

Quartalsheft
1/2020 März

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



Quartalsheft
1/2020 März
38. Jahrgang

Inhalt

	Seite
Bericht über die Geldpolitik	4
1 Geldpolitischer Entscheid vom 19. März 2020	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	21
Konjunktursignale	28
Die Reaktion des Schweizer Frankens auf Zinsänderungen der Nationalbank	36
Geld- und währungspolitische Chronik	42

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2020

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 19. März 2020») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

Dieser Bericht berücksichtigt Daten und Informationen, die bis zum 19. März 2020 bekannt wurden. Alle Veränderungsdaten gegenüber der Vorperiode beruhen – falls nichts anderes angegeben wird – auf saisonbereinigten Daten und sind auf ein Jahr hochgerechnet.

1

Geldpolitischer Entscheid vom 19. März 2020

Nationalbank führt ihre expansive Geldpolitik fort, erhöht den Negativzins-Freibetrag der Banken und prüft zusätzliche Massnahmen

Das Coronavirus stellt Gesellschaft und Wirtschaft in der Schweiz vor aussergewöhnlich grosse Herausforderungen. Die Unsicherheit ist global erheblich angestiegen, und die Aussichten sowohl für die Weltwirtschaft als auch für die Schweiz haben sich markant eingetrübt. Der Franken ist nochmals höher bewertet, und die globalen Finanzmärkte sind unter starkem Druck.

In dieser ausserordentlichen Situation ist die expansive Geldpolitik der Nationalbank (SNB) für die Gewährleistung angemessener monetärer Bedingungen in der Schweiz nötiger denn je. Die SNB belässt den SNB-Leitzins und den Zins auf Sichtguthaben bei der SNB unverändert bei $-0,75\%$. Sie interveniert verstärkt am Devisenmarkt, um zur Stabilisierung der Lage beizutragen. Dabei betrachtet sie die gesamte Währungssituation. Negativzins und Interventionen sind notwendig, um die Attraktivität von Anlagen in Franken zu reduzieren und wirken so dem Aufwertungsdruck entgegen.

Die SNB arbeitet zudem eng mit dem Bundesrat zusammen mit dem Ziel, die Wirtschaft bestmöglich zu unterstützen.

Das Schweizer Finanzsystem ist mit ausreichend Liquidität ausgestattet. Die SNB wird bei Bedarf zusätzliche Massnahmen zur Sicherung der Liquidität treffen. Sie stellt aus-

serdem im Rahmen der erweiterten Swapabkommen mit anderen Zentralbanken Liquidität insbesondere in US-Dollar zur Verfügung.

Die Handlungsweise der Banken spielt für die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz speziell über die nächste Zeit eine zentrale Rolle. Um die Banken in dieser Rolle zu stärken, erhöht die SNB per 1. April 2020 den Freibetrag, was die Negativzinsbelastung für das Bankensystem reduziert. Der sogenannte Freibetragsfaktor steigt von 25 auf 30.

Die Banken haben über die letzten Jahre substanzielle Kapital- und Liquiditätspuffer aufgebaut. Sie sind somit auch für schwierige gesamtwirtschaftliche Situationen gewappnet. Um den Spielraum der Banken zusätzlich zu vergrössern, prüft die SNB, ob der antizyklische Kapitalpuffer trotz der Risiken am Hypothekar- und Immobilienmarkt gelockert werden kann.

In der gegenwärtigen Situation ist die Einschätzung der wirtschaftlichen Aussichten äusserst schwierig, und die Prognosen unterliegen einer unüblich grossen Unsicherheit. Dies gilt sowohl für das Wachstum als auch für die Inflation.

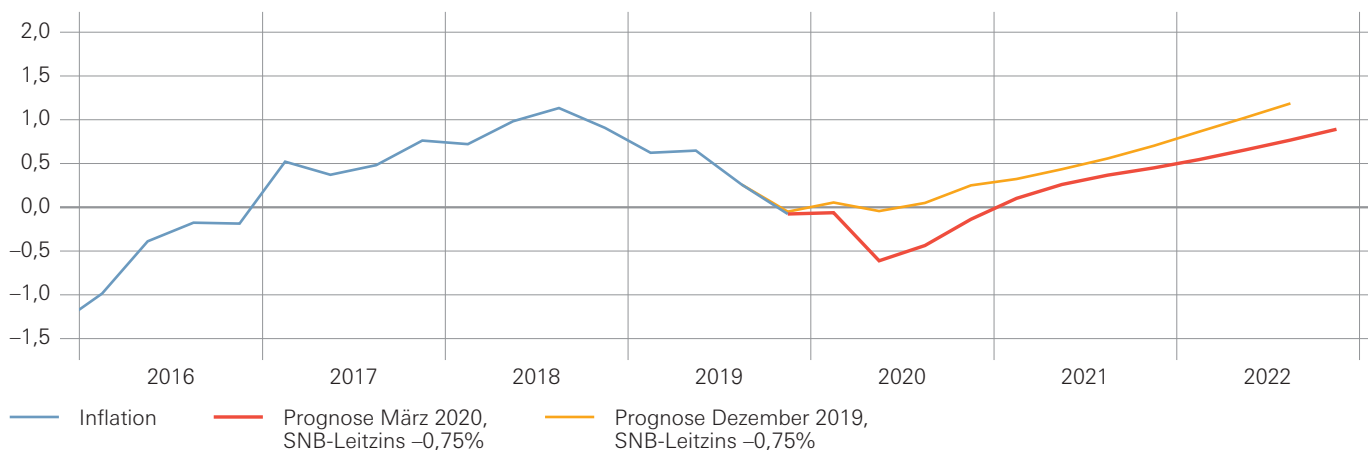
Die neue bedingte Inflationsprognose liegt tiefer als im Dezember (Grafik 1.1). Der Hauptgrund dafür sind tiefere Erdölpreise, deutlich schwächere Wachstumsaussichten und der stärkere Franken. Für das laufende Jahr liegt die Prognose im leicht negativen Bereich ($-0,3\%$). Für 2021 dürfte die Inflationsrate leicht positiv ausfallen ($0,3\%$) und dann 2022 auf $0,7\%$ steigen (Tabelle 1.1). Die bedingte Inflationsprognose beruht auf der Annahme, dass der SNB-Leitzins über den gesamten Prognosezeitraum bei $-0,75\%$ bleibt.

Die Perspektiven für die Weltwirtschaft haben sich innerhalb der letzten Wochen abrupt geändert. Zum Jahreswechsel deuteten zunächst verschiedene Umfragen auf eine Aufhellung der globalen Konjunktur hin. Die Entschärfung der internationalen Handelsspannungen liess

Grafik 1.1

BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2020

Veränderung des Landesindexes der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent



Quellen: BFS, SNB

eine allmähliche Belebung der globalen Wirtschaftstätigkeit in den kommenden Monaten erwarten. Die globale Verbreitung des Coronavirus und die zur Eindämmung der Pandemie notwendigen Massnahmen haben jedoch diese positive Entwicklung gebrochen und werden wesentliche wirtschaftliche Einbussen zur Folge haben.

In China ging die Wirtschaftsaktivität in weiten Teilen des Landes schon ab Januar stark zurück. Seit Mitte Februar breitet sich das Virus weltweit rasant aus, insbesondere auch bei den für die Schweiz wichtigen Handelspartnern in Europa und Amerika. Die Einschränkungen in der Mobilität der Bevölkerung, Unterbrüche in der Produktion, die Störungen in den Lieferketten sowie der gehemmte Konsum der Haushalte werden in allen betroffenen Ländern die Wirtschaftsaktivität stark belasten.

In diesem Umfeld sind die weltwirtschaftlichen Aussichten äusserst unsicher. In der ersten Jahreshälfte ist mit ausgeprägten wirtschaftlichen Einbussen zu rechnen. Wie

rasch sich die Weltwirtschaft danach erholen wird, hängt entscheidend von der kombinierten Wirkung der gesundheits-, fiskal- und geldpolitischen Massnahmen ab.

Mit der Ausbreitung des Coronavirus haben sich auch in der Schweiz die kurzfristigen Aussichten stark eingetrübt. Im Dezember hatte die SNB noch mit einem Wachstum zwischen 1,5% und 2% für das Jahr 2020 gerechnet. Der Einbruch der internationalen Konjunktur sowie die Massnahmen zur Eindämmung des Virus werden jedoch auch in der Schweiz zu einem starken Rückgang der Wirtschaftsaktivität in der ersten Jahreshälfte führen. Sobald die nationalen und internationalen Eindämmungsmassnahmen aufgehoben werden können, dürfte die Wirtschaftsaktivität zwar allmählich zur Normalität zurückkehren. Selbst unter dieser Annahme dürfte das BIP-Wachstum über das ganze Jahr gesehen aber negativ ausfallen. Die Normalisierung der Lage ab der zweiten Jahreshälfte könnte daraufhin in einem stark positiven Wachstum im Jahr 2021 zum Ausdruck kommen.

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 zur Umsetzung ihrer Geldpolitik den SNB-Leitzins fest. Sie strebt an, die besicherten kurzfristigen Geldmarktzinssätze in Franken nahe am SNB-Leitzins zu halten.

Tabelle 1.1

BEOBSACHTETE INFLATION MÄRZ 2020

	2016				2017				2018				2019				2017	2018	2019
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.			
Inflation	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,5	0,9	0,4

Quelle: BFS

BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2020

	2019				2020				2021				2022				2020	2021	2022	
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.				
Prognose Dezember 2019, SNB-Leitzins -0,75%					-0,1	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	0,1	0,5		
Prognose März 2020, SNB-Leitzins -0,75%					-0,1	-0,6	-0,4	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9	-0,3	0,3	0,7	

Quelle: SNB

2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die Perspektiven für die Weltwirtschaft haben sich innerhalb der letzten Wochen abrupt geändert. Zum Jahreswechsel deuteten zunächst verschiedene Umfragen auf eine Aufhellung der globalen Konjunktur hin. Die Entschärfung der internationalen Handelsspannungen liess eine allmähliche Belebung der globalen Wirtschaftstätigkeit in den kommenden Monaten erwarten.

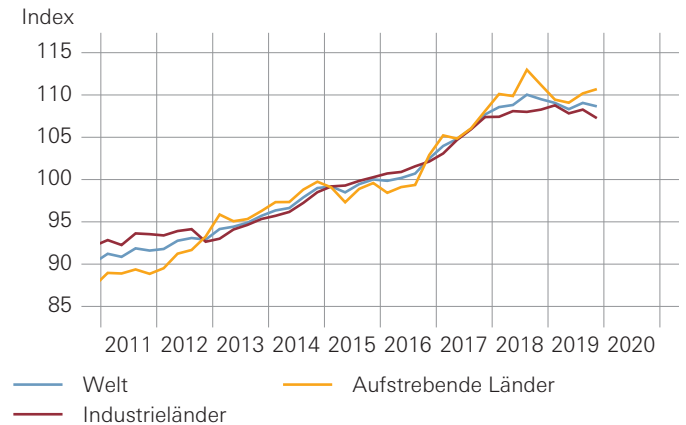
Die globale Verbreitung des Coronavirus und die zur Eindämmung der Pandemie notwendigen Massnahmen haben jedoch diese positive Entwicklung gebrochen und werden wesentliche wirtschaftliche Einbussen zur Folge haben. In China ging die Wirtschaftsaktivität in weiten Teilen des Landes schon ab Januar stark zurück. Seit Mitte Februar breitet sich das Virus weltweit rasant aus, insbesondere auch bei den für die Schweiz wichtigen Handelspartnern in Europa und Amerika. Die Einschränkungen in der Mobilität der Bevölkerung, Unterbrüche in der Produktion, die Störungen in den Lieferketten sowie der gehemmte Konsum der Haushalte werden in allen betroffenen Ländern die Wirtschaftstätigkeit stark belasten.

In diesem Umfeld sind die weltwirtschaftlichen Aussichten äusserst unsicher. In der ersten Jahreshälfte ist mit ausgeprägten wirtschaftlichen Einbussen zu rechnen. Wie rasch sich die Weltwirtschaft danach erholen wird, hängt entscheidend von der kombinierten Wirkung der gesundheits-, fiskal- und geldpolitischen Massnahmen ab.

Grafik 2.1

GLOBALER WARENHANDEL

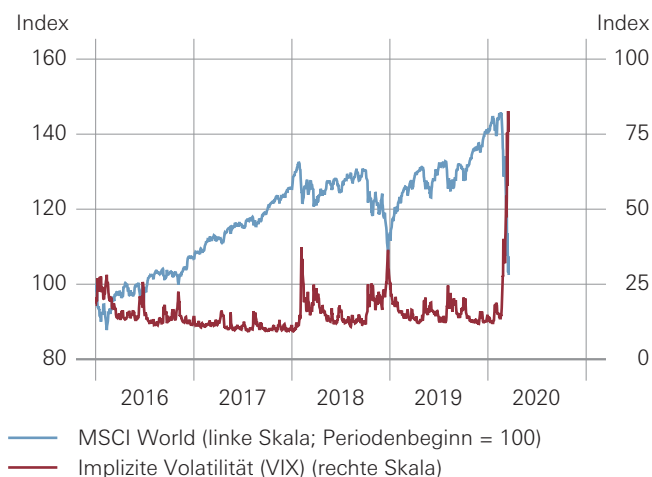
Durchschnitt des abgebildeten Zeitraums = 100



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

Grafik 2.2

AKTIENMÄRKTE



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.3

INTERNATIONALE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere

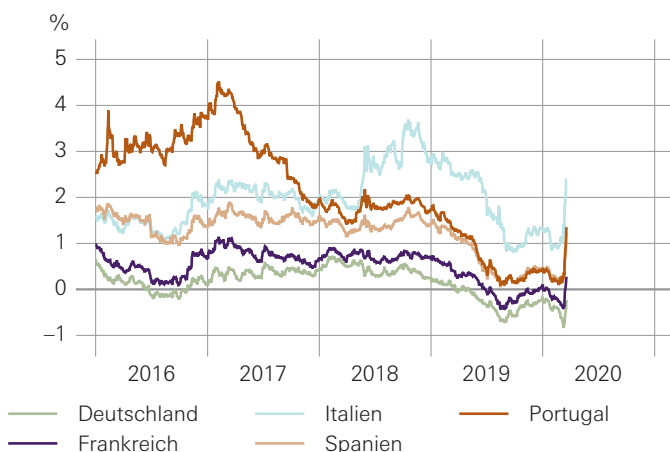


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.4

EUROPÄISCHE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Reuters Datastream

INTERNATIONALE FINANZ- UND ROHWARENMÄRKTE

Die Entwicklungen an den Finanzmärkten seit Mitte Dezember waren zunächst von der Handelsvereinbarung zwischen den USA und China («Phase-Eins-Vereinbarung») geprägt, welche die Stimmung an den Märkten zu Jahresbeginn vorübergehend stützte. Danach dominierten jedoch die wachsenden Sorgen rund um das Coronavirus. Die Stimmung verschlechterte sich erstmals mit der Nachricht des Virusausbruchs in China Mitte Januar und brach schliesslich ein, als sich das Virus weltweit auszu-breiten begann. Die aus Optionspreisen abgeleitete erwartete Volatilität von US-Aktien (VIX) stieg sprunghaft und erreichte Werte, die letztmals während der Finanzkrise 2008 beobachtet worden waren (Grafik 2.2). In diesem Umfeld weiteten sich auch die Risikoprämien auf Unternehmensanleihen aus.

Die Aktienpreise fielen weltweit abrupt. Seit dem 21. Februar erlitten die wichtigsten Aktienindizes tage-weise Verluste im zweistelligen Prozentbereich. Der globale Aktienpreisindex MSCI World notierte zuletzt auf dem Niveau von Anfang 2017. Mit der drastischen Ein-trübung der globalen Wirtschaftsaussichten reagierten auch die Kapitalmarktzinsen deutlich. Die Renditen zehn-jähriger Staatsanleihen bildeten sich zwischen Mitte Januar und Anfang März um rund einen halben Prozent-punkt zurück; zuletzt stiegen sie in verschiedenen Ländern aber wieder abrupt an (Grafiken 2.3 und 2.4). In den USA gingen die Renditen zunächst besonders stark zurück und erreichten vorübergehend einen historischen Tiefststand. In einigen Mitgliedsländern der Eurozone, so zum Beispiel in Italien und Spanien, wo sich das Coronavirus rasch aus-breitete und die Staatsfinanzen fragil sind, weiteten sich die Renditedifferenzen zu deutschen Staatsanleihen aus.

Der japanische Yen und der Schweizer Franken werteten sich ab Ende Februar spürbar auf. Auch der Euro und der US-Dollar notierten auf handelsgewichteter Basis etwas stärker, während das britische Pfund an Wert verlor (Grafik 2.5).

Der Erdölpreis ging stark zurück. Er liess zunächst nach, als sich der Wachstumsausblick für die Weltwirtschaft mit dem vorübergehenden Stillstand der Aktivität in weiten Teilen Chinas und schliesslich mit der globalen Ausbrei-tung des Virus eintrübte. Im März ging er weiter stark zurück, als sich die OPEC und weitere erdölproduzierende Länder nicht darauf einigen konnten, ihre Produktions-beschränkungen fortzuführen. Mitte März lag der Erdöl-preis bei 26 US-Dollar, verglichen mit 65 US-Dollar drei Monate zuvor. Die Preise für Industriemetalle fielen angesichts der gedämpften Wachstumsaussichten eben-falls deutlich (Grafik 2.6).

USA

Vor der Ausbreitung des Coronavirus befand sich die US-Wirtschaft in einer robusten Verfassung. Im vierten Quartal wuchs das BIP mit 2,1% weiterhin im Rahmen des Potenzials (Grafik 2.7). Der private Konsum verlangsamte sich zwar, blieb aber die Hauptstütze des Wachstums. Dagegen gingen die Geschäftsinvestitionen weiter zurück. Der Beschäftigungsaufbau blieb in den letzten Monaten solide. Da die Erwerbsquote leicht zunahm, verharrte die Arbeitslosenquote im Februar bei 3,5% (Grafik 2.10).

Gemäss den monatlichen Indikatoren setzte sich die solide Konjunkturdynamik zu Jahresbeginn zunächst fort. Mit der raschen Ausbreitung des Coronavirus hat sich der kurzfristige Konjunkturausblick aber stark eingetrübt. Mitte März ergriffen die US-Regierung und einzelne Bundesstaaten Massnahmen zur Eindämmung des Virus. Dazu zählen eine einmonatige Sperre für Einreisen aus Europa sowie in einigen Bundesstaaten die Schliessung von Restaurants und Schulen sowie partielle Ausgangssperren. Um den negativen Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit entgegenzuwirken, verabschiedete die Regierung ein Hilfspaket. Dieses enthält bezahlte Krankheitstage für Arbeitnehmer, einen Ausbau der Arbeitslosenleistungen sowie bezahlte Coronavirus-Tests. Insgesamt ist in der ersten Jahreshälfte mit einem spürbaren Rückgang der Wirtschaftstätigkeit zu rechnen.

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteuering erhöhte sich im Zuge einer steigenden Energiepreisteuerung im Februar auf 2,3% (Grafik 2.11). Die Kernteuerung blieb jedoch stabil (2,4%) (Grafik 2.12). Die am Konsumdeflator gemessene Teuerung erholte sich in den letzten Monaten, lag aber mit 1,7% im Januar weiterhin unter dem Zielwert der Federal Reserve (Fed).

Wegen der Ausbreitung des Coronavirus und der damit verbundenen Risiken für die US-Wirtschaft senkte die Fed ihr Zielband für den Leitzins Anfang März ausserplanmässig um einen halben Prozentpunkt auf 1,0%–1,25% und Mitte März weiter um einen ganzen Prozentpunkt auf 0,0%–0,25% (Grafik 2.13). Zudem plant sie in den kommenden Monaten Staatsanleihen und Hypothekenanleihen im Wert von insgesamt 700 Milliarden US-Dollar kaufen. Mit diesen Massnahmen will die Fed zum einen einer Straffung der Finanzierungsbedingungen entgegenwirken und zum anderen sicherstellen, dass die Finanzmärkte reibungslos funktionieren. Die Leitzinsspanne soll so lange auf dem neuen Niveau bleiben, bis die Wirtschaft die jüngsten Entwicklungen überstanden hat und wieder auf Kurs ist.

