

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



Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Juni

2/2004

22. Jahrgang

Inhalt

- 5 **Übersicht**
- 6 **Bericht über die Geldpolitik**
- 38 **Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten
für regionale Wirtschaftskontakte**
- 42 **Präsidialansprache an der Generalversammlung
der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank
vom 30. April 2004**
Hansueli Raggenbass
- 46 **Referat an der Generalversammlung
der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank
vom 30. April 2004**
Jean-Pierre Roth
- 52 **Swiss National Bank Working Papers
und Swiss National Bank Economic Studies:
Zusammenfassungen**
- 54 **Geld- und währungspolitische Chronik**

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

In den ersten Monaten des Jahres 2004 hat die Konjunkturerholung in den grossen Wirtschaftsräumen an Schwung gewonnen. Insgesamt fiel das Wachstum im ersten Quartal 2004 leicht höher aus, als im letzten Bericht über die Geldpolitik erwartet worden war. Als Folge der Konjunkturbelebung und der stark gestiegenen Erdölpreise ist in vielen Ländern ein leichter Anstieg der Teuerung zu beobachten. Auch in der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung zu Beginn dieses Jahres fort. Im ersten Quartal nahm das reale BIP gegenüber Vorperiode weiter zu und übertraf mit 1,5% erstmals seit 2001 wieder deutlich den Vorjahresstand. Die negative gesamtwirtschaftliche Produktionslücke verringerte sich leicht und die Lage am Arbeitsmarkt stabilisierte sich.

Am 17. Juni 2004 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 0,0%–1,0% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,5% zu halten. Mit dieser leichten Straffung der Geldpolitik reagierte sie auf die weitere Festigung der Konjunkturerholung. Auch nach dieser Anpassung bleibt die Geldpolitik der SNB expansiv und unterstützt den Konjunkturaufschwung.

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 38)

Die Stimmung und die Geschäftslage der Unternehmen hellten sich in den Monaten März bis Mai weiter auf. Die Konjunkturerholung gewann an Breite und erfasste allmählich auch die auf dem Binnenmarkt tätigen Branchen. Die wichtigsten Impulse gingen allerdings weiterhin von den Exporten aus. Eine Reihe von Anzeichen deutet darauf hin, dass die Investitionsbereitschaft tendenziell zunimmt. Auch bauten einige Unternehmen den Personalbestand inzwischen aus oder nahmen eine Erhöhung in Aussicht. Viele Branchen spürten die starke Verteuerung der Rohstoffpreise, sahen jedoch meistens keine Möglichkeit, die höheren Kosten zu überwälzen.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 42)

Der Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank, Hansueli Raggenbass, informierte an der Generalversammlung vom 30. April zuerst über das am 1. Mai in Kraft tretende neue Nationalbankgesetz (NBG). Dieses bringt unter anderem eine Anpassung an die Rechtswirklichkeit privater börsenkotierter Aktiengesellschaften. Dazu gehört der Verzicht auf das nicht einbezahlte Aktienkapital sowie die Möglichkeit für ausländische natürliche oder juristische Personen, SNB-Aktien mit allen Rechten zu erwerben. Das neue NBG bringt auch eine Stärkung der Corporate Governance durch eine umfassende Reform der Gesellschaftsorgane. Insbesondere werden der Bankrat von 40 auf 11 Mitglieder verkleinert und aus seinem Kreis drei ständige Ausschüsse gebildet. Ausserdem wurden die Aufbauorganisation überprüft, die Führungsstrukturen verflacht und ein integrierter Planungs- und Budgetierungsprozess eingeführt. Im zweiten Teil erläuterte der Bankratspräsident die Jahresrechnung 2003 und warnte in diesem Zusammenhang vor übertriebenen Erwartungen bezüglich des künftigen Gewinnausschüttungspotenzials der SNB.

Der Präsident des Direktoriums, Jean-Pierre Roth, äusserte sich zunächst zur Konjunkturerholung und Geldpolitik. Nach einem enttäuschenden Jahr 2002 verbesserten sich die Aussichten im Jahre 2003 stetig. Für dieses Jahr herrscht vorsichtiger Optimismus vor. In einem noch instabilen Umfeld muss die Geldpolitik der SNB expansiv bleiben. Die SNB ist sich jedoch im Klaren, dass sie die Zinssätze anheben muss, sobald sich die Erholung der Wirtschaft bestätigt. Die Ereignisse der letzten Jahre führten einmal mehr vor Augen, dass sich die schweizerische Wirtschaft den weltwirtschaftlichen Turbulenzen nicht entziehen kann. Umso mehr muss darauf geachtet werden, dass die Probleme, die durch innere Strukturen verursacht werden, nicht überhand nehmen. Die Leistungskraft der Wirtschaft kann nur erhöht werden, indem Strukturreformen entschieden an die Hand genommen werden.

Swiss National Bank Working Papers (S. 52)

Zusammenfassung des Aufsatzes von Urs Birchler und Diana Hancock, «What Does the Yield on Subordinated Bank Debt Measure?», Swiss National Bank Working Paper No. 2, 2004.

Bericht über die Geldpolitik

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte Juni 2004 bekannt wurden. Die Teile 1 bis 3 wurden für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2004 verfasst.

Inhalt

| | |
|----|--|
| 8 | Zu diesem Bericht |
| 9 | Überblick |
| 11 | 1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland |
| 15 | 2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz |
| 15 | 2.1 Reales BIP und dessen Komponenten |
| 20 | 2.2 Kapazitätsauslastung |
| 22 | 2.3 Arbeitsmarkt |
| 23 | 2.4 Preise |
| 26 | 3 Finanzielle Bedingungen |
| 26 | 3.1 Zinsen |
| 29 | 3.2 Wechselkurse |
| 30 | 3.3 Aktien- und Immobilienpreise |
| 31 | 3.4 Geldaggregate |
| 33 | 3.5 Kreditaggregate |
| 34 | 4 Inflationsprognose |
| 34 | 4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen |
| 36 | 4.2 Inflationsprognose 2. Quartal 2004 bis 1. Quartal 2007 |
| 21 | Box: Drei Ansätze zur Schätzung des Produktionspotenzials und der Produktionslücke |
| 35 | Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts |

Zu diesem Bericht

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den gesetzlichen Auftrag, eine im Gesamtinteresse des Landes liegende Geld- und Währungspolitik zu führen. Sie gewährleistet Preisstabilität, wobei sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung trägt.

Es ist ein Anliegen der SNB, dass ihre Geldpolitik von einer breiten Öffentlichkeit verstanden wird. Sie wird aber auch vom Gesetz dazu verpflichtet, die Öffentlichkeit regelmässig über ihre Politik zu orientieren und ihre Absichten bekannt zu machen. Beides erfolgt im vorliegenden «Bericht über die Geldpolitik». Er beschreibt die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung in der Schweiz und erläutert die Inflationsprognose. Er zeigt, wie die SNB die Wirtschaftslage beurteilt und welche Konsequenzen sie daraus für die Geldpolitik ableitet.

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom Juni 2004 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 17. Juni 2004.

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

Überblick

In den ersten Monaten des Jahres 2004 hat die Konjunkturerholung in den grossen Wirtschaftsräumen an Schwung gewonnen. Insgesamt fiel das Wachstum im ersten Quartal 2004 leicht höher aus, als im letzten Bericht über die Geldpolitik erwartet worden war. Auch in der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung zu Beginn dieses Jahres fort. Nachdem sie zunächst vor allem von den Exporten ausgegangen war, erfasste sie mehr und mehr auch die Binnenwirtschaft. Im ersten Quartal nahm das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) gegenüber der Vorperiode weiter zu und übertraf mit 1,5% erstmals seit 2001 wieder deutlich den Vorjahresstand. Die negative gesamtwirtschaftliche Produktionslücke verringerte sich leicht und die Lage am Arbeitsmarkt stabilisierte sich.

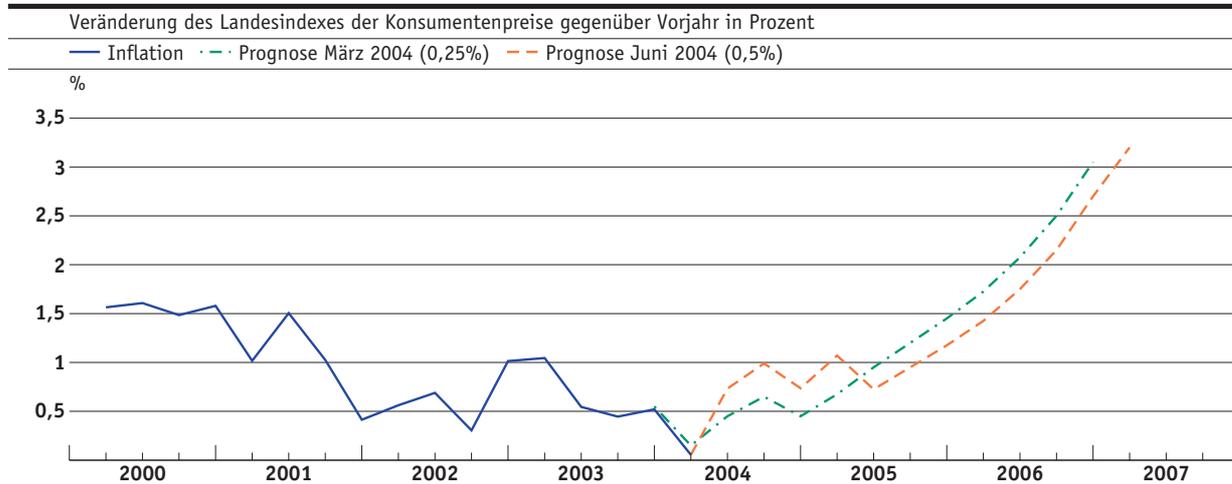
Am 17. Juni 2004 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 0,0%–1,0% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes, d.h. bei 0,5% zu halten. Mit dieser leichten Straffung der Geldpolitik reagierte sie auf die weitere Festigung der Konjunkturerholung. Auch nach dieser Anpassung bleibt die Geldpolitik der SNB expansiv und unterstützt den Konjunkturaufschwung.

Für dieses Jahr rechnet die SNB mit einem Wirtschaftswachstum von gegen 2,0%. Die Erhöhung der Erdölpreise wirft zwar einen Schatten auf die insgesamt optimistischen Konjunkturaussichten. Die SNB ist aber der Auffassung, dass dadurch der Aufschwung nicht gefährdet wird. Ende 2005 sollte die Wirtschaft ihren normalen Auslastungsgrad wieder erreicht haben, was einen Einfluss auf die Preisbildung haben wird.

Bereits die Inflationsprognose vom März 2004 zeigte, dass die Inflation bei einem unveränderten Zinssatz von 0,25% ab der zweiten Hälfte von 2005 anziehen würde. Die Inflationsprognose vom Juni, die auf einem Dreimonats-Libor von 0,5% beruht, weist eine ab dem zweiten Quartal 2005 leicht tiefere Inflationsentwicklung aus. Dies zeigt, dass die eingeleitete Normalisierung des geldpolitischen Kurses die Teuerungsaussichten verbessert hat.

Gemäss der neuen Prognose beträgt die prognostizierte durchschnittliche Jahreststeuerung bei einem über den ganzen Prognosezeitraum konstant gehaltenen Dreimonats-Libor von 0,5% in diesem Jahr 0,6%, im Jahre 2005 1% und im Jahre 2006 2%. Trotz der Anhebung des Zinszielbandes vom 17. Juni 2004 liegt die prognostizierte Jahreststeuerung am Ende des Prognosezeitraums indessen über der 2%-Marke, was darauf hindeutet, dass die SNB das Zinszielband im Prognosezeitraum voraussichtlich weiter erhöhen muss, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Inflationsprognose März 2004 mit Libor 0,25% und Juni 2004 mit Libor 0,5%



Inflationsprognose Juni 2004, Libor 0,5%

| | 2004 | 2005 | 2006 |
|--|------|------|------|
| Durchschnittliche Jahresinflation in % | 0,6 | 1,0 | 2,0 |

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Weitere Erholung der Weltwirtschaft

In den ersten Monaten des Jahres 2004 hat die Konjunkturerholung in den grossen Wirtschaftsräumen an Schwung gewonnen. Insgesamt fiel das Wachstum im ersten Quartal leicht höher aus, als im letzten Bericht über die Geldpolitik erwartet worden war. Hauptgrund dafür war die günstigere Entwicklung in der Eurozone und in Japan. Die amerikanische Wirtschaft wuchs wie erwartet kräftig. Dagegen verlor der Konjunkturaufschwung im Vereinigten Königreich leicht an Dynamik. Als Folge der Konjunkturbelebung und der stark gestiegenen Erdölpreise ist in vielen Ländern ein Anstieg der Teuerung zu beobachten.

Anhaltend starkes Wachstum in den USA und Japan

In den USA wuchs das reale BIP im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode um hochgerechnet 4,4%, wobei die wichtigsten Impulse vom privaten Konsum und den Investitionen ausgingen. Gemäss den verfügbaren Indikatoren ist auch für das zweite Quartal mit einem kräftigen, breit abgestützten Wirtschaftswachstum zu rechnen. Die Industrieproduktion stieg deutlich und die Investitionstätigkeit blieb robust. Nachdem sich der Zuwachs der Beschäftigung bis anhin auf den Dienstleistungssektor beschränkt hatte, begann sie auch in der Industrie zu steigen.

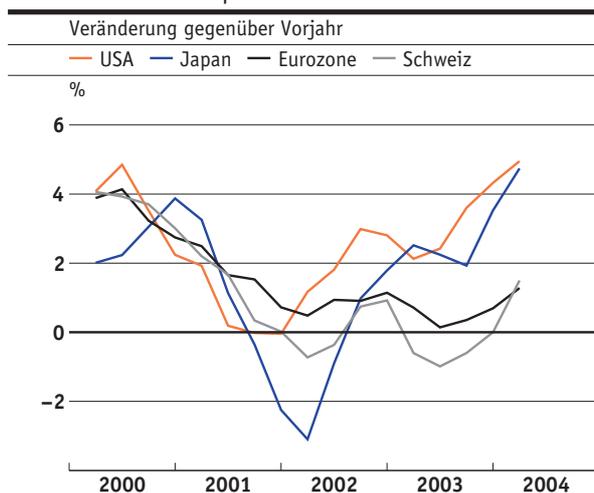
Auch in Japan setzte sich das starke Wirtschaftswachstum im ersten Quartal fort. Das reale BIP erhöhte sich gegenüber der Vorperiode um hochgerechnet 6,1%. Dabei stützte sich die konjunkturelle Erholung wie schon im zweiten Halbjahr 2003 sowohl auf die Exporte als auch auf die Binnennachfrage, die rund drei Viertel zum Anstieg beitrug. Die verfügbaren Indikatoren deuten auch für das zweite Quartal auf kräftig steigende Konsumausgaben und Exporte hin.

Anziehende Konjunktur in der EU

In der Eurozone stieg das reale BIP im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode um hochgerechnet 2,3%. Treibende Kräfte waren die Exporte sowie der private Konsum, während die Investitionstätigkeit enttäuschend schwach ausfiel. Die Stimmung in der Industrie verbesserte sich jedoch weiter, so dass für das zweite Quartal mit einer Erholung der Investitionen gerechnet werden kann. Innerhalb der Eurozone blieben allerdings erhebliche Wachstumsunterschiede bestehen. Während die Wirtschaft in Frankreich, Spanien und Belgien überdurchschnittlich stark expandierte, blieb in Deutschland insbesondere die Binnennachfrage schwach.

Im Vereinigten Königreich schwächte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal zwar leicht ab, doch blieb es mit 2,5% robust. Die wichtigsten Impulse gingen weiterhin vom privaten Konsum aus, während sich das Wachstum der Investitionen verminderte und die Exporte sanken. Bremsend dürfte die Höherbewertung des britischen Pfundes gegenüber dem Euro gewirkt haben. Andererseits gab es weiterhin Anzeichen einer Überhitzung auf dem Immobiliensektor, die von einer weiteren Zunahme der privaten Verschuldung begleitet war.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ),
Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco)

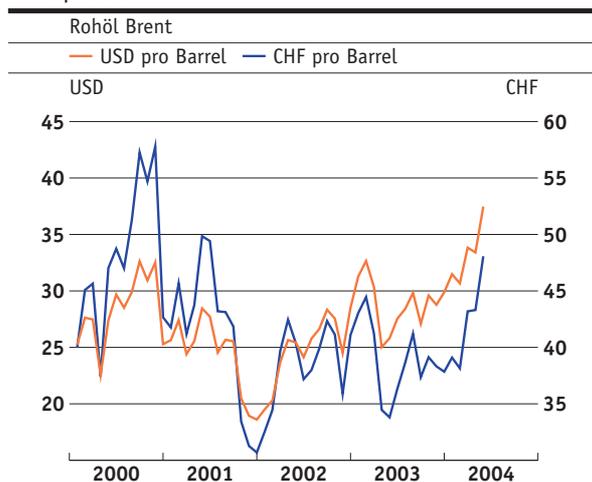
Starker Anstieg der Erdölpreise

Die Erdölpreise, die bereits im ersten Quartal gestiegen waren, bewegten sich im Laufe des zweiten Quartals weiter nach oben. Im Mai übertraf der Preis für Rohöl Brent zeitweise 40 Dollar pro Fass und lag im Monatsdurchschnitt mit 37,5 Dollar um ein Drittel über seinem Vorjahresstand. Zum Preisanstieg trugen mehrere Faktoren bei. Einerseits wirkte die als Folge der anziehenden Weltkonjunktur – insbesondere der kräftig wachsenden Wirtschaft Chinas – höhere Nachfrage preistreibend; andererseits trugen Unsicherheiten über die politische Lage in wichtigen Fördergebieten zum Anstieg bei.

Höhere Teuerung

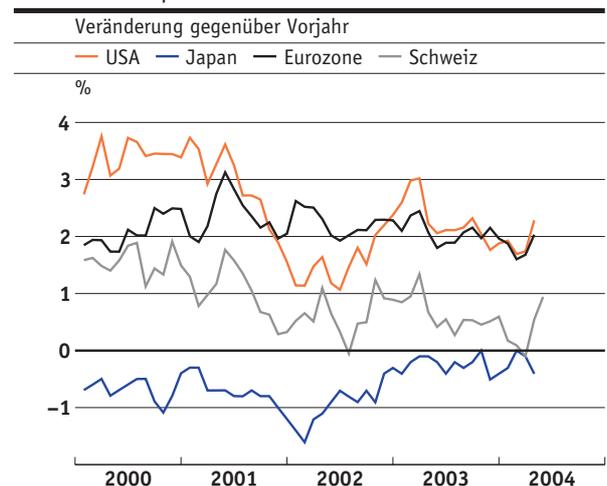
Die Konjunkturerholung und die höheren Erdölpreise führten in den meisten Industrieländern zu einer Zunahme der an den Konsumentenpreisen gemessenen Jahresteuerung. In den USA stieg sie von 1,7% im Februar auf 3,0% im Mai, während sich die Kernteuerung, welche die Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, von 1,3% auf 1,8% erhöhte. Auch in der Eurozone verstärkte sich der Preisauftrieb. Im Mai lag die Jahresteuerung mit 2,5% wieder über dem von der Europäischen Zentralbank (EZB) mittelfristig angestrebten Wert für Preisstabilität von 2%, nachdem sie bis Februar auf 1,6% gesunken war. Die Kernteuerung blieb dagegen mit 1,9% annähernd unverändert. Im Vereinigten Königreich bewegte sich die Jahresteuerung mit 1,5% (Mai) weiterhin unter dem Ziel von 2%, während sich in Japan die Deflationstendenz abschwächte.

Grafik 1.2
Erdölpreise



Quelle: SNB

Grafik 1.3
Konsumentenpreise



Quelle: BIZ

Unverändert expansive Geldpolitik

Die amerikanische und die japanische Zentralbank wie auch die EZB behielten ihre expansive Geldpolitik bei. In den USA betrug der Leitzins für Refinanzierungsgeschäfte bis Mai unverändert 1% und in der Eurozone 2%, während sich in Japan die kurzfristigen Zinsen infolge der anhaltend grosszügigen Versorgung des Bankensystems mit Liquidität weiterhin nahe bei null bewegten. In ihren Verlautbarungen vom April und Mai bereitete die amerikanische Zentralbank die Märkte auf eine Erhöhung der Leitzinsen vor, die nun auf Ende Juni erwartet wird. Die britische Zentralbank hob den Leitzins im Mai und im Juni um je 0,25 Prozentpunkte auf 4,5% an, nachdem sie die Geldpolitik bereits im November und im Februar gestrafft hatte. Dagegen erachtete die EZB das gegenwärtige Zinsniveau als geeignet, um mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten, und signalisierte damit, die Leitzinsen vorerst nicht zu ändern.

Aussichten

Im zweiten Halbjahr 2004 dürfte sich die weltweite Konjunkturerholung fortsetzen. Für die USA und Japan ist mit einem verlangsamten, für die Eurozone mit einem leicht stärkeren Wirtschaftswachstum zu rechnen. Dies zeigt sich auch in den in Grafik 1.5 abgebildeten vorlaufenden Konjunkturindikatoren der OECD. Während der entsprechende Indikator für Europa nach oben weist, bewegen sich diejenigen für die USA und Japan nach dem starken Anstieg zu Beginn dieses Jahres nach unten. In den USA kann als Folge hoher Unternehmensgewinne mit einer weiteren kräftigen Investitionstätigkeit gerechnet werden. Infolge der steigenden Beschäftigung dürfte auch

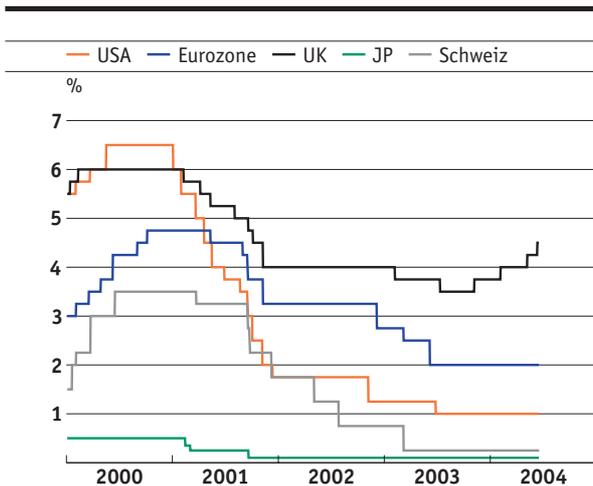
das Konsumwachstum robust bleiben. Die japanische Konjunktur ist mittlerweile breit abgestützt und auch in der Eurozone scheint die exportgestützte Konjunkturerholung allmählich auf die Binnennachfrage, insbesondere den privaten Konsum, überzuspringen.

