

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



Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Dezember 4/2004 22. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht
6	Bericht über die Geldpolitik
38	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
42	Geld- und währungspolitische Chronik
44	Inhaltsverzeichnis 22. Jahrgang, 2004

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich seit Mitte 2004 leicht verlangsamt. Bremsend wirkte vor allem der starke Anstieg des Erdölpreises, aber auch die konjunkturelle Verlangsamung in Asien, insbesondere in China. In der EU und – weniger ausgeprägt – in Japan sorgte die Abschwächung des Dollars für eine zusätzliche Belastung. Demgegenüber blieb das Wirtschaftswachstum in den USA robust. Die Konjunkturaussichten trübten sich in den letzten Monaten leicht ein. Kurzfristig dürften der schwache Dollar und der hohe Erdölpreis die Konjunktur dämpfen. Die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Aufschwung der Weltwirtschaft sind jedoch intakt. Zum einen ist die wirtschaftliche Erholung breit abgestützt, zum anderen sind die monetären Rahmenbedingungen weiterhin günstig.

Die konjunkturelle Erholung setzte sich in der Schweiz im zweiten Halbjahr fort. Das reale BIP wuchs jedoch im dritten Quartal mit 1,4% etwas langsamer als in der Vorperiode. Auch setzte sich das Wirtschaftswachstum anders zusammen. Die inländische Nachfrage verlor infolge des stagnierenden privaten Konsums an Schwung, während die Exporte nach der Abflachung in der Vorperiode verstärkt wuchsen. Gemäss den Umfrageergebnissen blieb die Geschäftslage in der Industrie zu Beginn des vierten Quartals günstig, wenn sich auch das Auftragswachstum verlangsamte. Die Unternehmenserwartungen deuteten bis im Oktober auf eine positive Konjunkturentwicklung hin. Die Lage am Arbeitsmarkt zeigte allerdings weiterhin kaum Zeichen einer Besserung. Bereinigt um Saisoneinflüsse stagnierte die Beschäftigung im dritten Quartal. Nach dem geringfügigen Rückgang im Oktober verharrte die Arbeitslosenquote im November bei 3,8%. Die Quote der Stellensuchenden betrug unverändert 5,6%.

Am 16. Dezember 2004 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,25%–1,25% zu belassen, nachdem sie die Geldpolitik im Juni und September leicht gestrafft hatte. Die SNB reagierte damit auf die Aufwertung des Franken, die in den letzten Monaten zu einer Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen geführt hatte. Infolge der Verlangsamung der Wachstumsdynamik und des Rückgangs der überschüssigen Liquidität liess der für die längere Frist prognostizierte Inflationsdruck leicht nach.

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

Aus den in den Monaten September bis November geführten Gesprächen der Delegierten der SNB für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen verschiedener Branchen ergab sich insgesamt ein nur wenig verändertes Konjunkturbild. Die Wirtschaft befand sich im Urteil der Gesprächspartner weiterhin auf Wachstumskurs. Das Wachstumstempo liess jedoch nach. Während sich die Hoffnungen auf eine spürbare Belebung der Binnennachfrage nicht erfüllten, entwickelte sich das Exportgeschäft bis zuletzt gut. Die Aussichten für 2005 wurden mehrheitlich zuversichtlich beurteilt. Viele Unternehmen rechneten zwar mit einem geringeren Umsatzwachstum. Trotz des schwachen Dollars und der stark gestiegenen Erdölpreise blieb das Stimmungsbild jedoch grundsätzlich positiv.

Die Entwicklung der Direktinvestitionen Das Auslandvermögen der Schweiz

Diese beiden Berichte, die bisher im Quartalsheft 4 erschienen sind, werden neu separat publiziert. «Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Jahr 2003» und «Das Auslandvermögen der Schweiz im Jahr 2003» sind im Internet unter www.snb.ch/Publikationen/Zahlungsbilanz und [Auslandvermögen](http://www.snb.ch/Publikationen/Auslandvermoegen) verfügbar.

Bericht über die Geldpolitik

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

Inhalt

8	Zu diesem Bericht
9	Überblick
11	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
15	2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
20	2.2 Kapazitätsauslastung
21	2.3 Arbeitsmarkt
22	2.4 Güterpreise
25	3 Monetäre Entwicklung
25	3.1 Zinsentwicklung
29	3.2 Wechselkurse
30	3.3 Aktien- und Immobilienpreise
31	3.4 Geldaggregate
33	3.5 Kredite
34	4 Die Inflationsprognose der SNB
34	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
36	4.2 Inflationsprognose 4. Quartal 2004 bis 3. Quartal 2007
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 Dezember 2004 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 16. Dezember 2004.

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

Überblick

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich seit Mitte 2004 leicht verlangsamt. Bremsend wirkte vor allem der starke Anstieg des Erdölpreises, aber auch die konjunkturelle Verlangsamung in Asien, insbesondere in China. In der EU und – weniger ausgeprägt – in Japan sorgte die Abschwächung des Dollars für eine zusätzliche Belastung. Demgegenüber blieb das Wirtschaftswachstum in den USA robust.

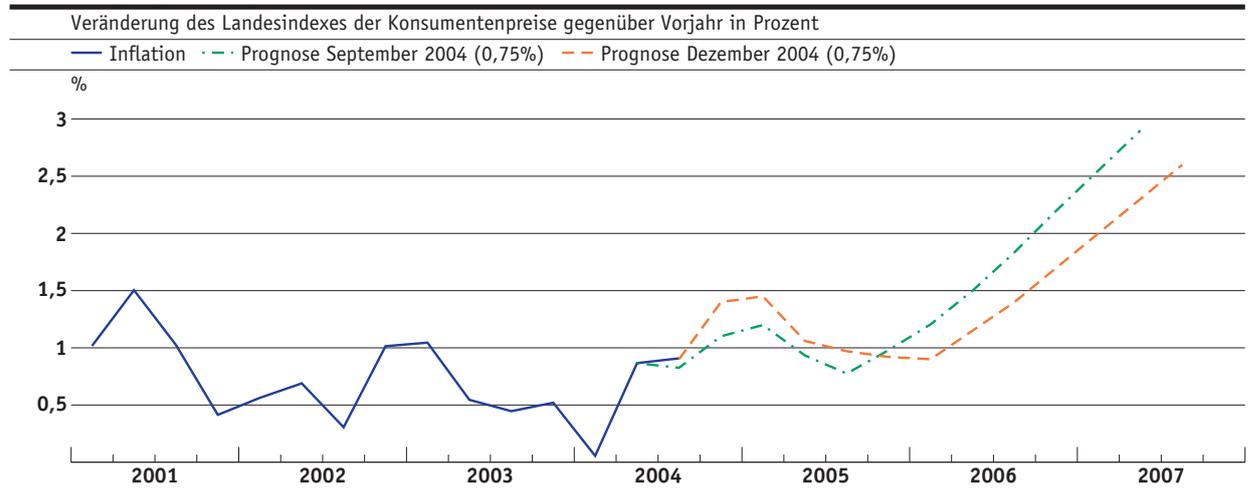
Die Konjunkturaussichten trübten sich in den letzten Monaten leicht ein. Kurzfristig dürften der schwache Dollar und der hohe Erdölpreis die Konjunktur dämpfen. Die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Aufschwung der Weltwirtschaft sind jedoch intakt. Zum einen ist die wirtschaftliche Erholung breit abgestützt, zum anderen sind die monetären Rahmenbedingungen weiterhin günstig.

Die konjunkturelle Erholung setzte sich in der Schweiz im zweiten Halbjahr 2004 fort. Das reale BIP wuchs jedoch im dritten Quartal mit 1,4% etwas langsamer als in der Vorperiode. Auch setzte sich das Wirtschaftswachstum anders zusammen. Die inländische Nachfrage verlor infolge des stagnierenden privaten Konsums an Schwung, während die Exporte nach der Abflachung in der Vorperiode verstärkt wuchsen. Gemäss den Umfrageergebnissen blieb die Geschäftslage in der Industrie zu Beginn des vierten Quartals günstig, doch verlangsamte sich das Auftragswachstum. Die Lage am Arbeitsmarkt zeigte allerdings weiterhin kaum Zeichen einer Besserung. Bereinigt um Saisoneinflüsse stagnierte die Beschäftigung im dritten Quartal. Nach dem geringfügigen Rückgang im Oktober verharrte die Arbeitslosenquote im November bei 3,8%. Die Quote der Stellensuchenden betrug unverändert 5,6%.

Die SNB rechnet für das Jahr 2004 mit einem durchschnittlichen BIP-Wachstum von gegen 2%. Sie geht davon aus, dass sich die Konjunkturerholung im Jahre 2005 fortsetzen wird. Infolge der leicht eingetribten internationalen Konjunkturaussichten dürfte sich der Aufschwung jedoch nicht verstärken und das reale BIP in der Grössenordnung von 1,5% bis 2% zunehmen. Die Unterauslastung der Produktionskapazitäten der Wirtschaft wird deshalb länger anhalten und die Wende am Arbeitsmarkt erst in der zweiten Hälfte 2005 eintreten. Beides dämpft den Inflationsdruck in der mittleren Frist. Die SNB beschloss daher am 16. Dezember 2004, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,25%–1,25% zu belassen und dabei den mittleren Bereich um 0,75% anzustreben.

Die Inflationsprognose vom Dezember 2004, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 0,75% beruht, beläuft sich auf 1,1% für das Jahr 2005 und auf 1,3% für 2006. Gegenüber der September-Prognose ergaben sich drei Änderungen. Erstens ist die für das Jahr 2005 prognostizierte Inflation als Folge der höheren Erdölnotierungen höher. Zweitens beginnt der trendmässige Anstieg der Inflation ein halbes Jahr später. Schliesslich hat sich der Inflationsdruck in der längeren Perspektive verringert. Trotzdem ist bei einem unveränderten Dreimonatssatz von 0,75% ab Mitte 2006 mit einem deutlichen Anstieg zu rechnen. Daraus lässt sich schliessen, dass die SNB ihre Geldpolitik in den nächsten drei Jahren straffen muss, um Preisstabilität auch längerfristig gewährleisten zu können.

Inflationsprognose September 2004 mit Libor 0,75% und Dezember 2004 mit Libor 0,75%



Inflationsprognose Dezember 2004, Libor 0,75%

	2004	2005	2006
Durchschnittliche Jahresinflation in %	0,8	1,1	1,3

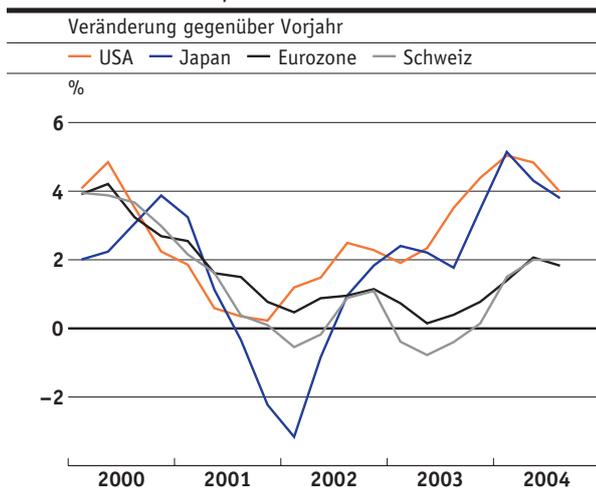
1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich seit Mitte 2004 leicht verlangsamt. Bremsend wirkte vor allem der starke Anstieg des Erdölpreises, aber auch die konjunkturelle Verlangsamung in Asien, insbesondere in China. In der EU und – weniger ausgeprägt – in Japan sorgte die Abschwächung des Dollarkurses für eine zusätzliche Belastung. Demgegenüber blieb das Wirtschaftswachstum in den USA robust.

Robustes Wirtschaftswachstum in den USA

In den USA fiel das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal mit 3,9% wieder höher aus als in der Vorperiode. Bedeutende Impulse gingen vom privaten Konsum aus, der nach der Flaute vom zweiten Quartal deutlich anzog. Aufgrund der verfügbaren Indikatoren dürfte sich der breit abgestützte Aufschwung im vierten Quartal fortsetzen. Die Einkaufsmanager-Indizes (PMI), welche den Geschäftsgang in der Industrie und im Dienstleistungssektor wiedergeben, bewegten sich bis im November weiterhin im expansiven Bereich. Gegen das Jahresende verstärkte sich auch das Beschäftigungswachstum, was dem privaten Konsum weitere Impulse geben dürfte. Infolge der hohen Unternehmensgewinne und des tiefen Zinsniveaus ist zudem weiterhin mit kräftig steigenden Unternehmensinvestitionen zu rechnen. Die Exporte schliesslich dürften durch die markante Abschwächung des Dollarkurses Auftrieb erhalten.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

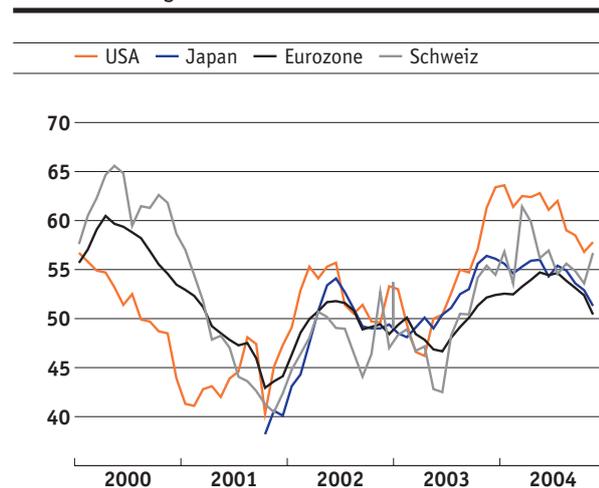
Konjunkturelle Verlangsamung in Europa ...

In der Eurozone bildete sich das Wachstum des realen BIP von 1,9% im zweiten auf 1,2% im dritten Quartal zurück. Während die Exporte an Schwung verloren, zog die Binnennachfrage an. Erfreulich war insbesondere die Belebung der Investitionstätigkeit. Noch keine Zeichen einer Erholung zeigte dagegen der private Konsum. Darin widerspiegelt sich nicht zuletzt die hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit in der Eurozone, die im dritten Quartal unverändert 8,9% betrug. Nach Ländern gegliedert fiel das Wirtschaftswachstum in Deutschland und Frankreich im dritten Quartal unerwartet schwach aus. Italien und viele kleinere Länder wiesen dagegen ein robustes Wachstum auf.

Im vierten Quartal bereitete der weitere massive Rückgang des Dollarkurses gegenüber dem Euro zunehmend Sorgen. In den jüngsten Umfragen zeigten sich die Produzenten denn auch weniger optimistisch, ohne aber eine Rezession zu befürchten.

Auch im Vereinigten Königreich liessen die konjunkturellen Auftriebskräfte im dritten Quartal deutlich nach. Das reale BIP stieg gegenüber der Vorperiode um 1,8%, nach einer Zunahme von 3,7% im zweiten Quartal. Wie erwartet bewirkte die vor einem Jahr eingeleitete Straffung der Geldpolitik eine Abkühlung des überhitzten Häusermarktes. Trotz der deutlichen Bremsspuren blieben jedoch die Aussichten für die britische Wirtschaft günstig. Die Beschäftigung nimmt weiterhin zu und stützt damit den privaten Konsum. Infolge der Abschwächung des Pfundes verbesserte sich zudem in den letzten Monaten die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft.

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Datastream

... und in Japan

Nach einem starken Wachstum zu Jahresbeginn 2004 stagnierte in Japan das reale BIP im zweiten und dritten Quartal. Die Konjunkturschwäche war vor allem eine Folge der geringeren Nachfrage aus China und den USA, während die Binnenkonjunktur weiterhin stützend wirkte. Trotz der Wachstumsflaute ergab sich aus den jüngsten Unternehmens- und Konsumentenumfragen ein zuversichtliches Bild, so dass tendenziell mit einer Fortsetzung der konjunkturellen Erholung gerechnet werden kann.

Erdölpreisbedingter Teuerungsanstieg

Der Anstieg der Erdölpreise dominierte auch im dritten Quartal die Teuerungsentwicklung in den Industrieländern. Im Oktober notierte das Fass Rohöl (Brent) zeitweise über 50 Dollar; bis Mitte Dezember bildete sich der Preis jedoch wieder auf knapp 40 Dollar zurück.

