

September 2005

3

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



Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

September 3/2005 23. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht
6	Bericht über die Geldpolitik
40	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
44	Rezepte erfolgreicher Unternehmen Thomas Kübler
52	Setting the Right Priorities – Wir müssen mehr wachsen Jean-Pierre Roth
62	Erdölpreis und Geldpolitik – ein neues Paradigma Marlene Amstad und Philipp M. Hildebrand
82	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die zu Beginn des Jahres 2005 beobachteten Anzeichen eines verstärkten Aufschwungs der Weltwirtschaft haben sich seither wieder verflüchtigt. Dies war zu einem guten Teil auf den massiven Anstieg des Erdölpreises zurückzuführen. Vor dem Hintergrund der günstigen Finanzierungsbedingungen und der steigenden Vermögenspreise blieben die Aussichten für die Weltwirtschaft zwar günstig. Die weitere Verteuerung des Erdöls stellt jedoch ein Konjunkturrisiko dar.

Die schweizerische Wirtschaft vermochte die Konjunkturflaute des Winterhalbjahres 2004/2005 im zweiten Quartal zu überwinden. Das reale BIP nahm gegenüber der Vorperiode um 1,1% zu und lag ebenfalls 1,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Während die meisten Nachfragekomponenten, insbesondere die Bauinvestitionen und die Warenexporte, gegenüber der Vorperiode verstärkt wuchsen, ging vom massiven Lagerabbau ein dämpfender Effekt auf das Wirtschaftswachstum aus. Die Beschäftigung erhöhte sich gegenüber der Vorperiode geringfügig, während die Arbeitslosenquote bei 3,8% verharrte.

Die Schweizerische Nationalbank beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. September 2005, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,25%–1,25% zu belassen. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,75% zu halten.

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 40)

Aus den in den Monaten Juni bis August 2005 geführten Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 140 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich weiterhin ein günstiges Konjunkturbild. Die in der vorangegangenen Gesprächsrunde registrierte konjunkturelle Verbesserung setzte sich fort und die branchenmässigen Unterschiede wurden tendenziell kleiner. Damit scheint die konjunkturelle Erholung an Breite gewonnen zu haben.

Rezepte erfolgreicher Unternehmen (S. 44)

Die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte gingen im Rahmen ihrer regelmässigen Spezialberichterstattung der Frage nach, ob es Erfolgsrezepte für Unternehmenswachstum gibt. Obschon sich rasch zeigte, dass keine allgemeingültigen Rezepte für Unternehmenserfolg existieren, kristallisierten sich doch eine Reihe von Merkmalen erfolgreicher Unternehmen heraus. Dieser Beitrag fasst die wichtigsten Ergebnisse der Umfrage zusammen.

Setting the Right Priorities – Wir müssen mehr wachsen (S. 52)

Das Wirtschaftswachstum in der Schweiz liegt schon seit der Mitte der 1970er Jahre deutlich unter jenem anderer Industrienationen. Gemessen am BIP pro Kopf entwickelte sich die Schweiz in dieser Zeit vom Spitzenreiter zum Mittelmass unter den OECD-Ländern. Wirtschaftswachstum wird jedoch unbedingt benötigt, um unsere Sozialwerke zu sichern. Die demografische Entwicklung wird dazu führen, dass sich das Verhältnis von Rentnern zu Erwerbstätigen in den kommenden 30 Jahren verdoppeln wird. Damit kommen bedeutende Lasten auf die zukünftige erwerbstätige Generation zu, bei deren Bewältigung eine höhere Wachstumsrate äusserst hilfreich wäre. Hauptursache der Wachstumsschwäche in der Schweiz ist der fehlende Wettbewerb im Binnenmarkt. Die Rezepte für mehr Wachstum sind bekannt und haben sich in vielen andern Ländern bewährt. Leider fehlt es aber in der Schweiz immer noch an der Einsicht und am politischen Willen, diese Rezepte anzuwenden. Nur indem wir unseren Binnenmarkt dem Wettbewerb öffnen, zur Attraktivität des Standortes Schweiz Sorge tragen und unser Humankapital stärken, können wir ein höheres Wirtschaftswachstum erreichen. Die notwendigen Reformen werden von breiten Gesellschaftsschichten kurzfristige Opfer in der Form des Verzichts auf Schutz und Privilegien verlangen. Die langfristigen Wohlstandsgewinne für die Allgemeinheit werden jedoch diese kurzfristigen Opfer bei weitem übersteigen.