Zu den konjunkturellen Risiken gehört vor allem die starke Verteuerung des Erdöls. Da in den nächsten Monaten mit einer Erhöhung der Fördermenge gerechnet werden kann, ist allerdings ein Rückgang der Preise wahrscheinlicher als ein weiterer Anstieg. Auch bestehen weiterhin Unsicherheiten bezüglich der Konjunkturerholung in Europa. Vor allem in Deutschland ist sie infolge des schwachen privaten Konsums noch fragil.

Die im Mai veröffentlichte BIP-Konsensus-Prognose für 2004 fiel für die USA gleich hoch aus wie im Februar (4,6%). Diejenige für Japan wurde dagegen um fast einen Prozentpunkt nach oben angepasst. Mit 3,1% ist sie nun gleich hoch wie die Prognose für das Vereinigte Königreich und fast doppelt so hoch wie die leicht nach unten revidierte Prognose für die Eurozone. Die Prognose der OECD liegt im Vergleich zur Konsensus-Prognose für Deutschland tiefer und für Frankreich leicht höher. Für das Jahr 2005 sehen die Wachstumsaussichten für die Eurozone gemäss beiden Prognosen günstiger aus, doch bleibt das Gefälle gegenüber den USA bestehen.

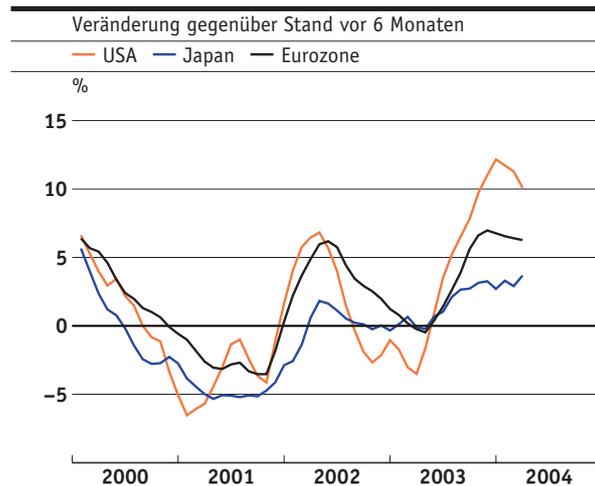
Die Konsensus-Prognosen für die Teuerung 2004 wurden für alle Länder mit Ausnahme von Japan nach oben revidiert und liegen nun in einem Bereich von -0,2% (Japan) bis 2,4% (Vereinigtes Königreich). Die Teuerungsprognosen der OECD fielen dabei mehrheitlich tiefer aus als diejenigen des Konsensus.

Grafik 1.4
Offizielle Zinssätze



Quellen: BIZ, SNB

Grafik 1.5
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

| | Wirtschaftswachstum ¹ | | | | Teuerung ² | | | |
|------------------------|----------------------------------|------|------------------------|------|-----------------------|------|------------------------|------|
| | OECD | | Konsensus ³ | | OECD | | Konsensus ³ | |
| | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 |
| USA | 4,7 | 3,7 | 4,6 | 3,8 | 1,7 | 1,6 | 2,2 | 2,1 |
| Japan | 3,0 | 2,8 | 3,1 | 1,8 | -1,8 | -1,1 | -0,2 | -0,2 |
| Eurozone | 1,6 | 2,4 | 1,6 | 2,0 | 1,7 | 1,7 | 1,8 | 1,6 |
| Deutschland | 1,1 | 2,1 | 1,6 | 1,7 | 0,8 | 0,8 | 1,3 | 1,2 |
| Frankreich | 2,0 | 2,6 | 1,8 | 2,1 | 1,6 | 1,6 | 1,9 | 1,6 |
| Italien | 0,9 | 1,9 | 1,0 | 1,8 | 2,5 | 2,4 | 2,2 | 2,1 |
| Vereinigtes Königreich | 3,1 | 2,7 | 3,1 | 2,7 | 2,3 | 2,1 | 2,4 | 2,4 |

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 Bei den Konsensus-Prognosen (Consensus Forecasts) handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei rund 200 bedeutenden Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in rund 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandprodukts, der Preise, der Zinssätze und anderer wichtiger volkswirtschaftlicher Grössen. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London.

Quellen: OECD Economic Outlook (May, preliminary) 2004; Consensus: May 2004 Survey

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

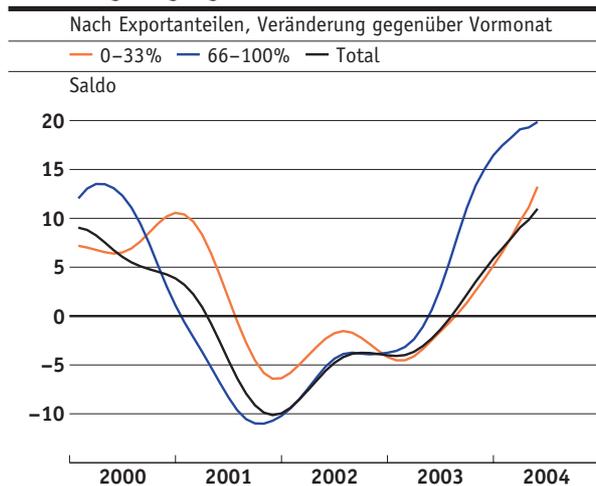
2.1 Reales BIP und dessen Komponenten

Abgeschwächtes, aber robustes Wirtschaftswachstum

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung zu Beginn dieses Jahres fort. Im ersten Quartal 2004 nahm das reale BIP gegenüber der Vorperiode um 1,6% (hochgerechnet) zu und wuchs damit etwas weniger stark als im vierten Quartal 2003 (2,2%). Die Wachstumsverlangsamung war auf eine geringere Zunahme sowohl der inländischen Nachfrage (ohne Lager) als auch der Exporte zurückzuführen. Im Vorjahresvergleich stieg das reale BIP um 1,5% und übertraf damit erstmals seit 2001 den Vorjahresstand wieder um mehr als 1%.

Die geringere Zunahme der Binnennachfrage widerspiegelte sich vor allem im privaten Konsum, der nach dem unerwartet starken Anstieg im vierten Quartal leicht an Dynamik einbüsste. Die Investitionstätigkeit entwickelte sich dagegen uneinheitlich. Während die Ausrüstungsinvestitionen leicht sanken, stiegen die Bauinvestitionen dank der anziehenden Wohnbautätigkeit verstärkt. Die Wachstumsabflachung bei den Exporten war vor allem auf geringere Ausfuhren von Dienstleistungen zurückzuführen; die Warenausfuhren wuchsen dagegen weiterhin robust. Da sich die Importe leicht zurückbildeten, fiel der Aussenbeitrag zum Wirtschaftswachstum positiv aus.

Grafik 2.1
Bestellungseingang in der Industrie



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF/ETH)

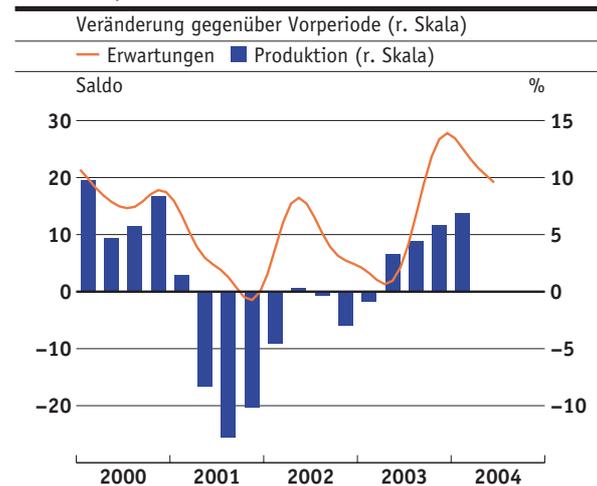
Weitere Erholung in der Industrie

Dank der günstigen Entwicklung der Exportkonjunktur nahm die Industrieproduktion im ersten Quartal um hochgerechnet knapp 8% gegenüber der Vorperiode zu und übertraf den Vorjahresstand um 5,3%. Die Auslastung der technischen Kapazitäten erhöhte sich ebenfalls und erreichte wieder den langfristigen Durchschnittswert von 84%.

Wie aus der Monatsumfrage der KOF/ETH hervorgeht, verstärkte sich die Aufwärtstendenz des Industriesektors im April nochmals. Die Bestellungen und der Auftragsbestand stiegen sowohl in der Exportwirtschaft als auch bei den binnenorientierten Unternehmen deutlich. Auch konnten die Lager an Vor- und Fertigprodukten weiter abgebaut werden. Inzwischen werden insbesondere die Vorräte an Vorprodukten als zu tief beurteilt, so dass die Nachfrage in diesem Bereich anziehen dürfte.

Nachdem sich die Erwartungen der Unternehmen im zweiten Halbjahr 2003 markant verbessert hatten, wurden sie in den letzten Monaten leicht nach unten korrigiert. Die Unternehmen blieben aber optimistisch gestimmt und schätzten die künftige Entwicklung der Nachfrage und der Produktion zuversichtlich ein. Dies gilt sowohl für die Exportwirtschaft als auch für die vorwiegend auf dem Binnenmarkt tätigen Unternehmen.

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), KOF/ETH

BIP und Komponenten:
Wachstumsraten im Vorjahresvergleich

Tabelle 2.1

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2002 | | | 2003 | | | | 2004 |
|------------------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| | | | | | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | |
| Privater Konsum | 2,5 | 2,0 | 0,7 | 0,9 | 0,6 | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,8 | 0,9 | 1,7 | 2,3 |
| Staatlicher Konsum | 2,4 | 4,0 | 0,8 | 0,9 | 1,3 | 1,6 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | 0,5 | 0,8 | 1,4 |
| Anlageinvestitionen | 4,4 | -3,1 | -4,8 | 0,1 | -6,1 | -2,7 | -2,1 | 0,1 | -3,5 | -1,3 | 4,9 | 0,6 |
| - Bau | 2,7 | -3,4 | 2,2 | 0,9 | 4,2 | 2,6 | 1,8 | 0,7 | 0,0 | 1,1 | 1,8 | 2,8 |
| - Ausrüstungen | 5,6 | -3,0 | -10,1 | -0,7 | -14,5 | -7,3 | -4,9 | -0,3 | -7,1 | -3,8 | 7,5 | -1,1 |
| Inl. Endnachfrage | 2,9 | 1,0 | -0,6 | 0,7 | -1,0 | 0,0 | -0,1 | 0,3 | -0,2 | 0,2 | 2,4 | 1,8 |
| Inlandnachfrage¹ | 2,1 | 1,9 | -0,9 | -0,1 | 1,0 | -1,1 | 0,2 | 1,2 | -3,7 | 0,7 | 1,6 | -0,5 |
| Exporte total ¹ | 12,2 | 0,2 | -0,5 | -1,4 | -2,8 | 3,4 | 2,2 | -2,4 | -2,3 | -3,5 | 2,5 | 7,4 |
| - Waren ² | 11,9 | 3,7 | 0,3 | -1,1 | -0,5 | 3,7 | 3,1 | -1,8 | -3,1 | -2,1 | 2,4 | 9,2 |
| - Dienstleistungen | 13,6 | -3,2 | -4,9 | 1,2 | -12,3 | -1,4 | -6,3 | -3,6 | 2,0 | -0,4 | 8,2 | 0,6 |
| Gesamtnachfrage | 5,2 | 1,4 | -0,8 | -0,5 | -0,1 | 0,2 | 0,8 | 0,1 | -3,2 | -0,6 | 1,9 | 2,0 |
| Importe total ¹ | 9,5 | 2,2 | -3,1 | -0,1 | -0,3 | -1,5 | 0,1 | 1,7 | -6,3 | -0,5 | 5,1 | 2,5 |
| - Waren ² | 9,7 | 1,6 | -2,8 | 0,3 | -1,1 | -2,4 | -2,2 | 1,5 | -7,4 | 0,1 | 7,1 | 2,2 |
| - Dienstleistungen | 5,3 | 4,3 | -0,1 | 1,2 | -0,6 | -0,4 | -0,5 | 2,9 | 2,3 | 0,4 | -0,4 | -0,1 |
| BIP | 3,7 | 1,0 | 0,2 | -0,5 | -0,4 | 0,7 | 0,9 | -0,6 | -1,0 | -0,6 | 0,0 | 1,5 |

1 Inklusive Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (EESKA)

2 Ohne EESKA

Das Bild einer branchenmässig breiter abgestützten Konjunkturerholung bestätigte sich in den Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen verschiedener Branchen. Im Vergleich zu den Umfragen der KOF/ETH fielen die Aussagen über die Geschäftsentwicklung für 2004 zwar etwas weniger optimistisch aus, doch liess die noch zu Jahresbeginn verbreitete Skepsis über die Nachhaltigkeit der Konjunkturerholung nach.

Weiterhin dynamische Warenexporte

Die realen Exporte lagen im ersten Quartal 7,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Gegenüber dem Vorquartal schwächte sich das Wachstum allerdings stark ab. Dämpfend wirkten die Ausfuhren von Dienstleistungen, die nach dem kräftigen Anstieg im vierten Quartal wieder auf das Vorjahresniveau sanken. Der Rückgang betraf fast alle Dienstleistungsbereiche, vor allem aber den Tourismus, die Versicherungen sowie die Luftfahrt.

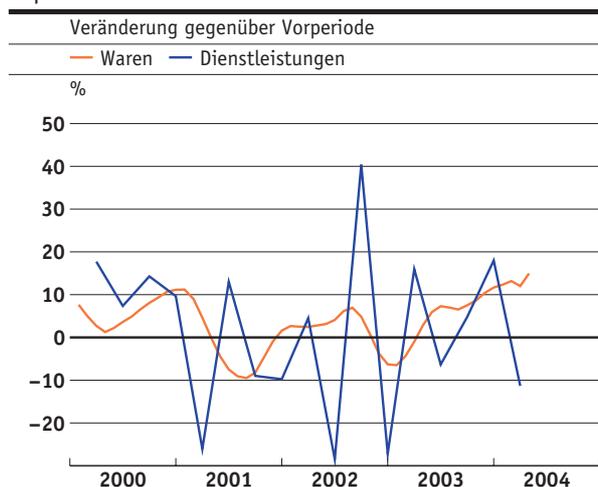
Im Unterschied zu den Ausfuhren von Dienstleistungen expandierten die Warenexporte weiterhin kräftig. Zwar liess das Wachstum gegen Ende des ersten Quartals nach, doch zog es bereits im April wieder an. Besonders günstig entwickelten sich die Ausfuhren von Investitionsgütern, insbesondere von Industriemaschinen und Elektronikgeräten sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten (vor allem Kunststoffen). Die Warenausfuhren wurden zusätzlich durch den Verkauf von Flugzeugen gestützt.

Nach Absatzgebieten gegliedert verlor die Exportnachfrage aus den USA im Laufe der ersten vier Monate des Jahres deutlich an Schwung. Dazu dürfte vor allem die Abschwächung des Dollars im Vorjahr beigetragen haben.¹ Schleppend entwickelten sich auch die Ausfuhren in das Vereinigte Königreich. Diese bremsenden Kräfte wurden jedoch durch die anhaltend stark wachsenden Exporte nach Asien (vor allem China) und eine anziehende Nachfrage aus den übrigen EU-Ländern kompensiert. Insbesondere die Lieferungen nach Deutschland konnten deutlich gesteigert werden; überdurchschnittlich stark stiegen weiterhin die Ausfuhren in die am 1. Mai 2004 der EU beigetretenen Länder Osteuropas.

Schwächer wachsende Importe

Nach der starken Zunahme im vierten Quartal 2003 bildeten sich die Importe im ersten Quartal leicht zurück und lagen noch 2,5% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Abschwächung ging dabei auf das Konto der Wareneinfuhren. Obwohl der private Konsum kräftig wuchs, wurden vor allem weniger Konsumgüter importiert. Die April-Daten deuten allerdings darauf hin, dass diese Abschwächung vorübergehender Natur war. Die Einfuhren von Dienstleistungen erholten sich im ersten Quartal weiter. Besonders kräftig stiegen die Reiseausgaben von Inländern im Ausland, die knapp einen Drittel der gesamten Dienstleistungsimporte ausmachen.

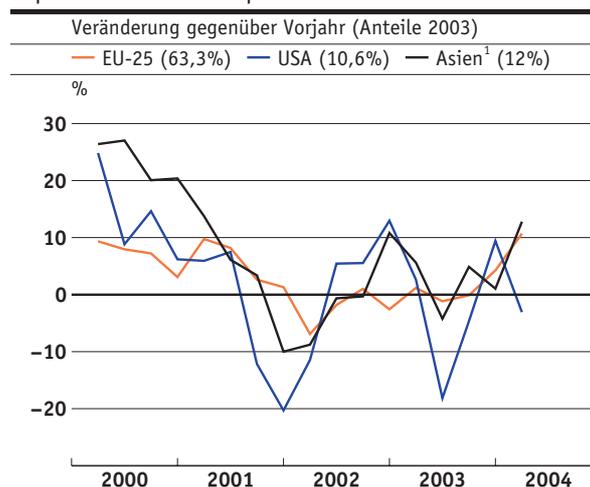
Grafik 2.3
Exporte



Quellen: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV), Seco

¹ Für die länderweise Gliederung der Exporte liegen nur nominelle Werte vor.

Grafik 2.4
Exporte nach Handelspartnern



¹ Asien: Japan, China, Südkorea, Hongkong, Singapur, Taiwan, Malaysia, Thailand, Philippinen, Indonesien

Robustes Wachstum des privaten Konsums

Der private Konsum, auf den in der Schweiz rund 60% der Bruttoinlandprodukts entfallen, lag im ersten Quartal 2,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Er bildete damit neben den Warenexporten und den Bauinvestitionen die wichtigste Konjunkturstütze. Im Vorquartalsvergleich setzte sich die Aufwärtstendenz leicht abgeschwächt fort.

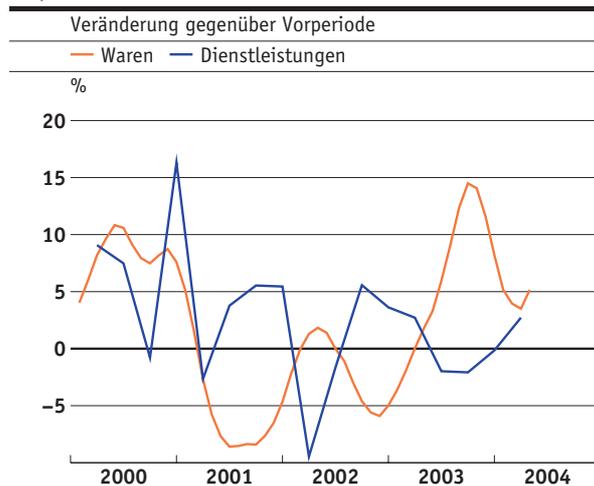
Bemerkenswert war vor allem die Belebung des Warenkonsums. Die realen Detailhandelsumsätze wuchsen gegenüber dem Vorjahr um 4,1%, nachdem sie in der Vorperiode noch leicht abgenommen hatten. Erstmals seit zwei Jahren lag auch die Zahl neu zugelassener Personenwagen wieder über dem Stand vor Jahresfrist (+1,8%). Vom Binnentourismus, einem Indikator für den Dienstleistungskonsum, gingen dagegen weiterhin negative Impulse aus. Die Zahl der inländischen Logiernächte bildete sich im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr weiter zurück.

Weitere Besserung der Konsumentenstimmung

Die Verbesserung des Konsumklimas widerspiegelte sich im Index der Konsumentenstimmung, der im April gegenüber Januar von -22 Punkten auf -13 Punkte stieg. Er lag damit erstmals seit knapp zwei Jahren wieder über dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Die Haushalte schätzten nicht nur die Konjunkturlage, sondern auch die Sicherheit des Arbeitsplatzes und den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen weniger pessimistisch ein. Die Umfragen der KOF/ETH bestätigen dieses Bild. Der Detailhandel beurteilte den Geschäftsgang im Mai erneut besser und blieb bezüglich der künftigen Entwicklung optimistisch gestimmt. Das Gastgewerbe – vor allem die Hotellerie – rechnete mit einer allmählichen Festigung der Nachfrage aus dem Inland.

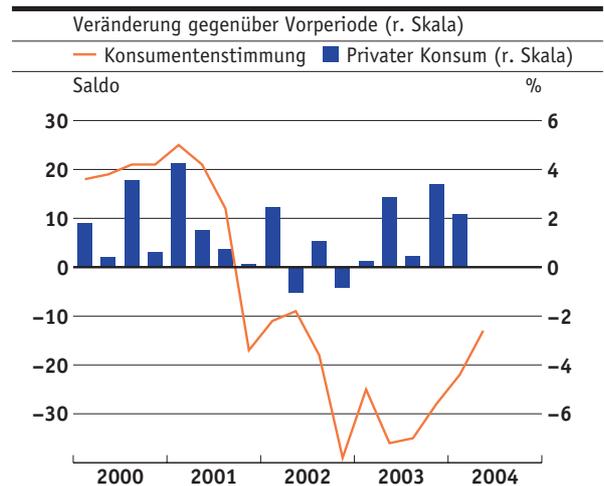
Neben den Stimmungsindikatoren lassen auch die makroökonomischen Rahmenbedingungen eine nachhaltige Belebung des privaten Konsums erwarten. Die nominellen Arbeitnehmereinkommen dürften in diesem Jahr mit 1,8% doppelt so stark steigen wie im Jahre 2003. Zudem kann in der zweiten Jahreshälfte mit einem allmählichen Rückgang der Arbeitslosigkeit gerechnet werden, was sich ebenfalls positiv auf die private Konsumnachfrage auswirken sollte. Dies dürfte insbesondere die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern stimulieren, wo nach zwei schwachen Jahren ein erheblicher Nachholbedarf besteht.