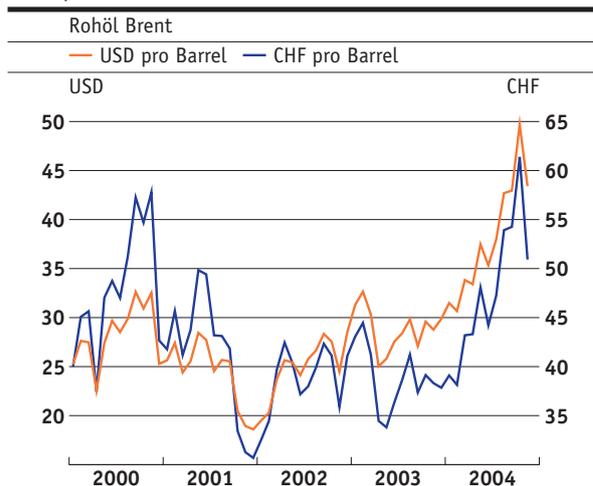
In den USA erhöhte sich die Jahresteuerung auf der Konsumstufe von 2,5% im September auf 3,2% im Oktober. In der Eurozone stieg sie im Oktober auf 2,4%, nachdem sie seit April leicht über 2% verharrt hatte. Unter Ausschluss der Energiepreise sank die Teuerung dagegen in den letzten Monaten leicht. In Japan hielt die deflationäre Tendenz im dritten Quartal an; im Oktober bewegte sich die Teuerung mit 0,5% infolge eines sprunghaften Anstiegs der Nahrungsmittelpreise wieder im positiven Bereich.

Straffung der Geldpolitik in den USA und im Vereinigten Königreich

Die amerikanische und die britische Zentralbank setzten ihre Politik der schrittweisen Leitzinserhöhungen im zweiten Halbjahr fort, um mittelfristigen Inflationsgefahren entgegenzutreten. Das Fed erhöhte den Tagesgeldsatz im Dezember zum fünften Mal seit Ende Juni um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25%. Anfang August hob die Bank of England, die bereits im November 2003 ihre Geldpolitik zu straffen begonnen hatte, ihren Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf 4,75% an. Bis Ende Jahr nahm sie jedoch keine weiteren Zinserhöhungen mehr vor, nachdem sich im dritten Quartal eine konjunkturelle Abflachung abzuzeichnen begonnen hatte.

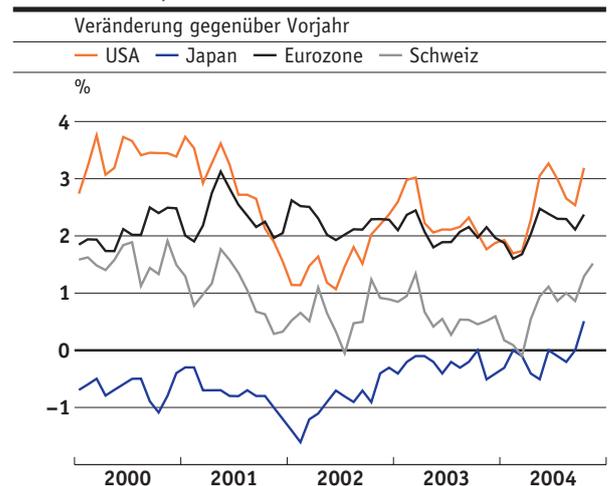
Die Europäische Zentralbank (EZB) belies den Hauptrefinanzierungssatz unverändert bei 2,0%, nachdem sie ihn letztmals im Juni 2003 um 0,25 Prozentpunkte gesenkt hatte. Sie zeigte sich über die konjunkturelle Verlangsamung in der Eurozone sowie die Erstarkung des Euros zunehmend besorgt. Auch die japanische Zentralbank setzte ihre expansive Geldpolitik fort und belies den Leitzins nahe bei null.

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quelle: SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



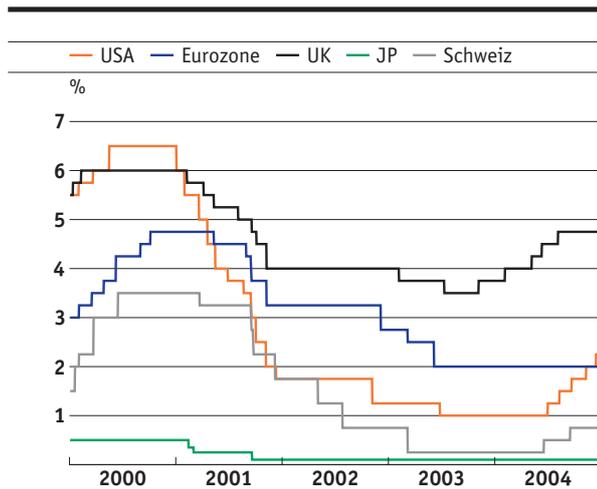
Quelle: BIZ

Leicht trübere Konjunkturaussichten

Die internationalen Konjunkturaussichten haben sich in den letzten Monaten leicht eingetrübt, was sich auch in den vorlaufenden Indikatoren der OECD widerspiegelt. Unter dem Eindruck der hohen Erdölpreise und des massiven Rückgangs des Dollarkurses nahm die Unsicherheit zu. Kurzfristig dürften diese beiden Faktoren bremsend auf die Weltwirtschaft wirken. Die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Aufschwung der Weltwirtschaft sind jedoch intakt. Zum einen ist die wirtschaftliche Erholung mittlerweile breit abgestützt, zum anderen sind die monetären Rahmenbedingungen nach wie vor günstig. Es kann daher damit gerechnet werden, dass die Konjunktur im Laufe des Jahres 2005 weltweit wieder anzieht. Dies gilt besonders für den Fall eines deutlichen Rückgangs der Erdölpreise.

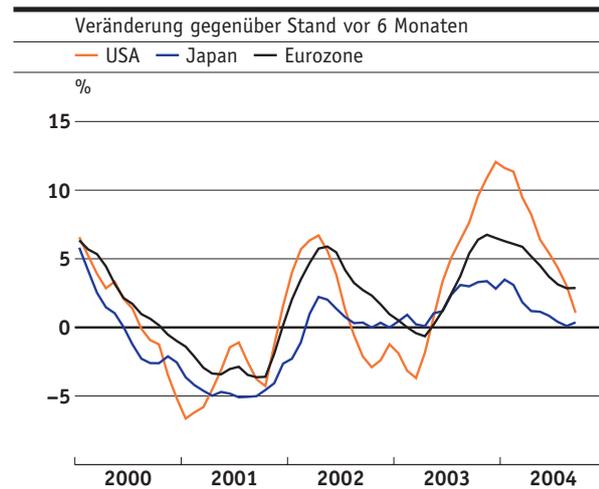
Gemäss der Konsensus-Prognose der Consensus Economics Inc. vom November wird sich die konjunkturelle Erholung im Jahre 2005 fortsetzen. Das reale BIP wächst jedoch in den meisten grossen Industrieländern weniger stark als 2004. In Japan sinkt es gemäss der Umfrage um 2,5 Prozentpunkte auf 1,8%, in den USA um 1 Prozentpunkt auf 3,4%, im Vereinigten Königreich um 0,6 Prozentpunkte auf 2,6%, und in Deutschland um 0,4 Prozentpunkte auf 1,5%. In der Eurozone bleibt das Wachstum mit 1,9% unverändert, da gemäss Konsensus unter anderem in Italien und den Niederlanden die Konjunktur an Dynamik gewinnen wird. Die Prognosen der OECD zeigen für das Jahr 2005 ein sehr ähnliches Bild. Die Annahmen über das Ausland, welche die SNB ihrer Inflationsprognose vom Dezember 2004 unterstellt, decken sich weitgehend mit diesen Prognosen (vgl. Kap. 4).

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: BIZ, SNB

Grafik 1.6
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	4,4	3,3	4,4	3,4	2,6	2,4	2,6	2,4
Japan	4,0	2,1	4,3	1,8	-0,1	0,1	-0,1	0,0
Eurozone	1,8	1,9	1,9	1,9	2,1	2,0	2,2	1,9
Deutschland	1,2	1,4	1,9	1,5	1,7	1,3	1,7	1,5
Frankreich	2,1	2,0	2,4	2,2	2,3	1,8	2,2	1,8
Italien	1,3	1,7	1,2	1,7	2,1	2,5	2,2	2,2
Vereinigtes Königreich	3,2	2,6	3,2	2,6	1,3	1,7	1,4	1,7

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 Bei den Konsensus-Prognosen handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei über 240 bedeutenden Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in mehr als 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, December 2004; Konsensus: November 2004 Survey

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

Schwächeres, aber immer noch robustes Wirtschaftswachstum

Die konjunkturelle Erholung setzte sich in der Schweiz im dritten Quartal 2004 fort. Im Vorquartalsvergleich wuchs das reale Bruttoinlandprodukt mit 1,4% etwas langsamer als im zweiten Quartal. Gegenüber dem Vorjahr fiel das Wirtschaftswachstum mit 2% gleich stark aus wie in der Vorperiode.

Im Vergleich zum zweiten Quartal veränderte sich die Zusammensetzung des Wirtschaftswachstums. Die inländische Nachfrage (ohne Lager) verlor an Schwung, während die Exporte verstärkt wuchsen. Das geringere Wachstum der Binnennachfrage war auf den annähernd stagnierenden privaten Konsum zurückzuführen. Dagegen setzte die Investitionstätigkeit ihren Aufwärtstrend fort. Insgesamt erhöhte sich die Gesamtnachfrage gegenüber der Vorperiode mit knapp 4% etwas weniger stark als in der Vorperiode. Dennoch nahmen die Importe von Gütern und Dienstleistungen verstärkt zu. Besonders kräftig expandierten die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Energieträgern.

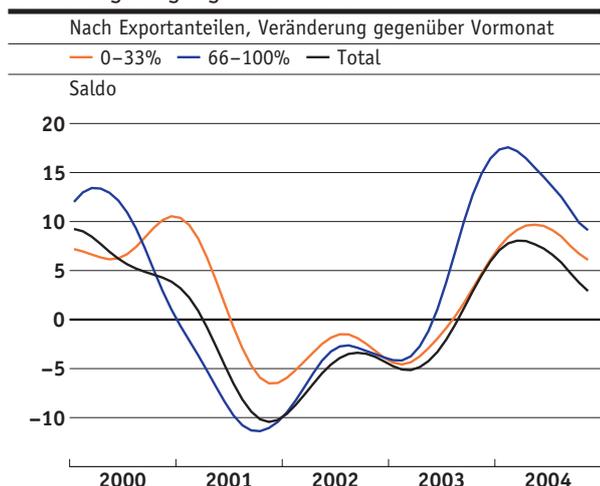
Weitere Erholung im Industriesektor

Die Erholung in der verarbeitenden Industrie setzte sich im dritten Quartal fort. Auf Jahresbasis hochgerechnet nahm die Industrieproduktion gegenüber dem zweiten Quartal um 0,9% zu und übertraf damit den Vorjahresstand um 3,8%, nach einem Jahreswachstum von 5,5% im zweiten Quartal.

Gemäss den Umfrageergebnissen blieb die Geschäftslage in der Industrie zu Beginn des vierten Quartals günstig. Im Oktober stiegen die Bestellungen weiter, und der Auftragsbestand erhöhte sich. Sowohl die Umfrage der KOF/ETH als auch der Einkaufsmanager-Index deuteten jedoch auf eine Verlangsamung des Auftragswachstums und eine schwächere Zunahme der Industrieproduktion hin.

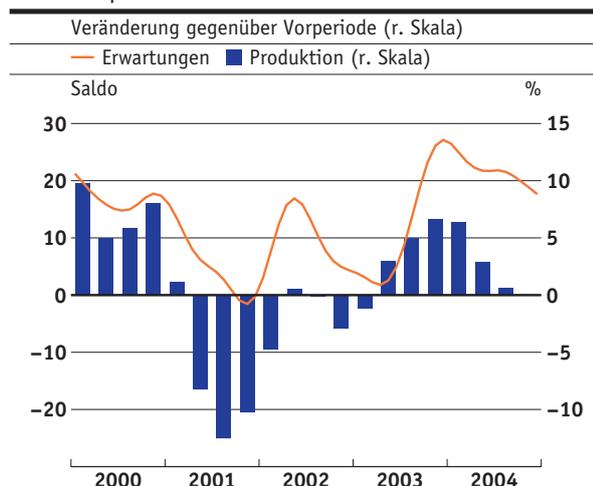
Die Unternehmenserwartungen, die sich im zweiten Halbjahr 2003 stark verbessert hatten, bilden sich seit Jahresbeginn leicht zurück. Sie befanden sich aber bis im Oktober in einem Bereich, der auf eine positive Konjunktorentwicklung hindeutet. Wie bereits im dritten Quartal gewannen die binnenorientierten Unternehmen leicht an Zuversicht, während die Exportindustrie die Aussichten etwas vorsichtiger beurteilte.

Grafik 2.1
Bestellungseingang in der Industrie



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF/ETH)

Grafik 2.2
Industrieproduktion



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

Reales BIP und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorperiode in Prozent

Tabelle 2.1

	2000	2001	2002	2003	2003				2004			
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Privater Konsum	2,3	2,0	0,3	0,5	-1,2	0,4	1,3	1,3	2,9	2,1	1,4	0,4
Staatlicher Konsum	2,6	4,2	3,2	1,4	-0,2	0,7	1,9	1,4	1,6	1,7	0,2	-0,2
Anlageinvestitionen	4,3	-3,1	0,3	-0,3	-6,7	4,3	-11,7	8,7	11,3	4,3	5,7	4,5
- Bau	2,7	-3,4	2,2	1,8	0,4	1,4	2,9	3,9	5,7	4,0	3,3	3,5
- Ausrüstungen	5,5	-2,9	-1,1	-2,0	-5,4	-3,1	-5,9	5,4	5,4	4,6	7,6	5,3
Inl. Endnachfrage	2,8	1,0	0,7	0,4	-3,0	1,6	-1,8	3,0	4,7	2,5	2,2	1,2
Inlandnachfrage¹	2,1	2,3	-0,8	0,2	-3,1	7,5	-9,7	5,9	3,8	-3,5	5,5	4,4
Exporte total ¹	12,2	0,2	-0,2	0,0	0,7	-17,6	8,4	9,9	13,1	8,0	2,3	2,6
- Waren ²	11,9	3,7	0,3	0,7	-2,8	-11,3	5,9	9,2	12,9	9,3	3,7	6,4
- Dienstleistungen	13,6	-2,8	-3,8	0,6	-0,2	-9,6	6,8	13,7	6,8	-4,1	1,2	-1,6
Gesamtnachfrage	5,2	1,7	-0,6	0,1	-2,5	-0,4	-2,9	5,3	5,8	0,1	4,5	3,8
Importe total ¹	9,6	3,2	-2,8	1,4	-5,7	5,6	-6,4	11,3	15,5	0,7	6,4	10,6
- Waren ²	9,7	1,6	-2,2	2,7	-7,9	21,3	-19,8	24,3	18,2	-1,3	2,5	13,5
- Dienstleistungen	5,9	11,2	-1,7	-1,4	2,3	-3,1	-0,9	-4,2	-0,7	17,7	-1,4	10,6
BIP	3,6	1,0	0,3	-0,4	0,2	-4,3	0,3	2,2	2,1	1,8	1,7	1,4

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

2 Ohne EESKA

Quelle: Seco

Unternehmen signalisieren wenig verändertes Konjunkturbild

Aus den Gesprächen, welche die Delegierten der SNB für regionale Wirtschaftskontakte im Herbst mit Unternehmen verschiedener Branchen führten, ergab sich insgesamt ein nur wenig verändertes Konjunkturbild. Die Wirtschaft befand sich im Urteil der Gesprächspartner weiterhin auf Wachstumskurs. Das Wachstumstempo liess jedoch nach, so dass die Unterschiede im Geschäftsgang einzelner Branchen wieder verstärkt hervortraten. Die Aussichten für 2005 werden trotz des hohen Erdölpreises und des schwachen Dollars mehrheitlich zuversichtlich beurteilt.