Grafik 2.5

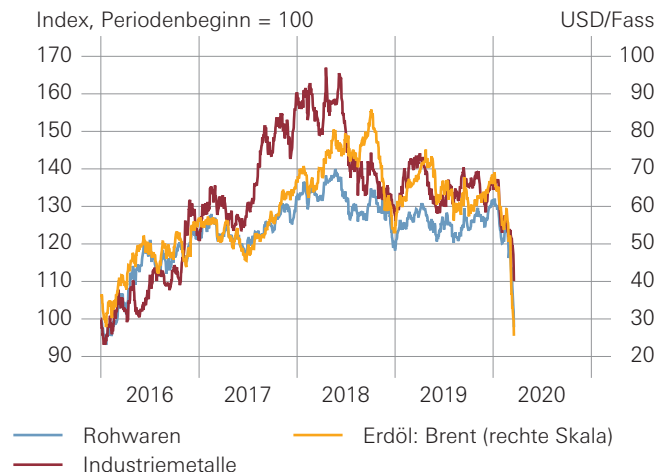
WECHSELKURSE

Handelsgewichtet



Grafik 2.6

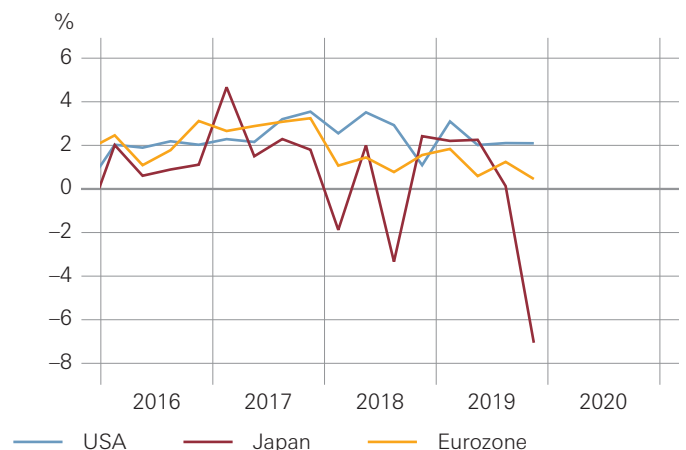
ROHWARENPREISE



Grafik 2.7

REALES BIP: INDUSTRIELÄNDER

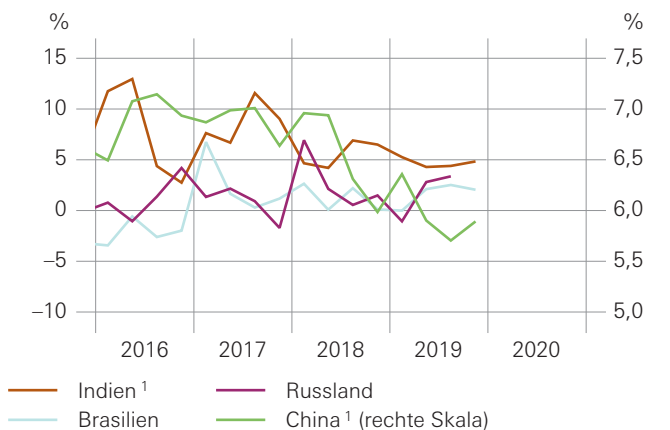
Veränderung gegenüber Vorperiode



Grafik 2.8

REALES BIP: AUFSTREBENDE LÄNDER

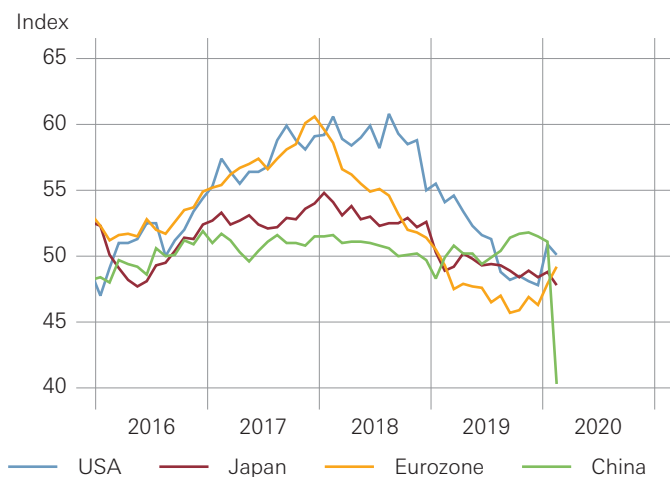
Veränderung gegenüber Vorperiode



1 Saisonbereinigung: SNB.
Quellen: CEIC, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.9

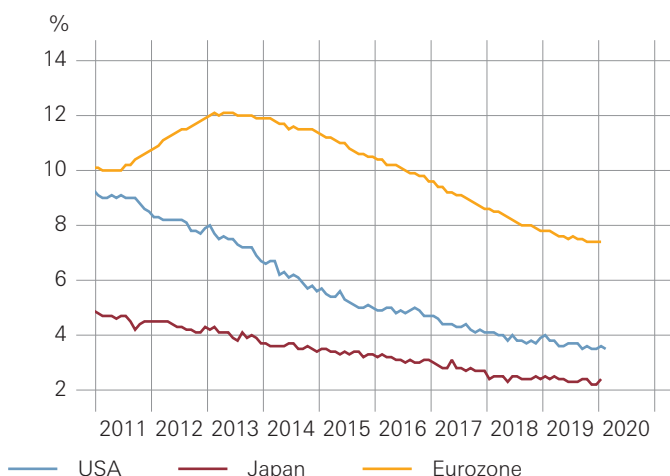
EINKAUFSMANAGER-INDIZES INDUSTRIE



Quellen: Institute for Supply Management (ISM), Markit Economics Limited

Grafik 2.10

ARBEITSLÖSENQUOTEN



Quelle: Thomson Reuters Datastream

EUROZONE

In der Eurozone wuchs das BIP im vierten Quartal 2019 lediglich um 0,5%, nach 1,2% im Vorquartal (Grafik 2.7). Die Aktivität im Dienstleistungssektor stützte zwar das Wachstum, doch ging die Industrieaktivität weiter zurück. Für 2019 resultierte ein BIP-Wachstum von 1,2%, was dem tiefsten Wert seit Ende der Staatsschuldenkrise im Jahr 2013 entspricht. Trotz der schwachen Entwicklung legte die Beschäftigung im vierten Quartal leicht zu, und die Arbeitslosenquote verharrte mit 7,4% im Januar auf dem tiefsten Stand seit mehr als zehn Jahren (Grafik 2.10).

Das Coronavirus breitet sich in Europa gestaffelt aus. Italien war ab der zweiten Februarhälfte stark davon betroffen. Entsprechend führte die italienische Regierung zunehmend restriktive Massnahmen ein, um die Ausbreitung des Virus einzudämmen. Dazu zählen die Schliessung von Restaurants, Geschäften und Schulen sowie partielle Ausgangssperren. Im Laufe des März ergriffen die meisten europäischen Länder ähnliche Massnahmen wie Italien. Ausserdem wurde der Personengrenzverkehr zwischen den Ländern stark eingeschränkt. Dank all dieser Massnahmen soll sich das Virus langsamer ausbreiten und verhindert werden, dass das Gesundheitswesen mit der steigenden Anzahl von Patienten überfordert wird. Diese Schutzmassnahmen bremsen jedoch die Wirtschaftstätigkeit stark. Deshalb beschlossen viele Länder sodann auch Stützungsmaßnahmen, die insbesondere Unternehmen vor Liquiditätsengpässen und Haushalte vor Einkommensverlusten bewahren sollen.

Insgesamt ist in der ersten Jahreshälfte mit einem deutlichen Rückgang der Wirtschaftsleistung zu rechnen. Wenn die ergriffenen Massnahmen gegen die Ausbreitung des Virus erfolgreich sind und sich die Lage für die Haushalte und Unternehmen normalisiert, dürfte es in der zweiten Jahreshälfte zu einer sichtbaren Wiederbelebung kommen.

Die Konsumentenpreis-inflation in der Eurozone zog in den vergangenen Monaten leicht an und betrug im Februar 1,2%, während die Kernteuerung nahezu unverändert bei 1,2% lag (Grafiken 2.11 und 2.12).

Die EZB beschloss im März eine Reihe von Massnahmen. Im Rahmen ihres Wertschriftenkaufprogramms plant die EZB, neben ihrem monatlichen Erwerb in Höhe von 20 Mrd. Euro bis Ende Jahr zusätzlich Wertschriften in Höhe von insgesamt 870 Mrd. Euro zu erwerben. Sie ist bereit, den Umfang ihrer Wertschriftenkäufe bei Bedarf auszuweiten. Mit vorübergehenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäften will sie die Banken mit ausreichend Liquidität versorgen. Zudem lockerte sie die Bedingungen für längerfristige Sonderkredite (TLTRO), um die Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu fördern. Die EZB belies die Leitzinsen unverändert; diese will sie so lange auf ihrem aktuellen oder einem tieferen Niveau belassen, bis sich die Teuerungsdynamik genügend festigt.

JAPAN

In Japan schrumpfte das BIP im vierten Quartal um 7,1%, nach einer soliden Entwicklung in den Vorquartalen (Grafik 2.7). Der starke Rückgang ist hauptsächlich auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer sowie auf die schweren Taifune in der Region zurückzuführen. Trotz fiskalischer Ausgleichsmassnahmen ging der private Konsum stark zurück. Auch die Exporte und die Investitionen liessen nach. Für 2019 resultierte mit 0,7% indes ein BIP-Wachstum im Rahmen des Potenzials. Die Zahl der Beschäftigten nahm in den letzten Monaten tendenziell weiter zu, und die Arbeitslosenquote verharrte mit 2,4% im Januar auf einem historisch tiefen Stand.

Im Dezember hatte die Regierung umfangreiche Konjunkturmassnahmen beschlossen, die dazu beitragen sollten, die Auswirkungen der Mehrwertsteuererhöhung aufzufangen. In der kurzen Frist werden jedoch die negativen Auswirkungen des Coronavirus alle anderen Faktoren überlagern. Deshalb schnürte die Regierung im Februar und März erste finanzielle Hilfspakete für die privaten Haushalte und kleinere Unternehmen und plant weitere Stützungsmaßnahmen.

Die Konsumentenpreisinflation erhöhte sich in den letzten Monaten leicht und betrug im Februar 0,4%, während die Kernteuerung wenig verändert bei 0,2% lag (Grafiken 2.12 und 2.13). Die Teuerung dürfte infolge des Regierungsprogramms für kostenfreie Ausbildung kurzfristig gedämpft bleiben. Die aus den Unternehmensumfragen ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen tendierten seitwärts, weiterhin deutlich unterhalb des Inflationsziels der japanischen Zentralbank von 2%.

Im Zusammenhang mit dem Coronavirus beschloss die Bank of Japan Mitte März Massnahmen, um die Kreditvergabe der Banken an KMUs zu erleichtern. Zudem beschloss sie, mehr Unternehmensanleihen und handelbare Fondsanteile (ETFs) zu kaufen. Die Leitzinsen belass sie unverändert. Die Bank of Japan ist bereit, bei Bedarf weitere Lockerungsmassnahmen zu ergreifen.

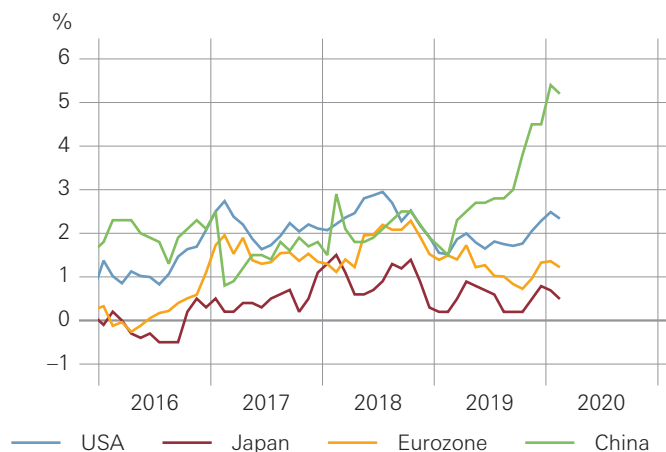
CHINA

Chinas BIP wuchs im vierten Quartal noch um 5,9% (Grafik 2.8). Die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten waren zum Jahresende ungefähr normal ausgelastet. Im Gesamtjahr wuchs das BIP mit 6,1% etwas langsamer als im Vorjahr, was hauptsächlich auf eine schwächere Industrieproduktion zurückzuführen war.

Grafik 2.11

KONSUMENTENPREISE

Veränderung gegenüber Vorjahr

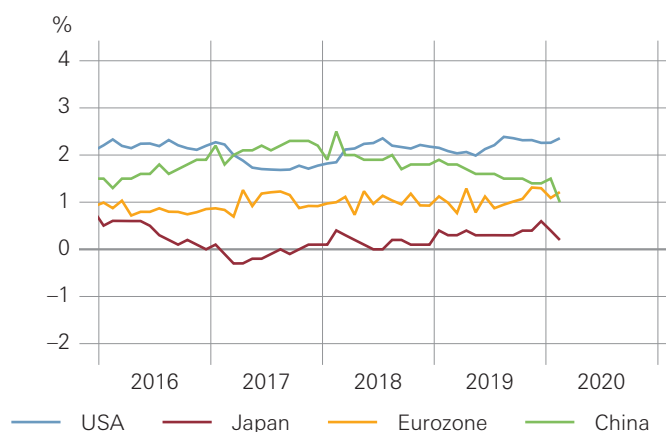


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.12

KERNINFLATION¹

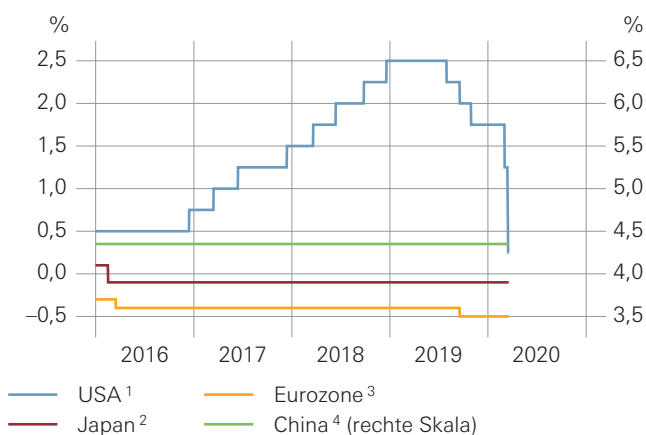
Veränderung gegenüber Vorjahr



¹ Ohne Nahrungsmittel und Energie.
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.13

OFFIZIELLE ZINSSÄTZE

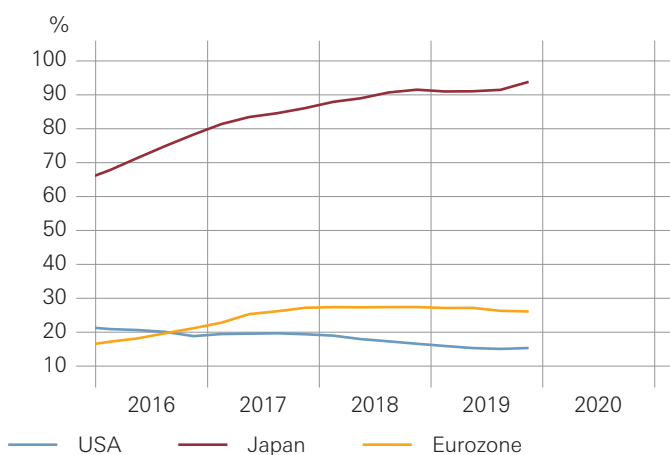


1 Federal Funds Rate (Obergrenze des Zielbands). 3 Zinssatz der Einlagefazilität.
 2 Tagesgeldzielsatz. 4 Einjähriger Ausleihsatz.
 Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.14

MONETÄRE BASIS

Relativ zum BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Positive Nachrichten kamen in Bezug auf die handelspolitischen Spannungen mit den USA. Mit einer im Januar unterzeichneten Handelsvereinbarung («Phase-Eins-Vereinbarung») wurden US-Zölle auf chinesische Waren leicht reduziert. Im Gegenzug sollen Waren- und Dienstleistungsimporte Chinas aus den USA erhöht werden. Die Vereinbarung betrifft auch den Schutz des geistigen Eigentums und den Technologietransfer.

Wegen der Ausbreitung des Coronavirus führte die Regierung schon im Januar umfassende Quarantänemassnahmen ein. Nach einer Spitze Anfang Februar ging die Zahl der Neuerkrankungen dank der Quarantänemassnahmen allmählich zurück. In den Indikatoren zeichnet sich infolgedessen für das erste Quartal ein sehr starker Rückgang der Produktion ab. Ab der zweiten Februarhälfte gab es Anzeichen für eine allmähliche Belebung der Wirtschaftstätigkeit.

Von der Geld- und Fiskalpolitik dürften stimulierende Impulse auf die Konjunktur ausgehen. Bereits im Jahr 2019 senkte die Regierung die Steuern für Unternehmen und Privatpersonen; nach dem Ausbruch des Virus entlastete sie die Unternehmen vorübergehend von diversen Abgaben und Steuern. Zudem stellte die chinesische Zentralbank den Geschäftsbanken in den vergangenen Monaten, jüngst auch wegen des Coronavirus, zusätzliche Liquidität zur Verfügung, was zu einem Rückgang der Geldmarktzinsen führte.

Die Konsumentenpreisinflation stieg weiter und lag im Februar bei 5,2% (Grafik 2.11). Grund dafür waren steigende Preise für Nahrungsmittel, insbesondere Schweinefleisch, infolge einer Schweinegrippe. Die Kerninflation sank auf 1,0% (Grafik 2.12).

BRASILIEN, INDIEN UND RUSSLAND

In Brasilien blieb das Wachstum im vierten Quartal solide, getrieben v.a. durch einen stärkeren Konsum und eine leichte Exporterholung. In Indien verharrete das BIP-Wachstum wegen der Bankenprobleme unter Potenzial; die zurückhaltende Kreditvergabe der Banken belastete weiterhin die Investitionen und den privaten Konsum. Die russische Wirtschaft dürfte infolge einer schwachen Exportentwicklung nahezu stagniert haben.

Die Konjunktur in den drei Volkswirtschaften wird kurzfristig unter einer geringeren Auslandnachfrage leiden. Brasiliens Wirtschaft dürfte von der expansiven Geldpolitik und den Wirtschaftsreformen profitieren. Auch in Indien dürfte eine expansive Wirtschaftspolitik die Wirtschaft stützen, nachdem die Leitzinsen und die Unternehmenssteuern im vergangenen Jahr deutlich gesenkt wurden. Russland wird in der kurzen Frist unter dem deutlich tieferen Erdölpreis leiden. Im Allgemeinen dürften die globalen Einbussen bei der Wirtschaftstätigkeit auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften deutliche Spuren hinterlassen.

3

Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

Die Schweizer Wirtschaft setzte im vierten Quartal ihr moderates Wachstum fort. Gemäss erster Schätzung wuchs das BIP um 1,3%. Für 2019 ergeben die provisorischen Zahlen ein BIP-Wachstum von 0,9%, nach 2,8% im Vorjahr. Diese Wachstumsverlangsamung wird allerdings wegen des Ausbleibens internationaler Sportgrosanlässe überzeichnet.

Zu Beginn des neuen Jahres entwickelte sich die Konjunktur zunächst günstig. Die meisten Indikatoren und Stimmungsumfragen deuteten auf eine graduelle Wachstumsbelebung hin. Auch die Lage am Arbeitsmarkt blieb positiv.

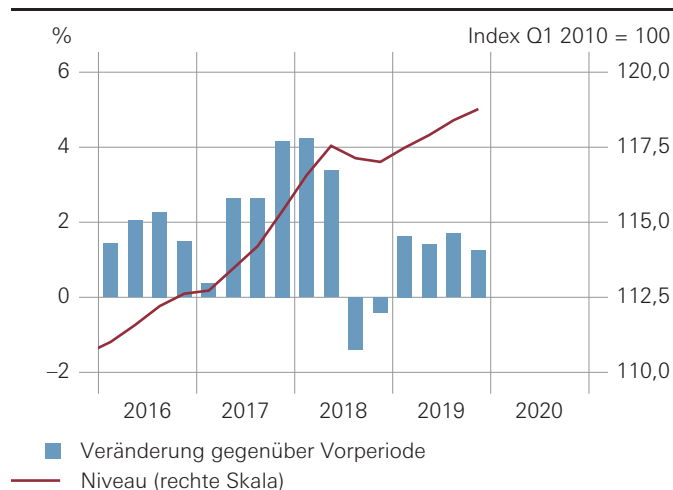
Mit der globalen Ausbreitung des Coronavirus haben sich die kurzfristigen Aussichten aber auch für die Schweiz stark eingetrübt. Im Dezember hatte die Nationalbank noch mit einem Wachstum zwischen 1,5% und 2% für das Jahr 2020 gerechnet. Der Einbruch der internationalen Konjunktur sowie die Massnahmen zur Eindämmung des Virus werden jedoch zu einem starken Rückgang der Wirtschaftsaktivität in der ersten Jahreshälfte führen. Sobald die nationalen und internationalen Eindämmungsmassnahmen aufgehoben werden können, dürfte die Wirtschaftstätigkeit zwar allmählich zur Normalität zurückkehren. Selbst unter dieser Annahme dürfte das BIP-Wachstum über das ganze Jahr gesehen aber negativ ausfallen. Die Normalisierung der Lage ab der zweiten Jahreshälfte könnte daraufhin in einem stark positiven Wachstum im Jahr 2021 zum Ausdruck kommen.

PRODUKTION UND NACHFRAGE

Zur Beurteilung der Wirtschaftslage berücksichtigt die Nationalbank eine breite Palette an Informationen. Wie erwartet fiel das BIP-Wachstum im vierten Quartal moderat aus. Eine breitere Analyse der Konjunkturindikatoren zeigt, dass die Dynamik gegen Jahresende etwas zunahm und auch zu Jahresbeginn positiv blieb. Ab März änderte sich die Lage dramatisch. Mit der raschen Verbreitung des Coronavirus, der Verschärfung von Eindämmungsmassnahmen gegen das Virus und der wachsenden Unsicherheit hat der Druck auf die Schweizer Unternehmen massiv zugenommen. In den Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte, die in der zweiten Märzwoche durchgeführt wurden, kamen die zunehmenden Sorgen klar zum Ausdruck.