Grafik 2.5
Importe



Quelle: EZV, Seco

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: Seco

Kräftig wachsende Bauinvestitionen

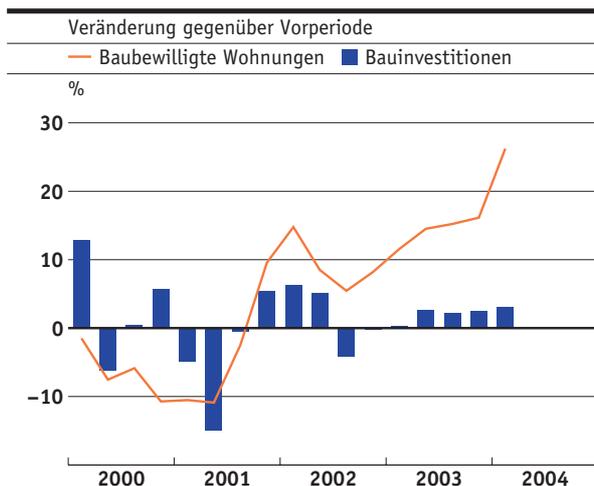
Einen positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisteten im ersten Quartal auch die Bauinvestitionen. Sie wuchsen stärker als in der Vorperiode und lagen 2,8% über dem Vorjahresstand. Die treibende Kraft bildete der Wohnungsbau; ein wichtiger Indikator dafür ist die Zahl der Wohnungen im Bau, die im ersten Quartal ihren Vorjahresstand um 12,6% übertrafen. Gemäss der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes nahm dagegen der Geschäftsbau weiter ab und der Tiefbau entwickelte sich schleppend.

Vor dem Hintergrund des sehr günstigen Zinsumfeldes dürfte die Aufwärtstendenz im Wohnungsbau anhalten. Die Zahl der baubewilligten Wohnungen nahm im ersten Quartal erneut stark zu. Darüber hinaus deuteten die weiter steigenden Preise für Wohnraum (vgl. Grafik 3.14) sowie die auf sehr tiefem Niveau verharrende Leerstandsquote bei Mietwohnungen auf eine unverändert kräftige Nachfrage auf dem Wohnungsmarkt hin. Keine baldige Besserung ist dagegen im Geschäftsbau zu erwarten, wo die nach wie vor hohe Leerstandsquote bremsend wirkt.

Vorübergehend tiefere Ausrüstungsinvestitionen

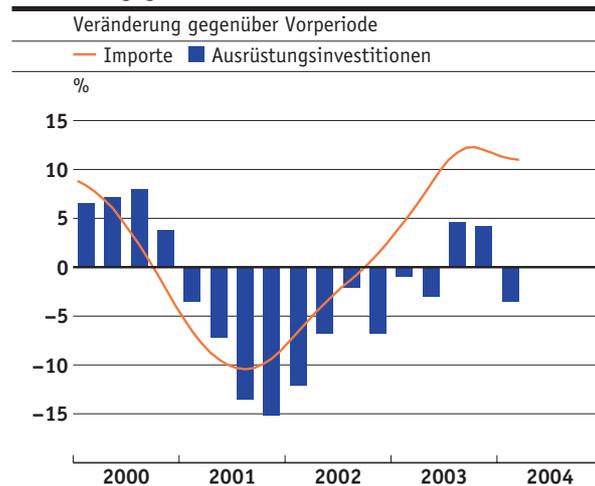
Im Unterschied zu den Bauinvestitionen nahmen die Ausrüstungsinvestitionen im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht ab. Im Vorjahresvergleich schrumpften sie um 1,1%, was teilweise auf Sondereffekte zurückzuführen war. Auch ohne diese Sondereffekte fielen die Ausrüstungsinvestitionen jedoch schwächer aus, als erwartet worden war. Gemäss den verfügbaren Indikatoren dürfte die Investitionstätigkeit in den nächsten Quartalen indessen deutlich steigen. Die KOF/ETH weist in ihrem vierteljährlichen Industrietest eine verbesserte Ertragslage und eine höhere Kapazitätsauslastung aus. Ausserdem beurteilte ein wachsender Anteil der Unternehmen die technischen Kapazitäten als ungenügend. Schliesslich ist der Bedarf an Ersatzinvestitionen immer noch hoch. In den kommenden Quartalen dürfte deshalb die Investitionstätigkeit wieder an Schwung gewinnen. Das tiefe Zinsniveau und die sinkenden Preise für importierte Investitionsgüter sollten diese Entwicklung zusätzlich begünstigen.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, Seco

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, Seco

2.2 Kapazitätsauslastung

Leicht geringere gesamtwirtschaftliche Produktionslücke

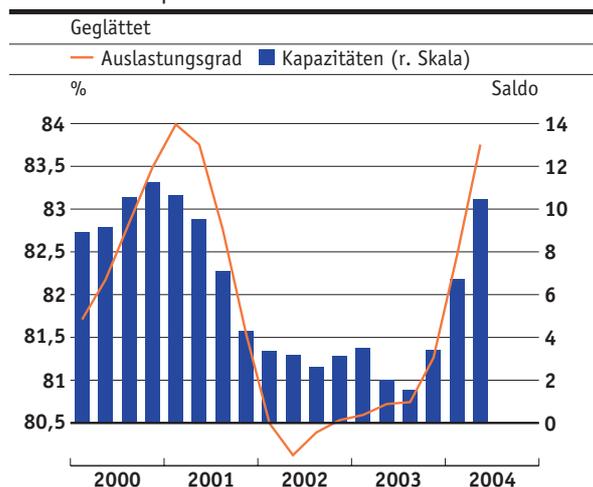
Für die Beurteilung der Konjunkturlage und der Inflationsaussichten sind Informationen über den Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Produktionsfaktoren wichtig. Allerdings ist der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Produktionsfaktoren nicht direkt beobachtbar. Deshalb stützt sich die SNB auf verschiedene Ansätze zur Schätzung der Produktionslücke (siehe Box). Die Schätzung des Produktionspotenzials, die der Berechnung der Produktionslücke zu Grunde liegt, gibt dabei das Niveau der Produktion an, das bei Normalauslastung der Produktionsfaktoren erreicht werden kann. Die Produktionslücke ergibt sich dann als prozentuale Differenz zwischen dem tatsächlichen realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial. Eine positive (negative) Produktionslücke signalisiert also eine Überauslastung (Unterauslastung) der Produktionsfaktoren.

Im ersten Quartal wuchs das um Saison- und Zufallsschwankungen bereinigte reale BIP leicht stärker als das geschätzte Produktionspotenzial. Als Folge davon verringerte sich die negative Produktionslücke, und zwar unabhängig vom verwendeten Schätzverfahren. Grafik 2.10 zeigt, dass die Outputlücke bis zum zweiten Quartal 2003 zunahm und sich seither, im Zuge der einsetzenden konjunkturellen Erholung, langsam wieder zurückgebildet hat. Im ersten Quartal betrug die gesamtwirtschaftliche Unterauslastung gemäss HP-Filter $-1,3\%$, gemäss MV-Filter $-1,7\%$ und gemäss Produktionsfunktionsansatz $-2,6\%$.

Höhere Kapazitätsauslastung in der Industrie

Der von der KOF/ETH im Rahmen einer Quartalsumfrage erhobene Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten in der Industrie stieg im ersten Quartal um 1,4 Prozentpunkte auf 84%. Damit erreichte er wieder den langfristigen Durchschnittswert, welcher der Normalauslastung der Kapazitäten entspricht. Der Unterschied zur immer noch negativen gesamtwirtschaftlichen Produktionslücke ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich der von der KOF/ETH erhobene Auslastungsgrad nur auf die technischen Kapazitäten der Industrie bezieht. Die Auslastung des Produktionsfaktors Arbeit bleibt genauso unberücksichtigt wie die Entwicklung im Dienstleistungssektor. Dazu kommt, dass der Industriesektor in den letzten Jahren wenig investierte und kaum noch die Ersatzinvestitionen tätigte, die zum Erhalt des Kapitalstocks notwendig waren. Bei steigender Produktion führte dies zu einem raschen Anstieg der Kapazitätsauslastung. Wie erwähnt, kann für die nächsten Quartale mit deutlich anziehenden Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden. Dies dürfte zu einem beschleunigten Anstieg der technischen Kapazitäten führen (Grafik 2.9) und den weiteren Anstieg der Kapazitätsauslastung in der Industrie in den nächsten Quartalen bremsen.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quellen: KOF, ETH

Box: Drei Ansätze zur Schätzung des Produktionspotenzials und der Produktionslücke

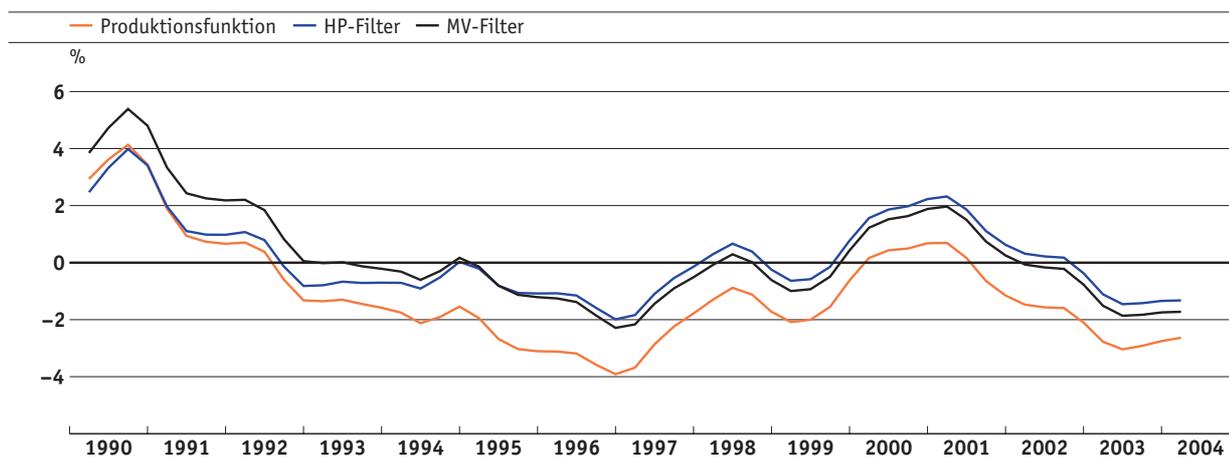
Das Produktionspotenzial und damit auch die Produktionslücke sind nicht direkt beobachtbar und müssen mit ökonometrischen Verfahren geschätzt werden. Die SNB setzt zur Berechnung des Produktionspotenzials drei verschiedene Ansätze ein, nämlich (1) einen Hodrick-Prescott-Filter, (2) einen multivariaten Filter und (3) einen Produktionsfunktionsansatz.

Der Hodrick-Prescott-Filter (HP-Filter) zählt zu den univariaten Verfahren, da er zur Berechnung des Produktionspotenzials nur die Zeitreiheninformationen der beobachteten Produktion verwendet. Bei diesem Verfahren wird die beobachtete Produktion (gemessen am realen BIP) in eine Trend- und eine zyklische Konjunkturkomponente zerlegt. Dabei widerspiegelt die Trendkomponente das Produktionspotenzial und die zyklische Komponente die Produktionslücke.

Beim multivariaten Filter (MV-Filter) handelt es sich um einen HP-Filter, der bei der Zerlegung des realen BIP in seine Trend- und Konjunkturkomponente zusätzlich Informationen über den Zusammenhang zwischen Produktion und Inflation und damit den Zusammenhang der so genannten Phillips-Kurve ausnutzt.

Beim Produktionsfunktionsansatz wird das Produktionspotenzial anhand einer gesamtwirtschaftlichen Produktionsfunktion geschätzt. Die Produktionsfunktion beschreibt den Zusammenhang zwischen der Produktion und den eingesetzten Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital. Gestützt auf Annahmen über die langfristige Entwicklung der Produktionsfaktoren und des technischen Fortschritts kann das Produktionspotenzial dann durch Simulation der Produktionsfunktion berechnet werden.

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quellen: Seco, SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Stabilisierung der Beschäftigung

Die Entwicklung der Beschäftigung im ersten Quartal bestätigte die sich seit Mitte 2003 abzeichnende Stabilisierung auf dem Arbeitsmarkt. Die Zahl der Beschäftigten nahm wie in der Vorperiode um hochgerechnet 0,5% zu. Erstmals seit fünf Quartalen lag sie damit wieder leicht über dem entsprechenden Vorjahresstand. Der leichte Zuwachs gegenüber der Vorperiode ist auf die steigende Beschäftigung im Dienstleistungssektor und im Bausektor zurückzuführen (je +0,9%). In der verarbeitenden Industrie setzte sich dagegen der Abbau fort, wenn auch weniger ausgeprägt als in den Vorquartalen (-1,5%).

Die starken Unterschiede in der Entwicklung der Vollzeit- und Teilzeitbeschäftigung, die seit einem Jahr beobachtet werden konnten, verringerten sich im ersten Quartal. Die Zahl der Vollzeitbeschäftigten sank nur noch leicht. Umgekehrt verlangsamte sich die Beschäftigungszunahme im Teilzeitbereich. Auch auf Vollzeitstellen umgerechnet stabilisierte sich damit die Beschäftigung, nachdem sie zuvor noch deutlich abgenommen hatte.

Unveränderte Arbeitslosenquoten

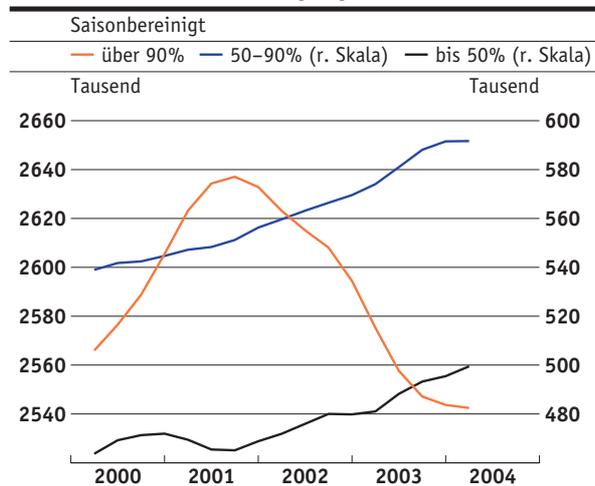
Die um Saisoneinflüsse bereinigte Arbeitslosenquote blieb bis Mai unverändert bei 3,9%. Seit Jahresbeginn nahm die Zahl der Arbeitslosen dennoch leicht auf 152 500 Personen ab. Die Zahl der Stellensuchenden betrug im Mai 219 200 Personen, was einer Quote von 5,6% entsprach.

In den verschiedenen Regionen entwickelte sich die Arbeitslosigkeit seit Jahresbeginn unterschiedlich. Während die Arbeitslosenquote in der deutschen Schweiz sank, stieg sie in der Westschweiz und im Tessin weiter. Im Mai betrugen die entsprechenden Arbeitslosenquoten 3,4%, 4,5% bzw. 5%.

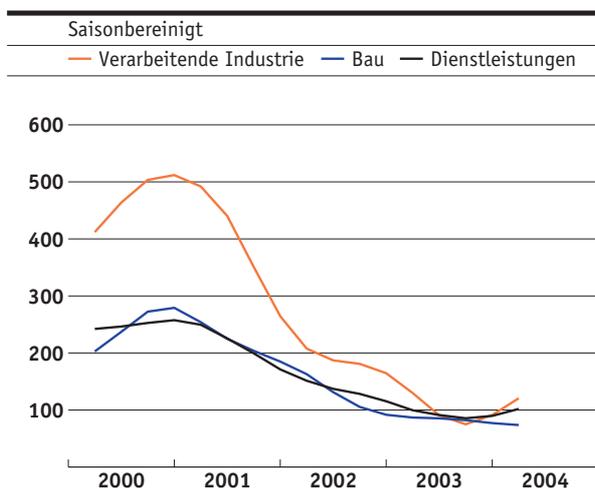
Allmählich steigende Beschäftigung in Sicht

Seit Jahresbeginn deutet eine Reihe von Indikatoren auf eine allmählich steigende Nachfrage nach Arbeitskräften hin. Im ersten Quartal stieg der Stellenindex Jobpilot, der die Stellenanzeigen im Internet misst, ebenso wie der vom BFS erhobene Index der offenen Stellen. Eine Besserung zeichnete sich auch in den Umfragen der KOF/ETH ab.

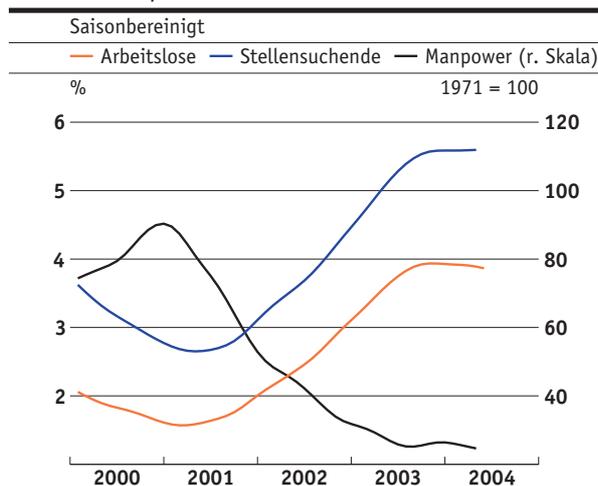
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



Grafik 2.12
Index der offenen Stellen



Grafik 2.13
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafik 2.11, 2.12:
Quelle: BFS

Grafik 2.13:
Bei den regionalen Arbeitsämtern registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quelle: Manpower, Seco

2.4 Preise

Weiterer Anstieg der Produzentenpreise

Zwischen Januar und April nahmen die Teuerungsimpulse, die von den Produzenten- und den Importpreisen auf die nachgelagerte Konsumstufe ausgehen, moderat zu. Die Jahresteuerung der Produzentenpreise zog weiter an und erreichte im April 1,1% (Januar: +0,6%). Dabei verteuerten sich die für den Absatz im Inland bestimmten Waren mit 1,8% deutlich stärker als die exportierten Waren (+0,3%). Bei den Importprodukten kam der seit einem Jahr anhaltende Preisrückgang im April zum Stillstand. Vor allem die Metall- und Mineralölprodukte verteuerten sich stark, während sich der Preisrückgang der importierten Investitionsgüter (Büromaschinen und andere Geräte der Informationstechnologie), wenn auch leicht abgeschwächt, fortsetzte.

Leicht höhere Teuerung auf der Konsumentenstufe

Nachdem die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung im März in den negativen Bereich gesunken war, stieg sie im April und Mai auf 0,5% bzw. 0,9%. Diese Zunahme der Teuerung war stärker, als die SNB in ihrer Inflationsprognose vom März erwartet hatte. Unerwartet stark stiegen vor allem die Preise für Erdölprodukte (Heizöl und Benzin).

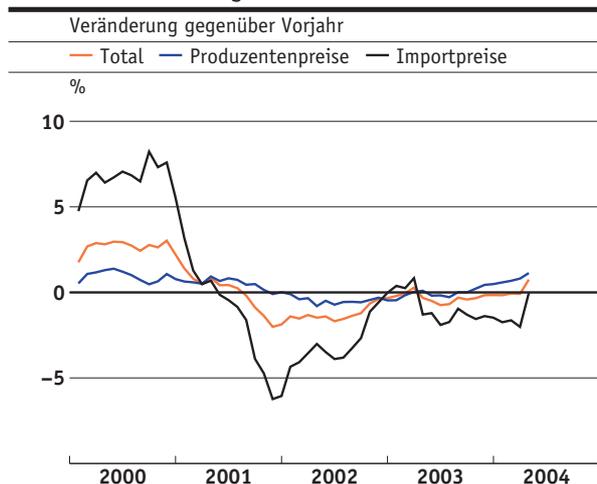
Leicht höhere Binnenteuerung

Die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen lag im Mai mit 0,8% geringfügig über dem Stand vom Februar. Während sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen, die drei Viertel des inländischen Warenkorbs ausmachen, um 0,2 Prozentpunkte auf 0,9% verstärkte, sank er bei den Waren.

Bei den öffentlichen Dienstleistungen stieg die Jahresteuerung von 1,5% auf 2,1%; dazu trugen vor allem die gestiegenen Tarife für Spitalleistungen sowie die höheren Kehr- und Abwassergebühren bei. Die vierteljährlich erhobenen Mietpreise zogen im Mai gegenüber Februar um 0,3 Prozentpunkte auf 1,0% an. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen lag die Teuerung mit 0,6% nur geringfügig höher als drei Monate zuvor.

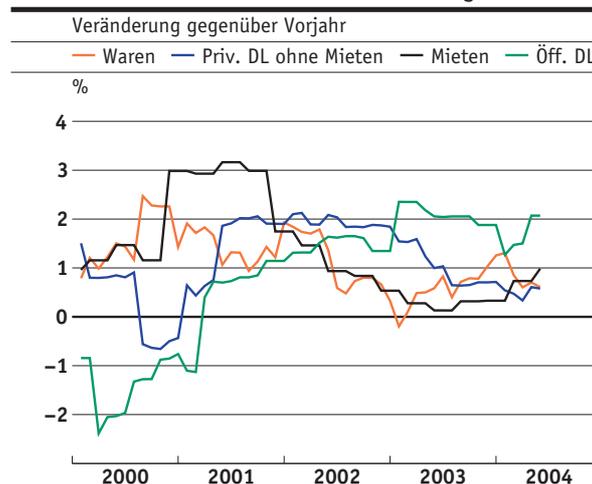
Der Preisauftrieb bei den inländischen Waren bildete sich von Februar bis Mai um 0,3 Prozentpunkte auf 0,6% zurück. Überdurchschnittlich stark verteuerten sich weiterhin die Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren.

Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



Quelle: BFS

Grafik 2.15
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Landesindex der Konsumentenpreise, 2000 = 100
Quellen: BFS, SNB

Ende des Preisrückgangs bei den Importgütern

Nachdem sich die Güter ausländischer Herkunft seit September 2003 verbilligt hatten, kam der Preisrückgang im Mai zum Stillstand. Im Vergleich zum Vorjahr belief sich die Teuerung auf 1,2%. Ins Gewicht fiel die Preisentwicklung der Erdölprodukte (Treibstoffe und Heizöl), die sich im Mai gegenüber dem Vorjahr um 12,5% verteuerten. Die Preise der übrigen importierten Güter sanken weiter; der Preisrückgang schwächte sich jedoch von -1,3% im Februar auf -0,5% ab. Markant waren die Preisabschläge erneut im Bereich der Heimelektronik wie PCs (-11,5%), Telefonapparate (-9,1%) sowie Fernseh- und Videogeräte (-7,8%). Negative Teuerungsimpulse stammten überdies von den Waren der Gruppe «Bekleidung und Schuhe», die ebenfalls zum grössten Teil importiert werden.

Höhere Kernteuerung der SNB ...