Wieder leicht stärkeres Exportwachstum

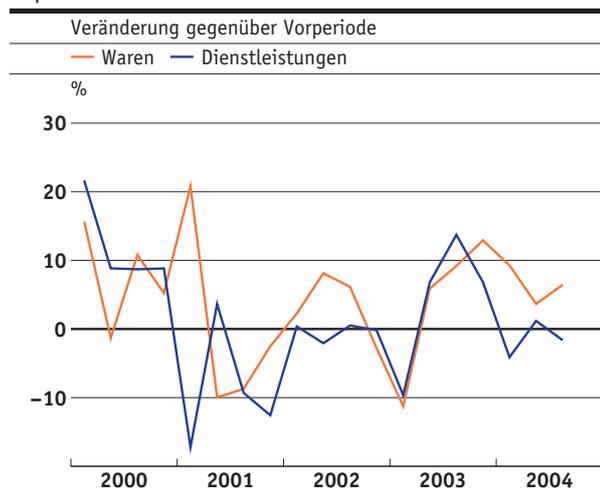
Nach der abrupten Verlangsamung im zweiten Quartal zogen die realen Exporte im dritten Quartal wieder an. Das stärkere Wachstum war allein auf die Entwicklung der Warenausfuhren zurückzuführen; demgegenüber schrumpften die Exporte von Dienstleistungen geringfügig. Im Vorjahresvergleich stiegen die gesamten Exporte um 5,5%.

Bei den Warenausfuhren expandierten erneut die Arzneiwaren und Chemikalien, auf die rund 30% der gesamten Warenexporte entfallen, überdurchschnittlich stark. Günstig entwickelten sich auch die Exporte von Halbfabrikaten. Dagegen nahmen die Investitionsgüterausfuhren ab, wobei sie jedoch weiterhin über dem Vorjahresstand lagen. Im Oktober liess das Wachstum der Warenexporte merklich nach, gewann aber im November wieder an Schwung.

Nach Ländern gegliedert veränderte sich die Zusammensetzung der Exporte. Die bis zur Jahresmitte kräftig steigenden Ausfuhren in die USA und in den asiatischen Raum nahmen gegenüber der Vorperiode ab, während diejenigen in die EU anzogen und den Vorjahresstand um 8% übertrafen (EU-25, nominal). Dabei divergierten die Exporte in die verschiedenen EU-Länder allerdings stark. Während die Ausfuhren nach Grossbritannien und den südeuropäischen Ländern deutlich stiegen, stagnierten die Lieferungen nach Deutschland und Frankreich. Die Ausfuhren in die neuen Mitgliedsländer sanken.

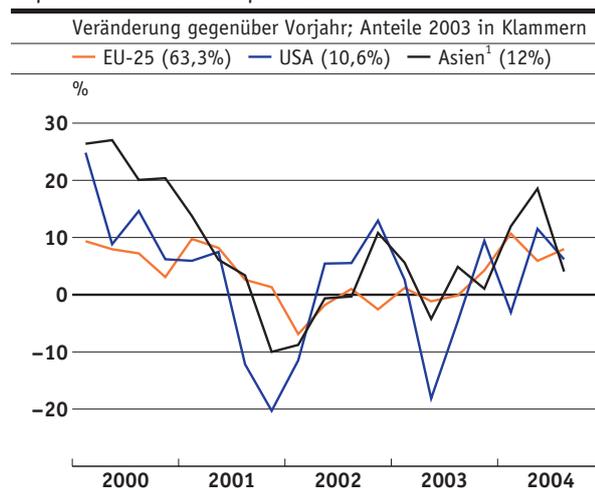
Die Exporte von Dienstleistungen gaben im dritten Quartal wieder leicht nach und lagen damit nur noch 0,3% über dem Vorjahresstand. Ins Gewicht fielen vor allem die rückläufigen Einnahmen der Privatversicherungen sowie der Transportunternehmen. Während die Einnahmen aus Bankkommissionen stagnierten, nahmen diejenigen aus dem Fremdenverkehr weiter zu.

Grafik 2.3
Exporte



Quelle: Seco

Grafik 2.4
Exporte nach Handelspartnern



1 Asien: Japan, China, Südkorea, Hongkong, Singapur, Taiwan, Malaysia, Thailand, Philippinen, Indonesien
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV)

Stark steigende Importe

Das Wachstum der realen Importe verstärkte sich im dritten Quartal. Im Vergleich zum Vorjahr wurden 7,5% mehr Waren und Dienste eingeführt. Erneut trugen die Warenimporte am stärksten zu dieser Entwicklung bei, wobei die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Energieträgern besonders stark stiegen. Doch auch die Importe von Dienstleistungen erhöhten sich nach dem Zwischentief des zweiten Quartals wieder kräftig. Gegen Ende des Quartals sowie im Oktober und November verringerte sich das Wachstum der Warenimporte insgesamt.

Schwächeres Konsumwachstum

Der private Konsum verlor im dritten Quartal deutlich an Schwung. Gegenüber der Vorperiode stieg er lediglich um 0,4% und wuchs damit zum ersten Mal seit Anfang 2003 unter dem langjährigen Trend von 1,3%. Im Vorjahresvergleich erhöhte er sich um 1,5%.

Die realen Detailhandelsumsätze stagnierten im dritten Quartal und übertrafen damit den Vorjahresstand noch um 0,6% (2. Quartal: 1,3%). Während die Nachfrage nach Wohnungseinrichtungen stark blieb, hielten die Konsumenten bei anderen dauerhaften Gütern (insbesondere Haushaltsgegenständen) nach dem kräftigen Zuwachs im ersten Halbjahr mit Käufen wieder zurück. Die verhaltene Konsumnachfrage widerspiegelte sich in den Konsumgüterimporten, die im dritten Quartal schwächer zunahmen als in der Vorperiode. Die Neuzulassungen von Personenwagen waren weiter rückläufig und schrumpften im Vorjahresvergleich um 4,3%.

Gemäss den Ergebnissen der Umfrage der KOF/ETH im Gastgewerbe setzte sich der moderate Aufwärtstrend im Binnentourismus fort. Die Zahl der Hotelübernachtungen inländischer Gäste dürfte im dritten Quartal das Vorjahresniveau leicht übertroffen haben.

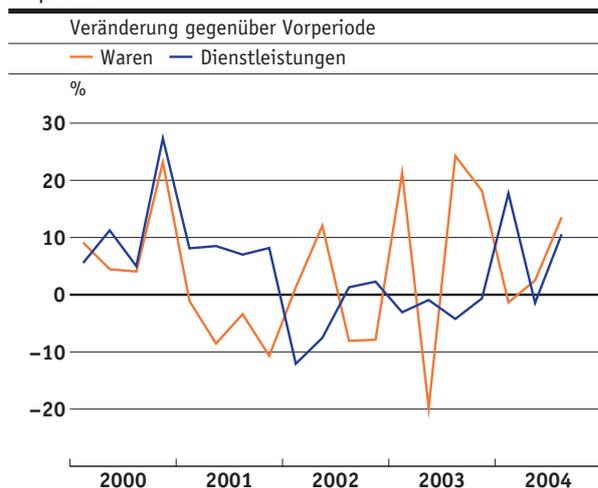
Unveränderte Konsumentenstimmung

Der Index der Konsumentenstimmung tendierte im Oktober mit -13 Punkten weiterhin seitwärts (Juli: -12 Punkte). Die Wirtschaftslage wurde von den befragten Haushalten schlechter beurteilt als in der Vorerhebung. Ebenso nahm die Arbeitsplatzsicherheit im Urteil der Umfrageteilnehmer erneut ab. Die Einschätzung der eigenen finanziellen Lage, die für das künftige Konsumverhalten erfahrungsgemäss von besonders grosser Bedeutung ist, fiel dagegen im Vergleich zum Juli eine Spur besser aus.

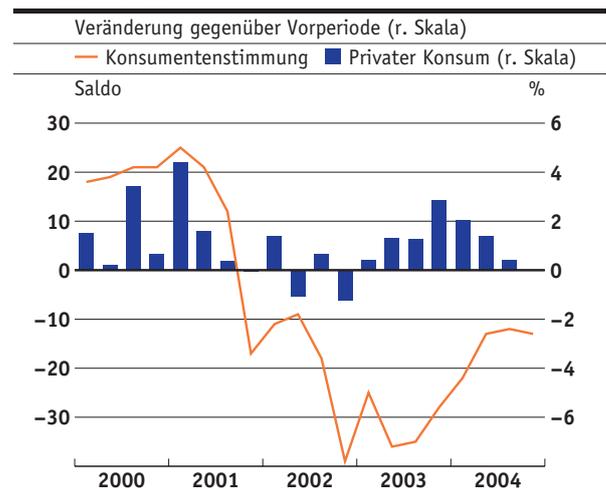
Verhalten positive Aussichten

Die Umfragen der KOF/ETH ergeben kein einheitliches Bild. Im Detailhandel verliefen der Geschäftsgang und die Umsatzentwicklung im Oktober weiterhin schleppend, doch blieben die Aussichten für das kommende Halbjahr optimistisch. Die Umfrage im Gastgewerbe vom dritten Quartal deutet dagegen auf eine schwindende Zuversicht in der Hotellerie hin und lässt einen harzigen Auftakt der Wintersaison erwarten.

Grafik 2.5
Importe



Grafik 2.6
Privater Konsum



Der private Konsum wurde im ersten Halbjahr 2004 durch hohe Nachholkäufe gestützt, während er von der Einkommenseite nur wenig Impulse erhielt. In einigen Bereichen wie den Haushaltsgütern ist der Nachholbedarf allmählich gedeckt. Voraussetzung für ein nachhaltiges Konsumwachstum ist die Erhöhung des verfügbaren Einkommens. Die SNB geht davon aus, dass die realen Arbeitnehmereinkommen im Jahre 2005 infolge der erwarteten Lohnsteigerung um 1,1% zunehmen und damit leicht stärker steigen werden als im Vorjahr (+0,7%). Dies dürfte den privaten Konsum stützen.

Robuste und breit abgestützte Bautätigkeit

Die Bauinvestitionen bildeten weiterhin eine bedeutende Konjunkturstütze. Im dritten Quartal lagen sie 4,0% über dem Vorjahresstand. Die immer noch stark steigende Zahl der Wohnungen im Bau deutet darauf hin, dass weiterhin bedeutende Wachstumsimpulse vom Wohnungsbau ausgingen. Gemäss der Quartalsumfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes zog in den letzten beiden Quartalen jedoch auch die Bautätigkeit im Geschäfts- und Tiefbau an, so dass die Erholung der Baukonjunktur erstmals seit längerem wieder breit abgestützt war.

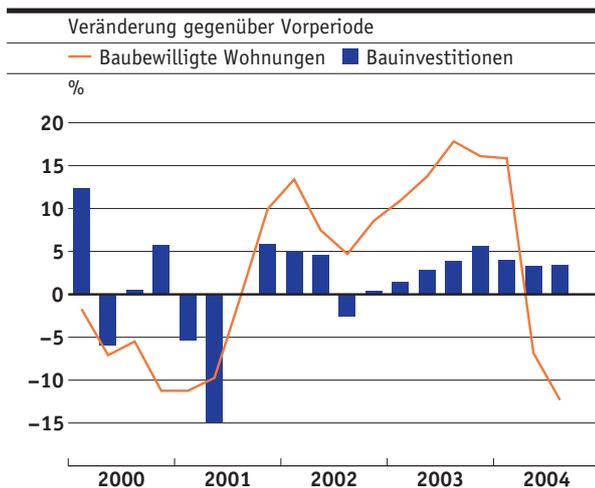
Das tiefe Zinsniveau dürfte der Wohnbautätigkeit in den kommenden Quartalen weiterhin Auftrieb verleihen. Nach zwei sehr dynamischen Jahren muss allerdings mit einer allmählichen Verlangsamung des Wachstums in dieser Sparte gerechnet werden. Die Leerwohnungsziffer stieg im dritten Quartal weiter leicht an.¹ Dies signalisiert ein höheres Angebot am

Wohnungsmarkt, was mittelfristig den Wohnungsbau dämpfen dürfte. Ein Indiz dafür sind die Wohnbaubewilligungen, die im dritten Quartal zurückgingen. Im Geschäftsbau dürfte die Belegung angesichts der hohen Leerstandsquote bei den Büroflächen moderat bleiben.

Gedämpftes Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen im dritten Quartal um rund 5% gegenüber der Vorperiode und lagen knapp 6% über dem Vorjahresstand. Während die Nachfrage nach Präzisionsinstrumenten weiterhin robust blieb, belebte sich diejenige nach IT-Gütern. Die Käufe von Industriemaschinen, auf die rund 40% der Ausrüstungsinvestitionen entfallen, bildeten sich dagegen leicht zurück. Infolge der gestiegenen Auslastung der technischen Kapazitäten und der weiterhin optimistischen Produktionserwartungen kann in den kommenden Quartalen mit leicht stärker wachsenden Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden.

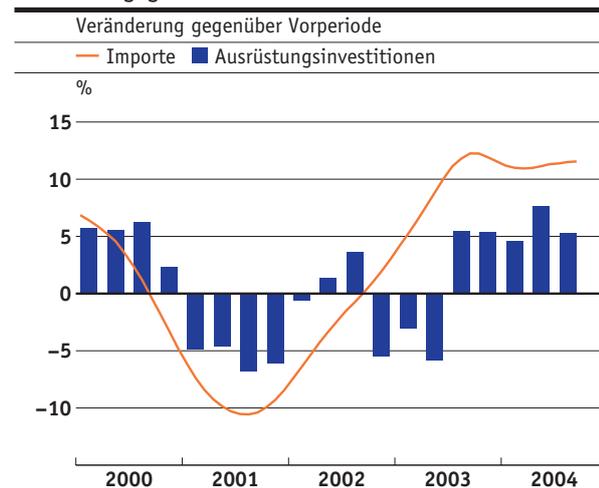
Grafik 2.7
Bau



1 Quelle: Wüest & Partner

Quellen: BFS, Seco

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, Seco

2.2 Kapazitätsauslastung

Kleinere Produktionslücke

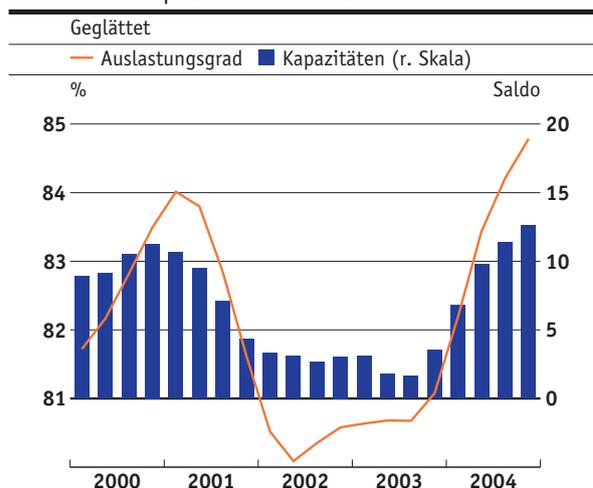
Der Konjunkturverlauf in der Schweiz entsprach in den ersten drei Quartalen weitgehend den Erwartungen. Im Unterschied zur zweiten Jahreshälfte 2003 wuchs das reale BIP zwar nicht mehr mit einer Jahresrate von über 2%. Dennoch war das Verlaufswachstum mit durchschnittlich 1,6% gross genug, um die Produktionslücke leicht zu verringern.

Die Produktionslücke wird als prozentuale Differenz zwischen dem effektiven und dem potenziellen BIP definiert. Die SNB schätzt das Produktionspotenzial mit drei verschiedenen Verfahren (vgl. Quartalsheft 2/2004, S. 21 für eine kurze Beschreibung). Gemäss dem HP-Filter, der ein technisches Glättungsverfahren darstellt, hat sich die Lücke seit dem dritten Quartal 2003 kontinuierlich verringert. Sie liegt aber weiterhin im negativen Bereich, was auf eine Unterauslastung der Produktionsfaktoren hindeutet (Grafik 2.10). Der multivariate Filter, der zusätzlich die Information aus dem Zusammenhang zwischen Produktionslücke und Inflation berücksichtigt, zeigt einen sehr ähnlichen Verlauf. Deutlicher ist die Differenz zur Schätzung mit dem Produktionsfunktionsansatz. Obwohl sich die Produktionslücke gemäss diesem Verfahren im Jahre 2003 etwas früher zu schliessen begann, ist sie am aktuellen Rand immer noch grösser als bei den beiden Filtermethoden.