Grafik 3.1

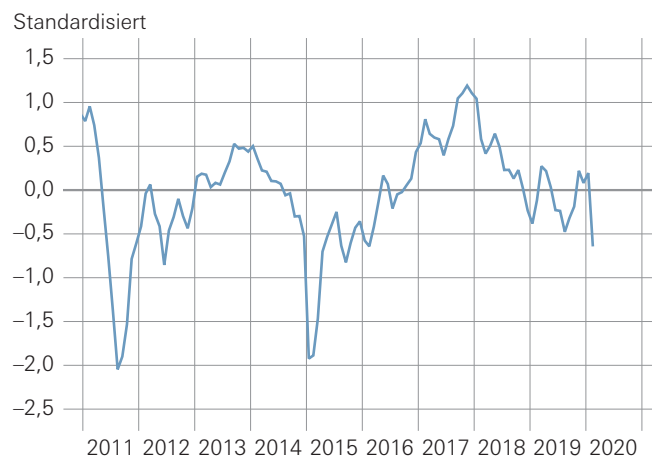
REALES BIP



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO)

Grafik 3.2

SNB BUSINESS CYCLE INDEX



Quelle: SNB

Grafik 3.3

PMI INDUSTRIE UND KOF KONJUNKTURBAROMETER



Quellen: Credit Suisse, KOF/ETH

Moderate BIP-Entwicklung im vierten Quartal

Gemäss erster Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) nahm das BIP im vierten Quartal um 1,3% zu (Grafik 3.1). Haupttreiber waren die Dienstleistungen, allen voran die Gross- und Detailhandelsbranche, die zuletzt wieder etwas an Schwung gewann. Auch im Bau nahm die Wertschöpfung deutlich zu. Im verarbeitenden Gewerbe hingegen stagnierte die Wertschöpfung, nachdem sie in den Vorquartalen stark gestiegen war.

Im vierten Quartal wurde das Wachstum v.a. von der inländischen Endnachfrage gestützt. Am stärksten expandierten die Ausrüstungsinvestitionen. Der Aussenhandel verlor hingegen an Schwung; die Exporte stagnierten, während die Importe deutlich zurückgingen.

Mit der Schätzung für das vierte Quartal liegen auch erste provisorische Jahreszahlen für 2019 vor. Demnach wuchs das BIP im Jahresdurchschnitt um 0,9%, also deutlich weniger stark als im Vorjahr (2,8%). Die Wachstumsverlangsamung im Jahr 2019 wird allerdings wegen des Ausbleibens internationaler Sportgrossanlässe überzeichnet. Bereinigt um den Einfluss der Sportanlässe ging das Wachstum von 2,3% im Vorjahr auf 1,4% zurück. Das verarbeitende Gewerbe lieferte wie bereits im Vorjahr den grössten Wachstumsbeitrag.

Günstige Konjunkturindikatoren bis vor Ausbruch des Coronavirus

Die Betrachtung einer breiten Informationspalette zeigt, dass sich die Konjunktur Ende 2019 und zu Jahresbeginn 2020 wieder günstiger entwickelte, nachdem sie sich im Verlauf des letzten Jahres abgekühlt hatte. Dieses Bild vermittelt beispielsweise der SNB Business Cycle Index (SNB BCI), der eine umfassende Sicht der konjunkturellen Entwicklung bietet (Grafik 3.2). Der Index lag bis Januar nahe der Nulllinie, was einem durchschnittlichen Wachstum entspricht. Im Februar fiel der Index jedoch wieder deutlich unter die Nulllinie; der Rückgang war auf eine Eintrübung der Auslands- und Finanzmarktindikatoren infolge des Coronavirus zurückzuführen.

Die von den SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte geführten Unternehmensgespräche deuteten bis Anfang März auf eine solide Wachstumsdynamik hin (siehe Konjunktursignale ab Seite 28). Auch das KOF-Barometer und der PMI für die verarbeitende Industrie entwickelten sich positiv (Grafik 3.3). Allerdings spiegeln alle diese Indikatoren die Auswirkungen des Coronavirus in Europa noch nicht wider.

Kontakte mit Unternehmen aus verschiedenen Branchen in der zweiten Märzwoche deuten auf eine drastische Ver-

Tabelle 3.1

REALES BIP UND KOMPONENTEN

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode in Prozent, annualisiert

	2016	2017	2018	2019	2018				2019			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	1,4	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	0,2	1,0	1,4	1,4	0,8	1,5
Staatlicher Konsum	1,3	1,2	0,3	1,3	-1,4	0,4	-0,4	1,4	2,3	0,6	2,3	2,1
Anlageinvestitionen	2,5	3,4	1,1	0,6	3,9	-1,8	-5,2	-1,3	6,6	-1,8	0,8	6,7
Bau	-0,2	1,5	1,2	0,4	-1,2	2,9	-0,3	-0,8	1,8	-0,7	1,1	1,5
Ausrüstungen	4,3	4,6	1,1	0,8	7,0	-4,5	-8,0	-1,6	9,5	-2,4	0,7	9,9
Inländische Endnachfrage	1,7	1,8	0,9	0,9	1,5	0,1	-1,4	0,4	2,9	0,4	1,0	3,0
Lagerveränderung ¹	-1,4	0,0	0,6	-0,8	-5,4	5,7	-0,7	-10,5	2,6	0,9	2,0	-5,4
Exporte total ²	6,5	3,8	4,5	2,5	16,2	-6,2	-8,3	21,7	2,3	-1,8	1,3	-0,2
Waren ²	5,9	5,2	5,9	4,7	20,6	-5,9	-13,0	40,6	-0,3	1,9	2,6	-1,8
Waren ohne Transithandel ²	5,8	5,8	4,4	4,6	6,2	3,9	-11,6	31,1	2,2	1,0	4,0	-5,8
Dienstleistungen	7,6	1,1	1,6	-1,9	8,0	-6,9	1,7	-9,2	8,0	-9,2	-1,4	3,4
Importe total ²	4,4	4,4	2,4	1,3	1,5	-2,3	-11,6	4,9	11,1	-2,6	4,5	-9,3
Waren ²	3,8	5,2	6,2	1,7	6,9	0,1	-14,0	6,5	16,1	-6,7	5,2	-10,4
Dienstleistungen	5,5	2,8	-4,3	0,6	-8,0	-7,0	-6,4	1,8	1,6	6,3	2,9	-6,9
Aussenbeitrag ³	1,6	0,2	1,4	0,8	8,3	-2,5	0,5	9,7	-3,5	0,1	-1,2	4,0
BIP	1,7	1,8	2,8	0,9	4,2	3,4	-1,4	-0,4	1,6	1,4	1,7	1,3

1 Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten (inkl. statistischer Diskrepanz).

2 Ohne Wertsachen (nicht-monetäres Gold und andere Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten).

3 Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten.

Quelle: SECO

schlechterung des Geschäftsgangs innert kurzer Zeit hin. Markant ist der Umsatzeinbruch im Tourismus, im Gastgewerbe, in Institutionen der Unterhaltungs- und Freizeitindustrie, in der Uhrenindustrie und im stationären Non-food-Detailhandel. Andere Branchen rechneten aufgrund von indirekten Effekten und weiteren Massnahmen der Behörden mit einer Verschlechterung ihres Geschäftsgangs.

ARBEITSMARKT

Bis zum Ausbruch des Coronavirus in der Schweiz blieb die Lage am Arbeitsmarkt günstig. Die Arbeitslosigkeit verharrte auf tiefem Niveau, und die Beschäftigung nahm weiter zu. Gemäss SECO nehmen die Anträge auf Kurzarbeit seit Anfang März rasant zu.

Stabile Arbeitslosigkeit

Die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen veränderte sich in den letzten Monaten nur wenig. Ende Februar waren unter Ausschluss saisonaler Schwankungen rund 106 000 Personen als arbeitslos gemeldet. Die vom SECO berechnete saisonbereinigte Arbeitslosenquote betrug Ende Februar 2,3% (Grafik 3.4).

Zusätzlich ermittelt das Bundesamt für Statistik (BFS) eine Erwerbslosenquote gemäss Definition der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO). Die Datengrundlage hierfür bildet die vierteljährliche Haushaltsbefragung der Schweizerischen Arbeitskräfteerhebung (SAKE). Bei dieser Befragung werden auch arbeitssuchende Personen erfasst, die nicht oder nicht mehr bei einem RAV als arbeitslos registriert sind. Die vom BFS gemäss ILO-Definition berechnete Erwerbslosenquote liegt daher über der Arbeitslosenquote des SECO. Die Erwerbslosenquote sank saisonbereinigt von 4,3% im dritten Quartal auf 4,1% im vierten Quartal.

Durchschnittliches Beschäftigungswachstum im vierten Quartal

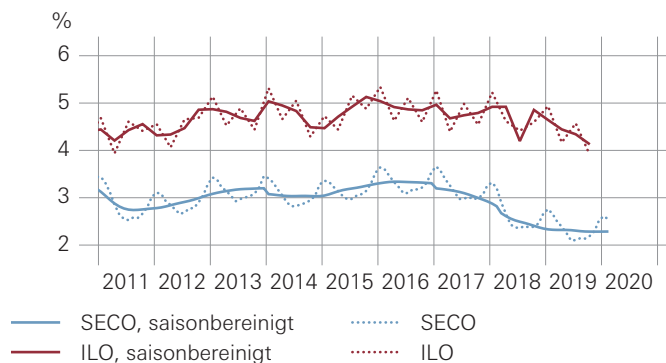
Gemäss Erwerbstatistik (ETS) stieg die saisonbereinigte Zahl der Erwerbstatigen im vierten Quartal moderat. Mit 0,7% lag das Wachstum unter dem langjährigen Durchschnitt von 1,1% (Grafik 3.5). Die ETS misst die Erwerbstatigkeit bei den Haushalten und beruht hauptsächlich auf der SAKE.

Die Beschäftigungsstatistik (BESTA) hingegen misst die Beschäftigung bei den Firmen und resultiert aus einer Unternehmensumfrage. Gemäss BESTA wuchs die Anzahl vollzeitäquivalenter Stellen im vierten Quartal durchschnittlich. Die Beschäftigung stieg sowohl in den Dienstleistungsbranchen als auch im Baugewerbe. In der verarbeitenden Industrie hingegen nahm die Beschäftigung marginal ab (Grafik 3.6).

Anekdotischer Evidenz zufolge wurden in den letzten Wochen deutlich mehr Anträge auf Kurzarbeit gestellt. Es ist damit zu rechnen, dass die Kurzarbeit in den nächsten

Grafik 3.4

ARBEITSLÖSENQUOTE



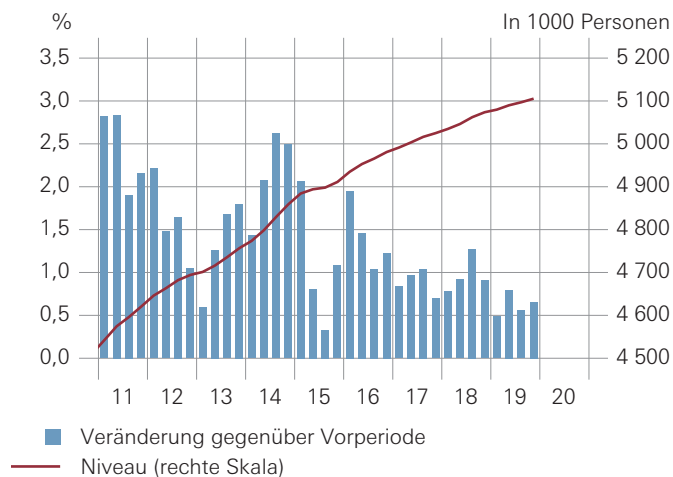
SECO: Bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose in % der Erwerbspersonen. Die Anzahl Erwerbspersonen basiert auf den Volkszählungen 2000, 2010 und den 3-Jahres-Durchschnitten der Strukturerhebungen 2012 bis 2014 und 2015 bis 2017.

ILO: Erwerbslosenquote nach Definition der International Labour Organization.

Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), SECO

Grafik 3.5

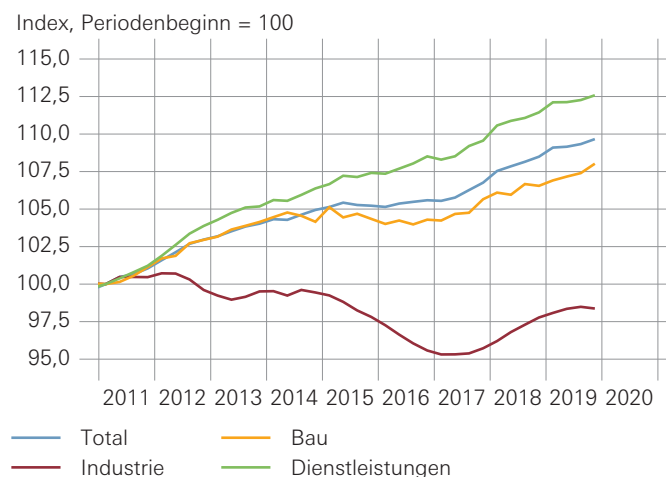
ERWERBSTÄTIGE



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.6

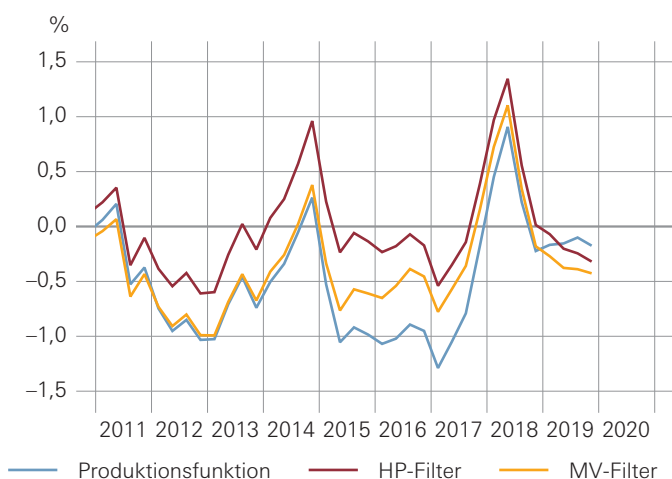
BESCHÄFTIGUNG IN VOLLZEITÄQUIVALENTEN



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.7

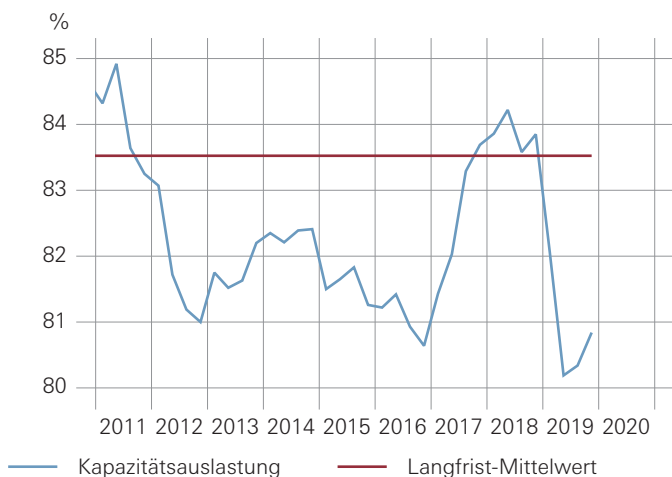
PRODUKTIONS LÜCKE



Quelle: SNB

Grafik 3.8

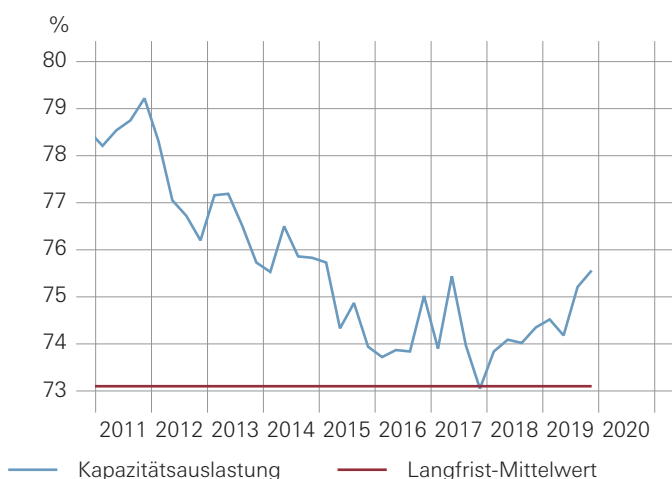
KAPAZITÄTSAUSLASTUNG INDUSTRIE



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.9

KAPAZITÄTSAUSLASTUNG BAU



Quelle: KOF/ETH

Monaten stark und auf breiter Basis zunehmen wird. Damit die Unternehmen möglichst rasch auf die Kurzarbeit zugreifen können, wurde die Anmeldefrist reduziert und die Karenzfrist auf einen Tag verkürzt. Während der Finanzkrise erwies sich die Kurzarbeit als ein probates Mittel, um einen längerfristigen Beschäftigungseinbruch zu verhindern.

KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

Geschlossene Produktionslücke im vierten Quartal

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. Basierend auf den Quartalszahlen zum BIP deuten die Schätzungen auf eine geschlossene Lücke zu Jahresbeginn hin. Das mittels einer Produktionsfunktion geschätzte Produktionspotenzial ergibt für das vierte Quartal 2019 eine Produktionslücke von $-0,2\%$, unverändert gegenüber dem Vorquartal. Andere Methoden zur Schätzung des Produktionspotenzials (Hodrick-Prescott-Filter und multivariater Filter) bestätigen, dass die Lücke gegenwärtig praktisch geschlossen ist (Grafik 3.7).

Umfragen weiterhin uneinheitlich

Die verschiedenen Umfragen zur Auslastung der Produktionsfaktoren zeichneten auch im vierten Quartal ein sehr uneinheitliches Bild. Insgesamt deuteten sie aber darauf hin, dass die Schweizer Wirtschaft normal ausgelastet war.

Gemäss KOF-Umfrage stieg die Auslastung der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie im vierten Quartal leicht an. Mit $80,8\%$ lag sie aber weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt (Grafik 3.8). Die geringe Auslastung wird jedoch von anderen Quellen nicht bestätigt. Die KOF fragt in derselben Umfrage auch nach der Beurteilung der gegenwärtigen technischen Kapazitäten. Diese wurden im vierten Quartal von den Unternehmen als angemessen eingestuft. Im Bausektor nahm der Nutzungsgrad der Maschinen im vierten Quartal zu und lag damit weiterhin über seinem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.9). Auch in den Dienstleistungsbranchen deuten die Umfragen auf eine leicht überdurchschnittliche Auslastung der technischen Kapazitäten hin.

Beim Personal herrschte bis zum Ausbruch des Coronavirus weiterhin Knappheit. Die im Dienstleistungs- und im Bausektor durchgeführten Umfragen zur Arbeitskräftesituation wiesen darauf hin, dass Unternehmen nach wie vor gewisse Schwierigkeiten hatten, Stellen zu besetzen. In der verarbeitenden Industrie hatte sich die Situation in den letzten Monaten allerdings schon etwas entschärft.

AUSBLICK

Mit der raschen Ausbreitung des Coronavirus haben sich die kurzfristigen Aussichten für die Schweiz stark eingetrübt.

Im Dezember hatte die Nationalbank noch mit einem Wachstum zwischen 1,5% und 2% für das Jahr 2020 gerechnet. Der Einbruch der internationalen Konjunktur sowie die Massnahmen zur Eindämmung des Virus werden jedoch auch in der Schweiz zu einem starken Rückgang der Wirtschaftsaktivität in der ersten Jahreshälfte führen. Sobald die nationalen und internationalen Eindämmungsmassnahmen aufgehoben werden können, dürfte die Wirtschaftstätigkeit zwar allmählich zur Normalität zurückkehren. Selbst unter dieser Annahme dürfte das BIP-Wachstum über das ganze Jahr gesehen aber negativ ausfallen. Die Normalisierung der Lage ab der zweiten Jahreshälfte könnte daraufhin in einem stark positiven Wachstum im Jahr 2021 zum Ausdruck kommen.

Grafik 3.10

PMI INDUSTRIE IM AUSLAND

27 Länder, exportgewichtet

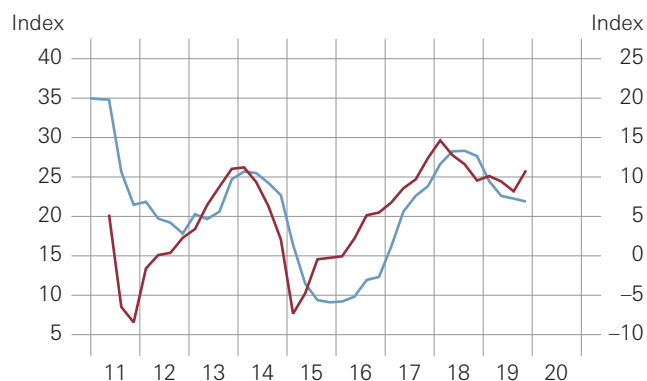


Quellen: Internationaler Währungsfonds – Direction of Trade Statistics (IWF – DOTS), SNB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 3.11

GESCHÄFTSLAGE

Durchschnitt aller KOF-Umfragen



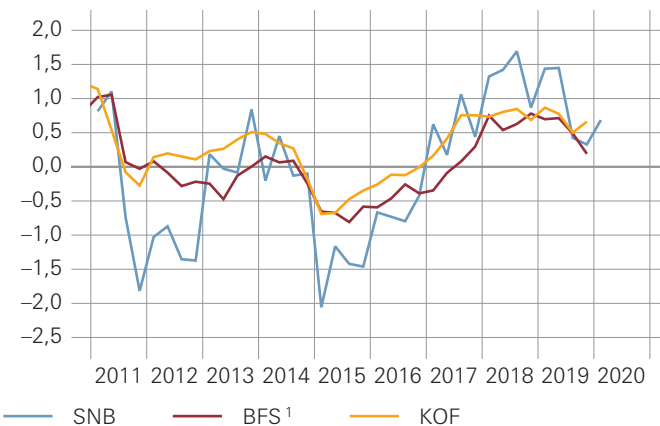
— Beurteilung
— Erwartete Änderung, nächste 6 Monate (rechte Skala)

Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.12

BESCHÄFTIGUNGS-AUSSICHTEN

Saisonbereinigt, standardisiert



1 Saisonbereinigung: SNB.

Quellen: BFS, KOF/ETH, Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerrate stabilisierte sich in den ersten Monaten von 2020 nahe bei null, nachdem sie seit Mitte 2018 sukzessive gesunken war. Kerninflationen blieben wie in den Vorquartalen vergleichsweise stabil und bewegen sich weiterhin im niedrigen positiven Bereich über den LIK-Teuerungsraten.