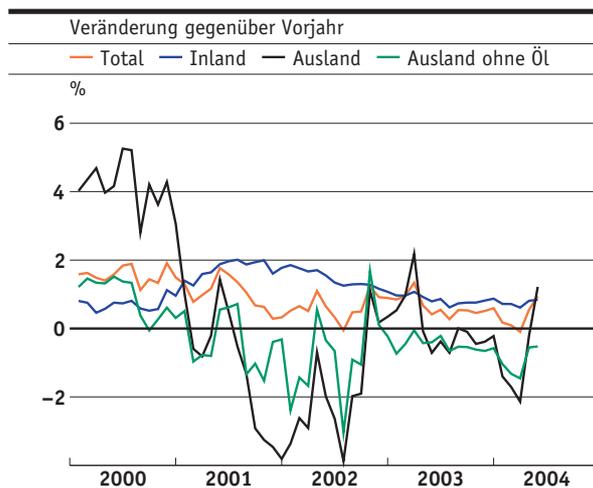
Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen Preistrend verzerren können. Die SNB berechnet deshalb eine Kerninflationsrate. Diese klammert in

jeder Periode die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuierung aus dem Warenkorb des Landesindex aus. Zwischen Februar und Mai erhöhte sich die Kerninflationsrate um 0,3 Prozentpunkte auf 0,8%. Im Mai wich die Kernteuerung somit nur geringfügig von der Konsumteuerung ab. Dies zeigt, dass sich die teuerungsdämpfenden Sondereinflüsse und die teuerungstreibenden Faktoren ungefähr die Waage hielten. Im Anstieg der Kerninflation kommt indessen eine leichte Zunahme des Teuerungstrends seit Februar zum Ausdruck.

... und des BFS

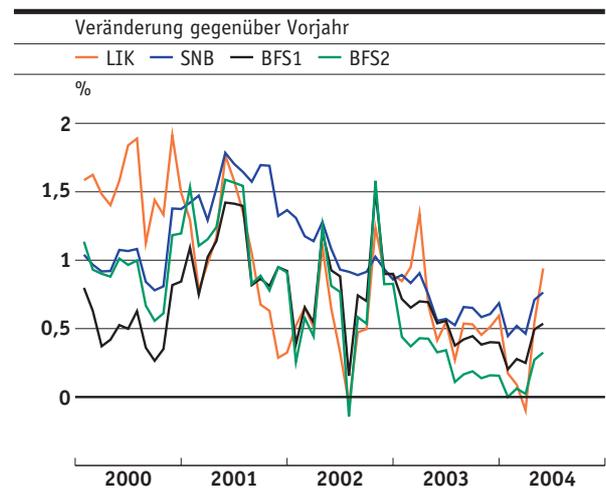
Im Unterschied zur Kerninflationsrate der SNB schliessen die beiden Kerninflationsraten des BFS in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Gegenüber Februar stiegen die vom BFS veröffentlichten Kerninflationsraten um jeweils 0,2 Prozentpunkte. Die Kerninflation 1 belief sich im Mai auf 0,5% und die Kerninflation 2 auf 0,3%.

Grafik 2.16
LIK: In- und ausländische Güter



Landesindex der Konsumentenpreise, 2000 = 100
Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.17
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

Landesindex der Konsumentenpreise
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 2.2

| | 2002 | 2003 | 2004 | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| | | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | Februar | März | April | Mai |
| LIK total | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 0,1 | 0,1 | -0,1 | 0,5 | 0,9 |
| Inländische Waren und Dienstleistungen | 0,8 | 0,7 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,8 | 0,8 |
| Waren | 0,6 | 0,6 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,6 | 0,7 | 0,6 |
| Dienstleistungen | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,7 | 0,6 | 0,9 | 0,9 |
| private Dienstleistungen ohne Mieten | 1,0 | 0,6 | 0,7 | 0,4 | 0,5 | 0,3 | 0,6 | 0,6 |
| Mieten | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,6 | 0,7 | 0,7 | 0,7 | 1,0 |
| öffentliche Dienstleistungen | 2,1 | 2,1 | 1,9 | 1,4 | 1,5 | 1,5 | 2,1 | 2,1 |
| Ausländische Waren und Dienstleistungen | 0,0 | -0,3 | -0,4 | -1,8 | -1,7 | -2,1 | -0,2 | 1,2 |
| ohne Erdölprodukte | -0,5 | -0,6 | -0,6 | -1,3 | -1,3 | -1,5 | -0,6 | -0,5 |
| Erdölprodukte | 3,2 | 1,5 | 1,0 | -4,5 | -3,9 | -6,1 | 1,9 | 12,5 |

Quellen: BFS, SNB

3 Finanzielle Bedingungen

3.1 Zinsen

Unverändert expansive Geldpolitik

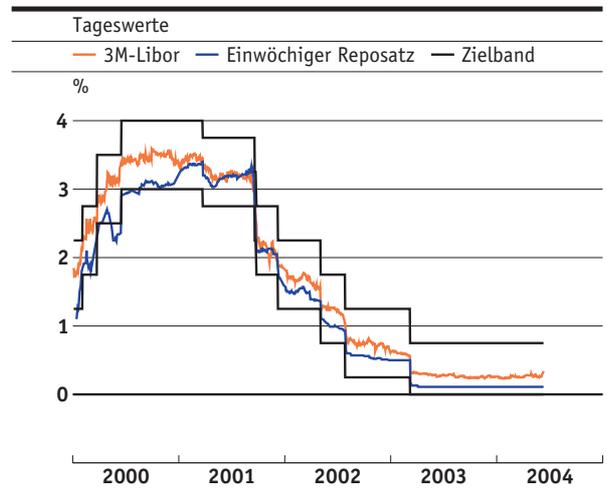
Die SNB führte ihre expansive Geldpolitik fort. Das angestrebte Niveau für den 3M-Libor liegt seit März letzten Jahres unverändert bei 0,25%, und die Repo-sätze aller Laufzeiten notieren bei 11 Basispunkten.

Seit der letzten Lagebeurteilung im März betrug die Zinsdifferenz zum Euro gemessen am dreimonatigen Geldmarktsatz unverändert 180 Basispunkte. Gegenüber dem Dollar stieg die Zinsdifferenz von unter 90 auf über 100 Basispunkte.

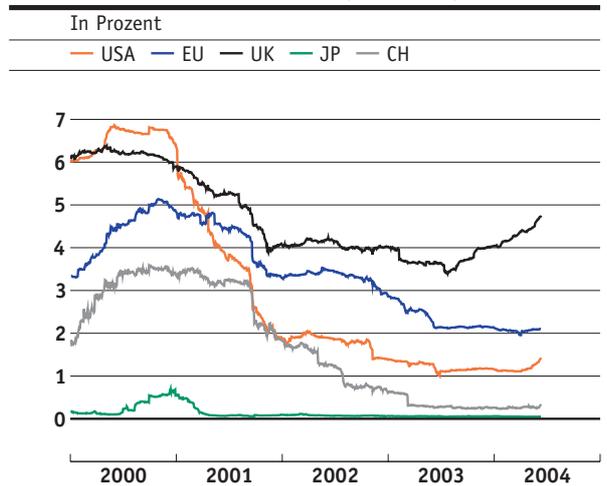
Grafik 3.3 zeigt die Erwartungen für den 3M-Libor am Futures-Markt mit Verfall vor der vierteljährlichen Lagebeurteilung der SNB von Mitte Juni. Bis Ende März waren die Zinserwartungen fast auf den Kassasatz des 3M-Libor gesunken. Nachdem der Juni-Futures im April wieder bis auf 0,45% angestiegen war, ging er bis Anfang Juni wieder leicht zurück.

In den nächsten drei Monaten erwarten die Finanzmarktteilnehmer einen Zinsanstieg (Grafik 3.4). Am 10. Mai wurde am Futures-Markt per 10. September, d.h. eine Woche vor der vierteljährlichen Lagebeurteilung, ein 3M-Libor von 0,81% erwartet. Der implizit in der Zinsstruktur der Libor-Sätze mit einer Laufzeit von 1 bis 12 Monaten enthaltene Terminzinsatz lag praktisch auf derselben Höhe. Die auf einer empirischen Schätzung eines Zinsstrukturmodells beruhende Berechnung der SNB ergab einen erwarteten 3M-Libor am gleichen Verfallstag von 0,63%. Während sich die Zinserwartungen am Markt gemäss September-Futures im Mai um rund 20 Basispunkte zurückbildeten, stiegen sie bis vor der Lagebeurteilung im Juni wieder im gleichen Ausmass an. Dies bedeutet, dass die Märkte Mitte Juni eine Zinserhöhung von rund 50 Basispunkten bis im Dezember antizipierten.

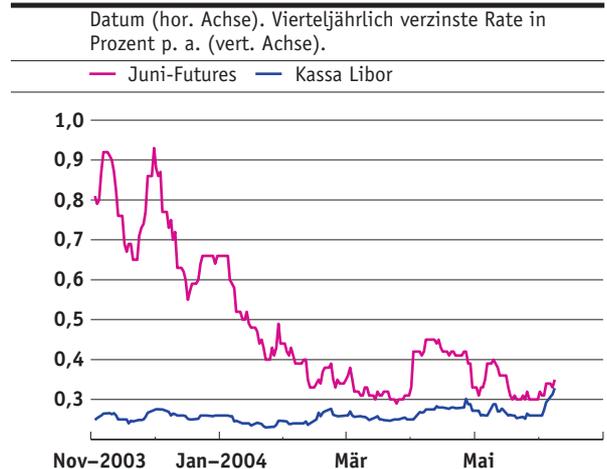
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.3
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafiken 3.1, 3.2, 3.3:
Quelle: SNB

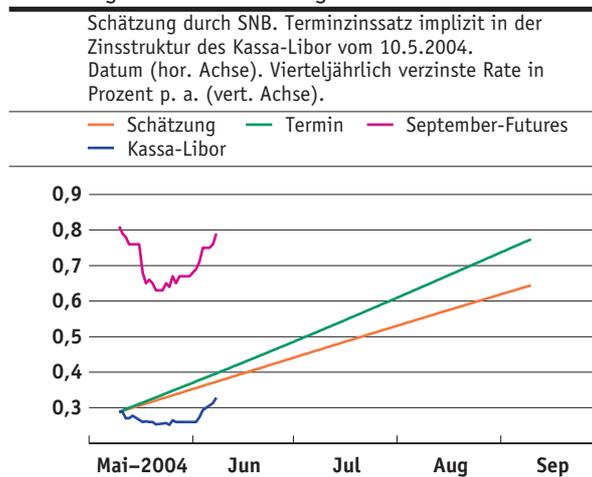
Die realen Finanzierungsbedingungen in der Schweiz waren im historischen Vergleich im ersten Quartal nach wie vor sehr günstig. Dies geht aus der Entwicklung des realen Franken-Libor mit einer Laufzeit von einem Jahr hervor (Grafik 3.5). Dieser lag mit $-0,53\%$ tiefer als im Vorquartal ($-0,19\%$). Seit Mitte 2002 schwankt er ungefähr zwischen 0% und $-0,5\%$. Der reale Zinssatz ergibt sich aus der Differenz zwischen dem 12-monatigen Libor und der in den kommenden 12 Monaten erwarteten Inflation. Die erwarteten Inflationsraten widerspiegeln die durchschnittliche Meinung von 14 Instituten, welche als «Consensus Forecast» vierteljährlich publiziert wird. Der Rückgang des Realzinssatzes im ersten Quartal ist vor allem das Ergebnis höherer Inflationserwartungen für die kommenden 12 Monate. Diese stiegen von $0,7\%$ im Dezember 2003 auf $0,9\%$ im Mai.

Anstieg der Kapitalmarktrenditen

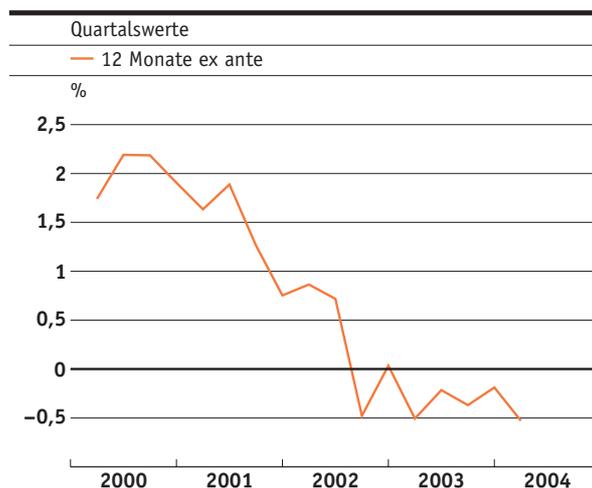
Seit Mitte März stiegen insbesondere die Kapitalmarktrenditen mit einer Laufzeit unter zehn Jahren deutlich an. Die 10-jährige Bundesanleihe nahm von Mitte März bis Anfang Juni um rund 50 Basispunkte auf 3% zu. Berechnungen der SNB deuten darauf hin, dass dies auf einen Anstieg der Realzinsen zurückzuführen ist, während die langfristigen Inflationserwartungen auf den Finanzmärkten unverändert blieben. Die höheren Realzinsen dürften die Folge verbesserter Konjunkturaussichten und einer erwarteten geldpolitischen Straffung sein. Hingegen verblieben die Renditen bei Laufzeiten von über 20 Jahren auf dem Niveau von Februar. Damit notieren sie weiterhin deutlich unter ihrem Stand vom November letzten Jahres.

Im Ausland verzeichneten die Kapitalmarktzinsen ebenfalls einen Anstieg (Grafik 3.8). Am stärksten zogen sie in den USA an, wo die Sätze 10-jähriger Staatsanleihen von unter $4,0\%$ Mitte März auf über $5,0\%$ im Mai kletterten. Wie in der Schweiz stiegen die Sätze in Deutschland in vergleichsweise bescheidenem Ausmass, und zwar von $4,1\%$ auf $4,5\%$. Die leichte Entkoppelung der europäischen Zinsen von den amerikanischen Sätzen dürfte nicht zuletzt die Unterschiede in der Wirtschaftsdynamik widerspiegeln.

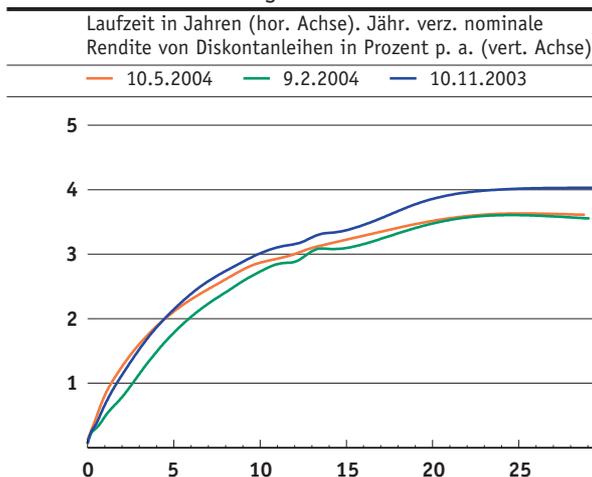
Grafik 3.4
Erwartungen des dreimonatigen Zinssatzes



Grafik 3.5
Geschätzte Realzinssätze



Grafik 3.6
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafiken 3.4, 3.5, 3.6:
Quelle: SNB

Weiterer Rückgang der Kreditzinsspannen

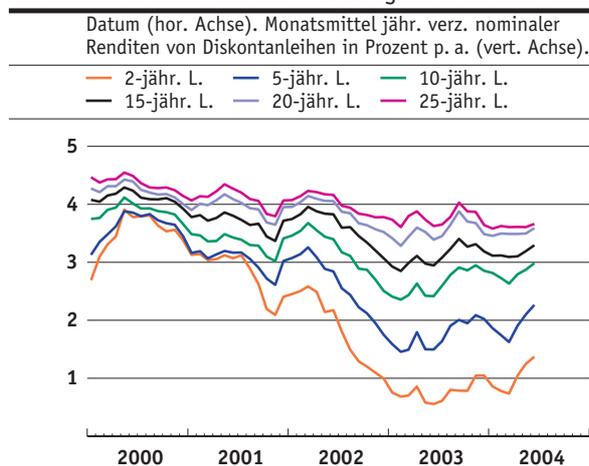
In der Grafik 3.9 wird die Bonität von erstklassigen Anleihen mit einer zweijährigen Laufzeit aus sechs Sektoren dargestellt. Die Bonität wird gemessen als Zinsspanne einer Diskontanleihe aus einem dieser Sektoren gegenüber der entsprechenden Anleihsrendite der Schweizerischen Eidgenossenschaft (siehe «Box: Einteilung von Anleihen in Bonitätsklassen», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 33). Die ausgewählten Sektoren sind die Kantone, Banken, Pfandbriefinstitute, Industrie sowie zwei Gruppen von ausländischen Schuldner mit der Einschätzung AAA und AA gemäss Standard & Poor's.

Die Zinsspanne gibt an, wie sich die Bonitätseinstufungen und somit auch die Finanzierungsbedingungen für Obligationenschuldner am schweizerischen Kapitalmarkt im Zeitablauf verändern. Darüber hinaus bietet sie sich als guter vorlaufender Indikator für die wirtschaftliche Aktivität an. Als Faustregel gilt, dass eine verringerte Zinsspanne eine konjunkturelle Beschleunigung signalisiert.

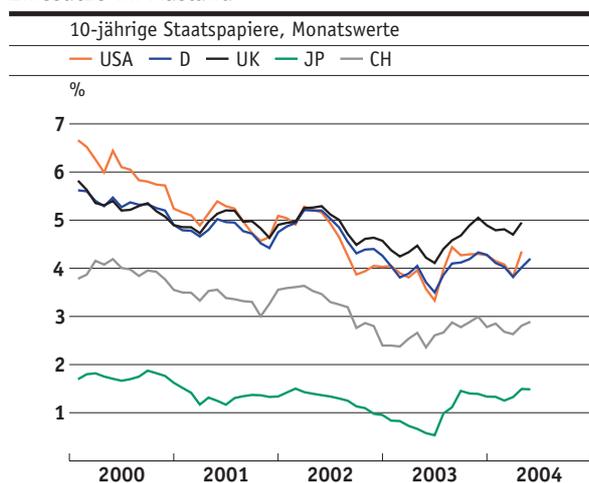
Wie der Grafik entnommen werden kann, sind die Zinsspannen aller sechs Schuldnersektoren deutlich geschrumpft. Dasselbe gilt sowohl bei Anleihen derselben Bonitätsgüte mit einer längeren Laufzeit als auch für Anleihen mit einer schlechteren Bonitätseinstufung. Nur bei den Industriefinanzierungen setzte im Mai eine Gegenbewegung ein. Trotz der Ausweitung bei Industrieobligationen weist die Entwicklung der Zinsspannen insgesamt auf ein verstärktes Vertrauen der Investoren in die Anleihschuldner hin, was als eine günstige Einschätzung der Konjunktur gedeutet werden kann.

Die Kreditzinsspannen sind auch im Ausland zurückgegangen. Seit Mai haben sie sich in den USA wieder leicht ausgeweitet. Wie die Schweiz blieben auch die übrigen europäischen Länder von dieser Gegenbewegung verschont. Die Zinsspannen sind hier stabil geblieben.

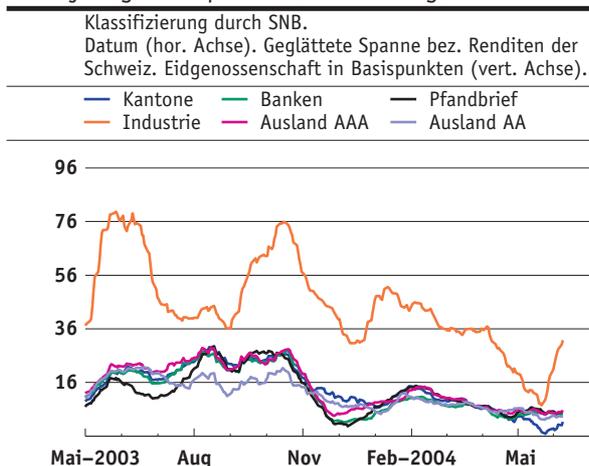
Grafik 3.7
Anleihsrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.8
Zinssätze im Ausland



Grafik 3.9
Die 2-jährige Zinsspanne von erstklassigen Anleihen



Grafiken 3.7, 3.8, 3.9:
Quelle: SNB

3.2 Wechselkurse

Schwächerer Euro, stärkerer Dollar

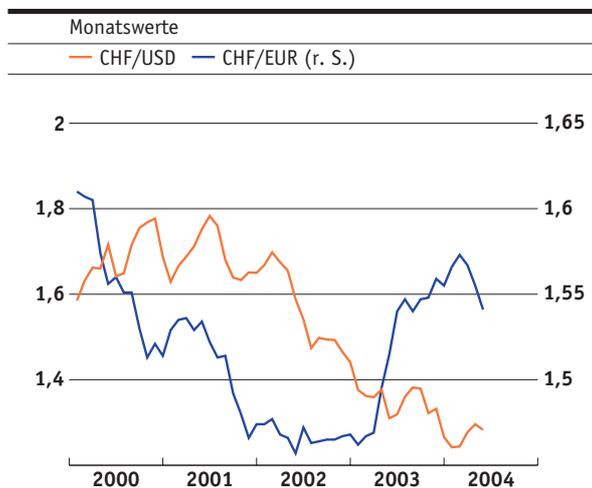
Nachdem sich der Euro gegenüber dem Dollar längere Zeit aufgewertet hatte, verbilligte er sich seit der letzten Lagebeurteilung im März wieder etwas. Der Dollar trotzte von Anfang Jahr bis zum April seinem seit drei Jahren andauernden Schwächetrend und erholte sich deutlich. Im Mai büsste er jedoch wieder etwas an Wert ein. Der Schweizer Franken profitierte von der Abschwächung des Euro gegenüber dem Dollar und verteuerte sich ebenfalls zum Euro. Kostete ein Euro im Februar noch 1.57 CHF, so mussten im Mai dafür durchschnittlich nur noch 1.54 CHF bezahlt werden. Umgekehrt verhielt sich der Franken zum Dollar und schwächte sich von 1.24 CHF auf 1.28 ab. Gründe für die relative Dollarstärke dürften die Aussichten auf eine baldige Zinserhöhung durch das Fed sowie der starke Anstieg der US-Kapitalmarktrenditen sein, wodurch sich die relative Attraktivität von Dollar-Anlagen erhöhte.

Parallel zum nominalen Wertverlust des Euro stieg der reale Aussenwert des Frankens gegenüber dem Euro-Gebiet merklich an. Gegenüber einem breiteren Index mit 24 Ländern, in welchem auch der Dollarraum enthalten ist, fiel die reale Aufwertung etwas schwächer aus. Trotz der jüngsten Aufwertung lag der reale Aussenwert des Frankens im Mai immer noch unter seinem Vorjahresstand. Gegenüber den europäischen Handelspartnern notierte er 2,8% und gegenüber den wichtigsten 24 Handelspartnern 2,0% unter seinem Vorjahreswert.