Gute Kapazitätsauslastung in der Industrie

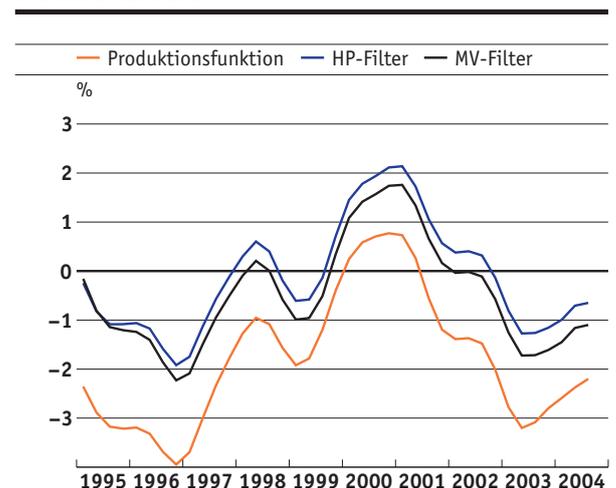
Andere Indikatoren zeigen teilweise ein günstigeres Bild. So macht die Umfrage der KOF/ETH deutlich, dass sich die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie seit dem im dritten Quartal 2003 erreichten Tiefstand rasch verbessert hat (Grafik 2.9). Inzwischen liegt sie sogar leicht über dem langfristigen Durchschnitt von 84%. Ein ähnliches Bild zeigen die Umfrageantworten auf die Frage, ob die Produktion durch unzureichende technische Kapazitäten behindert werde. Der Anteil der Industriebetriebe, die dies bejahen, hat im dritten Quartal nochmals zugenommen und liegt inzwischen bereits deutlich über den rezessionsbedingten Tiefständen des vergangenen Jahres. Im Unterschied dazu nahm der Anteil der Betriebe, die einen Mangel an Arbeitskräften als Produktionshemmnis angeben, gegenüber dem Vorquartal ab und bewegt sich weiterhin praktisch auf dem Niveau des Vorjahres. Die Verfügbarkeit von Arbeitskräften stellt damit weiterhin kein Produktionshindernis dar.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Stagnierende Beschäftigung

Seit Beginn des Jahres gab es auf dem Arbeitsmarkt kaum Anzeichen einer Besserung. Die Beschäftigung blieb nahezu unverändert und übertraf im dritten Quartal den Vorjahresstand lediglich um 0,2%. Im Industriesektor nahm sie gegenüber der Vorperiode mit 1,1% leicht verstärkt ab. Im Dienstleistungssektor kam das Beschäftigungswachstum wieder zum Stillstand, nachdem seit Mitte 2003 rund 25 000 neue Arbeitsplätze geschaffen worden waren. Ins Gewicht fiel vor allem der Stellenabbau im Gross- und Detailhandel.

Die Aufteilung der Beschäftigung nach Beschäftigungsgrad zeigt seit drei Jahren ein gleiches Bild: Die Vollzeitbeschäftigung nimmt ab, während die Teilzeitarbeit kräftig steigt. Im dritten Quartal sank die Zahl der Vollzeitstellen um 1,5%, und die Teilzeitarbeit erhöhte sich um 2,4% gegenüber der Vorperiode. Auf Vollzeitstellen umgerechnet bildete sich die Beschäftigung um 1% zurück. Der Anstieg des realen BIP war damit gleichbedeutend mit einem deutlichen Wachstum der Arbeitsproduktivität.

Nahezu unveränderte Arbeitslosigkeit

Die um Saisoneinflüsse bereinigte Arbeitslosenquote bildete sich im Oktober leicht auf 3,8% zurück, nachdem sie seit einem Jahr bei 3,9% stagniert hatte; im November verharrte sie auf diesem Stand. Die Quote der Stellensuchenden betrug bis November unverändert 5,6%. Angesichts der anhaltenden Stagnation der Beschäftigung stellt der leichte Rückgang der Arbeitslosigkeit im Oktober noch kaum eine Wende zum Besseren dar.

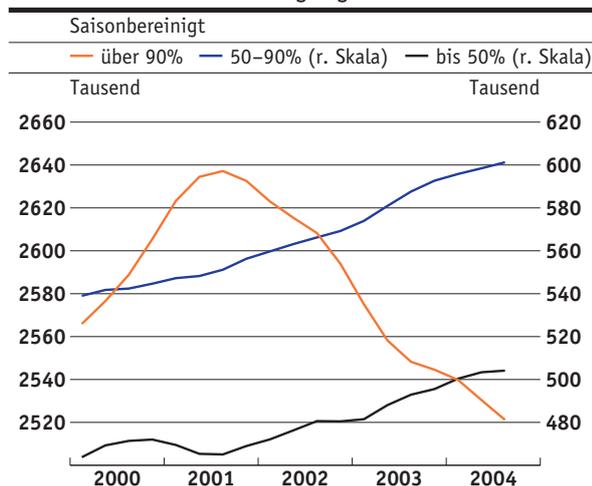
Nach Regionen gegliedert entwickelte sich die Arbeitslosigkeit unterschiedlich. Während die Arbeitslosenquote in der Deutschschweiz seit Jahresbeginn um 0,3 Prozentpunkte auf 3,3% sank, stieg sie in der Westschweiz und im Tessin von 4,4% auf 5,0% bzw. von 4,7% auf 5,2%.

Keine rasche Wende in Sicht

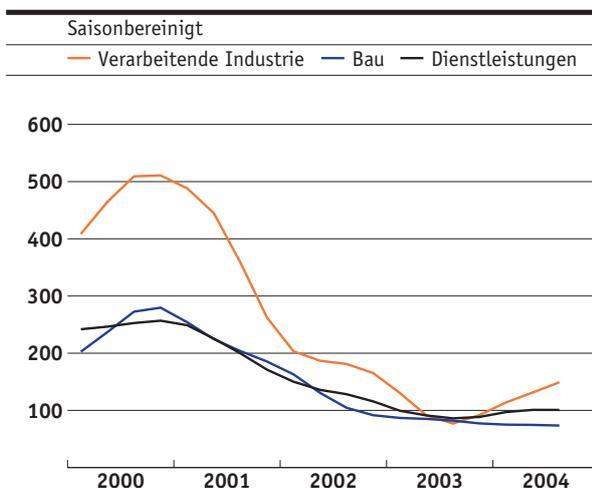
Die vorlaufenden Indikatoren des Arbeitsmarktes signalisieren nach wie vor keine rasche Besserung am Arbeitsmarkt. Der Index der offenen Stellen des BFS stieg zwar in den letzten Monaten leicht; er bewegte sich aber weiterhin auf einem Niveau, das nicht mit einem Anstieg der Beschäftigung vereinbar ist. Das gleiche Bild zeigt auch der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninserate in den Zeitungen misst.

Für das Jahr 2005 kann jedoch mit einer allmählichen Aufhellung der Arbeitsmarktlage gerechnet werden. In den Jahren 2002 und 2003 war die Beschäftigung im Vergleich zur Entwicklung des realen BIP nur wenig zurückgegangen. Die Unternehmen waren daher zunächst in der Lage, das höhere Produktionsvolumen mit dem bestehenden Personalbestand zu bewältigen. Dieser Aufholprozess dürfte langsam zu einem Ende kommen. Bei einem Wachstum des realen BIP in der Grössenordnung von 1,5% bis 2% sollte die Beschäftigung leicht steigen und die Arbeitslosigkeit allmählich sinken.

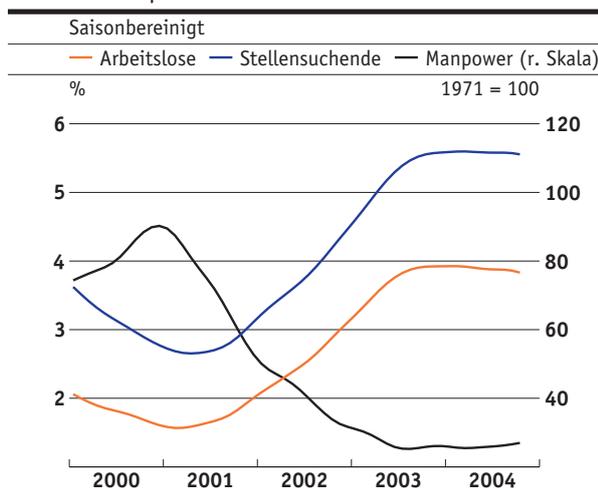
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



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)
Quellen: Manpower, Seco

2.4 Güterpreise

Weiter steigende Produzenten- und Importpreise

Der Teuerungsdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerte Konsumstufe ausgeht, verstärkte sich zwischen Juli und Oktober weiter. Ein wesentlicher Teil dieser Zunahme war allerdings auf die Preissteigerungen für Mineralölprodukte zurückzuführen. Die Produzentenpreise lagen im Oktober 1,7% über dem Vorjahresstand, nach einem Anstieg von 1,3% im Juli. Dabei verteuerten sich diejenigen Produkte, die für den Absatz im Inland bestimmt waren, einmal mehr stärker als die Exportgüter. Bei den Importgütern erhöhte sich die Jahresteuerung von 1,5% auf 2,6%. Besonders ausgeprägt waren die Preissteigerungen wiederum bei den Energieträgern und den Metallprodukten. Demgegenüber verbilligten sich die importierten Agrarerzeugnisse im Durchschnitt der Monate Juli bis Oktober um 4,1% im Vorjahresvergleich. Rückläufig waren auch die Preise der Investitionsgüter, doch schwächte sich der Preisrückgang gegenüber der ersten Jahreshälfte leicht ab.

Höhere Teuerung auf der Konsumentenstufe

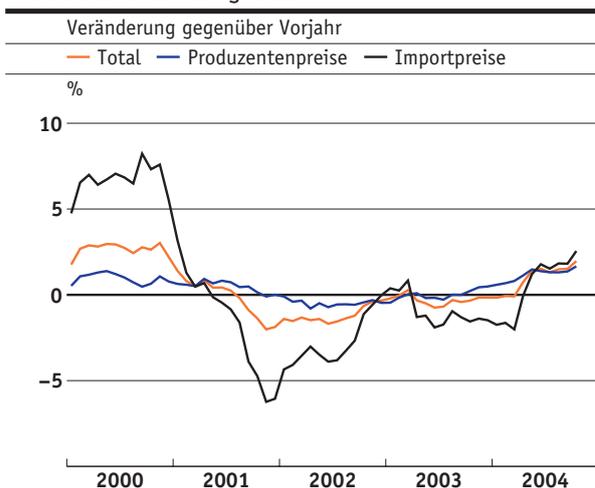
Zwischen August und November erhöhte sich die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahresteuerung von 1,0% auf 1,5%. Sie lag damit geringfügig höher, als die SNB in ihrer Inflationsprognose vom September 2004 erwartet hatte. Geprägt wurde der Teuerungsverlauf zur Hauptsache von den Preisaufschlägen bei den Erdölprodukten und den anziehenden Wohnungsmieten. Die Kerninflationsraten signalisierten seit Juli eine leichte Zunahme des allgemeinen Teuerungstrends.

Leichter Anstieg der Binnenteuerung

Zwischen August und November nahm die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen von 0,9% auf 1,2% zu. Der vierteljährlich erhobene Mietpreisindex stieg im November gegenüber August um 0,5%, so dass sich die jährliche Mietteuerung um 0,5 Prozentpunkte auf 2,1% erhöhte. Ein Teil des Mietpreisanstiegs war wiederum auf die verspätete Aktualisierung des Stichprobenregisters zurückzuführen. Damit kamen vermehrt neuere und teurere Wohnungen zum Zuge. Der jüngste Anstieg der Wohnungsmieten enthält deshalb qualitätsbedingte Preiserhöhungen, die in der Vergangenheit zu wenig berücksichtigt wurden und nun mit zeitlicher Verzögerung indexwirksam werden.

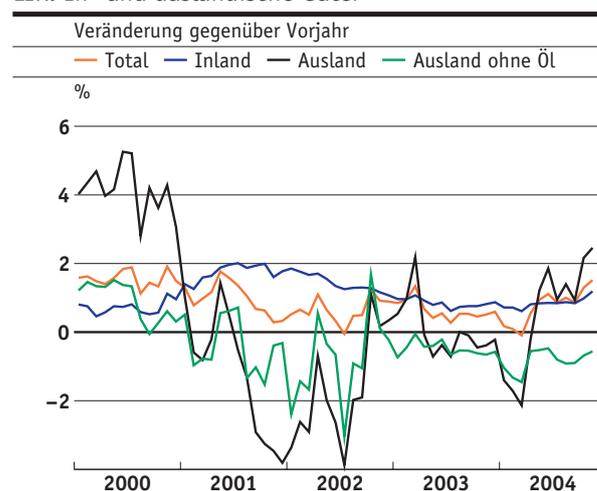
Bei den übrigen privaten Dienstleistungen nahm die Jahresteuerung von August bis November um 0,3 Prozentpunkte auf 0,9% zu. Höhere Teuerungsraten wurden vor allem im Gastgewerbe und bei der Telekommunikation verzeichnet. Bei den öffent-

Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



Quelle: BFS

Grafik 2.15
LIK: In- und ausländische Güter



Landesindex der Konsumentenpreise, 2000 = 100

Quellen: BFS, SNB

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 2.2

	2003	2004						
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober	November
LIK total	0,6	0,1	0,9	0,9	1,0	0,9	1,3	1,5
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,8	0,7	0,8	0,9	0,9	0,8	1,0	1,2
Waren	0,6	0,9	0,7	0,3	0,1	0,0	0,3	0,2
Dienstleistungen	0,9	0,6	0,9	1,1	1,2	1,1	1,2	1,5
private Dienstleistungen ohne Mieten	1,0	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9
Mieten	0,3	0,6	0,9	1,4	1,6	1,6	1,6	2,1
öffentliche Dienstleistungen	2,1	1,4	2,1	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2
Ausländische Waren und Dienstleistungen	0,0	-1,8	0,9	1,1	1,4	0,9	2,2	2,5
ohne Erdölprodukte	-0,5	-1,3	-0,5	-0,9	-0,9	-0,9	-0,7	-0,6
Erdölprodukte	3,2	-4,5	10,3	12,7	15,1	11,3	191,1	20,9

Quellen: BFS, SNB

lichen Dienstleistungen erhöhte sich der Preisauftrieb als Folge von Tarifanpassungen bei den Spitalleistungen von 2,0% auf 2,2%. Demgegenüber blieb die Teuerung der inländischen Waren tief (November: +0,2%), nicht zuletzt als Folge der Preisnachlässe für einzelne Nahrungsmittel (wie z. B. Gemüse, Früchte, Fleisch) und alkoholfreie Getränke. Die alkoholischen Getränke und die Tabakwaren verteuerten sich dagegen erneut überdurchschnittlich stark (November: +4,1%).

Höhere Importteuerung

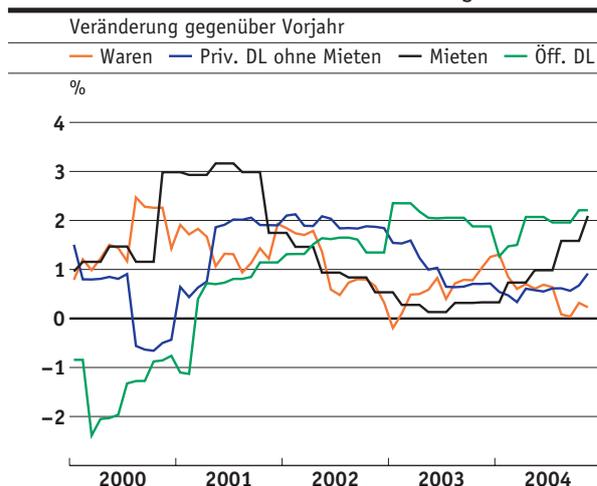
Als Folge der massiven Preiserhöhungen bei den Erdölprodukten (Treibstoffe und Heizöl) nahm die Jahresteuerung der importierten Konsumgüter weiter zu. Im November lag sie mit 2,5% um 1,1 Prozentpunkte über dem Stand von August. Dies entspricht dem höchsten Wert seit Dezember 2000. Im Durchschnitt der Monate August bis November verteuerten sich die Erdölprodukte um knapp 17% gegenüber dem Vorjahr. Demgegenüber setzte sich der Preisrückgang bei den übrigen importierten Gütern, wenn auch leicht abgeschwächt, fort. Im November verbilligten sie sich gegenüber dem Vorjahr um -0,6%, verglichen mit -0,9% im August. Markant waren wiederum die Preisabschläge im Bereich der Heimelektronik (Bild- und Filmkameras, PCs, Fernseh- und Videogeräte), aber auch bei Kleidern und Schuhen.