Die kurz- und langfristigen Inflationserwartungen blieben im vergangenen Quartal weitestgehend unverändert. Sie liegen weiterhin im Bereich der Preisstabilität, den die SNB mit einem jährlichen Anstieg des LIK von weniger als 2% gleichsetzt.

Sowohl die vorhandenen Preisdaten als auch die Umfrageergebnisse spiegeln die Auswirkungen der weltweiten Verbreitung des Coronavirus nur zu einem geringen Teil wider.

KONSUMENTENPREISE

Niedrige Jahresteuerrate

Die LIK-Jahresteuerrate schwankte in den vergangenen sechs Monaten um null (Grafik 4.1, Tabelle 4.1). Während sie im Januar bei 0,2% stand, fiel sie im Februar wieder in den negativen Bereich (-0,1%). Nur die privaten Dienstleistungen sowie die Wohnungsmieten trugen positiv zur LIK-Jahresteuerrate im Februar bei.

Negative Teuerung der importierten Produkte

Die Teuerungsraten der importierten Waren und Dienstleistungen verharrte im negativen Bereich und betrug im Februar -1,0%. Sowohl die Preise der Erdölprodukte als auch die Preise der übrigen importierten Produkte verursachten den negativen Beitrag der importierten Produkte zur LIK-Jahresteuerrate (Grafik 4.1).

Teuerung inländischer Produkte leicht positiv

Die Teuerungsraten der inländischen Waren und Dienstleistungen blieb leicht positiv und belief sich im Februar auf 0,2% (Grafik 4.2). Haupttreiber dieser Entwicklung war die Mietteuerung. Die Teuerungsraten der inländischen Waren und der übrigen inländischen Dienstleistungen blieben nahe bei null.

Tabelle 4.1

LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE UND KOMPONENTEN

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2019					2020		
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar
LIK total	0,4	0,6	0,6	0,3	-0,1	0,2	0,2	-0,1
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,5	0,6	0,7	0,4	0,3	0,4	0,3	0,2
Waren	0,6	0,9	0,9	0,5	0,0	0,2	-0,2	-0,4
Dienstleistungen	0,5	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4
private Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten	0,7	0,7	0,9	0,5	0,5	0,6	0,5	0,4
Wohnungsmieten	0,5	0,4	0,5	0,5	0,8	1,0	1,0	1,1
öffentliche Dienstleistungen	-0,3	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	-0,6	-0,9	-0,8
Ausländische Waren und Dienstleistungen	0,0	0,7	0,6	-0,1	-1,2	-0,7	-0,2	-1,0
ohne Erdölprodukte	0,4	0,6	0,7	0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7
Erdölprodukte	-2,7	1,1	0,1	-4,0	-7,4	-3,1	2,2	-3,3

Quellen: BFS, SNB

Höhere Mietteuerung, aber sinkender Referenzzinssatz

Die Mietteuerung stieg im Februar geringfügig auf 1,1%. Der für Mietanpassungen relevante Referenzzinssatz (berechnet als volumengewichteter, durchschnittlicher Zinssatz auf in Schweizer Franken lautende inländische Hypothekarforderungen der Banken in der Schweiz) sank dagegen im März von 1,5% auf 1,25% (Grafik 4.3). Eine Senkung des Referenzzinssatzes wirkt sich normalerweise mit einer Verzögerung von einigen Monaten dämpfend auf den Index der Wohnungsmieten aus.

Kerninflation bleibt über der LIK-Jahresteuerrate

Die Kerninflationen haben sich seit Herbst 2017 insgesamt nur wenig verändert. Sie liegen weiterhin über der LIK-Teuerungsrate (Grafik 4.4). Im Februar betrug der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert (TM15) 0,3%, wobei der einzige positive Teuerungsbeitrag von den Mieten kam. Die vom BFS berechnete Kerninflationrate I (BFSI) lag mit 0,2% geringfügig tiefer.

BFSI und TM15 beruhen beide auf den Preisen eines reduzierten Warenkorbs. Bei der Berechnung der BFSI werden Energie und Treibstoffe sowie frische und saisonale Produkte nicht berücksichtigt. Beim TM15 werden jeden Monat die Produkte mit den extremsten Preisveränderungen ausgeschlossen (je 15% auf beiden Seiten der Verteilung der Jahresveränderungsraten der Produktpreise).

PRODUZENTEN- UND IMPORTPREISE

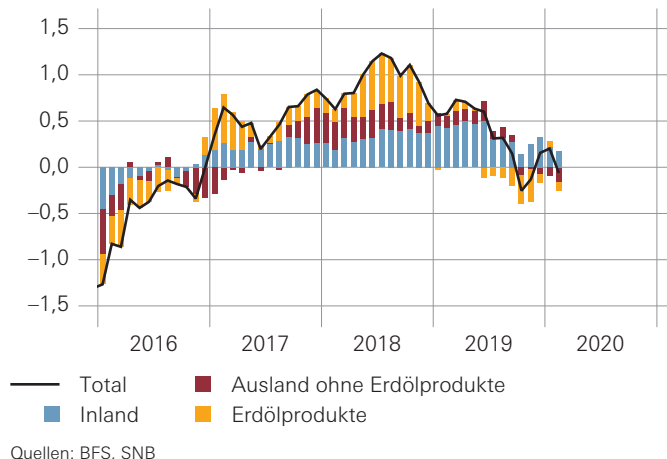
Niedrige Teuerungsrate der Preise des Gesamtangebots

Die jährliche Teuerungsrate der Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) betrug im Februar 2020 -2,1%, während sie im November 2019 noch bei -2,5% lag. (Grafik 4.5). Diese Veränderung der Teuerungsrate spiegelt hauptsächlich die Entwicklung der Importpreise wider. Die Produzentenpreise blieben verhältnismässig stabil.

Grafik 4.1

LIK: IN- UND AUSLÄNDISCHE GÜTER

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

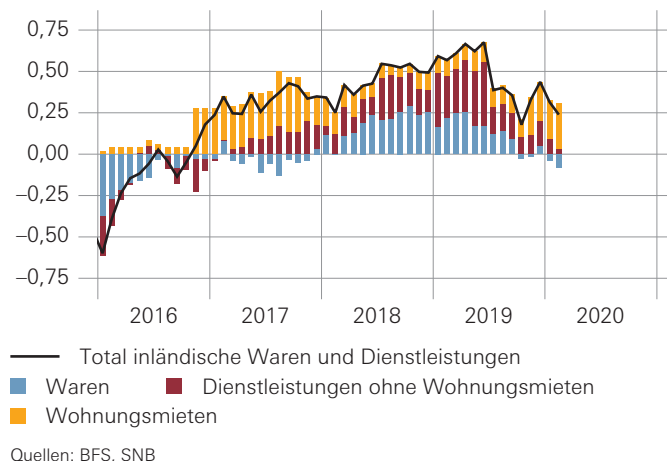


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.2

LIK: INLÄNDISCHE WAREN UND DIENSTLEISTUNGEN

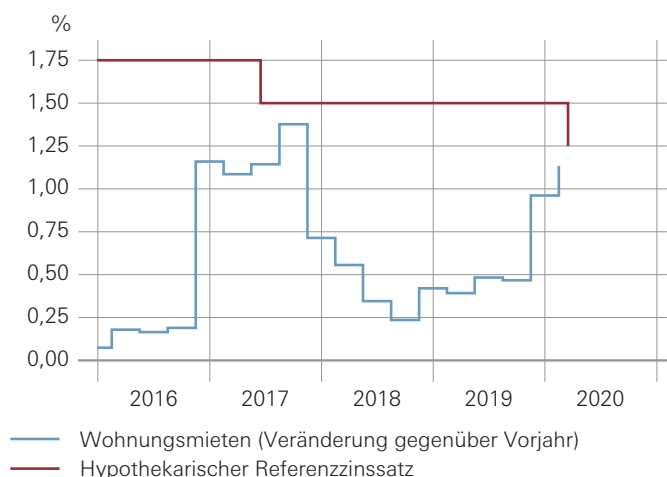
Veränderung des LIK Inland gegenüber Vorjahr in Prozent. Beiträge der Komponenten in Prozentpunkten.



Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.3

WOHNUNGSMIETEN

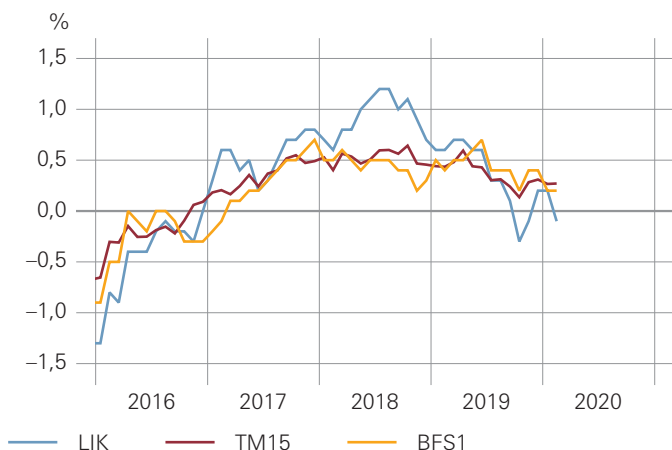


Quellen: BFS, Bundesamt für Wohnungswesen (BWO)

Grafik 4.4

KERNINFLATION

Veränderung gegenüber Vorjahr

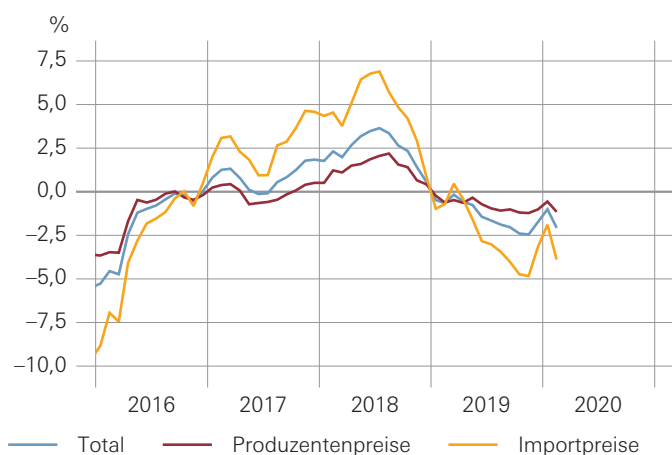


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.5

PREISE DES GESAMTANGBOTS

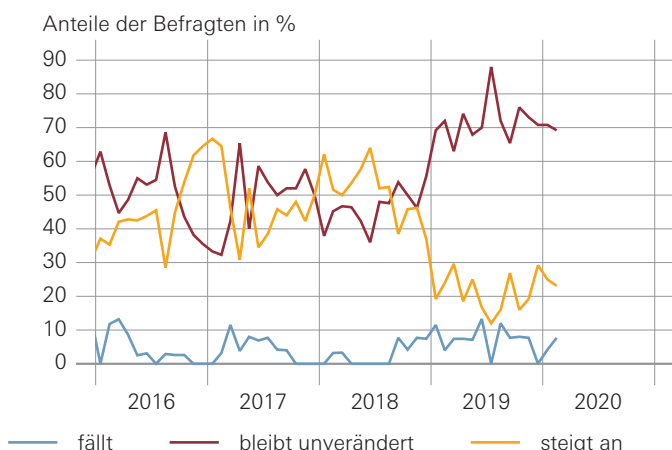
Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: BFS

Grafik 4.6

CS-CFA-UMFRAGE: ERWARTETE ENTWICKLUNG DER INFLATIONSRATE ÜBER SECHS MONATE



Quellen: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

INFLATIONSERWARTUNGEN

Inflationserwartungen im Einklang mit Preisstabilität

Die kurzfristigen Inflationserwartungen veränderten sich in den letzten Monaten kaum und blieben im positiven Bereich. Die längerfristigen Erwartungen lagen etwas höher. Laut Umfragen und Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte stehen die Inflationserwartungen nach wie vor im Einklang mit dem Ziel der Preisstabilität, das die SNB mit einem Anstieg des LIK von weniger als 2% pro Jahr gleichsetzt. Zum Zeitpunkt der Umfragen und der Gespräche der SNB-Delegierten waren die erwarteten Auswirkungen des Coronavirus auf die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz noch eng begrenzt.

Kurzfristige Inflationserwartungen knapp im positiven Bereich

Gemäss der monatlichen Finanzmarktumfrage Schweiz von Credit Suisse und CFA Society Switzerland erwartete eine deutliche Mehrheit der im Februar 2020 befragten Analysten gleichbleibende Inflationsraten in den nächsten sechs Monaten. Dagegen rechneten fast ein Viertel der Befragten mit steigenden und nur wenige mit fallenden Inflationsraten (Grafik 4.6). Die LIK-Jahresteuersatzrate betrug im Januar 0,2%. Das Resultat der Umfrage deutet darauf hin, dass die Befragten von ähnlichen Inflationsraten in den nächsten sechs Monaten ausgingen.

Ergebnisse aus den Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen aus allen Teilen der Wirtschaft wiesen ebenfalls auf gleichbleibende kurzfristige Inflationserwartungen im leicht positiven Bereich hin. Im ersten Quartal 2020 erwarteten die befragten Gesprächspartner für die kommenden sechs bis zwölf Monate eine Jahresteuersatzrate von durchschnittlich 0,4%, im Vergleich zu 0,3% im Vorquartal.

Die quartalsweise durchgeführte Haushaltsumfrage des SECO zeigt, dass etwas mehr als die Hälfte der im Januar 2020 befragten Haushalte auf zwölf Monate steigende Preise erwartete. 41% der Befragten rechneten mit gleichbleibenden und knapp 6% mit fallenden Preisen. Der Anteil der Befragten, die fallende Preise erwarteten, nahm gegenüber der Erhebung vom Oktober leicht ab.

Längerfristige Erwartungen leicht über den kurzfristigen Erwartungen

Die längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin leicht über den kurzfristigen Erwartungen. So rechneten die Gesprächspartner der SNB-Delegierten im ersten Quartal 2020 wie schon im Vorquartal im Durchschnitt mit einer Inflationsrate in drei bis fünf Jahren von 0,7%.

5

Monetäre Entwicklung

An der Lagebeurteilung vom 12. Dezember 2019 liess die SNB ihren Leitzins unverändert und bekräftigte ihren geldpolitischen Kurs. Die Geldpolitik beruhte damit weiterhin auf dem Negativzins auf Sichtguthaben der Banken bei der SNB sowie der Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren.

Die weltweite Verbreitung des Coronavirus stellte Gesellschaft und Wirtschaft vor aussergewöhnliche Herausforderungen. Die erheblich angestiegene Unsicherheit führte zu einem Einbruch der globalen Aktienkurse und trug zur Volatilität der Kapitalmarktzinsen bei. Am Devisenmarkt wertete der Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar auf.

Die Wachstumsraten der Geldmengen M1 und M2 sanken im Verlauf des letzten Quartals. Die Wachstumsrate der Bankkredite bewegte sich weiterhin im moderaten Bereich.

GELDPOLITISCHE MASSNAHMEN SEIT DER LETZTEN LAGEBEURTEILUNG

Unverändert expansiver geldpolitischer Kurs

An der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 12. Dezember 2019 bestätigte die SNB ihren expansiven geldpolitischen Kurs. Sie beliess den SNB-Leitzins und den Zins auf bei der SNB gehaltenen, einen bestimmten Freibetrag überschreitenden Sichtguthaben von Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern unverändert bei $-0,75\%$. Weiter bekräftigte die SNB, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, wobei sie die gesamte Währungssituation berücksichtige.

Die Anpassung der Berechnung des Freibetrags per 1. November 2019 führte zu einem deutlichen Anstieg der Freibeträge für das Bankensystem und vorübergehend zu Aufwärtsdruck bei den kurzfristigen Zinssätzen. Wie schon Anfang November führte die SNB auch Ende Dezember auf bilateraler Basis Feinsteuerungsoperationen in Form von Repogeschäften durch, um sicherzustellen, dass die kurzfristigen Zinssätze im besicherten Geldmarkt nahe am SNB-Leitzins blieben.

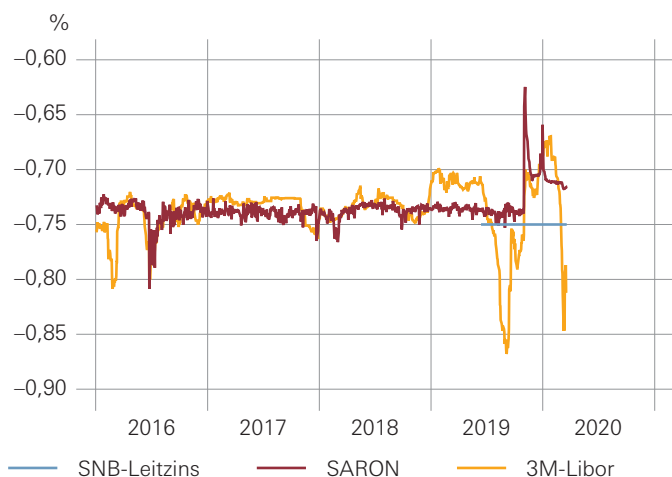
Höhere Sichtguthaben bei der SNB

Seit der Lagebeurteilung vom Dezember 2019 haben sich die gesamten bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben erhöht. In der Woche zum 13. März 2020 (letzte Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung im März 2020) lagen sie mit 603 Mrd. Franken höher als in der letzten Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte Dezember 2019 (587,8 Mrd. Franken). Zwischen den Lagebeurteilungen vom Dezember 2019 und März 2020 betragen sie durchschnittlich 590,9 Mrd. Franken. Davon entfielen 503,6 Mrd. Franken auf Giroguthaben inländischer Banken und die restlichen 87,3 Mrd. Franken auf übrige Guthaben auf Sicht.

Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. November und dem 19. Februar 2020 durchschnittlich 18,3 Mrd. Franken. Insgesamt übertrafen die Banken das Mindestreserveerfordernis um 491,3 Mrd. Franken (Vorperiode: 474,3 Mrd. Franken). Die Überschussreserven der Banken sind somit weiterhin sehr gross.

Grafik 5.1

SNB-LEITZINS UND GELDMARKTSÄTZE



Quellen: Bloomberg, SIX Swiss Exchange AG, SNB

GELD- UND KAPITALMARKTZINSEN

Weitgehend unveränderte Geldmarktzinsen

Die Geldmarktzinsen blieben in den letzten drei Monaten insgesamt nahe am SNB-Leitzins. Allerdings sorgte die Anpassung der Berechnungsgrundlage der Freibeträge vom Negativzins dafür, dass sich die Volatilität im November und auch am Jahresende etwas erhöhte (Grafik 5.1). Der SARON stieg in diesen Perioden kurzfristig leicht an, liegt aktuell mit $-0,71\%$ jedoch wieder nahe beim SNB-Leitzins von $-0,75\%$.

Volatile Kapitalmarktzinsen

Seit der letzten Lagebeurteilung im Dezember sanken die langfristigen Zinssätze phasenweise deutlich. Im März erholten sie sich jedoch, so dass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen Mitte März bei rund $-0,5\%$ lag. Damit notierte sie ungefähr auf dem Niveau von Mitte Dezember (Grafik 5.2).

Die Schwankungen der Bundesobligationenrendite spiegelten hauptsächlich globale Faktoren wider, insbesondere die Finanzmarkturbulenzen aufgrund der Ausbreitung des Coronavirus. Dies gilt auch für die Renditen von Staatsanleihen anderer grosser Industrieländer.

Renditekurve wenig verändert

Die Renditekurve der Bundesobligationen verschob sich seit der Lagebeurteilung vom Dezember etwas nach unten (Grafik 5.3). Ausserdem flachte sie sich nochmals am langen Ende ab. Die Bundesobligationenrenditen lagen Mitte März für alle abgebildeten Laufzeiten weiterhin im negativen Bereich. Renditen für Laufzeiten unter vier Jahren notierten unter dem aktuellen SNB-Leitzins von $-0,75\%$.

Realzinsen nach wie vor tief

Für die Spar- und Investitionsentscheide von Unternehmen und Haushalten sind die Realzinsen entscheidend. Diese bewegten sich im Vorquartal weiterhin auf einem sehr tiefen Niveau, da die nominalen Renditen eidgenössischer Anleihen deutlich im negativen Bereich notierten, während die aus Umfragen gewonnenen Inflationserwartungen nach wie vor positiv waren.