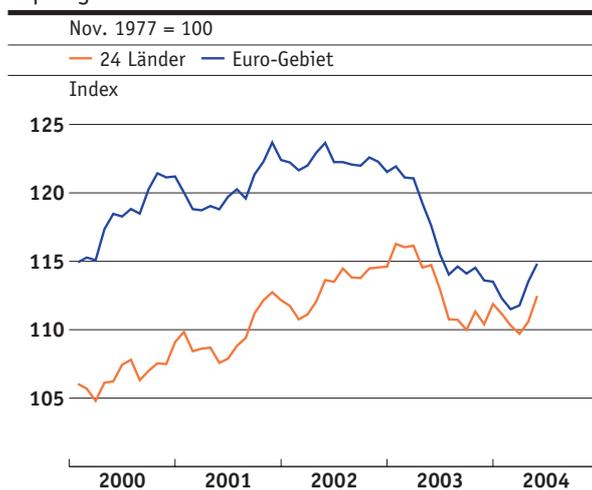
MCI

Der Monetary Conditions Index (MCI) fasst die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen und des Wechselkurses zu einem Indikator der monetären Bedingungen zusammen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index (MCI)», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27). Nachdem der MCI im April noch leicht gesunken war und damit eine Expansion der monetären Bedingungen im Vergleich zum Zeitpunkt der letzten Lagebeurteilung vom 18. März anzeigte, nahm er im Mai aufgrund des Anstiegs des Frankens zum Euro auf 40 bis 70 Basispunkte zu (5:1- bzw. 3:1-Gewichtung). Da die Kurzfristzinsen seit über einem Jahr praktisch unverändert blieben, standen Wechselkursveränderungen hinter diesen Bewegungen. Ab Ende Mai trug auch der Anstieg des 3M-Libor zu einer Straffung der monetären Bedingungen bei.

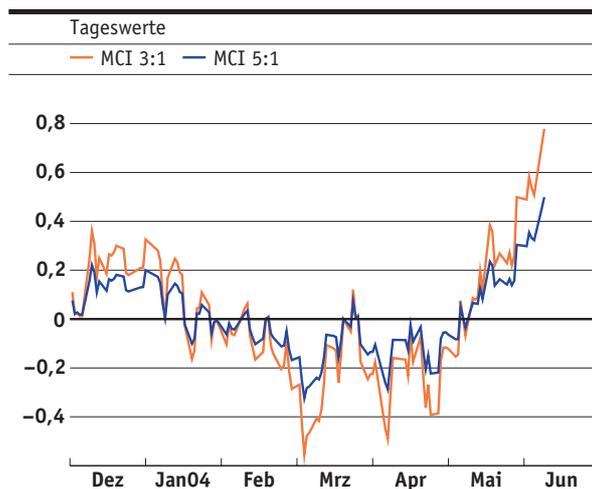
Grafik 3.10
Devisenkurse



Grafik 3.11
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.12
MCI nominal



Grafik 3.10, 3.11, 3.12:
Quelle: SNB

3.3 Aktien- und Immobilienpreise

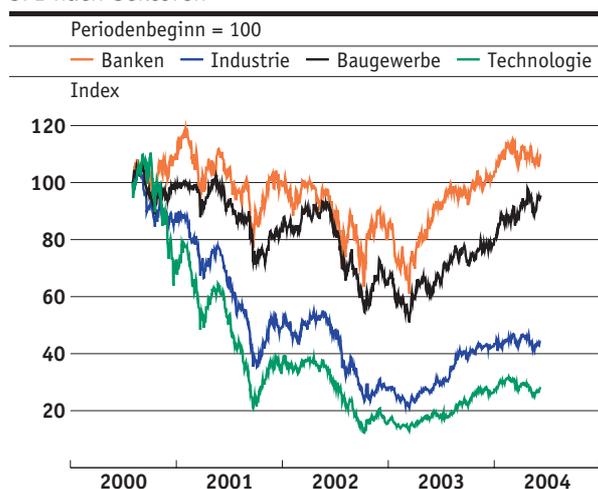
Konsolidierung am Aktienmarkt

Die seit März 2003 andauernde Hausse an den Aktienmärkten kam ins Stocken. Im März erlitt der schweizerische Aktienmarkt einen ersten Rückschlag, von dem er sich im April vollständig erholte. Bis Ende Mai sank er jedoch nochmals um rund 5%. Im Verlaufe dieses Jahres konnten einzig die Titel der Baubranche zulegen, welche Ende Mai rund 20% über ihrem Stand am Jahreswechsel lagen. Banken-, Industrie- und Technologietitel notierten Ende Mai ungefähr gleich wie am Jahresende.

Fortgesetzter Anstieg der Wohnungsmieten und Immobilienpreise

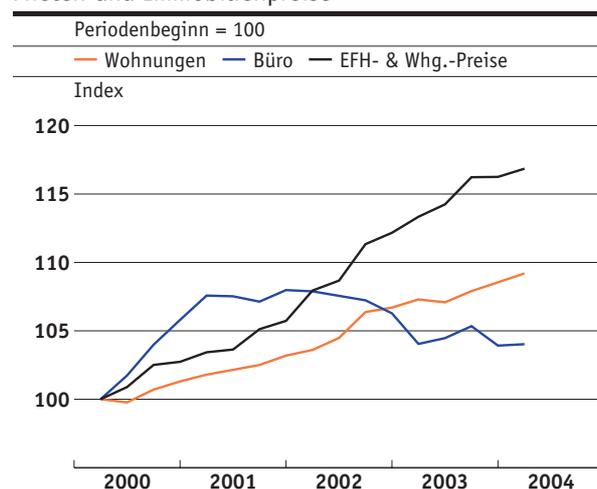
Während die Wohnungsmieten und Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen seit einigen Jahren ansteigen, stagnieren die Mieten für Büroflächen. Diese Entwicklung setzte sich im ersten Quartal fort. Während die Wohnungsmieten um 1,8% und die Preise für Einfamilienhäuser sowie Eigentumswohnungen im Vergleich zum Vorjahr um 3,1% anzogen, stagnierten die Mieten für Büroflächen auch im ersten Quartal.

Grafik 3.13
SPI nach Sektoren



Quelle: Swiss Exchange (SWX)

Grafik 3.14
Mieten und Immobilienpreise



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

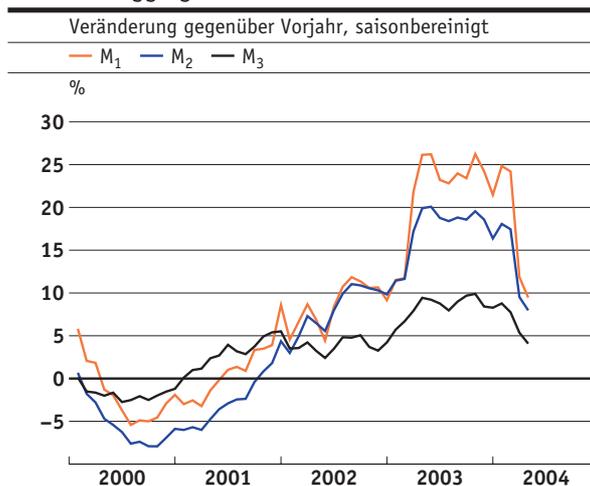
Rückgang des Geldmengenwachstums

Unmittelbar nach der letzten Zinssenkung vom 6. März 2003 nahmen die Geldaggregate stark zu. Seit Anfang Jahr bildeten sich indessen die Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahr deutlich zurück. Sie bleiben aber im Vergleich mit dem historischen Durchschnitt hoch. Die Geldmenge M_3 , welche den Bargeldumlauf, die Sicht-, die Spar- und die Termineinlagen umfasst, weitete sich im ersten Quartal mit 7,3% aus. Im Mai betrug die Jahreswachstumsrate noch 4,3%, gegenüber 7,7% im Februar. Die Jahreszuwachsrate von M_2 (M_3 minus die Termineinlagen) ging von 17,4% im Februar auf 7,5% im Mai zurück. Die Wachstumsrate der Geldmenge M_1 , die sich aus dem Bargeldumlauf plus Sichteinlagen zusammensetzt, nahm von 24,2% auf 9,4% ab.

Die Geldnachfrage der Wirtschaftssubjekte hängt vom nominellen Transaktionsvolumen und von den Opportunitätskosten der Geldhaltung ab. In makroökonomischen Analysen wird für das Transaktionsvolumen meist eine Proportionalität zum nominellen BIP unterstellt, während die Opportunitätskosten der M_3 -Geldhaltung mit den Langfristzinsen gemessen werden. Das Verhältnis der Geldmenge zum nominellen BIP wird als Kassenhaltungskoeffizient bezeichnet. Dieser reagiert im Allgemeinen invers auf die

Opportunitätskosten, weil hohe (tiefe) Langfristzinsen das Publikum veranlassen, seine Kassenhaltung einzuschränken (auszuweiten). Wie Grafik 3.16 illustriert, hat der Kassenhaltungskoeffizient seit Anfang der 90er-Jahre zugenommen; die Geldmenge M_3 ist also stärker gewachsen als das nominelle BIP. Grund dafür waren die in diesem Zeitraum rückläufigen Langfristzinsen.

Grafik 3.15
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

| | 2002 | 2003 | 2003 | | | | 2004 | | | |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | März | April | Mai |
| Notenbankgeldmenge² | 38,4 | 40,4 | 39,2 | 39,9 | 41,0 | 41,5 | 42,2 | 41,6 | 42,0 | 41,4 |
| Veränderung ³ | 5,7 | 5,3 | 0,7 | 4,6 | 8,6 | 7,4 | 7,7 | 4,5 | 5,8 | 4,1 |
| $M_1$² | 224,4 | 273,7 | 249,0 | 273,0 | 279,0 | 293,6 | 298,9 | 296,1 | 298,9 | 298,7 |
| Veränderung ³ | 8,7 | 22,0 | 15,0 | 25,2 | 23,5 | 23,9 | 20,0 | 11,9 | 9,4 | 9,4 |
| $M_2$² | 404,8 | 475,6 | 444,8 | 475,0 | 482,5 | 500,0 | 511,0 | 508,0 | 512,0 | 511,4 |
| Veränderung ³ | 8,1 | 17,5 | 13,4 | 19,6 | 18,6 | 18,1 | 14,9 | 9,6 | 8,0 | 7,5 |
| $M_3$² | 503,0 | 545,3 | 530,1 | 545,2 | 547,4 | 558,6 | 568,6 | 566,2 | 569,1 | 568,2 |
| Veränderung ³ | 3,8 | 8,4 | 6,8 | 9,1 | 8,9 | 8,9 | 7,3 | 5,4 | 4,1 | 4,3 |

1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. CHF

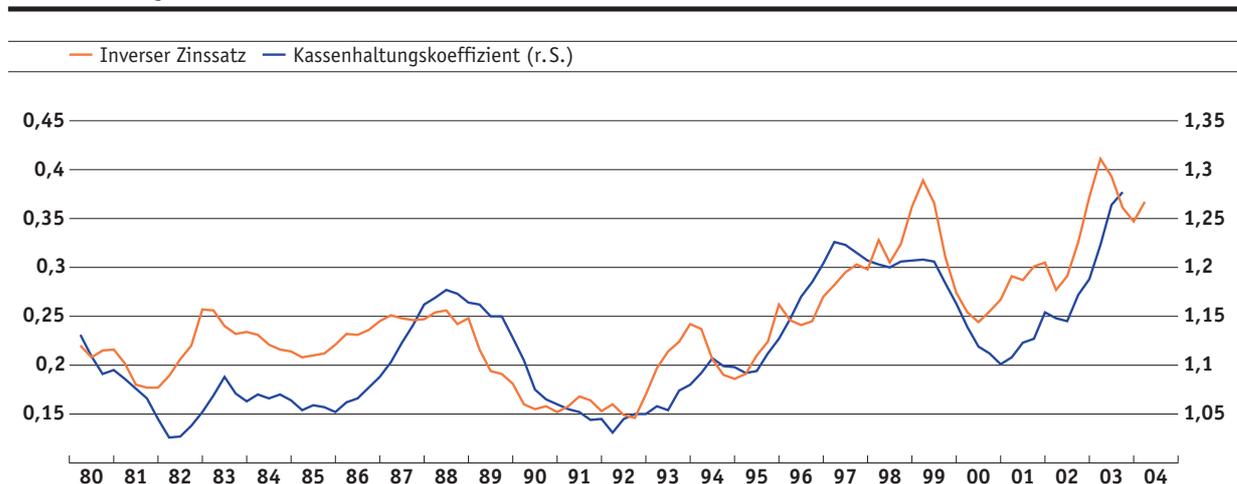
3 Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Quelle: SNB

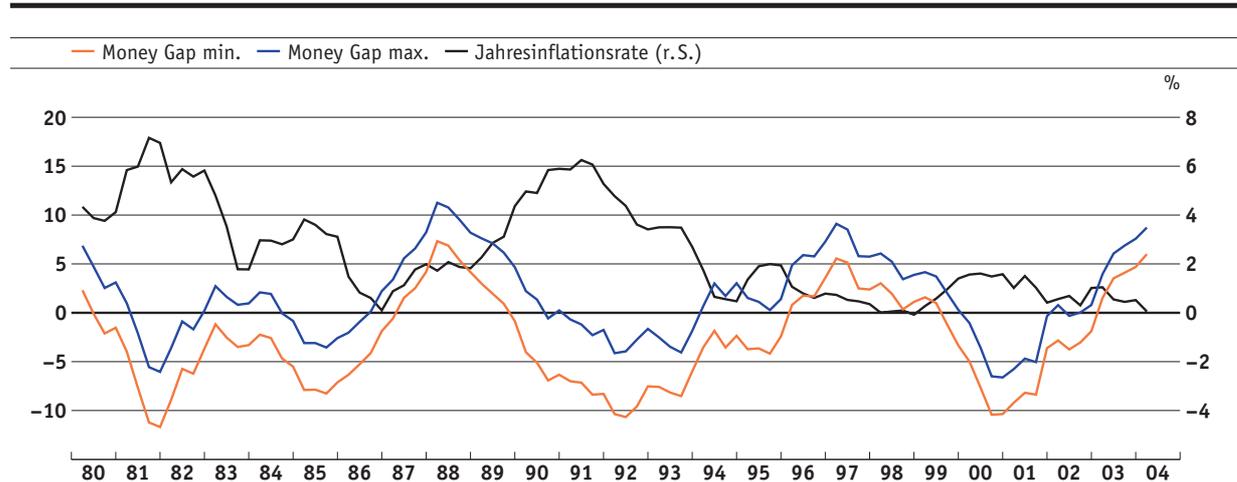
Die der Wirtschaft tatsächlich zur Verfügung stehende Geldmenge kann allerdings von der durch das nominelle BIP und die Langfristzinsen bestimmten Gleichgewichtsgeldmenge abweichen. Solche Abweichungen werden als Money Gap bezeichnet. Bei einem Überschreiten der tatsächlichen Geldmenge über die Gleichgewichtsgeldmenge spricht man von einem Geldüberhang, andernfalls von einer Geldlücke. In der Grafik 3.17 sind die Jahresinflationen sowie zwei Schätzungen des Money Gap seit 1980 abgebildet. Diese sind in Prozent der um die Treuhandguthaben von Inländern erweiterten Geldmenge M3 ausgedrückt. Treuhandguthaben werden deshalb berücksichtigt, weil sie enge Substitute für Terminguthaben sind.

Wie Grafik 3.17 verdeutlicht, führen Geldlücken zu fallenden und Geldüberhänge zu steigenden Inflationsraten. Es gibt allerdings Ausnahmen von dieser Regel. So schlug sich z. B. der Geldüberhang der zweiten Hälfte der 90er-Jahre nur in einem geringen Preisanstieg nieder, weil die reale Aufwertung des Schweizer Franks in dieser Zeit direkt und über eine Abschwächung der realwirtschaftlichen Aktivität inflationsdämpfend wirkte. In jüngster Zeit dehnte sich der Geldüberhang verlangsamt weiter aus, obwohl die Wachstumsraten der Geldaggregate seit Anfang dieses Jahres stark abgenommen haben. Der Überhang der erweiterten Geldmenge M3 betrug im ersten Quartal schätzungsweise 6% bis 8,8%. Dies deutet bei unveränderter Geldpolitik auf ein Inflationspotenzial in der längeren Frist hin (vgl. Kap. 4.2).

Grafik 3.16
Kassenhaltungskoeffizient



Grafik 3.17
Money Gap & Jahresinflationen



Grafiken 3.16, 3.17:
Quelle: SNB

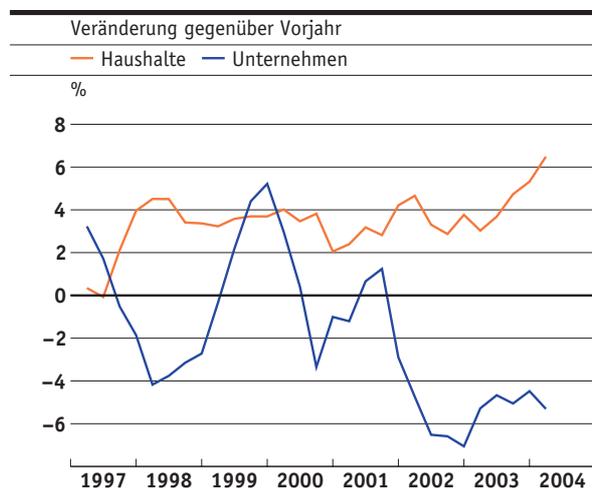
3.5 Kreditaggregate

Höheres Wachstum der Kredite an private Haushalte

Ende Mai lagen die Bankkredite 3,3% über dem Vorjahresstand. Dabei legten die Frankenkredite um 2,0% zu.

Das Kreditwachstum ist das Resultat zweier gegenläufiger Entwicklungen. Die Kredite an Haushalte, die rund zwei Drittel des Totals der Bankkredite ausmachen, nahmen auch in den letzten Jahren stetig zu. Demgegenüber verringerten sich die stärker auf die Konjunktur reagierenden Kredite an Unternehmen deutlich. Diese Scherenbewegung ist seit 2000 feststellbar. In den letzten Quartalen haben sich die Kredite an Unternehmen zwar nur noch geringfügig zurückgebildet; eine Stabilisierung oder gar ein Wiederanstieg ist jedoch bisher nicht eingetreten.

Grafik 3.18
Bankkredite



Quelle: SNB

Ein ähnlicher Unterschied wie der zwischen Krediten an Haushalte und Krediten an Unternehmen zeigt sich in der Gliederung der Kredite nach Kreditarten. Während Hypothekarforderungen, die rund vier Fünftel des Totals der Bankkredite ausmachen, einen stetigen Anstieg aufweisen, sind die übrigen Kredite stark gesunken. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Schuldner von Hypothekarkrediten vor allem Haushalte sind, während die übrigen Kredite in erster Linie an Unternehmen gehen. Die Haushalte weisen indessen nicht nur bei den Hypothekarkrediten, sondern auch bei den übrigen Krediten eine Zunahme auf. Umgekehrt sind nicht nur die übrigen Kredite, sondern auch die Hypothekarkredite der Unternehmen von Quartal zu Quartal zurückgegangen.

Ende Mai lagen die Hypothekarforderungen der Banken um insgesamt 5,4% über dem Stand vor Jahresfrist. Der Rückgang der übrigen Kredite betrug im gleichen Zeitraum 4,1%. Wenn die übrigen Kredite in gedeckte und ungedeckte Kredite aufgeteilt werden, so bestätigt sich einmal mehr, dass die konjunktursensitiven Kreditbereiche von der Erholung bisher kaum erfasst worden sind. Während die gedeckten Kredite im Vorjahresvergleich um 3% zunahmen, ist bei den ungedeckten Krediten, die in der Regel deutlicher auf die Konjunktur reagieren als die gedeckten, noch keine Trendwende feststellbar. Sie gingen auch in den letzten Quartalen gegenüber der jeweiligen Vorperiode zurück und lagen Ende Mai um 8,6% unter dem Vorjahresstand.

Bankkredite¹

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 3.2

| | 2002 | 2003 | 2003 | | | | 2004 | | | |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | März | April | Mai |
| Total | 0,5 | 2,1 | 1,6 | 1,7 | 2,3 | 2,9 | 3,2 | 3,5 | 3,5 | 3,3 |
| Hypothekarforderungen | 3,9 | 5,6 | 5,7 | 5,4 | 5,6 | 5,5 | 5,4 | 5,5 | 5,5 | 5,4 |
| Übrige Kredite | -9,3 | -8,7 | -10,6 | -9,7 | -8,3 | -6,1 | -4,6 | -3,8 | -3,6 | -4,1 |
| davon gedeckt | -3,2 | -10,7 | -13,4 | -14,9 | -9,4 | -4,3 | -1,6 | 0,6 | -0,1 | 3,0 |
| davon ungedeckt | -12,9 | -7,4 | -8,7 | -6,1 | -7,6 | -7,3 | -6,5 | -6,6 | -5,9 | -8,6 |

1 Bankbilanzen, Erhebungsstufe Unternehmung, alle Währungen, Inland; Jahres- und Quartalswerte als Durchschnitte aus Monatsendwerten
Quelle: SNB

4 Inflationsprognose

Die Geldpolitik wirkt mit einer erheblichen Verzögerung auf die Produktion und die Preise. In der Schweiz beträgt die durchschnittliche Verzögerung, mit der sie auf die Preise wirkt, rund drei Jahre. Aus diesem Grund orientiert die Nationalbank ihre Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflation, sondern an der Inflation, die sich bei unveränderter Geldpolitik in zwei oder drei Jahren ergeben würde. Mit dieser Orientierung trägt sie auch zur Stabilisierung von Beschäftigung und Produktion bei. Die Inflationsprognose bildet somit einen wichtigen Teil des geldpolitischen Konzepts der SNB (siehe «Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts»).

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Die Inflationsprognose der SNB ist in ein weltwirtschaftliches Szenario eingebettet. Dieses Szenario stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung dar. Tabelle 4.1 fasst die wichtigsten Annahmen für die aktuelle und die im Vorquartal publizierte Inflationsprognose zusammen. Die angegebenen Werte, die den Prognosehorizont von drei Jahren abdecken, sind Jahresdurchschnitte des realen BIP-Wachstums der USA und der EU-Länder, des Erdölpreises und des Dollar-Euro-Wechselkurses.