Weitere Zunahme der Kernteuerungsraten der SNB und des BFS

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen und dauerhaften Preistrend verzerren können. Die SNB berechnet deshalb eine Messgrösse für die Kerninflation. Diese klammert in jeder Periode die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuerung aus dem Warenkorb des Konsumentenpreisindexes aus. Zwischen August und November erhöhte sich die so berechnete Kernteuerung von 0,9% auf 1,1%, nachdem sie zu Beginn des Jahres 0,4% betragen hatte. In dieser Entwicklung kommt ein leicht steigender, aber nach wie vor moderater allgemeiner Teuerungstrend zum Ausdruck.

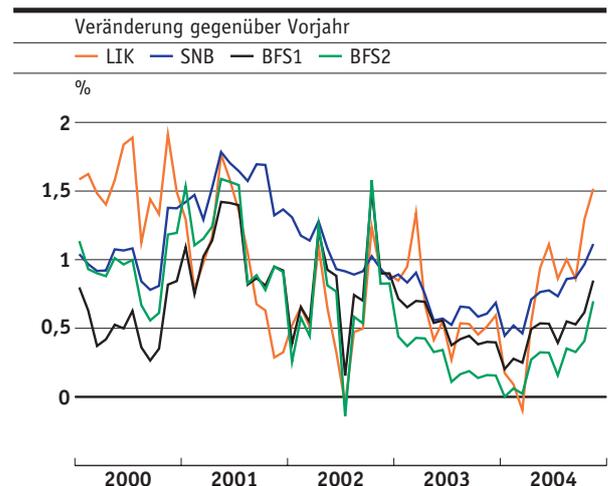
Im Unterschied zur Kerninflationsrate der SNB schliessen die beiden Kerninflationsraten des BFS in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Gegenüber August stiegen die vom BFS veröffentlichten Kerninflationsraten um 0,2 bzw. 0,3 Prozentpunkte. Die Kerninflation 1 belief sich im November auf 0,8% und die Kerninflation 2 auf 0,7%.

Grafik 2.16
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



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

Grafik 2.17
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

Anstieg der Geldmarktzinsen

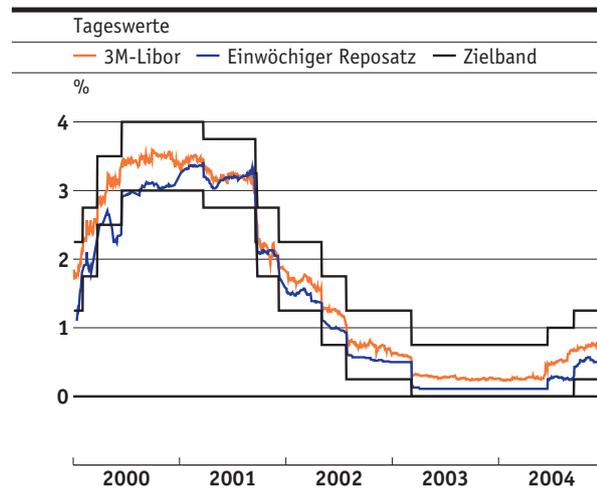
Am 16. September erhöhte die SNB das Zielband für den Dreimonats-Libor zum zweiten Mal in diesem Jahr, und zwar wieder um 25 Basispunkte. Das Zielband erstreckt sich seither von 0,25% bis 1,25%. Der Zinsschritt kam für die Märkte nicht unerwartet. Der Dreimonats-Libor kletterte schon Ende August deutlich über die Mitte des alten Zielbandes von 0,5%. Die SNB liess diesen Anstieg zu. Die Reposätze, mit denen sie den Dreimonats-Libor indirekt steuert, hielt sie bis am 16. September unter 0,3%. Am Tag nach der Anhebung des Zielbandes setzte die SNB die Reposätze auf 0,43% fest. Danach erhöhte sie diese allmählich bis auf 0,57% Anfang November. Ende November lagen die Reposätze aber wieder tiefer bei 0,5%. Der Dreimonats-Libor erreichte die neue Zielbandmitte von 0,75% Anfang November.

Die Märkte rechneten im November nicht mit einem Anstieg des Dreimonats-Libor vor der Lagebeurteilung am 16. Dezember. Nachdem der Dreimonats-Futures mit Verfall am 13. Dezember ab Mitte November auf über 0,9% gestiegen war, sank er gegen Ende des Monats wieder und näherte sich dem Kassakurs bis auf etwa 10 Basispunkte (Grafik 3.2).

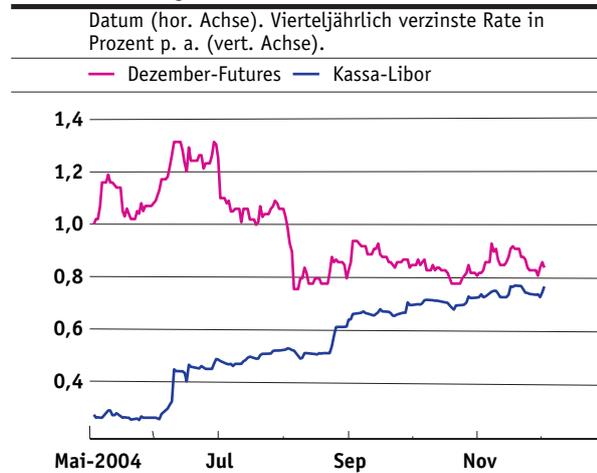
Erwartungen höherer Zinsen

Gemäss dem März-Futures mit Verfall am 14. März 2005 – vor der ersten Lagebeurteilung im neuen Jahr – erwarteten die Märkte Mitte November 2004 einen Anstieg des Dreimonats-Libor bis Mitte März auf leicht über 1%. Dasselbe Ergebnis liefert der Mitte November aus der Zinsstruktur der Libor-Sätze abgeleitete Terminalsatz, während die auf einer empirischen Schätzung eines Zinsstrukturmodells beruhende Berechnung einen erwarteten Dreimonatssatz von knapp über 0,9% ergab. Diese Beobachtungen spiegeln die Mitte November gebildeten Erwartungen einer Zinserhöhung zwischen Mitte Dezember 2004 und Mitte März 2005 von 0,15 bis 0,25 Prozentpunkten wider (Grafik 3.3).

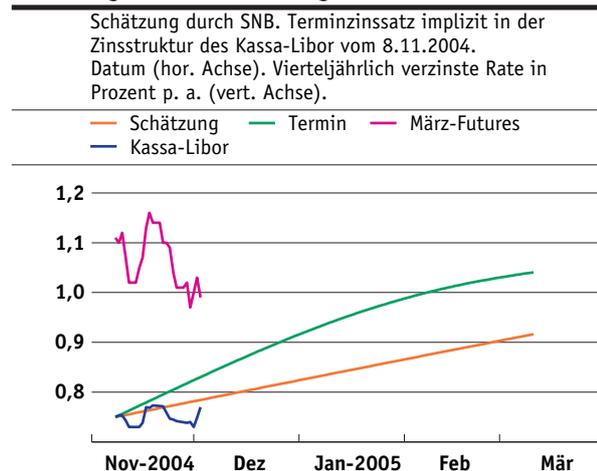
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Erwartungen des dreimonatigen Zinssatzes



Grafiken 3.1, 3.2, 3.3:
Quelle: SNB

Geringere Zinsdifferenz zum Euro

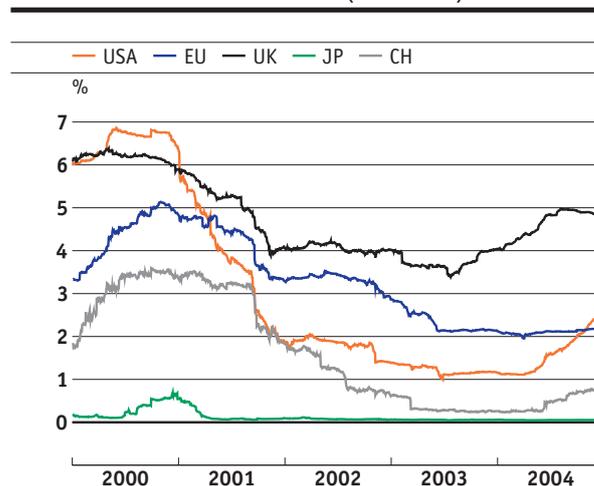
Im Unterschied zur SNB beliess die Europäische Zentralbank ihren Referenzzins unverändert bei 2,0%, während die amerikanische Zentralbank ihren Leitzins zwischen Juni und November in vier Schritten um insgesamt 100 Basispunkte auf 2,0% erhöhte. Dies äussert sich auch in der gegenläufigen Entwicklung der Zinsdifferenz des Frankens zum Euro und zum Dollar. Gemessen an den Zinssätzen auf dreimonatigen Geldmarktanlagen dehnte sich die Zinsdifferenz zum Dollar von durchschnittlich 120 Basispunkten im August auf 150 Basispunkte im November aus. Im gleichen Zeitraum sank die Differenz zu vergleichbaren Euroanlagen von 160 auf 140 Basispunkte.

Stark rückläufige Langfristzinsen

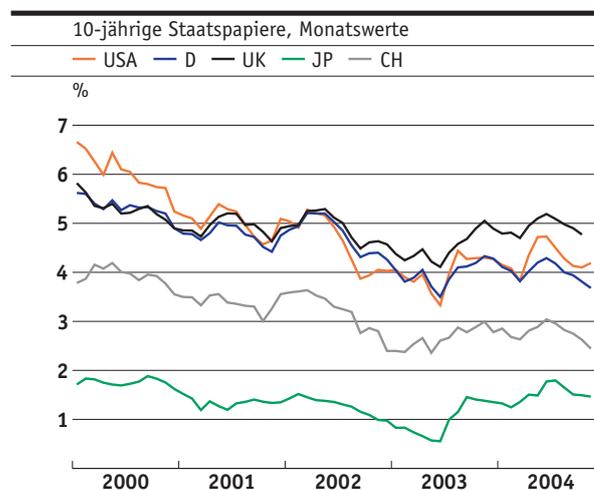
Die Kapitalmarktrenditen erreichten weltweit im Sommer ihr Jahreshöchst und waren seither stark rückläufig. Besonders ausgeprägt war der Rückgang in Europa (Grafik 3.5). Die Rendite zehnjähriger deutscher Staatspapiere sank von Mitte August bis Ende November von 4,0% auf 3,6%. In Europa haben die Kapitalmarktzinsen beinahe wieder die Tiefstwerte vom Sommer 2003 erreicht. In der Schweiz sank die Rendite einer zehnjährigen Bundesobligation um 30 Basispunkte auf 2,5% (Grafik 3.7). Geringer war der Renditerückgang in den USA mit 5 Basispunkten. Während die zehnjährigen Zinsen in der Schweiz noch über ihren Tiefstwerten vom letzten Jahr lagen, ging die Rendite von Anleihen mit Laufzeiten ab 15 Jahren im November auf neue Tiefstwerte zurück.

Das sinkende Niveau der Langfristzinsen dürfte die Erwartungen auf ein geringeres Wirtschaftswachstum spiegeln. Gleichzeitig äussert sich darin das Vertrauen der Finanzmärkte in die Fähigkeit der Notenbanken, die Inflationsraten auch bei einer markanten Zunahme der Erdölpreise niedrig zu halten.

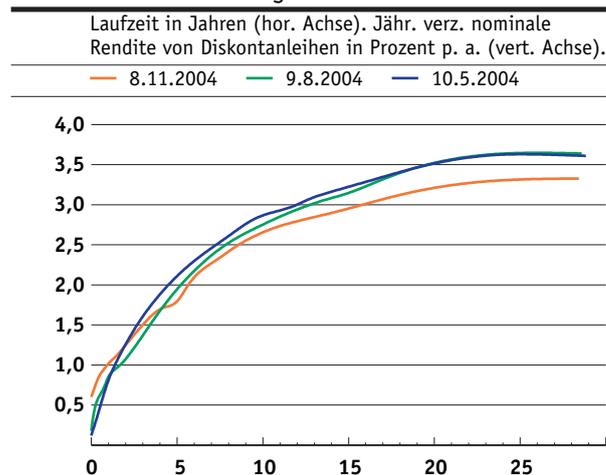
Grafik 3.4
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.5
Zinssätze im Ausland



Grafik 3.6
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafiken 3.4, 3.5, 3.6:
Quelle: SNB

Anhaltend tiefe Kreditzinsspannen

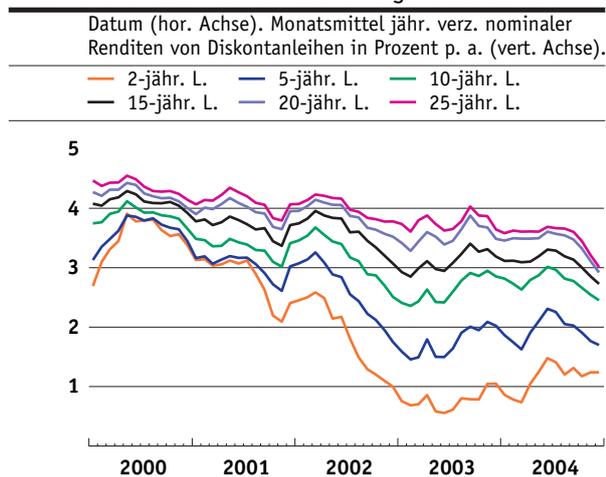
Die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen für Obligationenschuldner unterschiedlicher Bonität kann anhand von Zinsspannen dargestellt werden. Den Grafiken 3.8 und 3.9 können die Zinsspannen für Diskontanleihen mit einer zweijährigen Laufzeit aus fünf bzw. vier Sektoren seit November vergangenen Jahres entnommen werden. Die dargestellten Sektoren sind Kantone, Banken, Pfandbriefe, Industrie sowie Auslandsanleihen. Anleihen mit der höchsten Bonität sind in Grafik 3.8 und diejenigen der zweitbesten Bonität in Grafik 3.9 abgebildet. Die Zinsspanne ergibt sich aus der Differenz zu einer entsprechenden Rendite von Obligationen der Schweizerischen Eidgenossenschaft (siehe «Box: Einteilung von Anleihen in Bonitätsklassen», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 33).

Aus einem Vergleich der beiden Grafiken kann eine unterschiedliche Entwicklung zwischen den Kreditzinsspannen in der ersten und zweiten Bonitätsklasse seit November 2003 festgestellt werden. Die Zinsspannen der Industrieobligationen und der Auslandsanleihen mit einer Bonitätseinschätzung von A gemäss Standard & Poor's weisen für die höchste Bonitätsklasse einen leicht sinkenden Trend auf, während alle andern Zinsdifferenzen dieser Klasse einen konstanten Verlauf andeuten. Demgegenüber tendieren sämtliche Kreditzinsspannen der zweiten Bonitätsklasse eher leicht nach unten.

Die Zinsspanne bietet sich als vorlaufender Indikator für die wirtschaftliche Aktivität an. Als Faustregel gilt, dass eine verringerte Zinsspanne eine konjunkturelle Beschleunigung signalisiert. Weitet sich hingegen die Zinsdifferenz aus, kann dies auf eine Verschlechterung der Konjunktur in den nächsten Monaten hindeuten. Ungeachtet der gegenläufigen Bewegungen der Zinsspannen in der ersten und zweiten Bonitätsklasse befinden sich die Kreditrisikoprämien unverändert auf einem tiefen Niveau, was typisch ist für eine konjunkturelle Aufschwungsphase.