Grafik 5.2

RENDITE ZEHNJÄHRIGER EIDGENÖSSISCHER ANLEIHEN

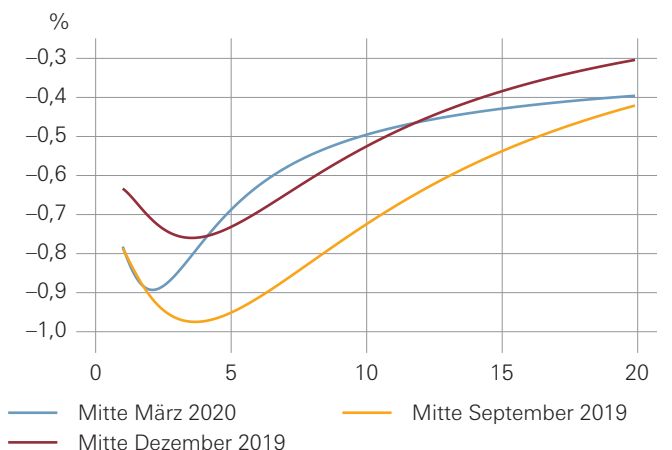


Quelle: SNB

Grafik 5.3

ZINSSTRUKTUR EIDGENÖSSISCHER ANLEIHEN

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



Quelle: SNB

Franken gewinnt gegenüber Euro und US-Dollar an Wert

Seit der Lagebeurteilung im Dezember hat der Franken gegenüber dem Euro spürbar an Wert gewonnen (Grafik 5.4). Mitte März kostete ein Euro rund 1.06 Franken. Die Aufwertung des Frankens spiegelte unter anderem die schlechte Risikostimmung an den Finanzmärkten wider. Im Verlauf des vergangenen Quartals waren es vor allem Sorgen um die Ausbreitung des Coronavirus, die für markant erhöhte Unsicherheit an den Finanzmärkten sorgten. In diesem Umfeld brachen die Aktienpreise ein, während der Franken aufgrund seiner Eigenschaft als «sicherer Hafen» an Wert gewann.

Gegenüber dem US-Dollar schwankte der Franken über weite Strecken des Vorquartals in einem relativ geringen Ausmass. Die ausserordentlichen Leitzinssenkungen und weiteren expansiven Massnahmen der US-Notenbank im März trugen allerdings dazu bei, dass sich der US-Dollar gegenüber dem Franken im Vergleich zur letzten Lagebeurteilung im Dezember abwertete.

Nominaler Aussenwert des Frankens gestiegen

Der nominale handelsgewichtete Aussenwert des Frankens stieg seit der letzten Lagebeurteilung beträchtlich an (Grafik 5.5). Diese Aufwertung auf handelsgewichteter Basis spiegelte eine breite Stärke des Frankens gegenüber praktisch allen wichtigen Währungen wider.

Realer Aussenwert weiterhin auf hohem Niveau

Mit der nominalen Aufwertung des Frankens erhöhte sich auch der reale Aussenwert des Frankens und erreichte im Februar ähnliche Niveaus wie zuletzt im August 2019 (Grafik 5.6). Im längerfristigen Vergleich ist der Franken hoch bewertet.

Grafik 5.4

DEWEISENKURSE



Quelle: SNB

Grafik 5.5

NOMINALER AUSSENWERT DES FRANKENS



Quelle: SNB

Grafik 5.6

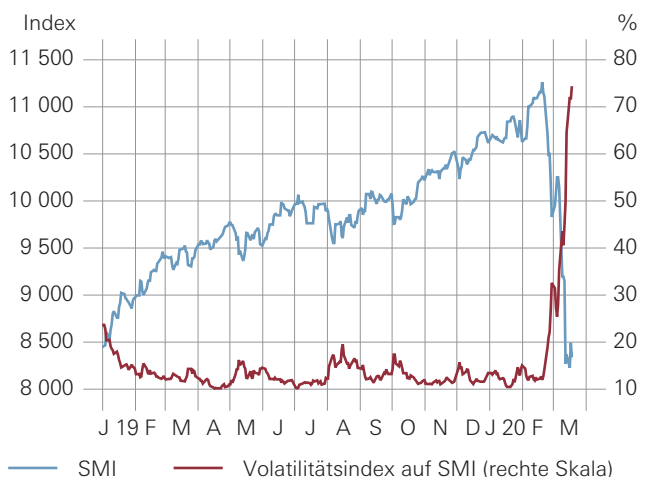
REALER AUSSENWERT DES FRANKENS



Quelle: SNB

Grafik 5.7

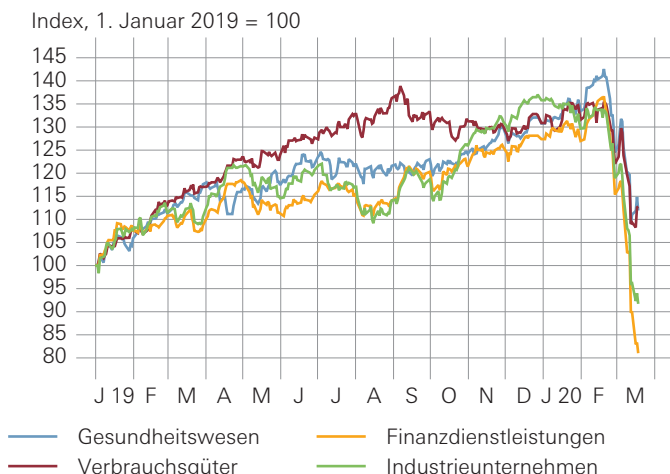
AKTIENKURSE UND VOLATILITÄT



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.8

AUSGEWÄHLTE SPI-SEKTOREN

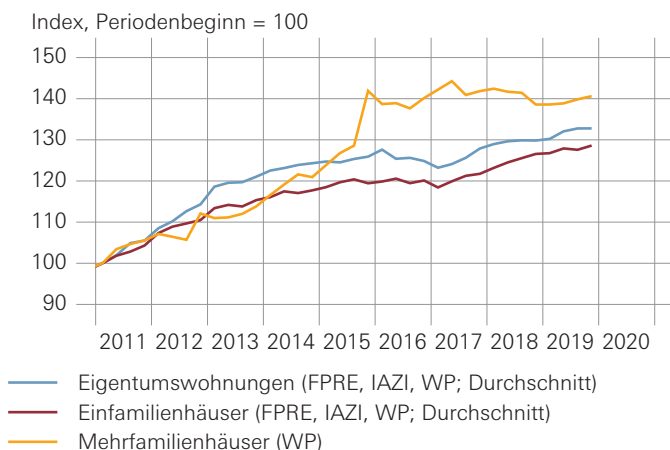


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.9

TRANSAKTIONSPREISE FÜR WOHNIMMOBILIEN

Nominal (hedonisch)



Quellen: Fahrländer Partner Raumentwicklung (FPRE), IAZI, Wüest Partner (WP)

AKTIEN- UND IMMOBILIENPREISE

Aktienkurse spiegeln globale Risiken wider

Anfang 2020 knüpften die Aktienkurse der grössten Schweizer Unternehmen an die Aufwärtsentwicklung des vergangenen Jahres an. Zwischenzeitlich erreichte der Swiss Market Index (SMI) im Februar einen neuen Allzeit-Höchststand (Grafik 5.7). Allerdings sorgte Ende Februar eine schlechte Risikostimmung aufgrund der Verbreitung des Coronavirus für einen markanten Kursrückgang. Im März brachen die Aktienkurse ein. Mitte März lag der SMI rund 19% tiefer als zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung im Dezember 2019.

Erhöhte Marktunsicherheit

Der aus Optionen auf Terminverträgen des SMI ermittelte Volatilitätsindex zeigt, wie die Anleger die Unsicherheit am Aktienmarkt einschätzen (Grafik 5.7). Nach einem flachen Verlauf am Anfang des Quartals stieg der Volatilitätsindex im Februar deutlich und sprunghaft an. Dieser Verlauf spiegelt ein typisches Muster wider: Steigende Aktienkurse gehen tendenziell mit sinkender Unsicherheit einher, während sinkende Aktienkurse gewöhnlich bei steigender Unsicherheit auftreten.

Entwicklung der Branchenindizes uneinheitlich

Grafik 5.8 zeigt die Entwicklung von wichtigen Branchenindizes des breit gefassten Swiss Performance Index (SPI). Bereits mit dem Aufkommen erster Sorgen über die Auswirkungen des Coronavirus auf globale Produktionsketten entwickelten sich die Branchenindizes auseinander. Aktienkurse von Industrieunternehmen büssten früh und am stärksten an Wert ein. Aktienpreise von Unternehmen des Gesundheitssektors entwickelten sich relativ zu den anderen Branchen am besten.

Moderates Wachstum der Wohnimmobilienpreise

Im vierten Quartal 2019 wuchsen die Transaktionspreise für Wohnimmobilien insgesamt moderat (Grafik 5.9). Geht man etwas weiter in die Vergangenheit zurück, so setzten die Transaktionspreise für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser ihren Aufwärtstrend bei abgeschwächter Dynamik fort. Dagegen bewegten sich die Preise von Mehrfamilienhäusern vor dem Hintergrund einer steigenden Leerstandsquote und einer Ausweitung des Angebots weiterhin etwa auf dem Niveau von Ende 2015.

GELD- UND KREDITAGGREGATE

Notenbankgeldmenge wenig verändert

Die Notenbankgeldmenge, bestehend aus Notenumlauf und Giroguthaben inländischer Banken, stieg seit November marginal an und betrug im Februar 2020 durchschnittlich 584,8 Mrd. Franken (Grafik 5.10).

Die übrigen bei der SNB gehaltenen Giroguthaben haben sich seit November wenig bewegt. Das Total der bei der SNB gehaltenen Sichteinlagen veränderte sich von November bis Februar wenig.

Abschwächung des Wachstums der weitgefassten Geldmengen

Das Wachstum der weitgefassten Geldmengen schwächte sich in den letzten Monaten ab. Im Februar 2020 lag die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) um 0,3% unter ihrem Vorjahresniveau (Tabelle 5.1). Die Geldmenge M2 (M1 plus Spareinlagen) sank um 0,8%, während die Geldmenge M3 (M2 plus Termineinlagen) im gleichen Zeitraum praktisch unverändert blieb.

Nach einer mehrjährigen Phase, in der das Wachstum der Geldmengenaggregate stärker war als jenes der Kredite, verlangsamte sich das Geldmengenwachstum im letzten Quartal 2019 deutlich. Diese Verlangsamung steht im Einklang mit der Entwicklung der langfristigen Zinsen, denn das Geldmengenwachstum reagiert sensibler auf Veränderungen der langfristigen Zinsen als das Kreditwachstum. Fallende Zinsen sorgten in der ersten Jahreshälfte 2019 für eine Beschleunigung des Geldmengenwachstums, während ansteigende Zinsen in der zweiten Jahreshälfte 2019 zu einer Abschwächung des Geldmengenwachstums führten.

Praktisch unverändertes Kreditwachstum

Die Bankkredite (inländische Bankstellen, alle Währungen) lagen im vierten Quartal 2019 um 3,3% über ihrem Vorjahresstand, nach 3,4% im Vorquartal. Das Kreditwachstum blieb somit nahezu unverändert (Tabelle 5.1).

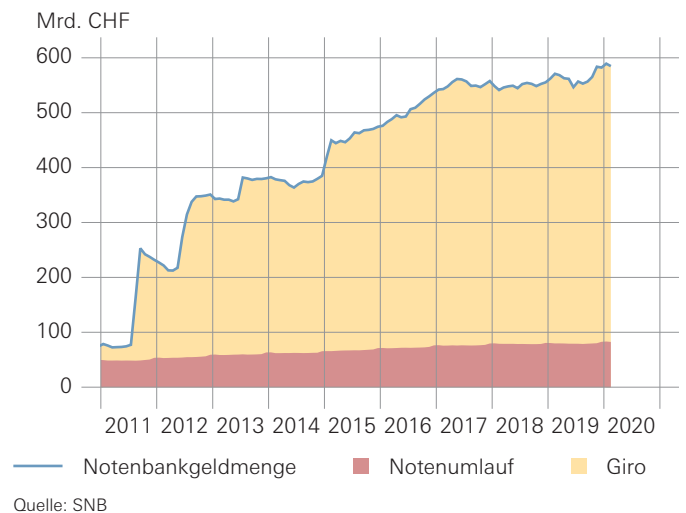
Die Hypothekarforderungen der Banken, die rund 85% der gesamten Bankkredite an inländische Kunden ausmachen, wuchsen im vierten Quartal um 3,3% gegenüber dem Vorjahresquartal. Somit hat sich die Wachstumsrate der Hypothekarkredite seit Mitte 2019 geringfügig abgeschwächt (Grafik 5.11).

Niedrige Hypothekarzinsen stützen weiterhin die Nachfrage nach Hypotheken. Der zehnjährige Hypothekarzinsatz ist seit Herbst 2018 weiter gesunken und lag im Januar 2020 mit 1,2% nur marginal über dem im August 2019 beobachteten Tiefststand.

Die übrigen Kredite weisen einen deutlich volatileren Verlauf auf als die Hypothekarkredite (Grafik 5.12). Sie stiegen im vierten Quartal 2019 um 3,7% gegenüber dem Vorjahr. Im Vorquartal betrug die Wachstumsrate 3,4%. Diese

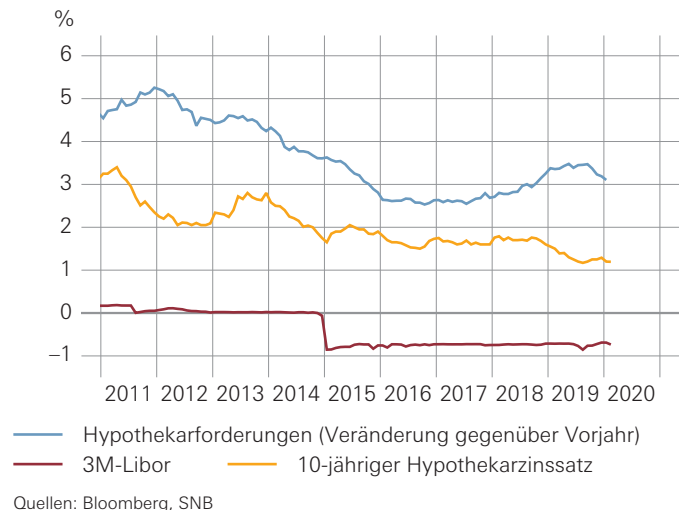
Grafik 5.10

NOTENBANKGELDMENGE



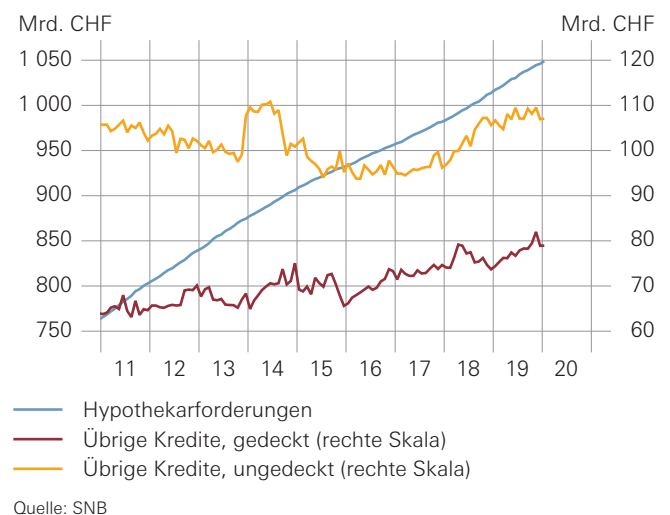
Grafik 5.11

HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND ZINSSÄTZE

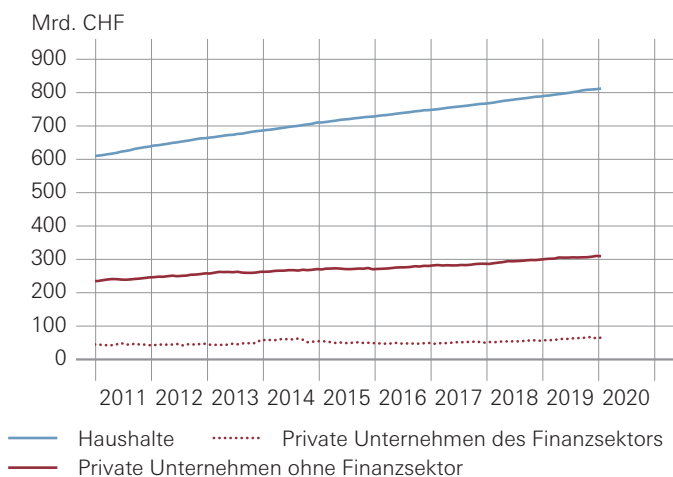


Grafik 5.12

HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND ÜBRIGE KREDITE



KREDITE AN HAUSHALTE UND UNTERNEHMEN



Quelle: SNB

leichte Beschleunigung ist auf die gedeckten übrigen Kredite zurückzuführen, während sich das Wachstum der ungedeckten übrigen Kredite verlangsamt hat.

Kreditwachstum nach Sektoren

Sowohl die Haushalte als auch die nicht-finanziellen Unternehmen profitierten weiterhin von günstigen Finanzierungsbedingungen. Dies spiegelt sich in einem anhaltenden Anstieg der Bankkredite an diese beiden wichtigen Kundengruppen wider (Grafik 5.13).

Ende Dezember 2019 lagen die zu 95% aus Hypothekarkrediten bestehenden Kredite an Haushalte um 22,1 Mrd. Franken (2,8%) über ihrem Vorjahresniveau, während die Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen, deren Hypothekarkreditanteil 78% beträgt, im gleichen Zeitraum um 10,8 Mrd. (3,6%) zunahm. Die Kredite an finanzielle Unternehmen, die bei einem deutlich kleineren Volumen einen volatileren Verlauf aufweisen, wuchsen bei einem Hypothekarkreditanteil von 36% um 6,7 Mrd. Franken (11,9%).

Tabelle 5.1

GELDMENGEN UND BANKKREDITE

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2019	2019				2019	2020	
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar
M1	4,1	5,3	5,4	4,4	1,5	0,6	-0,2	-0,3
M2	2,7	3,3	3,7	3,0	0,9	0,1	-0,6	-0,8
M3	2,9	3,6	3,7	3,0	1,4	0,7	0,0	0,0
Bankkredite total ^{1,3}	3,4	3,6	3,3	3,4	3,3	3,3	3,0	
Hypothekarforderungen ^{1,3}	3,4	3,4	3,4	3,5	3,3	3,2	3,1	
Haushalte ^{2,3}	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,7	
private Unternehmen ^{2,3}	5,3	5,2	5,6	5,5	4,8	4,7	4,4	
Übrige Kredite ^{1,3}	3,6	4,6	2,7	3,4	3,7	3,6	2,7	
gedeckt ^{1,3}	2,0	0,7	-2,1	2,8	7,1	7,1	6,1	
ungedeckt ^{1,3}	4,8	7,6	6,5	3,8	1,4	1,3	0,4	

1 Monatsbilanzen (inländische Bankstellen, Positionen gegenüber inländischen Nichtbanken, alle Währungen).

2 Kreditvolumenstatistik (inländische Bankstellen, Positionen gegenüber inländischen Nichtbanken, alle Währungen).

3 Die Wachstumsraten der Bankkredite und ihrer Komponenten berücksichtigen Informationen von Banken zu Änderungen ihrer Erfassungspraxis. Sie können deshalb von den im Datenportal data.snb.ch ausgewiesenen Wachstumsraten abweichen.

Quelle: SNB

Konjunktursignale

Ergebnisse aus den Unternehmensgesprächen
der SNB

Erstes Quartal 2020

Bericht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der SNB.

Die hier wiedergegebenen Einschätzungen beruhen auf Informationen von Entscheidungsträgern von Unternehmen in der ganzen Schweiz. Bei ihrer Auswertung aggregiert und interpretiert die SNB die erhaltenen Informationen. Insgesamt fanden 243 Unternehmensgespräche zwischen Mitte Januar und Anfang März statt.

Regionen

Freiburg/Waadt/Wallis
Genf/Jura/Neuenburg
Italienischsprachige Schweiz
Mittelland
Nordwestschweiz
Ostschweiz
Zentralschweiz
Zürich

Delegierte

Aline Chabloz
Jean-Marc Falter
Fabio Bossi
Roland Scheurer
Daniel Hanimann
Urs Schönholzer
Gregor Bäurle
Rita Kobel

Das Wichtigste in Kürze

- Die Gespräche wurden zwischen dem 15. Januar und dem 2. März geführt. Die Ausbreitung des Coronavirus prägte die Gespräche erst im Verlauf der letzten Februarwoche. Entsprechend nahm dann die Unsicherheit bei den Unternehmen stark zu. In den Umsätzen waren zu diesem Zeitpunkt jedoch noch keine Auswirkungen zu erkennen.
- Gestützt auf die Gespräche gewann die Schweizer Wirtschaft bis Ende Februar etwas an Schwung.
- Der Druck auf die Gewinnmargen bildete sich dank höherer Umsatzvolumen leicht zurück.
- Die technischen Produktionskapazitäten und die Infrastrukturen waren bis Ende Februar insgesamt normal ausgelastet. In der Industrie blieb die Auslastung leicht unterdurchschnittlich.
- Noch bis zur letzten Februarwoche erwarteten die Unternehmen für die kommenden zwei Quartale ein moderates Wachstum bei den Umsätzen und bei der Beschäftigung. Danach trübten Befürchtungen wegen des Coronavirus die Einschätzungen ein. Unsicherheiten gingen auch von der fragilen Weltkonjunktur und der Wechselkursentwicklung aus.
- Nachtrag: Wie sich in zusätzlichen, im Zeitraum vom 10. bis 13. März geführten Gesprächen mit Unternehmen und Verbänden gezeigt hat, verschlechterte sich die Lage in einigen Branchen aufgrund des Coronavirus innert kürzester Zeit drastisch. Andere, noch nicht direkt betroffene Branchen rechneten mit einer deutlichen Eintrübung des Geschäftsgangs in den folgenden Wochen (siehe Ausführungen zur Corona-Sonderumfrage auf Seite 31).

