informationen und Daten ver-  
pflichtet, allfällige Urheberrechte daran zu respektieren und selbst  
entsprechende Nutzungsbefugnisse bei diesen fremden Quellen  
einzuholen.

### Haftungsbeschränkung

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

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2015





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