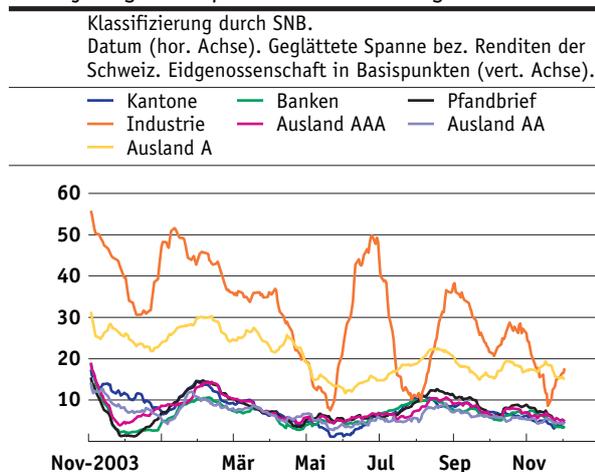
Grafik 3.7

Anleiensrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



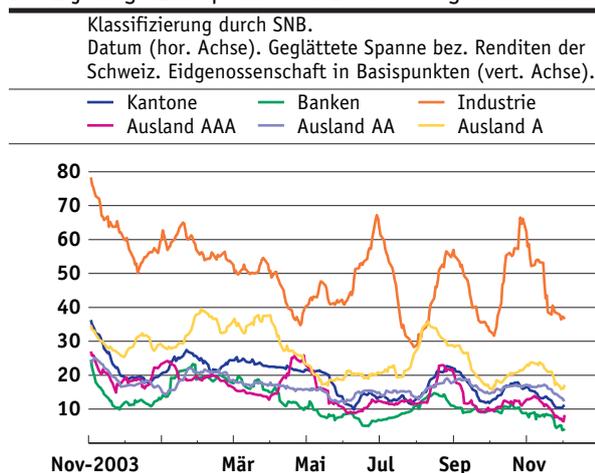
Grafik 3.8

Die 2-jährige Zinsspanne von erstklassigen Anleihen



Grafik 3.9

Die 2-jährige Zinsspanne von zweitklassigen Anleihen



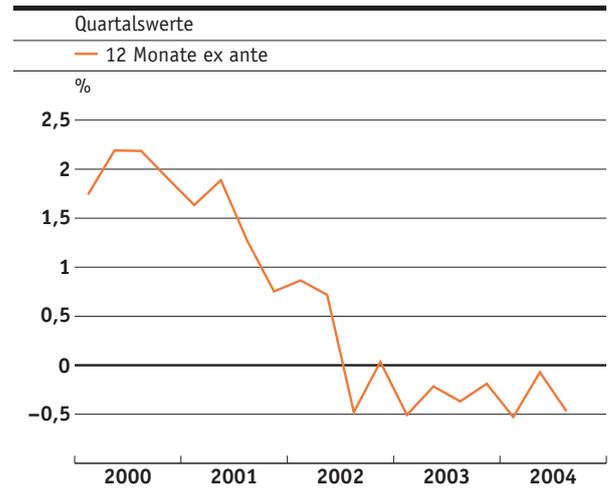
Grafiken 3.7, 3.8 und 3.9:
Quelle: SNB

Sinkende Realzinsen

Für ökonomische Entscheidungen sind nicht die nominalen, sondern die realen Zinssätze ausschlaggebend. Die Grafik 3.10 illustriert die Entwicklung des realen Zinssatzes mit einer Laufzeit von einem Jahr. Der Realzins ergibt sich aus der Differenz zwischen dem 12-monatigen Nominalzinssatz und dem für den gleichen Zeitraum erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise. Diese Inflationserwartungen entsprechen dem Durchschnitt der Erwartungen von 14 Prognoseinstituten, die quartalsweise als «Consensus Forecast» veröffentlicht werden.²

Seit Mitte 2002 schwankt der reale Jahressatz innerhalb einer Bandbreite von 0,0% und -0,5%. Im dritten Quartal 2004 kam dieser auf das untere Ende dieses Bandes zu liegen. Damit lagen die realen Finanzierungsbedingungen auf dem Niveau, das sie vor ungefähr zwei Jahren erreicht hatten. Da sich der 12-monatige Nominalzinssatz im Vergleich zum zweiten Quartal kaum veränderte, widerspiegelt der Rückgang des realen Zinssatzes im Wesentlichen einen Anstieg der Inflationserwartungen für das dritte Quartal 2005. Verglichen mit den Voraussagen im Juni legt die Konsensprognose auch einen länger anhaltenden Effekt der gestiegenen Erdölpreise auf den Landesindex der Konsumentenpreise nahe. Die Anpassung des Inflationsausblicks nach oben beträgt 0,4 Prozentpunkte.

Grafik 3.10
Geschätzte Realzinssätze



Quelle: SNB

² Vgl. Tabelle 1.1, Fussnote 3.

3.2 Wechselkurse

Dollarschwäche

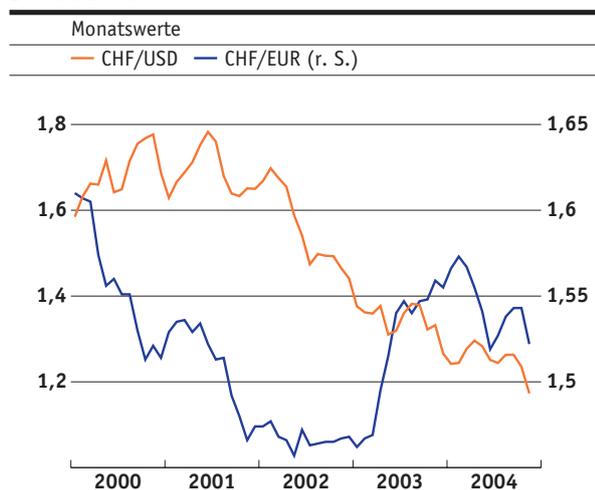
Die vergangenen Monate waren gekennzeichnet von einer markanten Abschwächung des US-Dollars, welche im September einsetzte und sich Mitte Oktober beschleunigte. Kostete ein Euro Anfang September noch 1.21 USD, so mussten Ende November dafür 1.32 USD bezahlt werden. Gleichzeitig wertete sich der Franken gegenüber dem Euro leicht auf, was seine Aufwertung zum Dollar noch akzentuierte. Während das Umtauschverhältnis zum Euro von 1.54 CHF im September auf 1.51 CHF Ende November zurückging, nahm das Verhältnis zum USD von 1.27 CHF Anfang September auf 1.14 CHF Ende November ab. Damit erreichte der Dollar den tiefsten Stand seit neun Jahren. Die trotz steigender Zinsdifferenz feststellbare Abschwächung des Dollars wird mit dem hohen Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit der USA in Verbindung gebracht.

Diese Wechselkursbewegungen widerspiegeln sich in einem Anstieg des exportgewichteten realen Aussenwerts des Frankens gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnerländern um 1,5% im Oktober gegenüber September und um 1,3% gegenüber dem entsprechenden Vorjahreswert. Relativ zum europäischen Raum, dem für die schweizerische Exportwirtschaft grössten Absatzgebiet, lag der Franken im Oktober 1% höher als im Vormonat, aber 0,4% unter seinem Vorjahresstand. Hingegen verteuerte sich der Franken gegenüber den Währungen der nordamerikanischen Handelspartner (USA und Kanada) im Oktober um 3% im Vormonatsvergleich. Die reale Aufwertung zum Vorjahr belief sich auf 5,3%. Ein höherer realer Frankenkurs bewirkt eine Vertéuerung der schweizerischen Exporte gegenüber dem Ausland. Gleichzeitig verbilligt er die in US-Dollar fakturierten Importe, insbesondere diejenigen von Erdölprodukten.

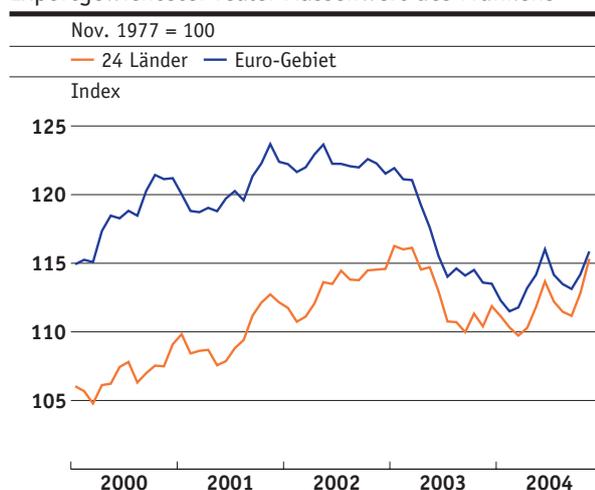
Anstieg des MCI

Ob die monetären Bedingungen, denen die Schweizer Wirtschaft ausgesetzt ist, als expansiv oder restriktiv zu beurteilen sind, hängt neben den Zinsen auch vom Frankenkurs ab. Der Monetary Conditions Index (MCI) fügt diese beiden Faktoren, d.h. den Dreimonats-Libor und den nominalen handelsgewichteten Frankenindex mit einer Gewichtung von 5:1 bzw. 3:1, zu einem Indikator zusammen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27). Je nach Gewichtung des Frankenkurses erhöhte sich der MCI im Oktober und

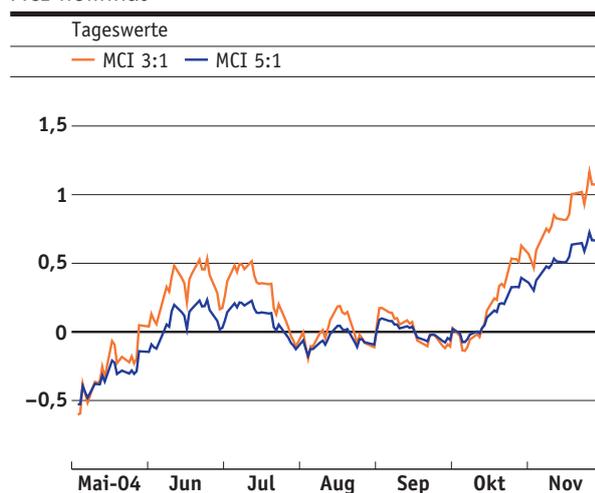
Grafik 3.11
Devisenkurse



Grafik 3.12
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.13
MCI nominal



Grafiken 3.11, 3.12, 3.13:
Quelle: SNB

November um 70–110 Basispunkte, was einer deutlichen Straffung der monetären Bedingungen entspricht. Der Anstieg ist hauptsächlich auf den Wechselkurs zurückzuführen, da der Dreimonats-Libor im Oktober und November sich nur leicht veränderte (Grafik 3.13).

Der MCI lag im November 130–200 Basispunkte über den im vergangenen Jahr erreichten Tiefstwerten. Davon sind 50 Basispunkte auf die beiden seither vorgenommenen Zinserhöhungen zurückzuführen.

3.3 Aktien- und Immobilienpreise

Leichter Anstieg der Aktienindizes

Nach einem deutlichen Rückgang im Juli zogen die Kurse an den internationalen Aktienmärkten seit Mitte August wieder deutlich an. Der SPI erreichte sein Jahreshöchst von 4330 Punkten im Mai, sank dann bis Mitte August auf unter 4000 Punkte und stieg seither wieder leicht an. Ende November lag er bei 4053 Punkten. Die verschiedenen Sektorindizes entwickelten sich seit August ähnlich. Auffällig ist der starke Anstieg der Bankentitel seit Ende Oktober, welcher auf die guten Quartalsergebnisse der Grossbanken zurückzuführen sein dürfte. Unterdurchschnittlich entwickelten sich die Titel des Baugewerbes, deren seit Beginn 2003 zu beobachtender Trendanstieg im August zum Erliegen kam.

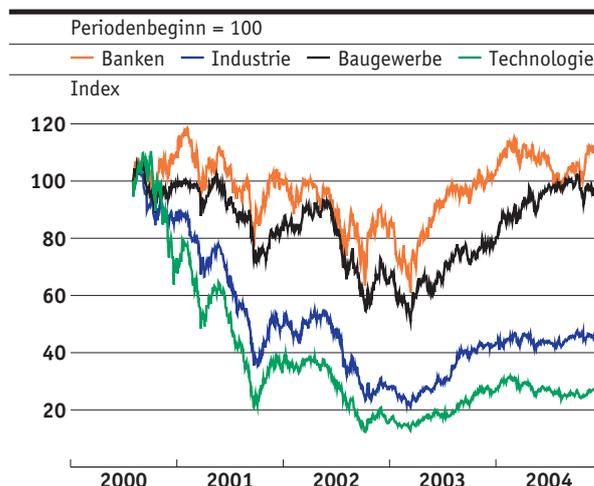
Anstieg der Mieten und Immobilienpreise

In Grafik 3.15 ist neben den von Wüest & Partner berechneten Indizes für Wohnungsmieten, Büromieten und Preise von Einfamilienhäusern sowie Eigentumswohnungen neu auch der vom Immobilienportal homegate.ch in Zusammenarbeit mit der Zürcher Kantonalbank (ZKB) erhobene hedonische homegate.ch-Mietindex enthalten. Dieser Angebotsmietindex wird seit 2002 berechnet und bereinigt die Mietpreisentwicklung um den Einfluss qualitativer Eigenschaften von Wohnungen. Der stärkere Anstieg des Mietindex von Wüest & Partner im Vergleich zum hedonischen Mietindex deutet darauf hin, dass ein grosser Teil der von Wüest & Partner gemessenen Erhöhung der Wohnungsmieten auf Qualitätsverbesserungen zurückzuführen ist.

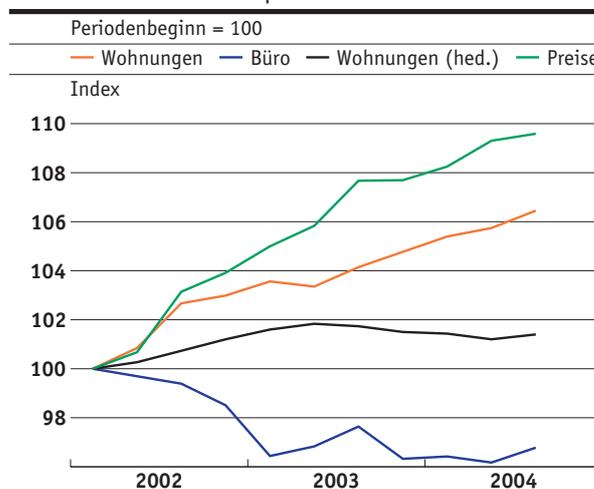
Im dritten Quartal schwächte sich die Preiszunahme für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen von 4,0% im Vorquartal auf 1,1% ab. Dahinter verbergen sich zwei gegenläufige Bewegungen: Während sich Einfamilienhäuser um 4,0% verteuerten, bildeten sich die Preise für Eigentumswohnungen um 1,8% zurück. Im Jahresvergleich belief sich der Preisanstieg bei Einfamilienhäusern auf 2,2%, bei Eigentumswohnungen auf 1,4%.

Während der Mietindex von Wüest & Partner im dritten Quartal weiter anstieg und 2,2% über seinen Vorjahresstand zu liegen kam, nahm der hedonische Preisindex um 0,3% ab. Die Büromieten stiegen im dritten Quartal leicht an, lagen jedoch immer noch 0,9% unter dem Stand vor Jahresfrist.