Für die USA wird ein robustes Wachstum und eine gemässigte Konjunkturerholung in Europa angenommen. Die unterstellten Verlaufswachstumsraten in den USA sind knapp über 4% für 2004 und leicht unter 4% für 2005. Anschliessend wird das Wachstum bis Anfang 2006 auf das Potenzial von 3% absinken. Weil auch ein starkes Wachstum des Produktionspotenzials unterstellt wird, schliesst sich die Produktionslücke nur langsam.

In Europa wird im Laufe 2004 ein Anstieg des Verlaufswachstums auf knapp 2,5% angenommen. Auf mittlere Frist wird von einem nur knapp über dem Potenzial von 2,1% liegenden Wachstum ausgegangen, so dass sich die Produktionslücke nur in kleinen Schritten verringert.

Der Erdölpreis verlief zu Jahresbeginn 2004 höher als angenommen. Nachfragebedingte Faktoren, eine wieder kritischer beurteilte geopolitische Lage und spekulative Gründe haben dazu beigetragen. Die SNB geht von einem langsamen Rückgang des Ölpreises aus. Der Dollar hat sich gegenüber dem Euro im ersten Quartal stabilisiert. Für den Wechselkurs wird jeweils ein über den ganzen Prognosehorizont unveränderter Wert angenommen, der seinem aktuellen, gerundeten Niveau entspricht. Für die aktuelle Prognose bedeutet dies einen Dollar/Euro-Kurs ab dem zweiten Quartal 2004 von 1.20.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

| | 2004 | 2005 | 2006 |
|------------------------------------|------|------|------|
| Inflationsprognose Juni 2004 | | | |
| BIP USA ¹ | 4,6 | 4,0 | 3,6 |
| BIP EU-15 ¹ | 2,0 | 2,3 | 2,3 |
| Wechselkurs USD/Euro ² | 1,21 | 1,20 | 1,20 |
| Ölpreis in USD/Barrel ² | 33,7 | 30,2 | 27,2 |
| Inflationsprognose März 2004 | | | |
| BIP USA ¹ | 4,7 | 4,0 | 3,6 |
| BIP EU-15 ¹ | 2,1 | 2,4 | 2,3 |
| Wechselkurs USD/Euro ² | 1,25 | 1,25 | 1,25 |
| Ölpreis in USD/Barrel ² | 28,1 | 26,1 | 26,4 |

1 Veränderung in %

2 Niveau

Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

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

Die Umsetzung dieses Auftrages hat die SNB in einem dreiteiligen geldpolitischen Konzept präzisiert. Erstens versteht die SNB unter Preisstabilität einen Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) von weniger als 2% pro Jahr. Damit trägt sie der Tatsache Rechnung, 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 Situation 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. Und drittens legt die SNB ihr operationelles Ziel in Form eines Zielbandes für den dreimonatigen Franken-Libor fest. Das Zielband gibt der SNB einen gewissen Spielraum, um auf unerwartete Entwicklungen am Geld- und Devisenmarkt zu reagieren, ohne den grundlegenden geldpolitischen Kurs ändern zu müssen.

4.2 Inflationsprognose 2. Quartal 2004 bis 1. Quartal 2007

Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse der Indikatoren und aus Modellsimulationen. Die Ergebnisse sind in Grafik 4.1 zusammengefasst. Die Grafik zeigt die neue Prognose (Juni 2004), die auf der Annahme eines über den ganzen dreijährigen Prognosezeitraum konstant gehaltenen Dreimonats-Libor von 0,5% basiert. Dieses Niveau des Dreimonats-Libor entspricht dem Mittelwert des seit dem 17. Juni gültigen Zielbandes von 0%–1%. In der gleichen Grafik sind auch die letzten beiden Inflationsprognosen abgebildet (Dezember 2003 und März 2004). Im Unterschied zur neuen Prognose basierten diese Prognosen auf der Annahme eines konstanten Dreimonats-Libor von 0,25%, was dem Niveau entspricht, das die Nationalbank anstrebte, solange das Zielband 0%–0,75% betrug.

Wie der Grafik entnommen werden kann, bewegt sich die prognostizierte Jahresteuerung in den kommenden Monaten, abgesehen von vorübergehenden Schwankungen infolge von Basiseffekten, im Bereich von 1%. Im Jahresdurchschnitt 2004 beträgt sie 0,6%. Trotz des um 25 Basispunkte höheren Zinssatzes liegt die neue Prognose bis Mitte 2005 leicht über dem Niveau der beiden älteren Prognosen. Dies ist vor allem auf den Erdölpreisanstieg zurückzuführen. Von den übrigen importierten Konsumgütern dürfte indessen tendenziell eine teuerungsdämpfen-

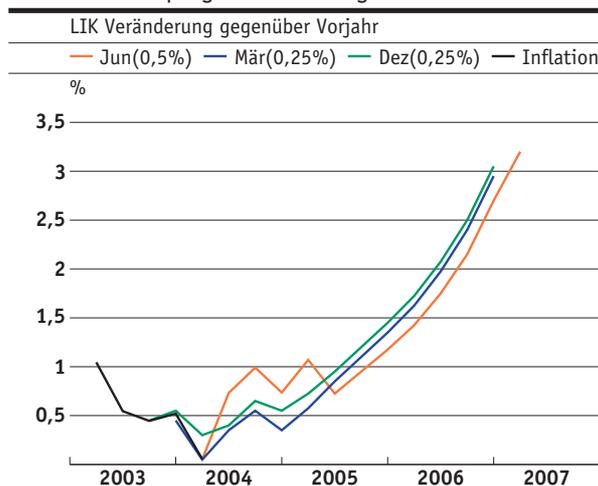
de Wirkung ausgehen. Die Teuerung im Warenbereich dürfte vor dem Hintergrund anhaltend unterausgelasteter Produktionskapazitäten tief bleiben. Demgegenüber ist davon auszugehen, dass die Teuerung bei den Dienstleistungen leicht anziehen wird.

Ab 2005 zeigt die Inflationsprognose einen Anstieg an. Im Durchschnitt des Jahres 2005 ergibt sich ein Wert von 1,0%. Für die in diesem Zeitraum prognostizierte Inflation ist die konjunkturelle Entwicklung entscheidend. Die Konjunkturaussichten haben sich zusehends verbessert, so dass in den nächsten Quartalen mit einem weiteren Rückgang des Output Gap in der Schweiz gerechnet werden kann. Ende 2005 dürfte die Produktionslücke geschlossen sein. Dadurch weitet sich der Spielraum der Unternehmungen zur Erhöhung ihrer Preise aus, während es für die Arbeitnehmer einfacher wird, Reallohnforderungen durchzusetzen.

In der zweiten Jahreshälfte 2006 übersteigt die prognostizierte Inflation die Obergrenze für die Preisstabilität (2%). Im Jahre 2006 beträgt sie durchschnittlich 2,0%. Im ersten Quartal 2007, das heisst am Ende des Prognosezeitraumes, erreicht sie 3,2%. Dieser in der späteren Prognosephase ausgewiesene Verlauf hängt massgeblich von monetären Faktoren ab. Zwar sind Prognosen in der langen Frist mit grösserer Unsicherheit behaftet, doch zeigt die Erfahrung, dass eine hohe Liquiditätsausstattung ein Risiko für die Preisstabilität darstellt. Seit letztem Jahr haben die Liquiditätsbestände in der schweizerischen Volkswirtschaft stark zugenommen. Dies ermöglicht im Zuge der wirtschaftlichen Erholung nicht nur zusätzliche Transaktionen, sondern auch Preiserhöhungen. Mit dem Zinsschritt von Juni 2004 trägt die SNB indessen dazu bei, dass die überschüssige Liquidität wieder allmählich abgebaut wird. In der Inflationsprognose widerspiegelt sich dies darin, dass die prognostizierte Inflation ab dem zweiten Quartal 2005 20–30 Basispunkte tiefer liegt als in den beiden älteren Prognosen.

Ähnlich wie die beiden älteren Prognosen zeigt aber auch die Juni-Prognose, dass die SNB die Preisstabilität in der längeren Frist nicht gewährleisten kann, wenn der Dreimonats-Libor auf dem aktuellen Niveau gehalten wird. Dies deutet darauf hin, dass der kurzfristige Zinssatz in den nächsten drei Jahren voraussichtlich noch weiter angehoben werden muss.

Grafik 4.1
SNB Inflationsprognosen im Vergleich



Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2004

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den in den Monaten März bis Mai 2004 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die Stimmung und die Geschäftslage der Unternehmen hellten sich in den Monaten März bis Mai weiter auf. Die Konjunkturerholung gewann an Breite und erfasste allmählich auch die auf dem Binnenmarkt tätigen Unternehmen. Die wichtigsten Impulse gingen allerdings weiterhin von den Exporten aus. Bei den Dienstleistungen bestätigte sich die Wende im Tourismus und – weniger ausgeprägt – bei den unternehmensbezogenen Dienstleistungen. Der Detailhandel spürte die allmähliche Besserung des Konsumklimas, was sich insbesondere in anziehenden Umsätzen bei den dauerhaften Konsumgütern niederschlug. Die Bauunternehmen zeigten sich über die Entwicklung im Wohnungsbau zufrieden, sahen aber noch keine Erholung im Geschäftsbau.

Eine Reihe von Anzeichen deutet darauf hin, dass die Investitionsbereitschaft allmählich zunimmt. Die Ertragslage verbesserte sich und einige Unternehmen stiessen inzwischen an Kapazitätsgrenzen. Einige Unternehmen bauten den Personalbestand bereits aus oder nahmen eine Erhöhung in Aussicht. Viele Branchen spürten die starke Verteuerung der Rohstoffe, sahen jedoch meistens keine Möglichkeit, die höheren Kosten zu überwälzen.

Die Konjunkturaussichten wurden unverändert vorsichtig optimistisch beurteilt; für das laufende Jahr rechneten die Gesprächspartner mehrheitlich mit stabilen oder steigenden Umsätzen. Die noch zu Jahresbeginn verbreitete Skepsis über die Nachhaltigkeit der Konjunkturerholung liess nach.

1 Produktion

Industrie

Die exportorientierten Branchen verzeichneten seit den im Februar durchgeführten Gesprächen mehrheitlich eine weitere Belebung des Geschäftsgangs. Eine Reihe von Unternehmen ist inzwischen voll ausgelastet und verfügt über einen soliden Arbeitsvorrat. Unverändert kräftig blieb die Nachfrage aus Asien, während sich der Bestellungseingang aus den USA für viele Unternehmen eher enttäuschend entwickelte. Nachdem sich der Dollar wieder leicht gefestigt hatte, nahmen die Klagen über den tiefen Dollarkurs ab. Vermehrt verzeichneten die Unternehmen eine anziehende Nachfrage aus der EU, insbesondere aus Südeuropa; neuerdings war teilweise auch eine gewisse Belebung aus Deutschland festzustellen.

Neben der wenig konjunkturabhängigen chemisch-pharmazeutischen Industrie meldeten nun auch die Vertreter der Spezialitätenchemie sowie der Kunststoffindustrie eine Belebung des Geschäftsgangs. Weiterhin günstig entwickelte sich die Medizinaltechnik; allmählich bekommt die Branche allerdings den wachsenden Spardruck im Gesundheitswesen zu spüren.

Die Metallerzeugungsindustrie befindet sich auf Erholungskurs. Die Branche profitierte von der starken Nachfrage nach Beton- und Qualitätsstahl aus dem In- und Ausland (China). Nach oben zeigte auch der Geschäftsgang im Elektronikbereich. Etwas langsamer fasst dagegen die Maschinenindustrie und die Elektrotechnik Tritt. Namentlich die Zulieferer für die Automobilindustrie verzeichneten indessen stark steigende Bestellungen. Weiterhin sehr positiv äusserten sich die Produzenten von Textilmaschinen, die stark nach Asien ausgerichtet sind. Allgemein sieht sich die Maschinenindustrie einer starken, qualitativ immer besseren Importkonkurrenz sowie einer sehr preisbewussten Kundschaft gegenüber. Zufrieden äusserte sich auch die Uhrenindustrie, die ihre Exporte im ersten Quartal markant zu steigern vermochte; davon profitierten auch die Zulieferer. Die Lager an Fertigprodukten sowie an Bestandteilen konnten in der Uhrenindustrie mittlerweile auf ein normales Niveau abgebaut werden.

Dienstleistungen

Im Detailhandel mehrten sich im April und Mai die Zeichen einer Erholung, doch blieben die Konsumenten preisbewusst und wählerisch. Die grossen Fachmessen in Basel und Genf erzielten deutlich über den Erwartungen liegende Ergebnisse. Allgemein scheint sich die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern sowie nach Luxuswaren langsam zu beleben. Infolge des schwächeren Franken/Euro-Kurses wurde zudem das Einkaufen im grenznahen Ausland etwas weniger attraktiv.

Die Lage im Tourismus hellt sich langsam auf. Während die Zahl der Gäste aus Asien, aber auch aus den USA stieg, blieb die Nachfrage aus der EU allerdings noch flau. Insgesamt beurteilten die Hotelbetriebe die Aussichten auf die Sommersaison vorsichtig optimistisch. Von der Belebung im Tourismus profitierten auch die Fluggesellschaften, die steigende Passagierzahlen meldeten.

Die Geschäftslage der Handels- und Beratungsfirmen im Bereich der Informations- und Computertechnologie begann sich zu bessern. Die Branche rechnete mit einer deutlichen Belebung der Nachfrage, nachdem sich bei den Kunden seit der Investitionswelle vor dem Millennium ein grosser Nachholbedarf aufgestaut hat. Auch im Bereich Unternehmens- und Projektfinanzierungen zeichnete sich eine Erholung ab. Dagegen lässt die Wende in der Werbe- und Insektenbranche noch auf sich warten.

Die Banken meldeten einen guten bis ausgezeichneten Geschäftsgang, aber auch einen verschärften Wettbewerb. Sie profitierten insbesondere von der starken Nachfrage nach Hypotheken und von der Erholung der Finanzmärkte. Die Nachfrage nach Unternehmenskrediten zog indessen noch kaum an. Namentlich die Tessiner Banken spürten einen starken Druck auf die Kommissionen und sahen sich einer zunehmend preisbewussten ausländischen Kundschaft gegenüber.

Bau

Die Bauwirtschaft spürte die Belebung im Wohnungsbau, die sich bereits im letzten Jahr durch die gestiegene Zahl der Baubewilligungen abgezeichnet hatte. Vom Geschäftsbau gingen aber nach wie vor keine Impulse aus. Im öffentlichen Bau liegen zwar zugesicherte Bauprojekte vor; deren Realisierung verzögert sich jedoch häufig infolge des Spardrucks bei der öffentlichen Hand. Nach wie vor konzentrierte sich die Bautätigkeit auf die Agglomerationen; auch herrschte weiterhin ein starker Preiswettbewerb. Das Baunebengewerbe ist dank der regen Renovations-tätigkeit gut ausgelastet.

2 Arbeitsmarkt

Die verbesserte Geschäftstätigkeit führte bei einigen Unternehmen zu Neueinstellungen, wobei dies teilweise auf temporärer Basis erfolgte. Eine Reihe von Gesprächspartnern nahm eine Erhöhung des Personalbestandes in Aussicht. Von einer unmittelbaren Einstellungswelle kann aber noch nicht die Rede sein.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Bei vielen Unternehmen besserte sich die Ertragslage. Allgemein bestand jedoch nach wie vor kaum Raum, um die Preise zu erhöhen. Regelmässig zur Sprache kamen die stark gestiegenen Energie- und Rohstoffpreise (Erdöl, Stahl, Zellstoffe, Rohbaumwolle). Die Unternehmen waren dabei nur vereinzelt in der Lage, diese Kostensteigerungen zu überwälzen. Eine Ausnahme bildete die Metallindustrie, die angesichts der kräftigen Nachfrage die höheren Stahlpreise gut durchsetzen konnte.

Das günstige Franken/Euro-Verhältnis wirkte sich auf die Exportwirtschaft positiv aus und milderte den Importdruck. Viele Unternehmen sahen sich dennoch einem anhaltend starken Preiswettbewerb ausgesetzt, dem sie mit Mengenausweitungen und Produktivitätssteigerungen zu begegnen versuchten. Verlagerungen des Produktionsstandortes in Richtung Osteuropa oder Asien waren immer wieder ein Thema.

Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Hansueli Raggenbass, Präsident des Bankrats

Gehalten in Bern am 30. April 2004

Das neue Nationalbankgesetz tritt morgen in Kraft. Ich darf Sie anlässlich der diesjährigen Generalversammlung kurz über seine Auswirkungen auf Sie als Aktionärinnen und Aktionäre informieren. Ich will zudem einige Überlegungen zum Thema der Corporate Governance anstellen, das auch für die Nationalbank immer wichtiger wird. Im Anschluss daran möchte ich einige Hinweise zur Jahresrechnung 2003 abgeben.

Inkrafttreten des neuen Nationalbankgesetzes

Mit dem neuen Gesetz wird die Schweizerische Nationalbank ein modernes Rechtskleid erhalten. An ihrer Rechtsform – der spezialgesetzlichen Aktiengesellschaft – ändert sich damit nichts. Sie untermauert die in der Verfassung verankerte Unabhängigkeit der Nationalbank. Auch Sie – die Aktionärinnen und Aktionäre der Nationalbank – sind somit Garanten für die Unabhängigkeit der Schweizerischen Notenbank. Dafür gebührt Ihnen Dank und Anerkennung. Welche Auswirkungen hat nun aber das neue Gesetz ganz konkret auf die Aktionärinnen und Aktionäre?

Auswirkungen auf die Aktionärinnen und Aktionäre

Das Nationalbankgesetz wurde vor gut 50 Jahren letztmals umfassend revidiert. Es hat für die SNB eine ähnliche Funktion wie die Gesellschaftsstatuten für eine private Aktiengesellschaft. Neben den Neuerungen im zentralen Bereich der Geldpolitik – Definition des Notenbankauftrags, Umschreibung der Unabhängigkeit und der Rechenschaftspflicht, Erweiterung des geldpolitischen Handlungsspielraums – bringt das Gesetz deshalb auch eine Anpassung an die Rechtswirklichkeit privater börsenkotierter Aktiengesellschaften. Dazu gehört namentlich der Verzicht auf das «non-versé» des Aktienkapitals. Das Aktienkapital der SNB beträgt gegenwärtig 50 Millionen Franken, war jedoch stets nur zur Hälfte einbezahlt. In der Gründungszeit stand das Aktienkapital noch in einem angemessenen Verhältnis zum Geschäftsumfang. Heute kommt ihm angesichts der viel höheren Bilanzsumme der SNB und der Höhe der Rückstellungen jedoch keine Bedeutung als Risiko tragendes Element mehr zu. Deshalb wird das Aktienkapital auf den einbezahlten Teil von 25 Millionen Franken reduziert. Der Nennwert der SNB-Aktie wird sich damit von 500 auf 250 Franken reduzieren und vollständig liberiert sein. Der Nettowert der Aktie wird nicht tangiert. Die Eintragung mit Stimmrecht ist weiterhin auf 100 Aktien pro Privataktionärin oder -aktionär beschränkt. Neu können auch ausländische natürliche oder juris-

tische Personen SNB-Aktien mit allen Rechten erwerben. Über diese Neuerungen haben wir Sie mit dem Aktionärsbrief orientiert. Ebenso haben wir Ihnen mitgeteilt, dass wir in Zukunft auf den Druck und die Auslieferung der Aktienzertifikate verzichten möchten. Das Gesetz eröffnet uns diese Möglichkeit und erlaubt damit eine erhebliche Vereinfachung der administrativen Abläufe.

Verstärkung der Corporate Governance

Das neue Nationalbankgesetz bringt auch eine Stärkung der Corporate Governance. Sie werden mit Recht fragen, was damit im Falle der Nationalbank gemeint sei. Die Corporate Governance, das gute Zusammenspiel zwischen Unternehmensführung und Aufsicht, hat in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. In der Schweiz rückte das Thema allerdings erst Mitte der 90-er Jahre ins öffentliche Blickfeld. Manche Aspekte der Corporate Governance, wie zum Beispiel die klare Definition der Aufgaben des Verwaltungsrates oder die Bildung von Verwaltungsratsausschüssen für spezifische Aufgaben, fanden aber bereits vor rund zehn Jahren Eingang in die Revision des Aktienrechts. Durch Vorgaben der Schweizer Börse SWX und Empfehlungen zur Best Practice des Wirtschaftsverbandes Economiesuisse wurden die Grundsätze der Corporate Governance vor zwei Jahren noch stärker verankert. Das neue Nationalbankgesetz trägt diesen Entwicklungen Rechnung. Anhand einiger Beispiele möchte ich Ihnen die Auswirkungen auf die Organisation der Nationalbank aufzeigen.

Straffung der Gesellschaftsorgane

Das neue Nationalbankgesetz sieht eine umfassende Reform der Gesellschaftsorgane der Schweizerischen Nationalbank vor. Die Anzahl dieser Organe wird zum einen von heute sieben auf vier reduziert: die Generalversammlung, den Bankrat, das Direktorium und die Revisionsstelle. Zum anderen wird der Bankrat als Organ für die Administrativaufsicht von 40 auf 11 Mitglieder verkleinert. Sein Pflichtenheft soll zu einer Stärkung der Aufsichts-, Organisations- und Finanzverantwortung führen. Damit wird die Bedeutung seiner Entscheidungsfindung erhöht, weshalb der Stellenwert meinungsbildender Diskussionen in diesem Gremium zunimmt. Ökonomische Fachkenntnisse, ein vertieftes Verständnis der in- und ausländischen Finanzmärkte und breite Erfahrung in der Unternehmensführung werden im neuen Bankrat demzufolge noch bedeutender sein als bisher. Im Einzelnen stellen sich dem neuen Bankrat die folgenden

Aufgaben: das Festlegen der inneren Organisation der Nationalbank, die Genehmigung der Höhe der Rückstellungen, die Überwachung der Anlage der Aktiven und des Risikomanagements, die Verabschiedung von Jahresbericht und Jahresrechnung zuhanden von Bundesrat und Generalversammlung, die Aufstellung der Wahlvorschläge für die Mitglieder des Direktoriums und ihrer Stellvertreter zuhanden des Bundesrates und das Festlegen der Entschädigungen für seine Mitglieder sowie der Entlohnung der Mitglieder des Direktoriums und ihrer Stellvertreter. Im Sinne der Corporate Governance bildet der Bankrat zudem aus seinen Reihen drei ständige Ausschüsse: Einen Prüfungsausschuss als Bindeglied zwischen der externen Revisionsstelle und der Internen Revision, einen Risikoausschuss zur Überwachung der Anlage der Aktiven und des Risikomanagements sowie einen Entschädigungsausschuss zur Kontrolle der Entschädigungen und Löhne. Der heutigen Generalversammlung der Aktionäre obliegt die Wahl von fünf Mitgliedern in den Bankrat. Ihrem Wahlentscheid kommt mit dem neuen Gesetz eine noch grössere Bedeutung zu.