Solide Wirtschaftsentwicklung bis zum Ausbruch des Coronavirus

Zahlreiche Unternehmen verzeichneten zu Jahresbeginn eine gute Geschäftsentwicklung. Basierend auf den bis Anfang März geführten Unternehmensgesprächen gewann die Schweizer Wirtschaft in den ersten beiden Monaten des neuen Jahres etwas an Schwung. Mit der globalen Ausbreitung des Coronavirus nahm jedoch die Unsicherheit über die weitere Entwicklung gegen Ende der Gesprächsperiode stark zu.

Die realen Unternehmensumsätze wuchsen in den ersten Monaten stärker als im Vorquartal, was die Gesprächspartner teilweise überraschte (Grafik 1; zur Interpretation der Grafiken vgl. Informationen am Schluss des Berichts). Auch im Vorjahresvergleich entwickelten sich die Umsätze positiv, sowohl bei den Dienstleistungen als auch in der Industrie und in der Bauwirtschaft.

Binnenmarktorientierte Unternehmen machten in der Berichtsperiode eine verbesserte Konsumentenstimmung aus. Beim Export berichteten Unternehmen über einen weiterhin guten Geschäftsverlauf mit den USA, aber auch mit Europa. Die Ausfuhren in die Schwellenländer entwickelten sich ebenfalls gut. Der Geschäftsgang mit China litt dagegen stark unter der Corona-Epidemie und den Protesten in Hongkong.

Normal ausgelastete Produktionskapazitäten

Die technischen Produktionskapazitäten waren in den ersten Monaten des Jahres insgesamt normal ausgelastet (Grafik 2). Im Bausektor blieb die Auslastung überdurchschnittlich. In der Industrie waren die Kapazitäten dagegen weiterhin unterausgelastet.

Grafik 1

UMSÄTZE GEGENÜBER DEM VORQUARTAL



Entwicklung der realen Umsätze im Vergleich mit dem Vorquartal. Positive (negative) Indexwerte signalisieren eine Zunahme (Abnahme).
Quelle: SNB

Einige Unternehmen erwarteten Engpässe und Verzögerungen bei den Zulieferungen aus China oder anderen zum damaligen Zeitpunkt vom Coronavirus betroffenen Ländern.

Angemessene Personalbestände

Die Personalbestände entsprachen nach Einschätzung der Gesprächspartner etwa dem Bedarf. Im Bausektor und im Dienstleistungssektor waren die Bestände etwas knapp.

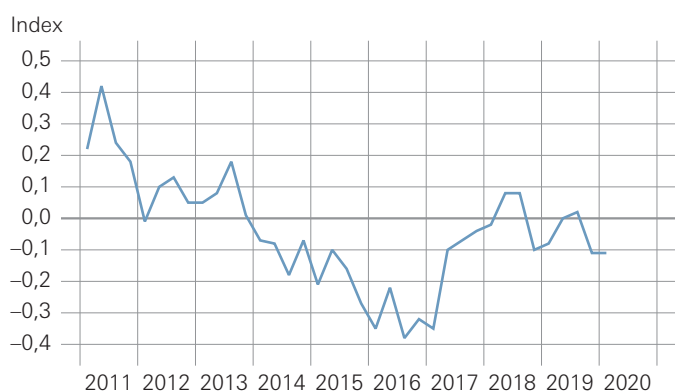
Die Personalrekrutierung wurde in vielen Branchen und in den meisten Regionen noch immer als schwierig eingeschätzt. Der Fachkräftemangel wurde etwa gleich oft thematisiert wie im Vorquartal und stellte für viele Unternehmen eine zentrale Herausforderung dar. Insbesondere IT-Spezialisten, Fachleute im technischen Bereich und Bauführer waren stark gesucht. Viele Gesprächspartner messen der Ausbildung im eigenen Betrieb grosse Bedeutung zu.

Verbesserte Gewinnmargen

Der Druck auf die Gewinnmargen nahm zu Jahresbeginn ab, was auf höhere Umsatzvolumen sowie günstigere Komponenten, Vorprodukte und Rohstoffe zurückzuführen war. Die Margen wurden mehrheitlich als «nachhaltig» bis «komfortabel» eingeschätzt. Bei einzelnen Unternehmen litten die Margen allerdings unter dem stärkeren Franken.

Grafik 2

KAPAZITÄTSAUSLASTUNG



Aktuelle Auslastung der technischen Kapazitäten bzw. der betrieblichen Infrastrukturen im Vergleich zu einem normalen Niveau. Ein positiver (negativer) Indexwert signalisiert, dass die Auslastung höher (tiefer) als normal ist.
Quelle: SNB

Sonderumfrage vom 10. bis 13. März 2020 zu den Auswirkungen des Coronavirus

Aufgrund der rasanten Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Coronavirus führten die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte im Zeitraum vom 10. –13. März zusätzliche Gespräche mit rund 100 Unternehmen und Verbänden. Diese Gespräche erfolgten somit noch vor dem Bundesratsentscheid vom 16. März zur landesweiten Schliessung von Geschäften.

In den Gesprächen hat sich bestätigt, dass sich die Geschäftslage für die bisher am stärksten von der Coronakrise betroffenen Branchen innert kürzester Zeit drastisch verschlechtert hat. Zudem werden zunehmend auch Branchen von der Krise erfasst, die bis anhin nicht betroffen waren. In diesem Umfeld verfolgen die Unternehmen die Wechselkursentwicklung mit grosser Sorge.

Einen markanten Umsatzeinbruch erlitten namentlich der Tourismus, das Gastgewerbe, die Institutionen der Unterhaltungs- und Freizeitindustrie, die Uhrenindustrie und der stationäre Nonfood-Detailhandel. Um drohenden Liquiditätsengpässen entgegenzuwirken, wollen viele Unternehmen als erste Massnahme Kurzarbeit einführen. Weitere Massnahmen betreffen den Abbau von Temporärstellen, Überzeiten und Ferienguthaben. Einige Unternehmen haben auch einen Einstellungsstopp beschlossen und überprüfen oder verschieben

ihre Investitionsprojekte. Bei der Arbeitsorganisation wird Home-Office auf breiter Basis eingesetzt und ausgebaut.

Der Detailhandel verspürt einen massiven Anstieg der Nachfrage nach Lebensmitteln, Schutz- und Hygieneartikeln sowie Treibstoffen. Online-Distributionskanäle erleben einen grossen Aufschwung und werden forciert ausgebaut. Im Gesundheitswesen haben die Belastungen stark zugenommen. Demgegenüber sind weite Teile der verarbeitenden Industrie, der Bauwirtschaft und im Dienstleistungsbereich vorläufig noch wenig oder nur indirekt betroffen.

Zuliefer- und Versorgungsengpässe sind bisher nicht auf breiter Basis zu verzeichnen. Ausnahmen davon bilden Engpässe bei einzelnen Artikeln zum Schutz gegen das Virus und vereinzelt auch bei Elektronikkomponenten und Metalllieferungen aus Asien. Unternehmen, die Fabriken in China führen oder mit solchen zusammenarbeiten, stellen aber fest, dass dort die Produktion schrittweise wieder hochgefahren wird.

Die Schliessung von Schulen und Landesgrenzen verschärft die Lage für die Unternehmen im Personalmanagement zusätzlich.

ENTWICKLUNGEN IN EINZELNEN BRANCHEN

Gestützt auf die Unternehmensgespräche legten die realen Umsätze im Handel, insbesondere im Detailhandel, gegenüber dem Vorquartal zu. Dennoch blieben die Infrastrukturen im Gross- und im Detailhandel unterausgelastet. Online-Verkaufskanäle verzeichneten meistens hohe Zuwachsraten, und die Bereitschaft, solche Kanäle einzusetzen oder auszubauen, nahm weiter zu. Einzelne Unternehmen stellten fest, dass der Einkaufstourismus ins Ausland wegen des starken Frankens wieder leicht zunahm.

In der Finanzbranche, d.h. bei den Banken, Versicherungen und Vermögensverwaltern, stiegen die Geschäftsvolumen gegenüber dem Vorquartal wie auch gegenüber dem Vorjahr deutlich. Banken profitierten von der Marktvolatilität, welche die Transaktionsvolumen erhöhte. Das Zinsdifferenzgeschäft und die Wettbewerbssituation wurden weiterhin als eine Herausforderung wahrgenommen.

Im Tourismus und im Gastgewerbe waren die Infrastrukturen unterausgelastet. Einzelne Regionen verzeichneten Buchungsstornierungen durch asiatische Reisegruppen aufgrund des Coronavirus. Die Unternehmen rechneten damit, dass sich die Geschäftsentwicklung mit dem Ausfall einer Vielzahl von Veranstaltungen eintrüben würde.

In der ICT-Branche legten die Umsätze gegenüber dem Vorquartal und dem Vorjahr deutlich zu, getrieben durch die digitale Transformation, den Bedarf an Cyber-Security und eine steigende Nachfrage aus dem Fintech-Bereich. Fachkräfte waren weiterhin knapp. Die ICT-Unternehmen spürten bereits Lieferverzögerungen von Hardware aus China.

Unternehmen der Gesundheitsbranche wiesen einen dynamischen Geschäftsgang auf.

In der Industrie legten die Umsätze in allen Branchen ausser der Maschinenindustrie zu. Besonders günstig entwickelten sich die Umsätze bei Unternehmen aus den Branchen der Kunststoffherstellung und -verarbeitung, Pharma und der Metallherstellung und -verarbeitung. Bei den Maschinenherstellern stagnierten die Umsätze hingegen. Die Auslastung in der Maschinenindustrie war tiefer als üblich, und die Gewinnmargen waren deutlich unter Druck. In der Uhrenindustrie ging die Nachfrage aufgrund des Coronavirus markant zurück. Zulieferer für die Automobilindustrie verspürten weiterhin die durch den technologischen Wandel und ein verstärktes Umweltbewusstsein ausgelöste Unsicherheit.

Im Bausektor lagen die Umsätze saisonbereinigt über dem Niveau des Vorquartals, teilweise auch wetterbedingt. Im Ausbaugewerbe und im Tiefbau verlief der Geschäftsgang besonders dynamisch. Demgegenüber gingen die Umsätze im Hochbau zurück.

Im Wohnungsneubau waren, gestützt auf die Gespräche des laufenden Quartals, weiterhin Signale einer bevorstehenden Abschwächung zu verzeichnen. Steigende Leerstandsquoten bei Neubauwohnungen trieben auch den Sanierungsbedarf bei Altwohnungen an. Einige Unternehmen aus dem Hoch- und Tiefbau verlagern ihre Tätigkeiten verstärkt in den Tiefbau und auf Infrastrukturprojekte. Dadurch hoffen sie, ihre Margen zu verbessern.

AUSSICHTEN

Verhaltene Zuversicht trotz hoher Unsicherheit

Die Unternehmen rechneten bis zum Ende der Berichtsperiode noch mit steigenden Umsätzen für die kommenden zwei Quartale (Grafik 3). Allerdings kam in der letzten Woche zunehmend Besorgnis über die Auswirkungen des Coronavirus auf. Die Unternehmen signalisierten, dass die rasanten Entwicklungen im Zusammenhang mit dieser Epidemie eine Einschätzung der Aussichten erschweren.

Die Auswirkungen des Coronavirus wurden jedoch einhellig als vorübergehendes Phänomen eingeschätzt. Die Unternehmen rechneten danach teilweise mit Aufholeffekten.

Im Einklang mit den leicht höheren Umsatzerwartungen rechneten die Gesprächspartner bis zum Ende der Berichtsperiode mit einer steigenden Auslastung ihrer technischen Produktionskapazitäten bzw. Infrastrukturen (Grafik 4).

Zurückhaltung bei Investitionen

Die Investitionsbereitschaft blieb verhalten. Unternehmen aus der Industrie und aus dem Dienstleistungssektor beabsichtigten, ihre Investitionsausgaben für Ausrüstungen und Bauten in den kommenden zwölf Monaten ungefähr auf dem bisherigen Niveau zu belassen. Demgegenüber planten Bauunternehmen, ihre Investitionen leicht zu erhöhen. Knapp 30% der Unternehmen in der Stichprobe beabsichtigten mit ihren Investitionen hauptsächlich ihre Produktionskapazitäten auszubauen. Das Tiefzinsumfeld stützte die Investitionen weiterhin. Diese gingen vor allem in Rationalisierungsprojekte und in den Ausbau sowie die Modernisierung der IT.

Stabile Preiserwartungen

Die Gesprächspartner aus der Industrie und den Dienstleistungen rechneten für die kommenden zwei Quartale mit stabilen Einkaufs- und Absatzpreisen. Bauunternehmen erwarteten hingegen sinkende Einkaufs- und Absatzpreise. Den Unternehmen fiel es aber schwer, die Auswirkungen der Corona-Epidemie auf die Einkaufspreise abzuschätzen. Die Preise könnten einerseits aufgrund von Verknappungen steigen, andererseits infolge einer verlangsamt Weltkonjunktur zurückgehen.

Grafik 3

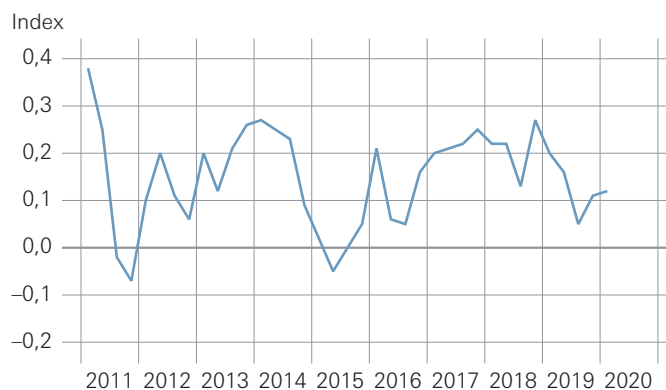
ERWARTETE UMSÄTZE



Erwartete Entwicklung der realen Umsätze in den kommenden zwei Quartalen. Positive (negative) Indexwerte bedeuten, dass höhere (tiefere) Umsätze erwartet werden.
Quelle: SNB

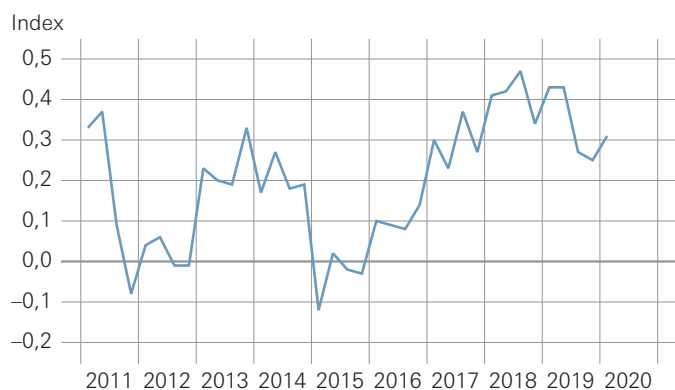
Grafik 4

ERWARTETE KAPAZITÄTSAUSLASTUNG



Erwartete Entwicklung der technischen Kapazitäts- bzw. der betrieblichen Infrastrukturauslastung in den kommenden zwei Quartalen. Positive (negative) Indexwerte bedeuten, dass eine höhere (tiefere) Auslastung erwartet wird.
Quelle: SNB

ERWARTETE BESCHÄFTIGUNG



Erwartete Entwicklung des Personalbestands in den kommenden zwei Quartalen. Positive (negative) Indexwerte bedeuten, dass eine Zunahme (Abnahme) erwartet wird.

Quelle: SNB

Geplanter Ausbau der Personalbestände

Die Gesprächspartner beabsichtigten, die Personalbestände in den kommenden zwei Quartalen weiter zu erhöhen (Grafik 5). Knapp 40% der Unternehmen planten, mehr Personal einzustellen. Dazu zählten insbesondere Unternehmen in den Branchen ICT, Architektur- und Ingenieurbüros, Immobilienwesen, Gebäudebetreuung, Gesundheitswesen, Pharma und im Ausbaugewerbe. Grosshandelsunternehmen planten dagegen, leicht Personal abzubauen.

Gestützt auf die verfügbaren Antworten haben die Unternehmen ihre Löhne im laufenden Jahr um durchschnittlich 1,25% erhöht oder planen, dies zu tun.

UMFELD UND RISIKEN

Die Unsicherheit ist aufgrund des Coronavirus gegenwärtig sehr gross. Die Unternehmen hatten zum Zeitpunkt der Unternehmensgespräche Mühe, die Auswirkungen abzuschätzen. Zudem kamen wieder vermehrt Sorgen über die Stärke des Frankens auf.

Daneben zeigten sich die Gesprächspartner weiterhin besorgt über die fragile Weltkonjunktur, protektionistische Tendenzen und regulatorische Veränderungen. Auch das anhaltende Tiefzinsumfeld betrachten die Gesprächspartner weiterhin mit Sorge. Gleichzeitig begrüsst die Unternehmen aber die tiefen Zinsen, weil sie Investitionen erleichtern und die Aufwertungstendenz des Frankens eindämmen. Ferner sorgten Verzögerungen bei der Ausarbeitung des Rahmenvertrages mit der EU sowie die Ungleichgewichte am Wohnungsmarkt für Unsicherheit.

In vielen Gesprächen kam auch das Thema der Nachhaltigkeit auf. Die Unternehmen erkennen Potenzial für neue Geschäftsfelder und versuchen, sich entsprechend zu positionieren.

Mit Digitalisierungsbestrebungen versuchen viele Unternehmen, ihre Betriebsabläufe zu rationalisieren und zu modernisieren. Gleichzeitig betonten zahlreiche Unternehmen die Bedeutung von Cyberrisiken.

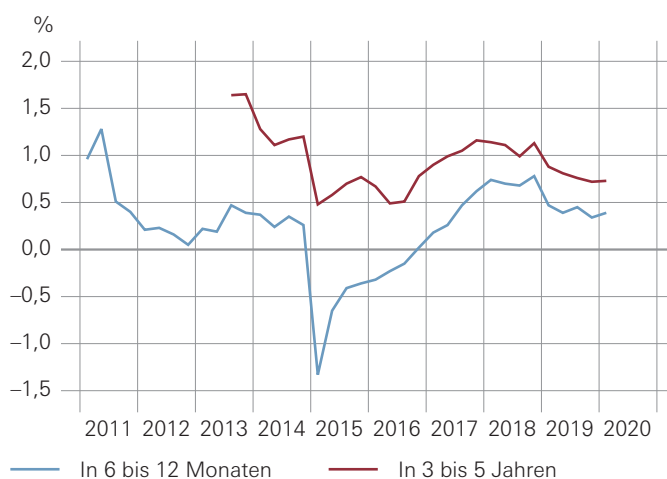
INFLATIONSERWARTUNGEN

Die Delegierten sprechen ihre Gesprächspartner auch auf ihre kurz- und langfristigen Inflationserwartungen als Konsumenten an.

Die am Konsumentenpreisindex gemessenen Inflationserwartungen für die kurze Frist waren praktisch unverändert: Für die nächsten sechs bis zwölf Monate lagen sie bei durchschnittlich 0,4%, gegenüber 0,3% im Vorquartal (blaue Linie in Grafik 6). Die mittelfristigen Inflationserwartungen – mit einem Zeithorizont von drei bis fünf Jahren – lagen unverändert bei durchschnittlich 0,7% (rote Linie in der Grafik).

Grafik 6

ERWARTETE INFLATION



Quelle: SNB

Über die Konjunktursignale

Ansatz

Die SNB-Delegierten führen vierteljährlich Gespräche mit Entscheidungsträgern von Unternehmen in der ganzen Schweiz. Die Konjunktursignale fassen die Hauptergebnisse dieser Gespräche zusammen.

Pro Quartal werden rund 240 Unternehmen besucht. Die Auswahl orientiert sich an der Branchenstruktur der Schweizer Wirtschaft gemäss Bruttoinlandprodukt (BIP) und Beschäftigung. Branchen mit stärkeren Konjunkturschwankungen sind etwas übervertreten. Der öffentliche Sektor und die Landwirtschaft sind dagegen ausgeklammert. Die besuchten Unternehmen ändern in jedem Quartal.

In den Gesprächen erfassen die SNB-Delegierten primär qualitative Informationen. Die Gespräche sind jedoch in einer Form strukturiert, die es den Delegierten erlaubt, einen Teil der erhaltenen qualitativen Informationen auch auf einer numerischen Skala einzustufen. Dies ermöglicht eine Aggregation der Ergebnisse und deren grafische Darstellung.

Die dazu verwendete fünfstufige Skala läuft sinngemäss von «deutlich höher» bzw. «deutlich zu hoch» (Wert +2), «leicht höher» bzw. «etwas zu hoch» (Wert +1), «gleich» bzw. «normal» (Wert 0), «leicht tiefer» bzw. «etwas zu tief» (Wert -1) bis «deutlich tiefer» bzw. «deutlich zu tief» (Wert -2).