Grafik 3.14
SPI nach Sektoren



Grafik 3.15
Mieten und Immobilienpreise



Grafik 3.14:
Quelle: Swiss Exchange (SWX)

Grafik 3.15:
Quellen: Wüest & Partner, homegate.ch

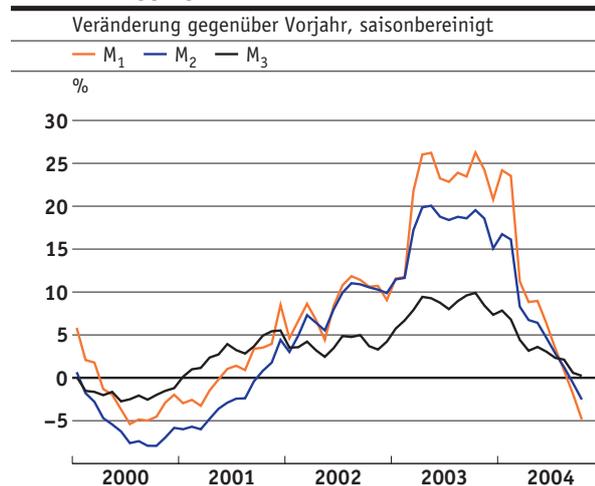
3.4 Geldaggregate

Weiterer Abbau der Überschussliquidität

Während alle drei Geldaggregate im Verlauf des letzten Jahres ein unverhältnismässig hohes Wachstum aufwiesen, begann sich dieses Jahr die Entwicklung umzukehren. Die Geldmenge M_1 , die sich aus dem Bargeldumlauf, den Sichteinlagen und den Transaktionskonti zusammensetzt, sank im November im Vergleich zum Vorjahr um 5,4%. Die Geldmenge M_2 (M_1 plus Spareinlagen) nahm um 3,0% ab, während M_3 (M_2 plus Termineinlagen) mit einem Wachstum von 1,4% nur leicht zunahm. Ausgehend von den Höchstständen im Februar 2004 fiel M_1 um 6,3%, M_2 um 4,2% und M_3 um 0,2%. Der Rückgang von M_1 und M_2 im November wurde durch eine Verringerung der Sichteinlagen von 9,0% gegenüber dem Vorjahresmonat bewirkt, wogegen die Termineinlagen im Vergleich zum November letzten Jahres um 42,1% anstiegen. Diese Umschichtungen dürften mit den gestiegenen Kurzfristzinsen zu erklären sein.

Bei der Interpretation der Geldmengenwachstumsraten ist zu bedenken, dass der Vergleich zu einem im Vorjahr ungewöhnlich hohen Niveau erfolgt und die Abnahme des Wachstums daher lediglich eine Rückkehr zum langfristigen Trend darstellt. Diese Normalisierung wird auch durch einen statistischen Effekt unterstützt, da nach der Datenrevision im August dieses Jahres das Niveau der Geldmengen in der ersten Jahreshälfte 2004 zum Teil deutlich nach unten korrigiert wurde. Betrachtet man das durchschnittliche Wachstum über die letzten zwei Jahre, so ergeben sich immer noch relativ hohe Jahreswachstumsraten von 9,0% für M_1 , 6,6% für M_2 und 4,1% für M_3 .

Grafik 3.16
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

	2002	2003	2003		2004					
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	September	Oktober	November
Notenbankgeldmenge²	38,4	40,4	41,0	41,5	42,2	41,7	41,1	40,9	40,7	41,4
Veränderung ³	5,7	5,3	8,6	7,4	7,7	4,5	0,2	-0,7	0,2	1,7
$M_1$²	224,4	273,5	279,0	293,1	297,2	295,0	281,2	277,6	277,5	281,2
Veränderung ³	8,7	21,9	23,5	23,7	19,3	8,0	0,8	-1,9	-4,9	-5,4
$M_2$²	404,8	475,1	482,5	498,1	505,2	503,3	488,1	484,0	483,2	487,5
Veränderung ³	8,1	17,4	18,6	17,7	13,6	6,0	1,2	-0,6	-2,5	-3,0
$M_3$²	503,0	544,9	547,4	556,9	563,5	562,9	556,6	556,5	558,3	564,5
Veränderung ³	3,8	8,3	8,9	8,6	6,3	3,2	1,7	0,6	0,2	1,4

1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. CHF

3 Veränderung gegenüber

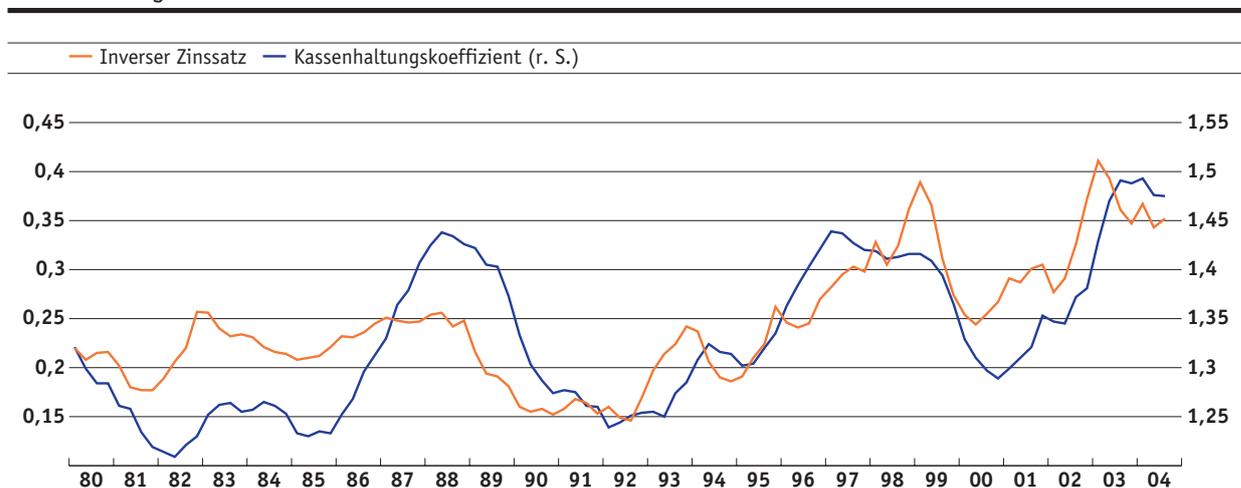
Vorjahr in Prozent

Quelle: SNB

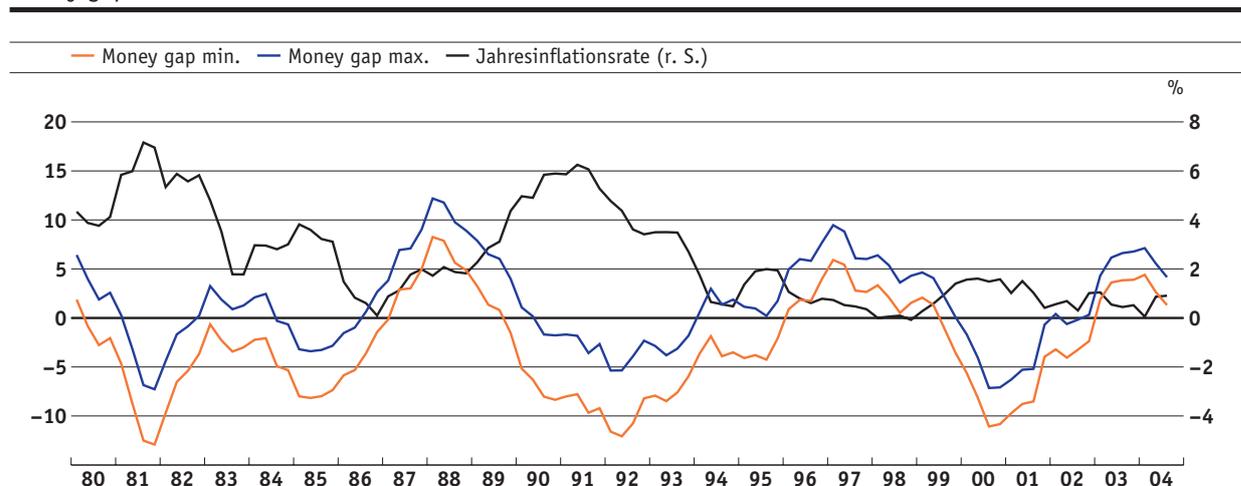
Diese Entwicklung spiegelt sich auch in der Analyse der Liquiditätsversorgung der Wirtschaft anhand des Kassenhaltungskoeffizienten wider. Der Kassenhaltungskoeffizient gibt das Verhältnis der Geldmenge zum Transaktionsvolumen in der Wirtschaft an, das durch das nominelle BIP gemessen wird. Da die M_3 -Geldhaltung Opportunitätskosten in Form entgangener Zinserträge verursacht, sollte sich der Kassenhaltungskoeffizient invers zum Langfristzins bewegen. Wie Grafik 3.17 zeigt, war dies in der Vergangenheit meistens der Fall. Mitte 2002 liess das niedrige Zinsniveau den Kassenhaltungskoeffizienten stark ansteigen. Mit den steigenden Langfristzinsen seit Anfang 2003 hat sich der Kassenhaltungskoeffizient wieder etwas reduziert.

Durch ein zu hohes Wachstum der Geldmenge baut sich Inflationspotenzial auf. Mit Hilfe des nominalen BIP und der Opportunitätskosten der Geldhaltung lässt sich eine Gleichgewichtsgeldmenge bestimmen. Liegt die aktuelle Geldmenge in der Wirtschaft über dieser Gleichgewichtsgeldmenge, spricht man von einem Geldüberhang, andernfalls von einer Geldlücke. Grafik 3.18 zeigt zwei Schätzungen der prozentualen Abweichungen der um die Treuhandgeschäfte von Inländern erweiterten Geldmenge M_3 von ihrem Gleichgewichtswert. Es zeigt sich, dass die Abweichung der Geldmenge M_3 von ihrem Gleichgewichtswert einen engen Zusammenhang zur zukünftigen Inflation aufweist. Durch das hohe Geldmengenwachstum in der Vergangenheit hat sich ein Geldüberhang aufgebaut, der nun wieder zurückgeführt wird. Gemäss diesem Indikator besteht zwar ein gewisses Inflationspotenzial, doch hat sich dieses im Vergleich zum Vorquartal verringert.

Grafik 3.17
Kassenhaltungskoeffizient



Grafik 3.18
Money gap & Jahresinflationsrate



Grafiken 3.17 und 3.18:
Quelle: SNB

3.5 Kredite

Fortsetzung des Kreditwachstums

Ende September lagen die Bankkredite erneut über ihrem Vorjahresstand. Zwei gegenläufige Tendenzen kennzeichnen nach wie vor die Entwicklung auf dem Markt für Bankkredite. Auf der einen Seite expandierten im dritten Quartal die Kredite an Haushalte, die rund zwei Drittel der gesamten Bankkredite ausmachen, im Vorjahresvergleich um 6,8%. Auf der anderen Seite setzten die Kredite an Unternehmen ihren seit dem dritten Quartal 2001 andauernden Schrumpfungprozess fort. Sie nahmen um 4,3% ab.

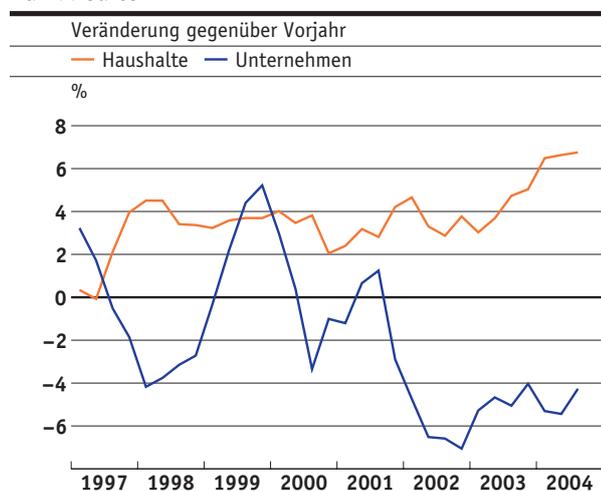
Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei einer Gliederung nach Kreditarten (Hypothekarforderungen einerseits, übrige Kredite andererseits). Allerdings zeichnet sich allmählich eine Trendumkehr ab. Die Hypothekarforderungen, die bedeutsamste Kreditart,

nahmen in den Sommermonaten gegenüber dem Vorjahr weiter zu. Hypothekarkredite machen vier Fünftel der Bankkredite aus und gehen vorwiegend an die Haushalte. Bei den übrigen Krediten, die hauptsächlich von Unternehmen beansprucht werden, hat sich aber die negative Tendenz zusehends abgeschwächt. Im September lagen sie zum ersten Mal seit August 2001 wieder über dem entsprechenden Vorjahresmonat, lagen aber im Oktober wieder im negativen Bereich.

Die übrigen Bankkredite können weiter in gedeckte und ungedeckte Kredite unterteilt werden. Auch hier sind zwei gegenläufige Bewegungen feststellbar. Während die mit Sicherheiten gedeckten Bankkredite im Sommer kräftig anstiegen, bildeten sich die ungedeckten Kredite weiter zurück.

Ende Oktober übertrafen die Hypothekarforderungen ihren Vorjahresstand um 5,2%. Die übrigen Kredite nahmen um 2,7% ab. Diese Abnahme ist die Folge einer Wachstumsrate der gedeckten Kredite von 2,5%, welche den Rückgang der ungedeckten Kredite von 6,1% nicht wettzumachen vermochte. Insgesamt weiteten sich die Bankkredite im Oktober um 3,6% aus. Die Kreditentwicklung lässt auf eine weitere Verbesserung der Wirtschaftsentwicklung schliessen.

Grafik 3.19
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite¹

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 3.2

	2002	2003	2003		2004					
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober
Total	0,5	2,1	2,3	2,9	3,2	3,4	4,0	3,8	4,4	3,6
Hypothekarforderungen	3,9	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,2
Übrige Kredite	-9,3	-8,7	-8,3	-6,1	-4,6	-3,8	-1,2	-2,2	1,0	-2,7
davon gedeckt	-3,2	-10,7	-9,4	-4,3	-1,6	3,5	7,2	8,5	9,8	2,5
davon ungedeckt	-12,9	-7,4	-7,6	-7,3	-6,5	-8,4	-6,6	-8,9	-4,6	-6,1

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

4 Die Inflationsprognose der SNB

Die Geldpolitik wirkt mit einer erheblichen Verzögerung auf Produktion und 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 bis 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

Wachstumsverlangsamung

Entsprechend der starken Aussenverflechtung der Schweizer Wirtschaft ist die Inflationsprognose der SNB in ein internationales Konjunkturszenario eingebettet. Dieses stellt die nach ihrer Einschätzung wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 zeigt die wichtigsten exogenen Annahmen der aktuellen Inflationsprognose im Vergleich zur September-Prognose in Form von Jahresdurchschnitten.

Die Annahmen zur Weltwirtschaft haben sich im Vergleich zur letzten Prognose in drei Punkten wesentlich verändert. Erstens stieg der Erdölpreis entgegen der Einschätzung vom September weiter an.

Die Nationalbank geht zwar weiterhin davon aus, dass der Ölpreis sich sukzessive bis auf 30 USD zurückbilden wird. In der kurzen Frist führt aber zweitens der höhere Ölpreis zu einer deutlichen Wachstumsabschwächung in den Industrieländern. Die aktuellen Konjunkturannahmen für Europa und die USA für das vierte Quartal 2004 und das erste Quartal 2005 liegen daher unter den Annahmen von August. In den darauf folgenden Quartalen werden nur geringe Aufholeffekte unterstellt. Für das vierte Quartal 2004 und das erste Quartal 2005 wird mit Verlaufswachstumsraten in den USA von 3,5% resp. 3,4% gerechnet. Nach einem Anstieg auf 3,8% im zweiten Quartal 2005 wird das BIP-Wachstum anschliessend auf das Potenzial von 3% zurückgehen. In der EU, wo sich das Wachstum im dritten Quartal 2004 auf 1,2% abgeschwächt hat, ist eine Zunahme des Verlaufswachstums auf 2,3% im dritten Quartal 2005 zu erwarten, gefolgt von einer Abflachung auf das Gleichgewichtswachstum von 2,1%. Die negativen Outputlücken in den USA und Europa werden sich deshalb nur langsam schliessen. Die dritte Annahme, die im Vergleich zur Inflationsprognose des Vorquartals deutlich angepasst wurde, betrifft die Dollarentwicklung. Der Dollar schwächte sich seit September deutlich ab. Ende November kostete ein Euro mehr als 1.30 USD. Diesem Umstand wird in der Inflationsprognose vom Dezember 2004 dahingehend Rechnung getragen, dass der Dollar/Euro-Kurs bei 1.28 fixiert wird, gegenüber 1.20 in der Vorquartalsprognose. Der konstante Dollar/Euro-Kurs entspricht nicht einer Erwartung der SNB, sondern stellt eine technische Annahme für die Modellsimulationen dar.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2004	2005	2006
Inflationsprognose Dezember 2004			
BIP USA ¹	4,3	3,5	3,5
BIP EU-15 ¹	2,0	2,0	2,2
Wechselkurs USD/Euro ²	1,20	1,28	1,28
Ölpreis in USD/Barrel ²	39,0	42,0	34,0
Inflationsprognose September 2004			
BIP USA ¹	4,4	3,8	3,5
BIP EU-15 ¹	2,2	2,3	2,2
Wechselkurs USD/Euro ²	1,20	1,20	1,20
Ölpreis in USD/Barrel ²	36,9	35,6	31,4

1 Veränderung in Prozent

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 berücksichtigt sie die Tatsache, dass der LIK die effektive Teuerung leicht überzeichnet. Gleichzeitig lässt sie zu, dass die Teuerung im Konjunkturzyklus etwas schwankt. Zweitens fasst die SNB ihre Beurtei-

lung der Lage und des geldpolitischen Handlungsbedarfs vierteljährlich in einer Inflationsprognose zusammen. Diese Prognose zeigt unter der Annahme eines konstanten kurzfristigen Zinssatzes die von der SNB erwartete LIK-Entwicklung über die nachfolgenden drei Jahre. Drittens legt die SNB ihr operationelles Ziel in Form eines Zielbandes für den 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 4. Quartal 2004 bis 3. Quartal 2007

Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Grafik 4.1 zeigt die neue Prognose (Dezember 2004) zusammen mit den in den letzten beiden Quartalen erstellten Inflationsprognosen (September bzw. Juni 2004). Die neue Prognose erstreckt sich vom vierten Quartal 2004 bis zum dritten Quartal 2007. Sie beruht auf einem Dreimonats-Libor von 0,75%, was dem Mittelwert des am 16. Dezember 2004 von der SNB bestätigten Zielbandes für den Dreimonatssatz von 0,25% bis 1,25% entspricht. Die Inflationsprognose vom vergangenen September beruhte ebenfalls auf einem fixen Dreimonats-Libor von 0,75%. Hingegen basierte die Juni-Prognose auf einem Dreimonatssatz von 0,5%; dies entsprach dem Niveau, das die SNB anstrebte, solange das Zielband 0%–1,0% betrug.