Erdölpreis und Geldpolitik – ein neues Paradigma (S. 62)

Der massive Preisanstieg hat den Ölpreis zu einer der meistbeachteten Komponenten des für die Inflationsentwicklung relevanten Konsumentenpreisindex werden lassen. In diesem Beitrag werden unterschiedliche Faktoren identifiziert, welche die Zunahme der Preise und deren Volatilität auf dem Ölmarkt erklären. Ferner werden Ölpreisprognosen sowie die Kanäle diskutiert, über die der Ölpreis die Inflation beeinflusst. Die geldpolitische Schlussfolgerung ist, dass solange die langfristigen Inflationserwartungen gut verankert bleiben die Zentralbanken gegenwärtig weniger stark auf Ölpreisverteuerungen reagieren dürfen, als dies früher der Fall war. Dafür sprechen insbesondere eine Verringerung, gleichzeitig aber auch eine Beschleunigung des «pass-through», die Wirkung von automatischen Stabilisatoren, das Fehlen einer konjunkturellen Überhitzung, eine auf die lange Frist ausgerichtete Geldpolitik sowie ein tieferer neutraler Zinssatz.

Bericht über die Geldpolitik

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte September 2005 bekannt wurden. Die Teile 1 bis 3 wurden für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2005 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
21	2.2 Kapazitätsauslastung
22	2.3 Arbeitsmarkt
23	2.4 Güterpreise
26	3 Monetäre Entwicklung
26	3.1 Zinsentwicklung
30	3.2 Wechselkurse
31	3.3 Aktien- und Immobilienpreise
33	3.4 Geldaggregate
35	3.5 Kredite
36	4 Die Inflationsprognose der SNB
36	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
38	4.2 Inflationsprognose 3. Quartal 2005 bis 2. Quartal 2008
37	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.

Der SNB ist es ein Anliegen, dass ihre Geldpolitik von einer breiten Öffentlichkeit verstanden wird. Sie wird aber auch vom Gesetz dazu verpflichtet, 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 September 2005 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 15. September 2005.

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

Überblick

Die zu Beginn des Jahres 2005 beobachteten Anzeichen eines verstärkten Aufschwungs der Weltwirtschaft verflüchtigten sich in den folgenden Monaten wieder. Dies war zu einem erheblichen Teil auf den massiven Anstieg des Erdölpreises zurückzuführen. Vor dem Hintergrund der günstigen Finanzierungsbedingungen und der steigenden Vermögenspreise blieben die Aussichten für die Weltwirtschaft zwar grundsätzlich günstig. Die weitere Verteuerung des Erdöls stellt jedoch ein Konjunkturrisiko dar.

Die schweizerische Wirtschaft überwand die Schwächephase des Winterhalbjahres 2004/2005 im zweiten Quartal 2005. Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) erhöhte sich sowohl gegenüber der Vorperiode als auch im Vorjahresvergleich um 1,1% und wuchs damit gleich stark wie im ersten Quartal, dessen Ergebnis nach oben revidiert wurde. Während die meisten Nachfragekomponenten verstärkt zunahmen, ging vom massiven Lagerabbau ein dämpfender Effekt auf das Wirtschaftswachstum aus. Die konjunkturelle Aufhellung widerspiegelte sich auch im Industriesektor, wo sich die Lage kontinuierlich verbesserte. Die Entwicklung der Industrieproduktion, die im zweiten Quartal deutlich stieg, bestätigte dieses Bild. Auf dem Arbeitsmarkt zeichnete sich dagegen noch keine Wende ab. Die Beschäftigung nahm nur geringfügig zu, die Arbeitslosenquote blieb bei 3,8% und die vorlaufenden Beschäftigungsindikatoren verharrten auf einem tiefen Stand.