Reorganisation der Aufbauorganisation

Die Nationalbank hat aber nicht nur die Geschäftsorgane den neuen Gegebenheiten und Erfordernissen angepasst. Auch die Aufbauorganisation, die nun nicht mehr detailliert im Gesetz festgehalten ist, wurde überprüft. Die Aufgaben wurden den drei Departementen zum Teil neu zugeordnet. Dabei wurde das Potenzial für Synergien genutzt, betrieblich unvereinbare Funktionen wurden getrennt. Die Verwaltung der Aktiven, das operative Bankgeschäft und die Bankdienstleistungen für den Bund wurden im III. Departement in Zürich konzentriert. Die Kassenbetriebe der Sitze und Zweiganstalten wurden dem II. Departement in Bern unterstellt, und das Controlling wurde aus dem Rechnungswesen herausgelöst. Die Führungsstrukturen wurden verflacht. Die Reorganisation wird im Verlaufe dieses Jahres abgeschlossen.

Einführung eines integrierten Planungs- und Budgetierungsprozesses

Die Nationalbank hat auch ihren Planungs- und Budgetierungsprozess grundlegend überarbeitet. Dabei wurde die strategische mit der operativen Planung verknüpft, d. h. 2004 wird ein durchgängiger Planungsprozess eingeführt. Der gesamte Planungsprozess wird neu aus einer Hand koordiniert. Damit können die Führungsinformationen zielgerichteter aufbereitet werden, die betriebliche Führung der Nationalbank wird auf allen Ebenen verbessert.

Würdigung

Wie Sie sehen, hat sich die Nationalbank bereits gut auf die Inkraftsetzung des neuen Nationalbankgesetzes vorbereitet. Die Umsetzung aller Veränderungen wird noch einige Zeit und Kraft in Anspruch nehmen. Ich darf aber mit Befriedigung feststellen, dass wir uns auf dem richtigen Weg befinden!

Gestatten Sie mir nun noch, Ihnen einige Hinweise zur Jahresrechnung 2003 zu geben.

Bruttoerfolg der Rechnung 2003

Das Ergebnis der Jahresrechnung 2003 kann als erfreulich bezeichnet werden. Der Bruttoerfolg belief sich im vergangenen Jahr auf 4,3 Mrd. Franken und lag damit deutlich über dem Vorjahresergebnis von 2,6 Mrd. Franken. Der Anstieg ist auf höhere Gewinne beim Gold und den Fremdwährungsanlagen zurückzuführen. Schon der Erfolg beim Gold erreichte die Höhe des Bruttoerfolges des Vorjahres. Diese Zunahme ist in erster Linie auf den Anstieg des Goldpreises um 8,5% zurückzuführen. Allein dies führte zu Bewertungsgewinnen von gut 2 Mrd. Franken. Rund die Hälfte der Bilanzsumme ist in fremder Währung angelegt, der grösste Teil davon in Euro und US-Dollar. Der Erfolg auf diesen Anlagen ist stark von Zins- und Währungsschwankungen abhängig. Er belief sich im Jahr 2003 auf 1,6 Mrd. Franken. An den meisten Anlagemärkten, an denen die Nationalbank tätig ist, erhöhte sich im abgelaufenen Jahr das Zinsniveau. Die daraus resultierenden Kapitalverluste schmälerten die laufenden Zinserträge. Das Anlageergebnis vor Berücksichtigung der Wechselkurseinflüsse fiel trotzdem in allen Währungen positiv aus. Die Wechselkurse entwickelten sich unterschiedlich. Während der Dollar gegenüber dem Vorjahr beinahe 11% seines Wertes gegenüber dem Schweizer Franken einbüsste, stieg der Kurs des Euro um mehr als 7% an. Unter dem Strich kompensierten sich die Erfolge aus diesen gegenläufigen Entwicklungen annähernd. Der Erfolg auf den Finanzaktiven in Schweizer Franken betrug lediglich 0,2 Mrd. Franken. Das relativ bescheidene Ergebnis ist auf zwei Faktoren zurückzuführen: Einerseits hielt die Nationalbank die Repo-Zinssätze während des ganzen Jahres auf sehr tiefem Niveau, was den Ertrag aus den Repo-Geschäften stark schmälerte, andererseits stieg das Zinsniveau am Schweizer Kapitalmarkt im Verlauf des Jahres an, was zu Kapitalverlusten auf dem Portefeuille der Frankenobligationen führte.

Abnahme des ordentlichen Aufwandes

Der ordentliche Aufwand ging um rund 40 Mio. Franken zurück und lag unter 300 Mio. Franken. Der Rückgang der Aufwandpositionen liegt im deutlich tieferen Zinsaufwand begründet. Die Zunahme des durchschnittlichen Notenumlaufs und höhere Anschaffungskosten verursachten einen von der Nationalbank nicht direkt beeinflussbaren Anstieg des Notenaufwandes auf 45 Mio. Franken. Der Personalaufwand nahm um 11% auf rund 100 Mio. Franken zu. Die Zunahme des Aufwandes kann insbesondere mit den nachfolgenden zwei Einflussfaktoren begründet werden: Die Zunahme des Personalbestandes gegenüber dem Vorjahr ist hauptsächlich auf die Besetzung von in den Vorjahren vakant gebliebenen Stellen und die Übernahme neuer Aufgaben in einzelnen Fachbereichen zurückzuführen. Zudem führte die angesprochene Reorganisation zu einer Verschiebung von Arbeitsplätzen von Bern nach Zürich und damit einhergehend zu einmaligen Anpassungskosten.

Freie Aktiven

Seit Mai 2000 verkauft die Nationalbank kontinuierlich die 1300 Tonnen Gold, die sie für monetäre Zwecke nicht mehr benötigt. Im Jahre 2003 wurden 283 Tonnen Gold zu einem durchschnittlichen Preis von rund 16 000 Franken pro Kilogramm veräussert. Von den ursprünglichen 1300 Tonnen wurden damit bis zum Jahresende rund 950 Tonnen verkauft. Der Erlös aus den Goldverkäufen wird in verschiedenen Finanzaktiven angelegt. Diese Anlagen werden zwar gesondert verwaltet, von der Nationalbank in der Bilanz aber nicht separat ausgewiesen. Gestützt auf eine Vereinbarung, die im vergangenen Jahr zwischen der Schweizerischen Nationalbank und dem Eidgenössischen Finanzdepartement abgeschlossen wurde, wird die Nationalbank die Erträge aus den Anlagen der Goldverkaufserlöse – bis zum Inkrafttreten einer anders lautenden Rechtsgrundlage für die Verwendung der Freien Aktiven – ausschütten. Die entsprechende Ausschüttung beträgt in diesem Jahr 300 Mio. Franken.

Gewinnausschüttung

Ich komme nun abschliessend auf ein Thema zu sprechen, das die Nationalbank längerfristig mit einer gewissen Sorge erfüllt. Ich möchte dies anhand einer kleinen Rechenübung aufzeigen: Vom diesjährigen Bruttoerfolg blieb nach Abzug des ordentlichen Aufwandes ein Gesamterfolg von knapp 4,1 Mrd. Franken übrig. Von diesem stattlichen Betrag ist die Zuweisung an die Rückstellung für die Abtretung der Freien Aktiven abzuziehen. Diese Rückstellung musste um 0,9 Mrd. Franken aufgestockt werden, was den Erfolg auf 3,2 Mrd. Franken reduziert. Davon müssen weitere 0,9 Mrd. Franken abgezogen werden, die den Rückstellungen für Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken zugewiesen wurden, um deren angestrebten Bestand zu erreichen. Der Erfolg reduziert sich damit auf noch 2,3 Mrd. Franken. Dabei handelt es sich zwar immer noch um einen beeindruckenden Betrag. Die Gewinnausschüttungsvereinbarung mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement aus dem Jahre 2002, ergänzt um die Zusatzvereinbarung bezüglich der Ausschüttung von Erträgen auf den Freien Aktiven aus dem Jahre 2003, sieht nun aber eine Ausschüttung von insgesamt 2,8 Mrd. Franken vor. Mit anderen Worten: Die Nationalbank wird für das Geschäftsjahr 2003 mehr ausschütten, als sie eigentlich könnte. Dies entspricht aber unserer Absicht, überschüssige Rückstellungen, die sich über die Jahre angesammelt haben, abzubauen. Die fehlende halbe Mrd. Franken wird aus dem verbleibenden Überschuss für künftige Ausschüttungen entnommen. Für zukünftige Ausschüttungen verbleibt danach noch ein Überschuss von 10,3 Mrd. Franken. Eines macht diese Rechenübung deutlich: Gewinnausschüttungen in dieser Grössenordnung sind nur möglich, weil die Nationalbank überschüssige Reserven abbaut. Längerfristig sind sie nicht haltbar. Der Abbau des Überschusses fiel in diesem Jahr aufgrund des erfreulichen Rechnungsergebnisses zwar noch moderat aus, könnte sich jedoch infolge schlechterer Ergebnisse künftiger Jahresrechnungen rasch beschleunigen. Die öffentliche Hand darf sich somit bei der Festlegung ihrer Ausgaben nicht an diese Höhe der Ausschüttungen gewöhnen oder gar zusätzliche finanzielle Mittel von der Notenbank erwarten.

Schlusswort

Und ganz zum Schluss möchte ich es nicht unterlassen, dem Direktorium und den Mitarbeitenden der Schweizerischen Nationalbank für ihren kompetenten und engagierten Einsatz zugunsten dieser Institution, der im abgelaufenen Jahr zahlreiche Sonderanstrengungen verlangte, ganz herzlich zu danken.

Referat an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums

Gehalten in Bern am 30. April 2004

2003: Jahr der Erneuerung

Wie ich Ihnen an der letzten Generalversammlung dargelegt habe, war 2002 ein Jahr der Enttäuschungen; heute kann ich erfreut feststellen, dass sich die Aussichten im Jahr 2003 stetig verbessert haben.

Dabei begann 2003 unter schlechten Vorzeichen. Die Perspektive eines Kriegs im Irak rief Unsicherheit und Besorgnis hervor, was das Vertrauen sowohl der privaten Haushalte als auch der Unternehmen stark beeinträchtigte. Finanzskandale erschütterten ihrerseits das Vertrauen der Investoren und hatten einen starken Börseneinbruch im ersten Quartal zur Folge. Auch der rasche militärische Erfolg der USA im Irak brachte keine sofortige Klärung der Situation. Dazu kam die Gefahr einer SARS-Epidemie, die bereits angeschlagene Branchen wie den Transportsektor und den Tourismus zusätzlich schwächte.

Erst im Sommer begann sich eine Trendwende abzuzeichnen. Die internationale Konjunktur gewann langsam wieder an Schwung. In den USA verstärkte sich das Wirtschaftswachstum mehr und mehr. Japan verzeichnete fast unverhofft eine Wiederbelebung seiner Wirtschaft. Die Schwellenländer Asiens, allen voran China, fanden mit erneuter Dynamik aus der SARS-Angst heraus, was wesentlich zur Ankurbelung der Weltkonjunktur beitrug. Auch die europäische Wirtschaft erwachte allmählich aus ihrem Zustand der Lethargie. In unseren Nachbarländern nahmen die Industrieproduktion und die Exporte wieder zu, auch wenn sich die Binnennachfrage bis heute nur zögerlich erholt.

Auch in der Schweiz gab es endlich Anzeichen für den lange erwarteten und mehrmals hinausgeschobenen Aufschwung. Im Sommer deuteten erste – zunächst vereinzelte, dann sich verdichtende – Hinweise auf eine Wiederbelebung hin. Die Vertrauensindizes begannen zu steigen und die Auftragsbestände erhöhten sich. Die Wende wurde durch eine deutliche Abschwächung des Frankens erleichtert; diese Entwicklung war eine Folge der erneuten Lockerung unserer Geldpolitik im März 2003. Die Abschwächung des Frankens gab unserer Exportindustrie, die von der schwachen Weltwirtschaftslage und dem rückläufigen internationalen Handel gebeutelt worden war, einen willkommenen Impuls.

Die Abschwächung des Frankens gegenüber der europäischen Währung zog sich über ein knappes Jahr hin. So stieg der Euro von 1.46 Franken im März 2003 auf den heutigen Stand von 1.55 Franken, was einer Abwertung unserer Währung von etwa 6% entspricht. Real ist der Rückgang des Frankens sogar noch stärker, da die Inflation in der Eurozone höher war – und immer noch ist – als bei uns. Tatsächlich ist der reale Wert des Frankens gegenüber dem Euro heute tiefer als bei der Einführung der europäischen Einheitswährung vor fünf Jahren. Diese Entwicklung zeigt, dass die traditionellerweise dem Franken zugeschriebene Rolle des «sicheren Hafens» von den Märkten anders wahrgenommen wird, seitdem die neue europäische Währung an Bedeutung gewonnen hat. Dem Euro ist es wohl auch zu verdanken, dass die Volatilität des Frankens sich verringert hat und seine Abschwächung – anders als beim Dollar – in relativ geordneten Bahnen verlief. Wir beobachten hier eine Entwicklung, die für uns ungewohnt, für unsere Wirtschaft aber positiv ist. Auch wenn sich die Abwertung des US-Dollars durch das riesige Aussendefizit der USA rechtfertigen lässt, so erfolgte sie doch asymmetrisch: Sie traf die europäischen Exporteure mit voller Wucht, während die asiatischen Währungen, die durch massive Interventionen auf einem künstlichen Niveau gehalten werden, davon nichts zu spüren bekamen. Die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro hat uns etwas vor diesen Turbulenzen geschützt.

Vorsichtiger Optimismus für 2004

Unsere Konjunkturprognosen für das laufende Jahr sind durch einen vorsichtigen Optimismus gekennzeichnet. Der Aufschwung, der im dritten Quartal 2003 begonnen hat, wird sich fortsetzen. Die Produktionslücke – die Differenz zwischen der effektiven und der potenziellen Produktion – sollte sich zunächst stabilisieren und dann sukzessive schliessen. Diese Entwicklung braucht jedoch Zeit.

Wie gewohnt machten sich die ersten Anzeichen einer konjunkturellen Erholung in den exportorientierten Unternehmen bemerkbar. Anschliessend nahmen die Ausrüstungsinvestitionen zu, vor allem auch deshalb, weil die Abschreibungsraten im Bereich der neuen Technologien hoch sind. Hier bestand somit ein grosser Nachholbedarf. Diese Investitionen schlagen sich zwar vor allem in höheren Importen nieder und tragen deshalb im Moment nur wenig zur Ankurbelung unserer Wirtschaft bei. Darüber hinaus belebten sich die Investitionen aber auch in unseren Nachbarländern, wodurch sich die Lage unserer eigenen, stark exportorientierten Ausrüstungsgüterindustrie verbesserte.

Der Konsum blieb in den letzten zwei Jahren robust. Im Zuge des sich aufhellenden wirtschaftlichen Klimas sollte er sich weiter verbessern. So wird er weiterhin eine Wachstumsstütze sein, allerdings in einem etwas geringeren Ausmass als konjunkturrempfindlichere Komponenten wie die Investitionen und die Exporte. Insbesondere wird der Konsum von der allmählichen Verbesserung der Arbeitsmarktlage profitieren. Im jetzigen Stadium des Wirtschaftszyklus muss zwar zuerst mit einer Produktivitätssteigerung gerechnet werden, so dass die Arbeitslosigkeit nur langsam zurückgehen dürfte. Trotzdem sind nun auch in dieser Hinsicht die mittelfristigen Prognosen günstig.

Das Aufschwungsszenario, das ich Ihnen skizziert habe, ist natürlich mit Unsicherheiten behaftet. Risiken nach oben wie nach unten sind allgegenwärtig. So kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich die internationale Konjunktur kräftiger entwickelt als erwartet. Eine rasche Aufstockung der Lager zum Beispiel würde den Zyklus markant beschleunigen. Doch können neue politische Unruhen jederzeit auch das Risiko einer Verschlechterung auslösen. Angesichts der grossen inneren und äusseren Ungleichgewichte, die weltweit zu beobachten sind, könnten solche Unruhen zu einer verstärkten Volatilität der Wechselkurs- oder der Börsenentwicklungen führen. Ungewiss ist auch das Ausmass der Konjunkturerholung. In den USA ist der wirtschaftliche Aufschwung, der weitgehend von Fiskalimpulsen profitiert hat, noch nicht gänzlich gesichert. Die nur langsam sinkende Arbeitslosigkeit könnte die stark verschuldeten privaten Haushalte beunruhigen. Bei einem Vertrauensverlust würden eine erneute Dollarschwäche oder eine Korrektur der Preise von Finanzaktiven die Weltwirtschaft wieder schwächen. Auch in einigen Schwellenländern bleibt die Lage prekär. Schliesslich dürfen auch die gegenwärtigen Schwierigkeiten in einigen unserer Nachbarländer nicht ausser Acht gelassen werden, könnten sie doch die Konjunkturerholung auf unserem Kontinent dämpfen oder verzögern.

Geldpolitik

In einem noch instabilen Umfeld muss unsere Geldpolitik expansiv bleiben. Wir wissen, dass wir unsere Zinssätze, die zurzeit auf einem historischen Tiefstand sind, anheben müssen, um die Preisstabilität zu gewährleisten, wenn sich die Erholung der Wirtschaft bestätigt. Dies geht aus der im März publizierten Inflationsprognose klar hervor. Wir sind jedoch der Auffassung, dass die Zeit dazu noch nicht gekommen ist:

- Zwar verzeichnet die Schweizer Wirtschaft wieder ein bescheidenes Wachstum, doch sind die unausgelasteten Kapazitäten noch beachtlich, und die internationale Konkurrenz ist gross. Unter diesen Umständen ist das Risiko einer Überhitzung gering.
- Das Geldmengenwachstum ist stark. Dabei muss aber berücksichtigt werden, dass die Liquiditätspräferenz angesichts der aktuellen Ungewissheit ungewöhnlich hoch ist und die Kredite sich nur moderat entwickeln. Ausserdem wird das Wachstum der Geldaggregate durch die Rückführung von Mitteln, die bislang am Schweizer-Franken-Euromarkt platziert waren, etwas überzeichnet.
- Und schliesslich: Auch wenn in einigen Regionen der Schweiz Mangel an Wohnraum herrscht, so gibt es keine Hinweise darauf, dass in unserem Land wieder eine Immobilienblase wie am Ende der achtziger Jahre am Entstehen ist.

Die Inflationsaussichten bleiben also günstig. Wir erwarten eine Inflationsrate von 0,5% für dieses Jahr und 1% für 2005. Es ist unwahrscheinlich, dass in den nächsten Monaten die Inflation wie im März nochmals unter die Nullgrenze sinkt. Dazu wäre ein deutlicher Rückgang des Erdölpreises nötig. Die Deflationsbefürchtungen, die noch vor einem knappen Jahr aktuell waren, haben sich inzwischen zerstreut und haben auch für Zentralbanken an Relevanz verloren. Als wir im März 2003 unsere Zinsen senkten, war unser Ziel, eine Deflation zu verhindern. Dieses Ziel haben wir erreicht.

Zeit für Reformen

Die Ereignisse der letzten Jahre haben es uns einmal mehr vor Augen geführt: Wir haben kaum eine Möglichkeit, uns den Turbulenzen, die von den Weltmärkten ausgehen, zu entziehen. Solche Störungen wirken sich unausweichlich auf die Entwicklung unserer Wirtschaft aus. Das bedeutet aber nicht, dass wir völlig wehrlos dastehen. Ein kleines Land wie die Schweiz schützt sich gegen Schocks von aussen am besten mit einer leistungsfähigen und flexiblen Wirtschaft, die an Konkurrenz gewohnt und in der Lage ist, sich in einem veränderten internationalen Umfeld rasch anzupassen.

Es muss aber auch darauf geachtet werden, dass die Probleme, die durch unsere inneren, zum Teil den heutigen Herausforderungen nicht gewachsenen Strukturen verursacht werden, nicht überhand nehmen. Unsere Wirtschaft muss im Inland über günstige Rahmenbedingungen verfügen, um sich entwickeln und wachsen zu können. Wir alle haben die enttäuschende Leistung unserer Volkswirtschaft in den neunziger Jahren miterlebt. Diese Situation kann nur dadurch verändert werden, dass Strukturreformen zur Verbesserung des langfristigen Expansionspotenzials entschieden an die Hand genommen werden.

Dies ist umso dringender, als die Überalterung unserer Bevölkerung fortschreitet. Die daraus entstehenden Probleme wurden bereits klar erkannt und die nötigen Massnahmen in zahlreichen Analysen ausgelotet. Das Ziel ist klar: Es muss alles unternommen werden, um das Trendwachstum unserer Wirtschaft zu erhöhen und somit die Finanzierung der künftigen Bedürfnisse zu sichern. Die Lösungen sind komplex, es gibt kein Patentrezept. Im Gegenteil: Die Massnahmen zur Steigerung unserer Produktivität sind zahlreich und vielfältig, sie reichen von der Wettbewerbsförderung bis zur Aufhebung unnötiger Regulierungen. Sie müssen zusätzlich durch eine strikte Kontrolle der Ausgaben und der Defizite der öffentlichen Hand verstärkt werden, um eine effiziente Nutzung unserer Ressourcen zu garantieren und – vor allen Dingen – den kommenden Generationen eine übermässige finanzielle Belastung zu ersparen. Der Bundesrat hat einen Legislaturplan verabschiedet, in dem das Wirtschaftswachstum und die Sanierung der Bundesfinan-

zen die Schwerpunkte bilden. Wir wünschen uns, dass das Parlament diese Themen im Sinne der Solidarität zwischen den Generationen angeht und die langfristigen Interessen unseres Landes im Auge behält. Wachstumsfördernde Massnahmen leisten mit Sicherheit einen wesentlichen Beitrag für das gute Funktionieren unserer Wirtschaft in der Zukunft. Darüber hinaus helfen sie aber auch ein Klima des Vertrauens zu schaffen, das für die Investitions- und Konsumentscheide von heute unerlässlich ist. Solche Massnahmen haben folglich auch bedeutende konjunkturelle Auswirkungen. Der einzige Beitrag, den die Geldpolitik dazu leisten kann, ist die Sicherung der Preisstabilität – ein Beitrag allerdings, der sehr wesentlich für das Vertrauen und für die gesamtwirtschaftliche Effizienz ist.