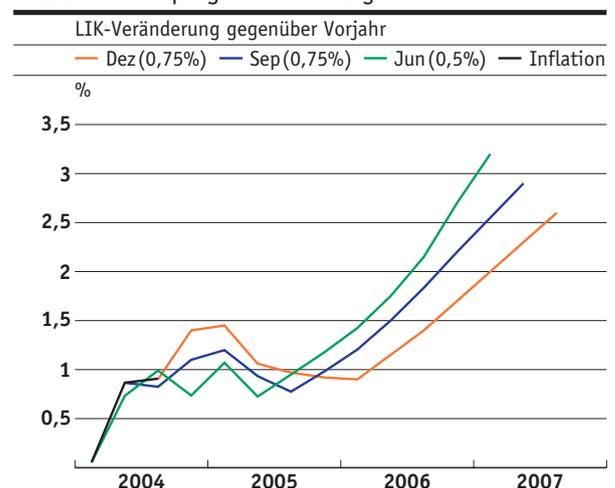
Wie die Grafik 4.1 zeigt, liegt die neue Inflationsprognose in der kurzen Frist über den beiden früheren Prognosen. Der Grund ist die Verteuerung des Erdöls. Die Preise der im LIK erfassten Erdölprodukte (Treibstoffe und Heizöl) werden voraussichtlich auch in den nächsten Monaten noch deutlich über ihrem jeweiligen Vorjahresniveau liegen. Die SNB geht allerdings davon aus, dass sich das Erdöl im Jahre 2005 allmählich verbilligen wird. Von den übrigen importierten Konsumgütern dürften in der nahen Zukunft weiterhin leicht negative Teuerungsimpulse ausgehen. In Bezug auf die inländischen Konsumgüter rechnet die SNB damit, dass die Preissteigerungen bei den Waren angesichts der noch reichlich vorhandenen gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten und des starken Wettbewerbs sehr gering bleiben werden. Diese Sicht wird durch die jüngste Quartalsumfrage der KOF/ETH in der Industrie gestützt, gemäss der eine grosse Mehrheit der befragten binnenorientierten Unternehmen gleich bleibende oder sinkende Verkaufspreise erwartet. Die Teuerung der Dienstleistungen, die sich vor allem infolge der höheren Teuerung bei den Wohnungsmieten und den öffentlichen Dienstleistungen erhöht hatte, dürfte sich auf dem gegenwärtigen Niveau stabilisieren. Die prognostizierte Inflationsrate erreicht im ersten Quartal 2005 ein Maximum von knapp 1,5%. Anschliessend bildet sie sich vor dem Hintergrund des unterstellten Rückgangs der Ölpreise bis auf 0,9% Anfang 2006 zurück. Im Jahresdurchschnitt ist 2005 mit einer Jahresinflation von 1,1% zu rechnen.

Auf mittlere Sicht, d.h. über einen Zeitraum von ein bis zwei Jahren, hängt die Inflationsentwicklung entscheidend von den Konjunkturaussichten ab. Die für das nächste Jahr erwartete Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im Ausland wird sich auf die Konjunktur in der Schweiz tendenziell dämpfend auswirken. Das reale BIP dürfte deshalb weiterhin nur moderat wachsen und der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten langsamer zunehmen als noch bei der Inflationsprognose vom September erwartet worden war. Der in der mittleren Frist zu erwartende Inflationsdruck hat deshalb etwas nachgelassen. Die für das Jahr 2006 prognostizierte Inflationsrate beträgt noch 1,3%.

In der längeren Frist hängt die Preisentwicklung massgeblich von monetären Faktoren ab. Inflationsprognosen über einen längeren Zeitraum sind mit grösserer Unsicherheit behaftet. Allerdings birgt eine hohe Liquiditätsausstattung erfahrungsgemäss ein Risiko für die Preisstabilität. Sie ermöglicht nämlich nicht nur zusätzliche Transaktionen im Zuge der wirtschaftlichen Erholung, sondern auch Preiserhöhungen. Die Liquiditätsbestände nahmen in der Schweiz in den letzten beiden Jahren kräftig zu und führten zu einem wachsenden Geldüberhang. Inzwischen hat sich dieser Überhang wieder zurückgebildet (vgl. Abschnitt 3.4) und sich das von dieser Seite ausgehende längerfristige Inflationsrisiko abgeschwächt. Dies erklärt, weshalb die neue Inflationsprognose bei gleich bleibendem Dreimonats-Libor am langen Ende unterhalb derjenigen vom September verläuft.

Gemäss der Inflationsprognose vom Dezember würde die Preisstabilität ab Anfang 2007 verletzt. Dabei ist zu beachten, dass ein in den nächsten drei Jahren unveränderter Dreimonats-Libor von 0,75% unterstellt wird. Aus der aktuellen Inflationsprognose kann daher geschlossen werden, dass die im Juni und September 2004 begonnene Normalisierung des Zinsniveaus innerhalb der nächsten drei Jahre fortgeführt werden muss, damit das Ziel der Preisstabilität gewährleistet bleibt.

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 Dezember 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 September bis November 2004 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Aus den in den Monaten September bis November geführten Gesprächen mit knapp 120 Unternehmen und Wirtschaftsverbänden ergab sich insgesamt ein nur wenig verändertes Konjunkturbild. Die Wirtschaft befand sich weiterhin auf Wachstumskurs. Das Wachstumstempo liess jedoch nach, so dass die Unterschiede im Geschäftsgang einzelner Branchen wieder verstärkt hervortraten. Während sich die Hoffnungen auf eine spürbare Belebung der Binnennachfrage nicht erfüllten, entwickelte sich das Exportgeschäft bis zuletzt gut.

Unternehmen mit einem guten Geschäftsverlauf planten vermehrt, die Kapazitäten auszubauen. Auch äusserten sie häufiger als zuvor die Absicht, den Personalbestand zu erhöhen. Die Verlagerung der Produktion ins Ausland, der oft mit einem Abbau von Arbeitsplätzen in der Schweiz verbunden ist, bleibt jedoch insbesondere im Industriesektor ein Thema.

Die Aussichten für 2005 werden mehrheitlich zuversichtlich beurteilt. Viele Unternehmen rechnen zwar mit einem leicht geringeren Umsatzwachstum. Trotz des schwachen Dollars und der stark gestiegenen Erdölpreise bleibt das Stimmungsbild jedoch grundsätzlich positiv.

1 Produktion

Industrie

Die meisten der befragten Exportunternehmen bezeichneten den Bestellungseingang und den Arbeitsvorrat weiterhin als gut, obschon sich das Auftragswachstum abgeschwächt hat. Die stärksten Impulse stammten unverändert aus Asien, insbesondere China, aber auch aus den USA. Im Vergleich zum Sommer wurde die Nachfrage aus der EU etwas optimistischer eingeschätzt. Eine Ausnahme bildete allerdings nach wie vor Deutschland, wo die Geschäfte unverändert harzig verliefen.

Innerhalb der stark exportorientierten Industrie ergab sich ein ähnliches Bild wie im Sommer. Die chemisch-pharmazeutische Industrie wie auch die Uhrenindustrie meldeten weiterhin einen guten Geschäftsverlauf. Ausgesprochen zufrieden äusserten sich auch die Produzenten von Metallwaren, von Energie- und Automatisierungstechnik sowie von Textilmaschinen. Nach einer raschen Erholung leidet dagegen insbesondere die Halbleiterindustrie wieder vermehrt unter den weltweiten Überkapazitäten und dem damit verbundenen Preiszerfall. Deutlich schwerer tun sich immer noch die auf den Binnenmarkt ausgerichteten Unternehmen. Diese kämpfen sowohl mit der ausländischen Konkurrenz als auch mit einem hohen Preis- und Margendruck.

Dienstleistungen

Die Lage im Tourismussektor ist dank der Rückkehr der Gäste aus Asien und den USA sowie dem leicht anziehenden Geschäftstourismus deutlich besser als vor einem Jahr. In den letzten Monaten liessen die Auftriebskräfte jedoch in vielen Regionen wieder leicht nach. Ein Grund dafür ist der schwache Dollar. Viele Tourismusgebiete litten zudem unter der nach wie vor geringen Nachfrage aus Deutschland und den allgemein rückläufigen Ausgaben pro Gast. Ein Sonderfall bildete die Tessiner Hotellerie. Diese verzeichnete im Sommer und Herbst eine deutliche Zunahme der Gäste aus Deutschland, Frankreich und Holland, die – abgeschreckt durch die erheblichen Preiserhöhungen in Italien und Südfrankreich – ihre Ferien in der Südschweiz verbrachten. Insgesamt blieb die Lage des Tessiner Gastgewerbes aber schwierig, was unter anderem in einer hohen Zahl von Betriebsschliessungen zum Ausdruck kommt.

Im Bereich der Unternehmensdienstleistungen verbesserte sich die Geschäftslage im Transportgewerbe (inkl. Flugfracht) sowie in der Logistik-Branche deutlich. Auch das Beratungsgeschäft zog an. Dagegen klagten namentlich die Anbieter von IT-Dienstleistungen mehrheitlich über einen harzigen Geschäftsverlauf.

Nach einem viel versprechenden Jahresauftakt entwickelte sich der Geschäftsverlauf bei den Vermögensverwaltungsbanken bis im Herbst enttäuschend. Der Neuzufuss von Geldern stagnierte oder nahm nur schwach zu, und die Einnahmen aus dem Courtagengeschäft flossen angesichts der schwachen Börsenlage spärlich. Entsprechend hart blieb der Wettbewerbs- und Margendruck. Ausgesprochen stark ist der Konkurrenzdruck indessen auch im Kreditbereich, insbesondere beim Hypothekengeschäft, was sich unter anderen in einem Anstieg der Belehnungsgrenzen widerspiegelt.

Die Detailhandelsunternehmen beurteilten den Geschäftsgang mehrheitlich weiterhin als schleppend und richtungslos. Einige verzeichneten gegenüber den Sommermonaten einen deutlichen Umsatzrückgang. Dabei ging es den Grossverteilern besser als den kleineren Geschäften. Diese spürten nicht nur die Zurückhaltung der Konsumenten, sondern auch den starken Wettbewerb seitens der Grossverteiler. Im Tessin und in der Genferseeregion profitierte der Detailhandel im ersten Halbjahr von der abnehmenden preislichen Attraktivität der grenznahen italienischen und französischen Einkaufsgebiete; inzwischen scheinen jedoch diese Impulse nachgelassen zu haben. Unverändert schwierig präsentierte sich die Lage des Textilmarktes. Eine Belebung des Geschäftsverlaufs meldete dagegen der Handel mit IT-Gütern.

Bau

Das Stimmungsbild in der Bauwirtschaft hellte sich etwas auf. Viele Unternehmen profitierten weiterhin vom kräftigen Wohnungsbau und von einer starken Renovationstätigkeit. Dagegen blieben der Geschäftsbau und der öffentliche Bau schwach, nachdem sich im Sommer eine leichte Besserung abzeichnen schien. Die Preise – und damit auch die Ertragslage vieler Firmen – stehen unter Druck. Inzwischen mehren sich die Anzeichen, dass ein Strukturbereinigungsprozess in Gang gekommen ist. In Grenzregionen wie dem Tessin, aber auch in der Westschweiz spürt die Bauwirtschaft vermehrt auch die Konkurrenz aus dem benachbarten Ausland.

2 Arbeitsmarkt

Die Bereitschaft, den Personalbestand zu erhöhen, scheint in den letzten Monaten leicht zugenommen zu haben. Der Personalabbau ist indessen nicht zu Ende. Im Unterschied zur Lage vor einem Jahr stehen aber nicht mehr konjunkturelle Gründe im Vordergrund. Meist handelt es sich um strategische Entscheide der Unternehmen, die Produktion ins Ausland, insbesondere nach Asien oder Osteuropa, zu verlagern. Nach wie vor gehen vom Dienstleistungssektor kaum positive Impulse auf den Arbeitsmarkt aus. Dies gilt nicht nur für die Banken, sondern auch für den Handel, die sich beide einem starken Kostendruck gegenübersehen.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Mehr Unternehmen als noch zu Beginn des Jahres sahen sich in der Lage, die höheren Beschaffungskosten auf die Verkaufspreise zu überwälzen. Im Allgemeinen bleibt der Druck auf die Preise jedoch hoch, was vor allem die Zulieferer deutlich zu spüren bekommen. Infolge des verstärkten Wettbewerbs aus dem Ausland hat sich der Preisdruck bei den für den Schweizer Markt bestimmten Gütern teilweise sogar erhöht. Dies gilt vor allem für den Detailhandel, aber auch für baunahe Bereiche wie die Sanitärbranche.

Vermehrte Sorgen bereitet der Wechselkurs. Der massive Rückgang des Dollarkurses bedeutete für viele Unternehmen einen empfindlichen Rückgang der Marge. Dies gilt vor allem für die Uhrenindustrie, aber auch für viele Unternehmen, die für den asiatischen Markt produzieren. Umgekehrt mildert der schwache Dollar für einige Branchen den Anstieg der Rohstoff- und Energiekosten.

Unverändertes Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank liess am 16. Dezember 2004 im Anschluss an die vierteljährliche Lagebeurteilung vom Dezember das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,25%–1,25%. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,75% zu halten.

Bundesgesetz über die internationale Währungshilfe – Inkraftsetzung durch den Bundesrat

Nachdem die Referendumsfrist Anfang Juli unbenutzt abgelaufen war, setzte der Bundesrat am 9. September 2004 das Währungshilfegesetz und den Währungshilfebeschluss (vgl. Quartalsheft 2/2004, S. 57) auf den 1. Oktober 2004 in Kraft.

Heft	Seite	
1	6	Bericht über die Geldpolitik
2	6	
3	6	
4	6	
1	44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
2	38	
3	38	
4	38	
1	48	Swiss National Bank Working Papers und Economic Studies: Zusammenfassungen
2	52	
		Artikel und Referate
2	42	Raggenbass Hansueli Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank vom 30. April 2004
2	46	Roth Jean-Pierre Referat an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank vom 30. April 2004
3	42	Veyrassat Antoine Der Frankengeldmarkt: Instrumente und Marktteilnehmer
1	50	Geld- und währungspolitische Chronik
2	54	
3	56	
4	44	

Herausgeber

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüninger 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,
Postfach, CH-8022 Zürich, Fax: +41 44 631 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>