Interpretation der Grafiken

Die Grafiken sind als eine numerische Zusammenfassung der erhaltenen qualitativen Informationen zu betrachten. Der dargestellte Indexwert entspricht einem Durchschnitt der Ergebnisse über alle besuchten Unternehmen. Bei der Interpretation der Kurven ist vor allem die Tendenz relevant und weniger das numerische Niveau oder dessen exakte Veränderung.

Weitere Informationen

Weiterführende Angaben zu den Konjunktursignalen sind zu finden auf www.snb.ch, Rubrik Die SNB\Regionale Wirtschaftskontakte.



Die Reaktion des Schweizer Frankens auf Zinsänderungen der Nationalbank

Fabian Fink, Lukas Frei, Christian Grisse, Thomas Maag,
Tanja Zehnder¹

Zusammenfassung

Wie reagiert der Schweizer Franken auf Zinsänderungen der SNB? Die gängige Wirtschaftstheorie sagt, dass eine Senkung des geldpolitischen Zinses den Wechselkurs schwächt. Diese Reaktion ist jedoch nicht immer direkt aus den Bewegungen der Zinssätze und Wechselkurse ersichtlich. Der Grund ist, dass Wechselkurse und Zinsen nicht nur durch die Geldpolitik beeinflusst werden, sondern auch durch andere Treiber wie etwa die Rolle des Frankens als «sicherer Hafen». Die Bestimmung des Einflusses der Geldpolitik auf den Wechselkurs erfordert daher eine sorgfältige empirische Analyse. Diese Studie erklärt den Mechanismus, über den eine Senkung des geldpolitischen Zinses zu einer Abwertung des Wechselkurses führt, und gibt einen Überblick über die empirische Evidenz. Sie fasst zudem zwei neuere, von SNB-Mitarbeitern verfasste Studien zusammen, die zeigen, dass der Franken tatsächlich abwertet, wenn die SNB ihren geldpolitischen Zins senkt. Theorie und Evidenz lassen darauf schliessen, dass die Senkung der Zinssätze bis in den negativen Bereich hinein den Franken geschwächt hat. Umgekehrt würde eine Zinserhöhung den Franken aufwerten.

¹ Wir danken Andreas Fuster, Petra Gerlach, Carlos Lenz, Thomas Nitschka, Jonas Stulz und Mathias Zurlinden für ihre Kommentare.

1. EINLEITUNG

Der Wechselkurs beeinflusst die Konjunktur und die Inflation in der Schweiz. Daher ist er auch eine wichtige Grösse für die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB), deren Mandat es ist, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen.

Für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz ist der internationale Handel von zentraler Bedeutung.¹ Bewegungen des Wechselkurses wirken sich auf die Wettbewerbsfähigkeit von Schweizer Waren und Dienstleistungen auf den internationalen Märkten aus. Eine Abwertung des Frankens macht Schweizer Exporte wettbewerbsfähiger, was nicht nur dem Exportsektor, sondern der ganzen Wirtschaft Auftrieb gibt. Eine rasch expandierende Wirtschaft wiederum übt Aufwärtsdruck auf die Inflation aus. Da viele in der Schweiz konsumierte Güter und Dienstleistungen importiert werden und diese teurer werden, wenn der Franken abwertet, erhöht eine Abwertung ausserdem auch direkt die Inflation in der Schweiz.²

Geldpolitische Entscheide der SNB beeinflussen den Wechselkurs. In ihren Medienmitteilungen hat die SNB den Einfluss ihrer Geldpolitik auf den Wechselkurs immer wieder betont. So hiess es zum Beispiel in der Medienmitteilung zur geldpolitischen Lagebeurteilung vom Dezember 2019: «[Negativzinsen] wirken der Attraktivität von Anlagen in Franken entgegen und verringern dadurch den Aufwertungsdruck.» Wenn die Zinsen in der Schweiz sinken, ziehen die Investoren Geld aus Frankenanlagen ab und legen es in ausländischer Währung an, was den Franken schwächt.

Diese Studie erklärt den Einfluss der geldpolitischen Zinsen auf den Wechselkurs und fasst die empirische Evidenz zusammen. Die empirische Evidenz stützt die Auffassung, dass der Franken abwertet, wenn die SNB die Zinsen senkt.

2. THEORIE

Zwei ökonomische Grundprinzipien erklären die Beziehung zwischen geldpolitischem Zins und Wechselkurs: die Kaufkraftparität (englisch: *purchasing power parity*, kurz PPP) und die Zinsparität.³ Um die Wechselkursreaktion auf eine Senkung des geldpolitischen Zinses zu erklären, ist es am einfachsten, mit der langfristigen Reaktion des Wechselkurses zu beginnen und dann die Anpassung des Wechselkurses an das neue langfristige Niveau zu betrachten.

1 Im Jahr 2018 beispielsweise machte der schweizerische Aussenhandel (Summe aus Exporten und Importen) rund 120% des BIP aus.

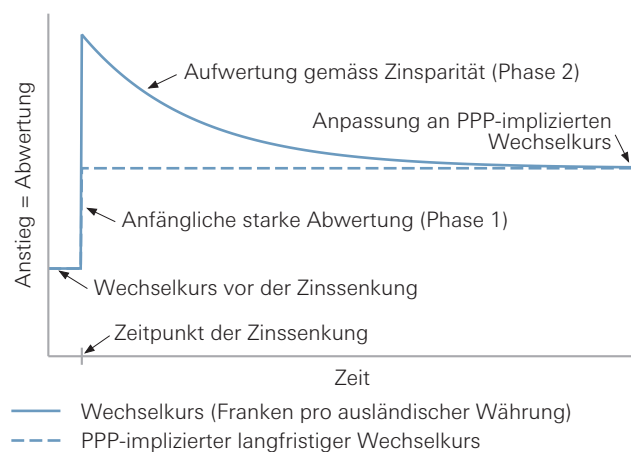
2 Zum Einfluss des Wechselkurses auf die Schweizer Wirtschaft siehe z.B. Bäurle und Steiner (2015), Stulz (2007) und Bonadio, Fischer und Sauré (2018) zeigen empirische Evidenz für die Übertragung von Wechselkursbewegungen auf die Preise in der Schweiz.

3 Eine ausführlichere Darstellung der in diesem Abschnitt beschriebenen Mechanismen findet sich in vielen ökonomischen Lehrbüchern, so z.B. in Krugman, Obstfeld und Melitz (2018), Kapitel 14–16.

PPP bestimmt den Wechselkurs in der langen Frist. Sie besagt, dass man für einen gegebenen Geldbetrag die gleiche Menge an Waren und Dienstleistungen in der Schweiz und im Ausland erhalten sollte. Die Preise von Gütern in der Schweiz und im Ausland sollten also nach der Umrechnung in die gleiche Währung identisch sein.⁴ Wenn die SNB den geldpolitischen Zins senkt, dann stimuliert diese geldpolitische Lockerung die wirtschaftliche Aktivität in der Schweiz, was schliesslich zu höheren Preisen führt. Bei unveränderten Preisen im Ausland erfordert PPP einen schwächeren Franken in der langen Frist (gestrichelte Linie in Grafik 1). Ein schwächerer Franken bedeutet, dass man mehr Franken für eine Einheit ausländischer Währung erhält und somit die gestiegenen Preise in der Schweiz bezahlen kann.

Grafik 1

STILISIERTE WECHSELKURSREAKTION NACH EINER ZINSENKUNG DER ZENTRALBANK



Quelle: SNB

Die Zinsparität bestimmt, wie sich der Wechselkurs nach Änderungen des geldpolitischen Zinses über die Zeit anpasst. Sie besagt, dass Investitionen in Franken und in ausländischer Währung die gleiche erwartete Rendite erzielen sollten, so dass Investoren gleichermaßen bereit sind, sie zu halten.⁵ In ausländischer Währung ausgedrückt entspricht die erwartete Rendite auf einer Anlage in Fran-

4 Diese Form von PPP wird in der Fachliteratur als «absolute» PPP bezeichnet. Die absolute PPP ist in der Realität kaum je erfüllt. Abweichungen von der absoluten PPP können z.B. auf Handelskosten beruhen, die verhindern, dass die Ausnutzung von PPP-Abweichungen profitabel ist. Die schwächere «relative» PPP besagt, dass der in ausländischen Gütern ausgedrückte Preis von inländischen Gütern – der reale Wechselkurs – stationär sein sollte (anstatt konstant gleich eins, wie von der absoluten PPP postuliert). In der Realität gibt es persistente Abweichungen von der relativen PPP in der kurzen Frist. Langfristig scheint sie jedoch zu gelten (siehe z.B. Rogoff, 1996). Für unsere Argumentation muss letztlich weder die absolute noch die relative PPP erfüllt sein. Es genügt eine schwächere Form der relativen PPP, gemäss welcher der reale Wechselkurs durch die Geldpolitik (oder generell durch monetäre Faktoren) langfristig nicht beeinflusst wird: Eine Lockerung der Geldpolitik führt zu einem Anstieg der Inflationsrate und einer Abschwächung des Wechselkurses, welche die Inflationsdifferenz zum Ausland in der langen Frist ausgleicht und den realen Wechselkurs somit unverändert lässt.

5 Diese Form der Zinsparität wird in der Fachliteratur als «ungedeckte Zinsparität» (englisch: *uncovered interest parity*, kurz UIP) bezeichnet (im Gegensatz zur «gedeckten» Zinsparität, bei der kein Wechselkursrisiko eingegangen wird). In der Realität gibt es Abweichungen von UIP, die zu einer umfangreichen Literatur geführt haben (siehe Engel, 2014). Das Ergebnis, dass eine Senkung des geldpolitischen Zinses den Wechselkurs schwächt, wird dadurch jedoch nicht in Frage gestellt.

ken dem Zins in der Schweiz plus der erwarteten Aufwertung des Frankens. Die erwartete Rendite auf einer Anlage in ausländischer Währung ist einfach der ausländische Zinssatz. Um zu illustrieren, wie sich die Zinsparität auswirkt, sei im Folgenden angenommen, dass die geldpolitischen Zinssätze in der Schweiz und im Ausland anfänglich gleich sind, so dass die Investoren gemäss Zinsparität einen stabilen Franken erwarten. Nach der Zinssenkung durch die SNB liegt der Zins in der Schweiz unter jenem im Ausland, so dass die Investoren eine Aufwertung des Frankens erwarten müssen, um für den niedrigeren Zins in der Schweiz entschädigt zu werden.

Zusammen implizieren PPP und Zinsparität, dass der Franken nach einer Zinssenkung der SNB sofort abwertet (Phase 1). Eine sofortige kräftige Abwertung ist notwendig, um die wegen der Zinsparität erwartete Aufwertung in Phase 2 und den durch PPP bestimmten langfristig schwächeren Wechselkurs in Einklang zu bringen. Grafik 1 zeigt diese als «Überschiessen» bekannte unmittelbare Reaktion und den anschliessenden Anpassungsprozess.

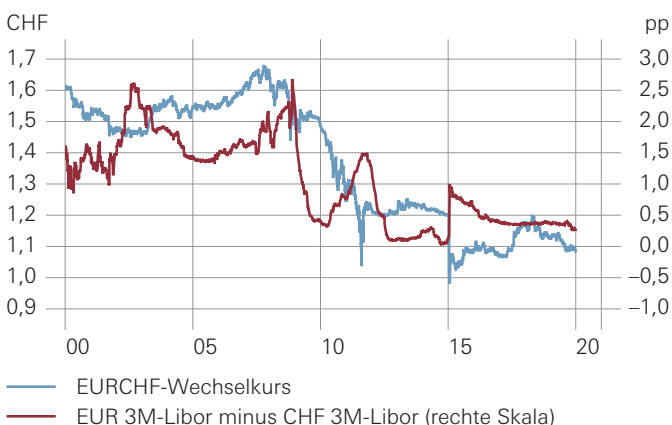
Die ökonomische Theorie sagt also, dass der Franken nach einer Zinssenkung der Zentralbank deutlich abwertet und langfristig schwächer bleibt als vor der Zinssenkung. Einige weitere Punkte sind erwähnenswert. Erstens hängen die hier beschriebenen Effekte nicht vom Zinsniveau ab. Eine Zinssenkung unter null schwächt den Franken genauso wie eine Zinssenkung im positiven Bereich. Daher bleiben die vor der globalen Finanzkrise bei klar positiven Zinssätzen beobachteten Effekte von Zinsänderungen auf den Wechselkurs auch für die Abschätzung der Wechselkurswirkungen von Zinssenkungen im negativen Bereich relevant.

Zweitens sind die Effekte von Zinsänderungen im In- und Ausland symmetrisch. Wenn die Zinsen im Ausland erhöht werden, wertet der Franken genauso ab wie nach einer Zinssenkung der SNB. Werden die Zinsen in der Schweiz

Grafik 2

EURCHF-WECHSELKURS UND EUR-CHF ZINSDIFFERENZ (3M-LIBOR)

Tagesdaten



Quellen: ICE Benchmark Administration, SNB

und im Ausland also gleichzeitig und im gleichen Ausmass gesenkt, sollte der Wechselkurs stabil bleiben. Entscheidend für den Franken ist die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und dem Ausland. So hat die SNB ihren geldpolitischen Zins seit dem Beginn der globalen Finanzkrise zwar mehrmals gesenkt, doch ist der geldpolitische Zins der EZB im gleichen Zeitraum noch stärker gesunken. Die Differenz zwischen den geldpolitischen Zinsen von EZB und SNB ist somit kleiner geworden. Es ist daher nicht überraschend, dass der Franken gegenüber dem Euro seit dem Beginn der Krise trotz der Zinssenkungen der SNB an Wert gewonnen hat.

Drittens reagiert der Wechselkurs, sobald der Markt eine Änderung des geldpolitischen Zinses erwartet. Wird der geldpolitische Zins später tatsächlich angepasst, gibt es möglicherweise nahezu keine weitere Reaktion mehr. Um die Beziehung zwischen Zinsen und Wechselkursen zu analysieren, empfiehlt es sich daher, nicht Tageszinsen, sondern Marktzinsen längerer Laufzeiten anzuschauen, d.h. Zinssätze wie den Dreimonats-Libor, die sowohl die aktuelle Geldpolitik als auch die Markterwartungen über die zukünftige Geldpolitik widerspiegeln. Wenn die SNB beispielsweise ihren geldpolitischen Zins senkt und diese Entscheidung die Märkte überrascht, dann fallen die Marktzinsen ebenfalls und der Franken wertet ab. Wenn die Zinssenkung jedoch vom Markt bereits erwartet wurde, sinken die Marktzinsen schon in dem Zeitpunkt, in dem der Markt eine Zinssenkung zu erwarten begann, und ändern sich später, wenn die SNB die Zinssenkung vornimmt, nicht mehr. Daher beruhen empirische Studien in der Regel auf Marktzinsen.

3. EIN ERSTER BLICK AUF DIE DATEN

Die nackten Daten scheinen keine klare Beziehung zwischen dem Franken-Wechselkurs und der Zinsdifferenz zu zeigen. Grafik 2 zeigt den Frankenkurs des Euros, d.h. den Preis eines Euros in Franken (EURCHF), zusammen mit der Differenz zwischen kurzfristigen Zinsen für Interbankengeschäfte in Euro und Franken (Dreimonats-Libor), basierend auf Tagesdaten seit 2000.⁶ Gemäss Theorie sollte der Franken abwerten (Anstieg des abgebildeten EURCHF-Wechselkurses), wenn die Zinsen in der Schweiz relativ zu den Zinsen in der Eurozone sinken (Anstieg der abgebildeten Zinsdifferenz). Im längerfristigen Durchschnitt ist eine solche gleichgerichtete Bewegung zwar erkennbar, doch ist die Beziehung schwach. Über kürzere Perioden haben sich EURCHF und Zinsdifferenz oft nicht in die gleiche Richtung bewegt.

⁶ Der Franken-Dreimonats-Libor war zwischen 2000 und 2019 der Referenzzinssatz der SNB. In dieser Zeit stellte die SNB sicher, dass der Dreimonats-Libor innerhalb des von der SNB festgelegten Zielbands lag. Bewegungen des Dreimonats-Libors innerhalb des Zielbands lagen vor allem Markterwartungen über zukünftige geldpolitische Änderungen zugrunde. Der Dreimonats-Libor spiegelt die Zinskosten für dreimonatige unbesicherte Kredite auf dem Interbankenmarkt wider.

Warum ist die erwartete Wirkung von Veränderungen der Zinsdifferenz auf den Wechselkurs nicht klar zu beobachten? Der Grund ist, dass Zins- und Wechselkursbewegungen nicht nur die Geldpolitik widerspiegeln, sondern auch den Einfluss von anderen Kräften.

Grundsätzlich kann ein weiter Kreis von Wirtschaftsnachrichten Bewegungen von Zinsen und Wechselkursen hervorrufen. Die Veröffentlichung von unerwartet hohen Arbeitslosenzahlen beispielsweise sollte mit tieferen Marktzinsen und einer Abschwächung des Frankens einhergehen. Der Grund hierfür ist, dass die Märkte erwarten, dass die Geldpolitik aufgrund der unerwartet schlechten Wirtschaftslage eher lockerer wird.

Wenn jedoch Kapitalflüsse im Zusammenhang mit der Rolle des Frankens als «sicherer Hafen» den Wechselkurs treiben, werden Kapitalflüsse in die als sicherer Hafen wahrgenommene Schweiz zu Aufwertungsdruck auf den Franken führen. Der stärkere Franken dämpft die wirtschaftliche Aktivität und die Inflation in der Schweiz, was die Märkte dazu veranlassen kann, eine geldpolitische Lockerung der SNB zu erwarten. Diese Erwartungen wiederum senken die Marktzinsen. Dies ist ein Beispiel dafür, wie tiefere Zinsen in der Schweiz auch mit einem stärkeren Franken einhergehen können.

Zusammengefasst gilt also, dass der Franken je nachdem, welche weiteren Kräfte im Spiel sind, aufwerten oder abwerten kann, wenn die Zinsen in der Schweiz sinken. Eine Lockerung der Geldpolitik schwächt zwar den Franken, doch kann dieser Effekt durch andere Kräfte überlagert werden. Die genaue Bestimmung des Zinseinflusses auf den Wechselkurs ist deshalb nicht einfach.

4. MESSUNG DES ZINSEFFEKTS AUF DEN WECHSELKURS

Empirische Studien – einschliesslich zweier neuer Arbeitspapiere für die Schweiz – schätzen den Zinseffekt auf den Wechselkurs mit Hilfe ökonomischer Methoden. Damit kann die Wirkung einer Zinsänderung isoliert werden. Eine Auswahl dieser Studien ist in Tabelle 1 aufgeführt.⁷ Die Studien zeigen übereinstimmend, dass der Wechselkurs, wie von der Theorie erwartet, nach einer Zinssenkung kurzfristig abwertet. Jene Studien, die auch die längerfristigen Effekte einer lockeren Geldpolitik untersuchen, zeigen, dass der Wechselkurs auch langfristig schwächer bleibt als vor der Senkung des geldpolitischen Zinses. Diese Ergebnisse gelten sowohl für den Franken als auch für andere wichtige Währungen.

Jenseits der Übereinstimmung in den qualitativen Ergebnissen gibt es jedoch grosse quantitative Unterschiede zwischen den Schätzwerten. In den in Tabelle 1 aufgeführten Studien reicht die Spannweite der geschätzten Wechselkursreaktion auf eine Zinsänderung von 1 Prozentpunkt von etwa 1% bis

Tabelle 1

Studien zum Schweizer Franken	Studien zu anderen Währungen
Cuche-Curti et al. (2009)	Bjørnland (2009)
Ferrari et al. (2017)	Eichenbaum and Evans (1995)
Fink et al. (2020)	Faust and Rogers (2003)
Grise (2020)	Inoue and Rossi (2019)
Kugler (2020)	Kearns and Manners (2006)
Lenz and Savioz (2009)	Kim et al. (2017)
Rinaldo and Rossi (2010)	Rogers et al. (2018)
Rudolf and Zurlinden (2014)	Scholl and Uhlig (2008)

25%. Diese grosse Spannweite spiegelt Unterschiede in der Schätzperiode, dem untersuchten Wechselkurs und den verwendeten empirischen Methoden wider.

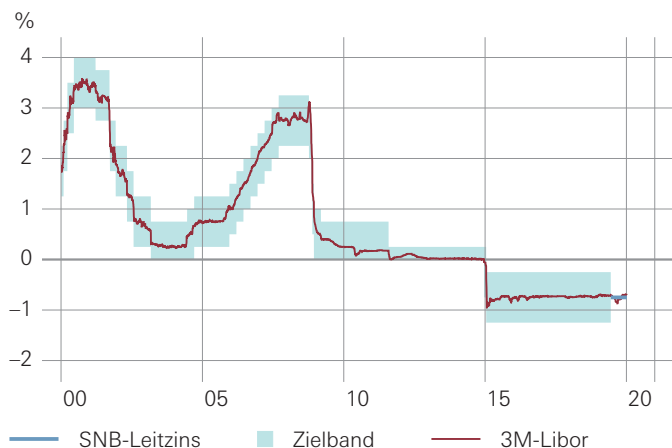
Der Zeithorizont, für den die Wechselkursreaktion geschätzt wird, beeinflusst die Ergebnisse ebenfalls. Wie bereits erwähnt, dürften sich die kurzfristigen und langfristigen Reaktionen des Wechselkurses auf eine Senkung des geldpolitischen Zinses deutlich unterscheiden. Kearns und Manners (2006) beispielsweise untersuchen Wechselkurse des US-Dollars und finden, dass eine unerwartete Zinssenkung von 1 Prozentpunkt mit einer Abwertung von 1,4% in der ersten Stunde nach der Ankündigung verbunden ist. Rinaldo und Rossi (2010) schätzen die Reaktion des Frankens innerhalb der ersten zwanzig Minuten nach geldpolitischen Ankündigungen der SNB. Sie kommen zum Ergebnis, dass der Franken um 0,7% abwertet, wenn der CHF-Dreimonats-Libor um 1 Prozentpunkt sinkt.⁸ Kugler (2020) schätzt, dass eine Senkung des CHF-Dreimonats-Libor von 1 Prozentpunkt mit einer Abwertung des Frankens gegenüber dem Vortag um je 4% zum Euro und zum US-Dollar verbunden ist. Studien, die den langfristigen Einfluss schätzen, wie z.B. Eichenbaum und Evans (1995), Scholl und Uhlig (2008) und Kim et al. (2017), kommen oft zum Ergebnis, dass der Wechselkurs im Anschluss an eine Senkung des geldpolitischen Zinssatzes anhaltend abwertet, wobei die maximale Wechselkursreaktion erst nach etwa ein bis zwei Jahren erreicht wird.⁹ Lenz und Savioz (2009) finden, dass ein durch die SNB herbeigeführter Rückgang des CHF-Dreimonats-Libor um 1 Prozentpunkt den Franken gegenüber dem Euro dauerhaft um mehr als 25% schwächt.