Eine neue Seite wird aufgeschlagen

Meine Damen und Herren, wie der Präsident des Bankrats erläutert hat, geht heute ein Kapitel der Nationalbankgeschichte zu Ende. Ab morgen regeln neue Bestimmungen die Tätigkeit unseres Instituts. In weniger als 24 Stunden tritt das neue Nationalbankgesetz (NBG) in Kraft. Unser operativer Rahmen, unser Instrumentarium, unsere Organisationsstruktur und unsere Rechenschaftspflicht sind davon betroffen.

Unser Auftrag wird zwar nicht geändert, aber präzisiert. Gemäss Artikel 5 des neuen Nationalbankgesetzes «führt die Nationalbank die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.»

Das Ziel der Preisstabilität ist nicht neu. Seit jeher hat dieses Ziel die Tätigkeit der Nationalbank bestimmt. Der Wille, die Kaufkraft unserer Währung zu sichern, stand schon in der Vergangenheit hinter der Goldbindung des Frankens; aus dem gleichen Grund gab die Schweiz auch 1973 die festen Wechselkurse der Nachkriegszeit auf, nachdem dieses System wegen allgemeiner Disziplinlosigkeit nicht mehr funktionsfähig war. Das Ziel der Preisstabilität ist nun im Gesetz festgehalten, was seine Legitimität erhöht. Unsere Währungsordnung ist nun wieder klar verankert, wie sie es damals unter dem Goldstandard war.

Unter Preisstabilität verstehen wir eine Jahres-teuerungsrate von unter 2%. Wir konnten die Preisstabilität im vergangenen Jahr gewährleisten, und ich stelle mit Genugtuung fest, dass dieses Ziel während der letzten zehn Jahre ununterbrochen eingehalten worden ist. Dieses Ergebnis ist international einzigartig. Die Preisstabilität trägt in unauffälliger, jedoch bedeutender Weise zum Wohlstand unseres Landes bei. Die Geschichte hat es uns gelehrt: Die Inflation – oder die Deflation – kann schädliche Auswirkungen haben, welche die schwächsten Mitglieder unserer Gesellschaft oft am stärksten treffen.

Die Preisstabilität stellt einen Wert dar, mit dem die Schweiz traditionellerweise verbunden ist. Die Preisstabilität ist eine zentrale Errungenschaft, und die Nationalbank wird sich bemühen, sie in den nächsten Jahren zu erhalten.

Das neue Nationalbankgesetz schreibt auch vor, dass wir der konjunkturellen Entwicklung Rechnung tragen müssen, wenn wir unser geldpolitisches Vorgehen festlegen. Es ist unbestritten, dass die Geldpolitik kurzfristige Auswirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität hat. Eine restriktivere Geldpolitik zur Bekämpfung einer steigenden Inflation dämpft tendenziell den Geschäftsgang. Eine solche Verlangsamung ist unumgänglich, um der Tendenz zur Überhitzung entgegenzuwirken. Gleichwohl hat sie für zahlreiche Wirtschaftssektoren schmerzhaft Auswirkungen. Deshalb müssen die Kosten, die mit der Erhaltung der Preisstabilität verbunden sind, mit einbezogen werden. Dazu gehört Fingerspitzengefühl. Die Verpflichtung, der Konjunktur Rechnung zu tragen, ist jetzt im Gesetz verankert. Wirklich neu ist sie nicht, denn wir haben die wirtschaftliche Entwicklung nie ausser Acht gelassen. Die geldpolitischen Entscheide, die wir in den letzten Jahren getroffen haben – die massiven Zinssenkungen vor dem Hintergrund einer schleppenden Konjunkturentwicklung – beweisen es.

Der Konjunktur Rechnung tragen heisst auch, Preisstabilität nicht dogmatisch anzustreben, sondern als mittelfristiges Ziel zu betrachten. Als kleine, offene Volkswirtschaft sind wir immer wieder Störungen von aussen ausgesetzt. Unsere Inflationsrate tendiert daher zu einer stärkeren Volatilität als jene grösserer Länder oder von Währungsgebieten. Es ist also nicht auszuschliessen, dass die für die Preisstabilität festgelegte Bandbreite manchmal überschritten wird. Der Versuch, die Preisentwicklung rigoros und eng zu kontrollieren, hätte negative Folgen für die Konjunktur und wäre kontraproduktiv. Davon abgesehen, muss man sich im Klaren sein, dass der Geldpolitik Grenzen gesetzt sind. Die Geldpolitik kann zwar zum Gedeihen der Wirtschaft beitragen, indem sie für stabile, transparente und effiziente monetäre Rahmenbedingungen sorgt. Man darf von ihr aber nicht erwarten, dass sie das Wachstumspotenzial längerfristig zu steigern vermag oder dass sie im Stande ist, die Wirtschaftsmechanik aufzuputtschen und eine Leistung zu erzwingen, die deren technischen Kapazitäten übersteigt.

Gemäss revidiertem Gesetz sind wir verpflichtet, dem Parlament und dem Bundesrat über die Ausübung unseres Mandats Rechenschaft abzulegen. Die Verpflichtung gegenüber dem Parlament ist neu. Sie ist das logische Gegengewicht zur Unabhängigkeit, die seit dem Jahr 2000 von der Bundesverfassung garantiert wird. Wir sind innerhalb des gesetzlichen Rahmens bei der Wahl der zur Erfüllung unseres Mandats angemessenen Mittel frei; im Gegenzug darf das Land von uns erwarten, dass wir unser Handeln erklären.

Schliesslich gewährt uns das neue Gesetz eine grössere Freiheit in der Wahl der Instrumente zur Bewirtschaftung unserer Währungsreserven. Wie Sie wissen, verfügt die Bank über beachtliche Währungsreserven. Diese gehören zum Volksvermögen und spielen, indem sie das Vertrauen in unsere Währung stärken, eine wichtige Rolle bei der Führung unserer unabhängigen Geldpolitik. Die Reserven tragen entscheidend zur Stabilität unserer Währung bei. Sie müssen aber auf jeden Fall effizient und unter Beachtung von Liquiditäts- und Sicherheitserfordernissen bewirtschaftet werden.

In den nächsten Wochen werden wir festlegen, inwiefern wir von den erweiterten Anlagemöglichkeiten, die uns das neue Gesetz bietet, Gebrauch machen wollen. Wir werden darüber an unserer Pressekonferenz vom 17. Juni 2004 informieren.

Schluss

Die schweizerische Wirtschaft geniesst seit mehreren Jahren ein hohes Mass an monetärer Stabilität, das auch in den nächsten Jahren erhalten bleiben dürfte. Das internationale Umfeld, in dem wir tätig sind, hat sich verbessert, bleibt aber labil. Neue Enttäuschungen sind nicht auszuschliessen. Doch können wir auf die grosse Anpassungsfähigkeit unserer Unternehmen zählen und zuversichtlich in die Zukunft blicken.

Unser im internationalen Vergleich hoher Lebensstandard darf uns nicht zur Selbstgefälligkeit verleiten. Tatsache ist, dass in den letzten Jahrzehnten unsere Stellung in der Spitzengruppe der höchstentwickelten Länder ins Wanken geraten ist. Korrekturmassnahmen sind nötig. Wir müssen uns im Klaren sein, dass die grösste Bedrohung für unseren Wohlstand nicht aus dem Ausland kommt, wo das Label «made in Switzerland» noch immer Erfolg hat, wenn es mit Qualität verbunden ist. Die Bedrohung hat ihren Ursprung viel mehr in der Schweiz selbst. Denken wir an unsere übertriebene Vorliebe für Regulierungen – oft ein unsichtbares Hindernis für das freie Spiel des Wettbewerbs – und an unser Zögern, die Auswirkungen eines internationalen Umfelds zu akzeptieren, das konkurrenzfähiger und innovativer ist als vor zwanzig Jahren. Mehr Wettbewerb und weniger Regulierungen sollten die Richtschnur für Strukturreformen in unserem Land bilden. Wir müssen den Mut haben, dieser Richtschnur zu folgen, um das Wachstum unserer Volkswirtschaft dauerhaft zu erhöhen. Dies ist eine grundlegende Voraussetzung für die ausgewogene Entwicklung der Wirtschaft und für das Vertrauen jedes Einzelnen in die Zukunft.

Mit diesem Wunsch schliesse ich mein Referat. Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit und für das Interesse, das Sie der Nationalbank und ihrer Tätigkeit entgegenbringen.

Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies: Zusammenfassungen

Die Swiss National Bank Working Papers und die Swiss National Bank Economic Studies sind in elektronischer Form auf der Nationalbank-Webseite (<http://www.snb.ch>) unter Publikationen/Forschung zu finden.

Die beiden Reihen werden auch in gedruckter Form abgegeben. Sie können gratis abonniert oder als Einzelexemplare bestellt werden bei: Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8, CH-8022 Zürich, Telefon: +41 1 631 32 83, Fax: +41 1 631 81 14, E-Mail: library@snb.ch.

Ist die Renditeprämie auf nachrangigen Bankobligationen ein Risikomass?

Am Beispiel nachrangiger Obligationen zeigt der Aufsatz von Urs Birchler und Diana Hancock, dass die Preisbildung eines Finanzinstruments nur verstanden werden kann vor dem Hintergrund des zugrunde liegenden «security design» («What does the Yield on subordinated Bank Debt Measure?», Swiss National Bank Working Paper No. 2, 2004.) Nach herkömmlicher Sicht stellt die Rendite nachrangiger Bankschulden (genauer: die Renditedifferenz zu einer risikofreien Anlage) ein direktes Mass der Bankrottwahrscheinlichkeit dar. Diese Ansicht beruht auf der Überlegung, dass nachrangige Schulden von sachkundigen Anlegern gekauft werden, die über besonders gute Informationen verfügen («informed investor hypothesis»). Die Rendite nachrangiger Schulden sollte demnach die beste verfügbare Information widerspiegeln.

Die Autoren bestreiten diese Sichtweise. Sie benutzen ein Modell, in dem nachrangige Schulden tatsächlich auf gut informierte Anleger zugeschnitten sind. Sie weisen indessen nach, dass die Rendite der nachrangigen Schulden nicht direkt die Risikowahrnehmung ihrer Käufer widerspiegelt. Der Grund liegt darin, dass nachrangige Schulden definitionsgemäss nur zusammen mit vorrangigen Schulden existieren. Sie müssen deshalb eine Rendite abwerfen, welche die Käufer nicht nur für die erwarteten Risiken entschädigt, sondern ihnen gleichzeitig einen Anreiz gibt, die nachrangigen den vorrangigen Schulden vorzuziehen (technisch gesprochen bindet im Falle der gut informierten Anleger nicht eine Teilnahme-, sondern eine Anreizbedingung). Die Rendite nachrangiger Schulden enthält deshalb eine Anreizprämie, deren Höhe auch von der Risikowahrnehmung unkundiger Anleger abhängt; dies schafft eine Kluft zwischen dem «subordinated debt spread» und der von den gut informierten Anlegern erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit.

Die Autoren finden starke empirische Evidenz für die «informed investor hypothesis» und die Existenz einer in der Rendite nachrangiger Bankschulden enthaltenen Anreizprämie. Daten über öffentliche Anleihssemissionen grosser amerikanischer Bankorganisationen im Zeitraum 1985–2002 belegen, dass Banken eine nachrangige Finanzierung eher in guten Zeiten vorziehen, d. h. dann wenn die fachkundigen Anleger über günstige Informationen verfügen. Die Renditeaufschläge (im Vergleich zu Staatspapieren) im Emissionszeitpunkt (korrigiert für den «sample selection bias») widerspiegeln überdurchschnittlich gute private Informationen, aber auch Massgrössen öffentlicher Risikowahrnehmung (wie die Volatilität im Obligationenmarkt oder überdurchschnittliche Aktienrenditen), ganz im Sinne der komparativen Statik der postulierten Anreizprämie. Interessanterweise geht der Einfluss der sophistizierten Informationen auf die Rendite nachrangiger Bankschulden nach der Einführung von «Prompt Corrective Action» und «Depositor Preference» zurück, während der Einfluss der öffentlichen Risikowahrnehmung zunimmt.

Schliesslich erklären die Resultate auch einige bisher nicht erklärte Anomalien aus der empirischen Literatur zur Preisbildung nachrangiger Schulden oder aus Marktinterviews (wie die schwache Sensitivität auf bankspezifische Risiken oder das «ballooning» der Risikoaufschläge in allgemein unsicheren Zeiten). Dies bestätigt wiederum, wie wichtig es im Hinblick auf die Preisbildung ist, das «design» eines Finanzinstruments und dessen Stellung in der Finanzierung des Emittenten zu verstehen.

Die Autoren kommen zum Schluss, dass der Renditeaufschlag auf nachrangigen Bankschulden zwar kein direktes Risikomass darstellt, aber in Verbindung mit den Renditen vorrangiger Papiere oder den Renditen auf nachrangige Schulden anderer Banken wichtige Information über die Solvenz einer Bank enthält. Ein klares Signal für Solvenz ist ferner die Bereitschaft (und Fähigkeit), nachrangige Schulden herauszugeben. Die von gut informierten Käufern nachrangiger Schulden erzielte Überschussrendite stellt im Übrigen keine Anomalie dar. Im Gleichgewicht auf dem Informationsmarkt ist die Anreizprämie auf nachrangigen Papieren gewissermassen die Entschädigung für deren Käufer, sich über die Risiken des Emittenten zu informieren, und damit ein wichtiges Bindeglied in der Wirkungskette der Marktdisziplin.

Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte am 17. Juni 2004 im Anschluss an die vierteljährliche Lagebeurteilung vom Juni das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 0,0%–1,0%. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,5% zu halten. Das Zinszielband weist nach diesem Schritt wieder eine Breite von 100 Basispunkten auf.

Neues Nationalbankgesetz – Inkraftsetzung durch den Bundesrat

Der Bundesrat setzte am 24. März 2004 das total revidierte Nationalbankgesetz (NBG; vgl. Quartalsheft 3/2003, S. 59) auf den 1. Mai 2004 in Kraft, nachdem die Referendumsfrist Ende Januar 2004 unbenutzt abgelaufen war. Gleichzeitig passte er die Verordnung zum Bankengesetz dem neuen NBG an. Bereits am 18. März 2004 hatte das Direktorium der Nationalbank in einer neuen Verordnung zum Nationalbankgesetz (Nationalbankverordnung, NBV) Ausführungsbestimmungen zu den Statistikbefugnissen der SNB, den Mindestreservevorschriften sowie der Überwachung von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen erlassen.

Das neue Nationalbankgesetz konkretisiert den verfassungsrechtlichen Zentralbankauftrag und die Unabhängigkeit der SNB; es enthält neu eine formelle Rechenschaftspflicht der SNB gegenüber Bundesrat, Parlament und Öffentlichkeit. Ferner erweitert das neue NBG den Geschäftskreis der SNB, statuiert ihre geld- und währungspolitischen Befugnisse, präzisiert die Gewinnermittlung und führt eine vereinfachte Organstruktur ein.

Die neue Nationalbankverordnung hält im Kapitel «Statistische Erhebungen» die Grundsätze der Datenerhebung sowie die Rechte und Pflichten der zur Auskunft verpflichteten Finanzmarktteilnehmer fest. Die Erhebung von Statistiken muss den Grundsätzen der Erforderlichkeit und der Verhältnismässigkeit genügen. Gegenstand und Periodizität der statistischen Erhebungen sowie der Kreis der Statistiklieferanten sind in Anhängen zur NBV umschrieben.

Das Kapitel «Mindestreserven» der NBV regelt Voraussetzungen und Umfang der Mindestreservepflicht der Banken. Die Mindestreserven haben den Zweck, eine minimale Nachfrage nach Notenbankgeld sicherzustellen. Die Ausführungsbestimmungen in der NBV lehnen sich eng an die bisherigen Vorschriften zur Kassenliquidität in der Bankenverordnung an. Insbesondere wird am geltenden Unterlegungssatz von 2,5% festgehalten. Um den Banken die erforderliche Frist zur Anpassung im Informatikbereich zu geben, werden die Ausführungsbestimmungen zu den Mindestreserven und die (damit zusammenhängenden) Änderungen der Bankenverordnung zur Liquidität erst auf den 1. Januar 2005 in Kraft gesetzt.

Das Kapitel «Überwachung von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen» der NBV schliesslich umschreibt die Mindestanforderungen an Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme, von denen Risiken für die Stabilität des Finanzsystems ausgehen können. Diese Anforderungen orientieren sich an internationalen Standards. Damit die Nationalbank bestimmen kann, von welchen Systemen eine Gefahr für die Systemstabilität ausgehen kann, werden sämtliche Effektenabwicklungssysteme sowie Zahlungssysteme mit einem Betragsvolumen von mindestens 25 Mrd. Franken pro Jahr einer erweiterten Offenlegungspflicht unterstellt.

Richtlinien über das geldpolitische Instrumentarium

Die Schweizerische Nationalbank veröffentlichte im Mai 2004 erstmals Richtlinien über den Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente. Die «Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank über das geldpolitische Instrumentarium» richten sich an die interessierte Öffentlichkeit und an die Geschäftspartner der Nationalbank. Sie stehen, zusammen mit dazugehörigen Merkblättern, in deutscher, französischer und englischer Sprache auf der Website der Nationalbank zur Verfügung (vgl. www.snb.ch, Die SNB, Rechtliche Grundlagen).

Die Richtlinien konkretisieren die in Art. 9 Abs. 1 des Nationalbankgesetzes umschriebenen Geschäfte, welche die Nationalbank zur Erfüllung ihrer geld- und währungspolitischen Aufgaben tätigen kann. Insbesondere stellen sie dar, zu welchen Bedingungen die Nationalbank Geschäfte abschliesst und welches die dabei zu beachtenden Verfahren sind. Ferner legen sie fest, welche Sicherheiten für geldpolitische Operationen mit der Nationalbank verwendet werden können.

Mit der Einführung dieser Richtlinien geht zum einen die Neudefinition gewisser Geldmarkt-Operationen der Nationalbank einher und zum anderen eine Erneuerung der Terminologie. Erstmals nennt die Nationalbank im Rahmen der Richtlinien auch explizit die Bedingungen, unter denen sie im Rahmen ihrer Funktion als Kreditgeber in letzter Instanz (Lender of Last Resort) bereit ist, ausserordentliche Liquiditätshilfe zu gewähren.

Die Einführung der Richtlinien über das geldpolitische Instrumentarium wirkt sich auch auf die Publikationsweise geldpolitisch relevanter Daten aus: Anstelle des bisherigen Nationalbank-Ausweises veröffentlicht die Nationalbank nun jeweils am ersten Arbeitstag der Woche jene Aktiven und Passiven, in denen sich die geldpolitischen Massnahmen widerspiegeln, die Tagesergebnisse der geldpolitischen Geschäfte der Vorwoche sowie Referenzzinssätze.

Richtlinien für die Anlagepolitik

Im neuen Nationalbankgesetz wird erstmals die Verwaltung der Währungsreserven als Aufgabe der Schweizerischen Nationalbank ausdrücklich erwähnt. Sie untersteht dem Primat der Geld- und Währungspolitik und soll nach den Kriterien Sicherheit, Liquidität und Ertrag erfolgen.

Im Juni 2004 veröffentlichte die Nationalbank erstmals anlagepolitische Richtlinien. Die «Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank für die Anlagepolitik» gelten für alle bewirtschafteten Aktiven der Nationalbank. Sie stehen in deutscher, französischer und englischer Sprache auf der Website der Nationalbank zur Verfügung (vgl. www.snb.ch, Die SNB, Rechtliche Grundlagen).

Die Richtlinien definieren den Handlungsrahmen, über den die Nationalbank bei ihrer Anlagetätigkeit verfügt, und machen ihn für die Öffentlichkeit transparent. Sie konkretisieren die in Art. 9 Abs. 1 des Nationalbankgesetzes umschriebenen Geschäfte, welche die Nationalbank zur Erfüllung ihrer anlagepolitischen Aufgaben tätigen kann. Insbesondere legen sie die Grundsätze der Anlagepolitik, die Anlageinstrumente sowie den zu befolgenden Anlage- und Risikokontrollprozess dar.

Im Rahmen des Geschäftsberichts informiert die Nationalbank bereits heute über die Anlagestruktur ihrer Aktiven. Dazu gehören Angaben zur Währungsallokation, zu den Anteilen der einzelnen Anlageklassen sowie zu den wichtigsten Risiko- und Renditekennzahlen. Neu werden diese quantitativen Informationen auch quartalsweise zur Verfügung stehen.

Bundesgesetz über die internationale Währungshilfe

Verabschiedung durch die eidgenössischen Räte

Am 19. März 2004 nahmen Ständerat und Nationalrat das Bundesgesetz über die internationale Währungshilfe (WHG; vgl. Quartalsheft 2/2003, S. 119) an. Tags zuvor, am 18. März 2004, hatte die Bundesversammlung den Bundesbeschluss über die internationale Währungshilfe (WHB) erlassen. Abweichend von der Vorlage des Bundesrates, befristeten die eidgenössischen Räte den im Bundesbeschluss enthaltenen Rahmenkredit von 2500 Mio. Franken für die Finanzierung internationaler Währungshilfeoperationen auf fünf Jahre und verpflichteten den Bundesrat zur jährlichen Berichterstattung über die Verwendung der Mittel. Sofern die dreimonatige Referendumsfrist unbenützt abläuft, kann mit dem Inkrafttreten von Währungshilfegesetz und Währungshilfebeschluss im Frühherbst 2004 gerechnet werden.

Herausgeber

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

Satz

Visiolink AG, Zürich

Druck

Meier Waser Druck AG, Feuerthalen

Copyright

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet
Belegexemplare erwünscht

Abonnemente, Einzelexemplare und Adressänderungen

Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8,
CH-8022 Zürich, Telefon: +41 1 631 32 83, Fax: +41 1 631 81 14,
E-Mail: library@snb.ch. Adressmutationen sind ebenfalls der
Bibliothek, library@snb.ch, zu melden.
Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint
separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer
Sprache (ISSN 1423-3797).

Preis

Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–).
Für die Abonnenten des Statistischen Monatshefts: Fr. 15.– pro
Jahr (Ausland: Fr. 20.–).
Preise Inland inkl. 2,4% MWSt.
Postkonto 80-148-3

Internet

<http://www.snb.ch>