⁸ Ferrari et al. (2017) verwenden ebenfalls innertägliche Daten und erhalten eine deutlich stärkere Reaktion des Schweizer Frankens auf Schweizer Zinsen (25% für eine Zinsänderung von 1 Prozentpunkt). Dieser Wert sollte jedoch mit Vorsicht interpretiert werden, da er für eine Periode geschätzt ist, während der der Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro galt.

⁹ Es besteht allerdings keine Einigkeit in der Fachliteratur bezüglich dieses «aufgeschobenen Überschüssens» des Wechselkurses. So finden zum Beispiel Bjørnland (2009), Rogers et al. (2018) und Inoue and Rossi (2019), dass der Wechselkurs kurzfristig abwertet, wenn die Zentralbank die Geldpolitik lockert, und dass der Wechselkurs typischerweise bald danach aufzuwerten beginnt, dabei jedoch langfristig schwächer bleibt als vor der geldpolitischen Lockerung. Dies entspricht der von der Theorie implizierten Wechselkursanpassung, die in Grafik 1 gezeigt ist.

⁷ Diese Papiere wurden so ausgewählt, dass verschiedene empirische Methoden, Datenperiodizitäten und Währungspaare abgedeckt werden.

ZIELBAND FÜR 3M-LIBOR, SNB-LEITZINS UND GELDMARKTSÄTZE



Quellen: Bloomberg, SIX Swiss Exchange AG, SNB

Zwei neuere Studien von SNB-Mitarbeitern, Fink et al. (2020) und Grisse (2020), bestätigen den Einfluss von Zinsanpassungen auf den Wechselkurs in Daten zum CHF-Dreimonats-Libor und zum Wechselkurs des Frankens zwischen Januar 2000 und August 2011. Grafik 3 zeigt, dass dieser Zeitraum zwei volle SNB-Zinszyklen umfasst, woraus sich die für die Schätzung der Zinseffekte auf den Franken notwendige Variation im geldpolitischen Zins ergibt.¹⁰

Diese Studien verwenden keine neueren Daten, weil zwischen September 2011 und Januar 2015 der Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro galt und die SNB bereit stand, diesen nötigenfalls mit unlimitierten Devisenmarktinterventionen durchzusetzen. Auch nach der Aufhebung des Mindestkurses im Januar 2015 hat die SNB immer wieder ihre Bereitschaft bekräftigt, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Tatsächliche und erwartete Interventionen machen es schwierig, die Beziehung zwischen Bewegungen des Wechselkurses und der Zinsdifferenz über den gesamten Zeitraum von 2000 bis heute zu schätzen.¹¹ Ausserdem hat die SNB ihren geldpolitischen Zinssatz seit September 2011 effektiv nur einmal angepasst, verglichen mit 26 Zinsanpassungen zwischen Januar 2000 und August 2011.¹²

10 Im geldpolitischen Konzept der SNB wurde das Zielband für den Dreimonats-Libor im Juni 2019 durch den SNB-Leitzins ersetzt. Diese Änderung ist für die Schlussfolgerungen bezüglich der Reaktion des Frankens auf eine Zinsänderung der SNB nicht relevant.

11 Die SNB intervenierte auch in den Jahren 2009 und 2010 am Devisenmarkt. Dies hat jedoch keinen Einfluss auf die Analyse in Fink et al. (2020), da sich diese Studie auf den Wechselkurseffekt von Zinsen an Tagen um geldpolitische Entscheidungen der SNB konzentriert. Die Resultate in Grisse (2020) sind robust, wenn statt der sich bis 2011 erstreckenden Schätzperiode eine kürzere Schätzperiode bis 2007 verwendet wird.

12 Die SNB kündigte am 18. Dezember 2014 einen Negativzins von -0,25% an (mit Wirkung ab 22. Januar 2015). Am 15. Januar 2015 kündigte sie einen Negativzins von -0,75% an (mit Wirkung wiederum ab 22. Januar 2015).

Fink et al. (2020) betrachten die Tage um die geldpolitischen Lagebeurteilungen der SNB. Ihr Ansatz beruht auf der Annahme, dass geldpolitische Neuigkeiten an Tagen mit SNB-Lagebeurteilung häufiger und grösser sind als an anderen Tagen. Dies erlaubt es, mit Tagesdaten einen kausalen Einfluss von Veränderungen des geldpolitischen Zinses auf Wechselkurse des Frankens zu schätzen. Fink et al. finden, dass der Franken als Reaktion auf eine Senkung des CHF-Dreimonats-Libor gegenüber dem Euro und dem US-Dollar abwertet. Eine Zinssenkung von 1 Prozentpunkt führt am gleichen Tag zu einer Abwertung des Frankens um 2%.¹³

Grisse (2020) untersucht wöchentliche Daten für Wechselkurse des Frankens, Zinsen und Aktienpreise für den gesamten Zeitraum von 2000 bis 2011. Unter plausiblen Annahmen zur Beziehung zwischen Aktienpreisen und Zinsen kann der Einfluss der Geldpolitik von jenem anderer Treiber abgegrenzt und die Wirkung der Geldpolitik auf den Wechselkurs geschätzt werden.¹⁴ Grisse kommt zum Ergebnis, dass der Franken nach einer Senkung des CHF-Dreimonats-Libor kurzfristig abwertet und anschliessend weiter schwächer bleibt als vor der Zinssenkung. Eine Senkung des CHF-Dreimonats-Libor von 1 Prozentpunkt führt innert Wochenfrist zu einer Abwertung des Frankens um etwa 4% gegenüber dem Euro und etwa 3% gegenüber dem US-Dollar. Der Franken bleibt langfristig schwächer gegenüber dem Euro und dem US-Dollar.

5. GELDPOLITISCHE SCHLUSSFOLGERUNGEN

Global haben viele Zentralbanken die geldpolitischen Zinsen nach der Finanzkrise stärker gesenkt als die SNB, so dass sich die Zinsdifferenz gegenüber dem Franken verringert hat. Die Zinsen in der Schweiz waren historisch meist niedriger als im Ausland, unter anderem weil die Inflation in der Schweiz tiefer war, aber auch weil die Investoren den Franken insbesondere in Zeiten hoher Unsicherheit als sicheren Hafen schätzen. Die Entscheidung der SNB, einen Negativzins einzuführen, hat die historisch übliche Zinsdifferenz gegenüber anderen Währungen zumindest teilweise wiederhergestellt und damit die Attraktivität von Frankenanlagen reduziert.

13 Viele empirische Studien kommen zu dem Ergebnis, dass die stärkste Wechselkursreaktion mit zeitlicher Verzögerung stattfindet.

14 So führt z.B. eine straffere Geldpolitik – oder eine vom Markt erwartete geldpolitische Straffung – zu höheren Zinsen und tieferen Aktienpreisen, während enttäuschende Wirtschaftsnachrichten zwar ebenfalls mit tieferen Aktienpreisen verbunden sind, gleichzeitig jedoch auch mit tieferen Zinsen, die durch Markterwartungen getrieben sind, dass die Zentralbank die Geldpolitik lockern wird.

Die Analyse in dieser Studie zeigt, dass Zinssenkungen der SNB den Franken schwächen. Theoretische Überlegungen lassen darauf schliessen, dass dieser Mechanismus auch bei negativem geldpolitischem Zins wirkt. Die empirischen Ergebnisse von Ferrari et al. (2017) implizieren weiter, dass der Einfluss der Geldpolitik auf den Wechselkurs global stärker geworden ist.¹⁵ Dies bedeutet, dass die Wirkung von Zinsänderungen auf Wechselkurse heute eher stärker ist als in früheren Jahren. Empirische Studien zeigen auch, dass der Einfluss von Zinsänderungen auf den Wechselkurs umso grösser ist, je stärker diese die Märkte überraschen.¹⁶ Entsprechend hätte eine überraschende Zinsanhebung durch die SNB eine deutliche Aufwertung des Frankens zur Folge.

¹⁵ Ferrari et al (2017) argumentieren, dass die effektive nominale Zinsuntergrenze aufgrund des globalen Zinsrückgangs stärker bindend ist als früher und der Wechselkurs daher einen grösseren Anteil der Anpassung an Änderungen des geldpolitischen Zinses trägt.

¹⁶ Siehe z.B. Ferrari et al. (2017), Kearns und Manners (2006) oder Rinaldo und Rossi (2010).

Literatur

Bäurle, Gregor und Elizabeth Steiner (2015), How do individual sectors respond to macroeconomic shocks? A structural dynamic factor approach applied to Swiss data, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 151(3), S. 167–225.

Bjørnland, Hilde C. (2009), Monetary policy and exchange rate overshooting: Dornbusch was right after all, *Journal of International Economics*, 79(1), S. 64–77.

Bonadio, Barthélémy, Andreas M. Fischer und Philip Sauré (2018), *The speed of exchange rate pass-through*, SNB Working Paper, 2018–05.

Cuče-Curti, Nicolas A., Harris Dellas und Jean-Marc Natal (2009), DSGE-CH: A dynamic stochastic general equilibrium model for Switzerland, *SNB Economic Study*, Nr. 5, 2009.

Eichenbaum, Martin und Charles L. Evans (1995), Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates, *Quarterly Journal of Economics*, 110(4), S. 975–1009.

Engel, Charles (2014), Exchange rates and interest parity, *Handbook of International Economics*, Vol. 4, S. 453–522.

Faust, Jon und John H. Rogers (2003), Monetary policy's role in exchange rate behaviour, *Journal of Monetary Economics*, 50(7), S. 1403–1424.

Ferrari, Massimo, Jonathan Kearns und Andreas Schrimpf (2017), *Monetary policy's rising FX impact in the era of ultra-low rates*, BIS Working Papers, Nr. 626.

Fink, Fabian, Lukas Frei, Thomas Maag und Tanja Zehnder (2020), *The impact of SNB monetary policy on the Swiss franc and longer-term interest rates*, SNB working paper 2020-01.

Grise, Christian (2020), *The effect of monetary policy on the Swiss franc: an SVAR approach*, SNB working paper 2020-02.

Inoue, Atsushi und Barbara Rossi (2019), The effects of conventional and unconventional monetary policy on exchange rates, *Journal of International Economics*, 118(C), S. 419–447.

Kearns, Jonathan und Phil Manners (2006), The impact of monetary policy on the exchange rate: a study using intraday data, *International Journal of Central Banking*, 2(4), S. 157–183.

Kim, Seong-Hoon, Seongman Moon und Carlos Velasco (2017), Delayed overshooting: Is it an '80s puzzle? *Journal of Political Economy*, 125(5), S. 1570–1598.

Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld und Marc J. Melitz (2018), *International Economics: Theory and Policy*, 11th Edition, Pearson.

Kugler, Peter (2020), *The short-run impact of interest rates on exchange rates: results for the Swiss franc against the euro and US dollar from daily data 2001–2011*, Working Papers 2020/01, Faculty of Business and Economics – University of Basel.

Lenz, Carlos und Marcel R. Savioz (2009), *Monetary determinants of the Swiss franc*, SNB Working Paper, 2009–16.

Rinaldo, Angelo und Enzo Rossi (2010), The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication, *Journal of International Money and Finance*, 29(3), S. 486–503.

Rogers, John H., Chiara Scotti und Jonathan H. Wright (2018), Unconventional monetary policy and international risk premia, *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(8), S. 1827–1850.

Rogoff, Kenneth (1996), The purchasing power parity puzzle, *Journal of Economic Literature*, 34(2), S. 647–668.

Rudolf, Barbara und Mathias Zurlinden (2014), A compact open economy DSGE model for Switzerland, *SNB Economic Study*, 2014–08.

Scholl, Almuth und Harald Uhlig (2008), New evidence on the puzzles: results from agnostic identification on monetary policy and exchange rates, *Journal of International Economics*, 76(1), S. 1–13.

Stulz, Jonas (2007), Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from vector autoregressions, *SNB Economic Study*, 2007–04.

Geld- und währungs- politische Chronik

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

<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 19. März belässt die SNB den SNB-Leitzins und den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB auf $-0,75\%$. Allerdings erhöht sie den Freibetragsfaktor von 25 auf 30, so dass der Freibetrag für das Bankensystem steigt. Die SNB stärkt so die Banken, damit sie ihre zentrale wirtschaftliche Rolle wahrnehmen können. Sie interveniert verstärkt am Devisenmarkt. Der Franken sei nochmals höher bewertet und die globalen Finanzmärkte unter starkem Druck. Der Negativzins und die Interventionen dienen dazu, der Attraktivität von Anlagen in Franken entgegenzuwirken und damit den Druck auf den Franken zu verringern. Die SNB stabilisiert so die Preisentwicklung und unterstützt die Wirtschaftsaktivität</p>	März 2020
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 12. Dezember belässt die SNB den SNB-Leitzins und den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei $-0,75\%$. Die SNB bekräftigt, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Der Franken sei hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt zeige sich weiterhin fragil. Der Negativzins und die Interventionsbereitschaft dienen dazu, der Attraktivität von Anlagen in Franken entgegenzuwirken und damit den Druck auf den Franken zu verringern. Die SNB stabilisiert so die Preisentwicklung und unterstützt die Wirtschaftsaktivität.</p>	Dezember 2019
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 19. September belässt die SNB den SNB-Leitzins und den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei $-0,75\%$. Ausserdem passt sie die Berechnungsgrundlage für den Negativzins an, was dazu führt, dass der Freibetrag für das Bankensystem steigt und die Negativzinseinnahmen der SNB sinken. Die SNB bekräftigt, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Der Franken sei hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt zeige sich weiterhin fragil. Der Negativzins und die Interventionsbereitschaft dienen dazu, der Attraktivität von Anlagen in Franken entgegenzuwirken und damit den Druck auf den Franken zu verringern. Die SNB stabilisiert so die Preisentwicklung und unterstützt die Wirtschaftsaktivität.</p>	September 2019
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 13. Juni belässt die SNB den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei $-0,75\%$. Die SNB bekräftigt, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Der Franken sei hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt zeige sich weiterhin fragil. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, dienen dazu, die Attraktivität von Anlagen in Franken tief zu halten und den Druck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.</p>	Juni 2019
<p>Die SNB führt am 13. Juni den SNB-Leitzins ein und kündigt an, sie werde die geldpolitischen Entscheide fortan durch die Festlegung der Höhe dieses Zinses treffen und kommunizieren. Der SNB-Leitzins ersetzt das bisherige Zielband für den 3M-Libor. Der Zins auf Sichteinlagen bei der SNB entspricht zurzeit dem SNB-Leitzins und beträgt weiterhin $-0,75\%$. Die SNB strebt an, die kurzfristigen besicherten Geldmarktzinsen in Franken nahe am SNB-Leitzins zu halten.</p>	
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 21. März belässt die SNB den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei $-0,75\%$ und das Zielband für den 3M-Libor bei $-1,25\%$ bis $-0,25\%$. Die SNB bekräftigt, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Der Franken sei hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt zeige sich weiterhin fragil. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, dienen dazu, die Attraktivität von Anlagen in Franken tief zu halten und den Druck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.</p>	März 2019

IMPRESSUM

Herausgeberin

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach 8022 Zürich

Gestaltung

Interbrand AG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart+Schön Group 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)58 631 11 50
Fax: +41 (0)58 631 50 48
E-Mail: library@snb.ch

In gedruckter Form erscheint das Quartalsheft
auf Deutsch (ISSN 1423-3789),
Französisch (ISSN 1423-3797)
und Italienisch (ISSN 2504-3544).



Elektronisch ist das Quartalsheft abrufbar auf:

Deutsch: www.snb.ch, Publikationen,
Ökonomische Publikationen,
Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
Französisch: www.snb.ch, Publications,
Publications économiques,
Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
Englisch: www.snb.ch, Publications,
Economic publications,
Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)
Italienisch: www.snb.ch, Pubblicazioni,
Pubblicazioni economiche,
Bollettino trimestrale (ISSN 2504-480X)

Internet

www.snb.ch

Urheberrecht/Copyright ©

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

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

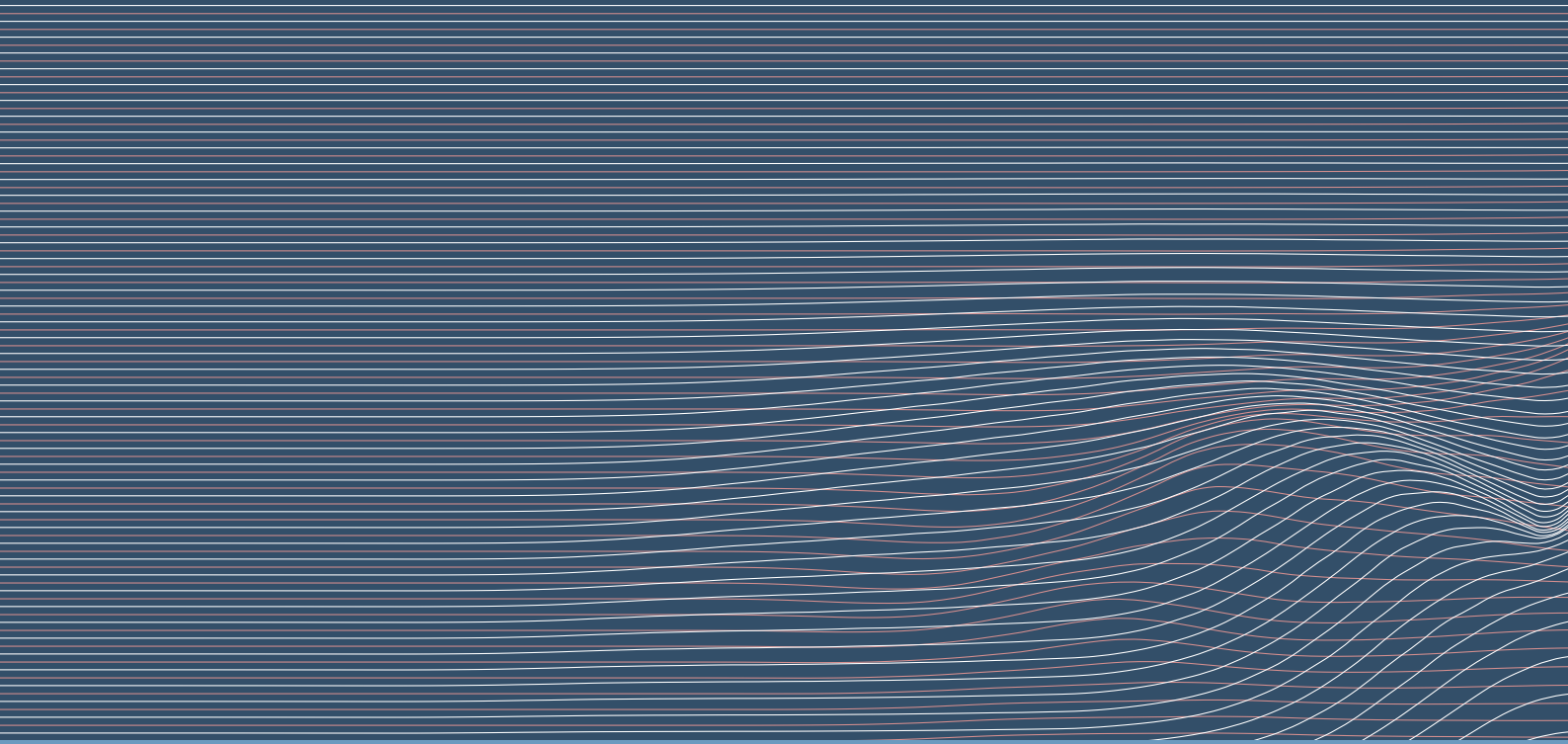
Allgemeine Informationen und Daten, die von der SNB
ohne Copyright-Vermerk veröffentlicht werden, können
auch ohne Quellenangabe genutzt werden.

Soweit Informationen und Daten ersichtlich aus fremden
Quellen stammen, sind Nutzer solcher Informationen und
Daten verpflichtet, allfällige Urheberrechte daran zu
respektieren und selbst entsprechende 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 Informationen entstehen
könnten. Die Haftungsbeschränkung gilt insbesondere
für die Aktualität, Richtigkeit, Gültigkeit und Verfügbarkeit
der Informationen.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2020



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