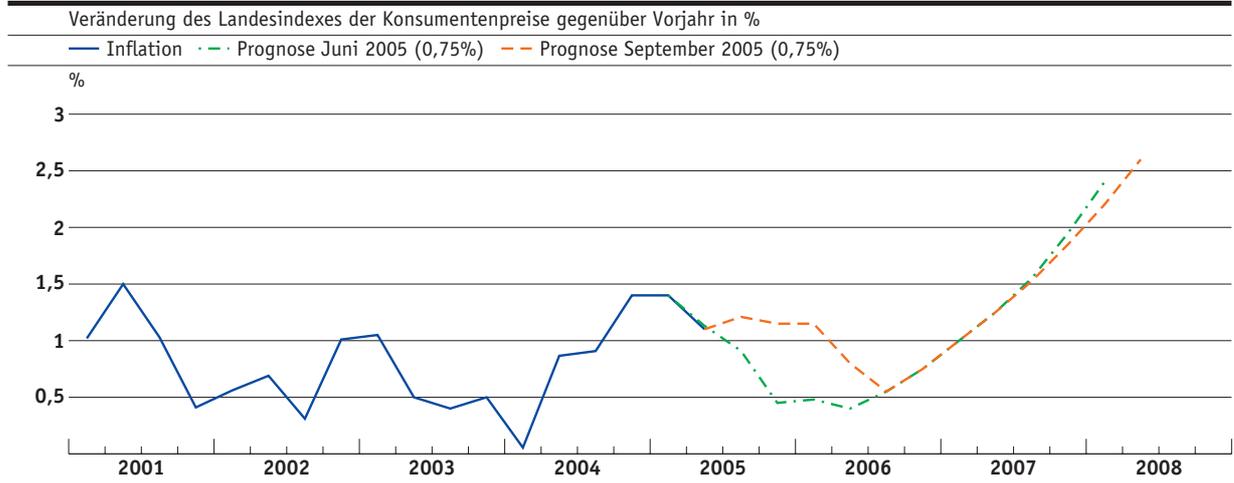
Die SNB rechnet für das zweite Halbjahr mit einer Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung. Sieht man von den Risiken eines anhaltend hohen Erdölpreises ab, so stimmt insbesondere die Konjunkturentwicklung in den wichtigen Absatzgebieten, insbesondere in Europa, positiv. Aber auch die Binnennachfrage dürfte weiter expandieren. Die SNB rechnet für das Jahr 2005 mit einer Zunahme des realen BIP in der Grössenordnung von 1%.

In Übereinstimmung mit der Inflationsprognose der SNB vom Juni 2005 bewegte sich die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahresteuierung zwischen Mai und August im Bereich von 1%. Die bedeutendsten Teuerungsimpulse gingen von den im Konsumentenpreisindex erfassten Erdölprodukten aus, auf die durchschnittlich zwei Drittel der gesamten Konsumteuerung entfielen. Die Kerninflationraten bildeten sich dagegen zurück.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. September, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0,25%–1,25% zu belassen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,75% zu halten. Zwei Gründe waren für diesen Entscheid ausschlaggebend. Zum einen bleibt die Teuerung bis Mitte 2006 voraussichtlich tief, auch wenn man unterstellt, dass der Erdölpreis auf einem hohen Stand verharrt. Der SNB eröffnet sich damit ein zinspolitischer Spielraum, den sie nutzen kann, ohne die Preisstabilität zu gefährden. Zum anderen ist die konjunkturelle Entwicklung infolge des hohen realen Erdölpreises mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Die SNB behält daher vorerst eine abwartende Haltung bei.

Die Inflationsprognose vom September 2005, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 0,75% beruht, beträgt für das laufende Jahr 1,2% und für das Jahr 2006 0,8%. Die verhaltenen Konjunkturaussichten lassen keinen Preisdruck in der mittleren Frist erwarten. Erst ab Ende 2006 kommt es allmählich zu einem verstärkten Anstieg der prognostizierten Teuerung, was mit der erwarteten Vollausslastung der Ressourcen zu erklären ist. Die Wirtschaft ist weiterhin reichlich mit Liquidität versorgt. Bei einer unveränderten Fortsetzung des gegenwärtig expansiven geldpolitischen Kurses wäre die Preisstabilität gemäss der aktuellen Prognose Ende 2007 verletzt. Ein Dreimonatssatz von 0,75% ist deshalb nicht aufrechtzuerhalten, wenn die Konjunkturentwicklung an Schwung gewinnt.

Inflationsprognose Juni 2005 mit Libor 0,75% und September 2005 mit Libor 0,75%



Inflationsprognose September 2005, Libor 0,75%

	2005	2006	2007
Durchschnittliche Jahresinflation in %	1,2	0,8	1,4

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die zu Beginn des Jahres 2005 beobachteten Anzeichen eines verstärkten Aufschwungs der Weltwirtschaft verflüchtigten sich in den folgenden Monaten wieder. Dies war zu einem erheblichen Teil auf den massiven Anstieg des Erdölpreises zurückzuführen. Ende August lag der Dollarpreis pro Fass Brent bei 68 Dollar, nachdem er in den beiden letzten Monaten des Jahres 2004 unter 40 Dollar gefallen war.

Die Auswirkungen der Erdölpreishausse auf das Wirtschaftswachstum der Industrieländer sind bislang moderat geblieben. Ein wichtiger Grund liegt darin, dass der Erdölverbrauch pro BIP-Einheit in den letzten zwanzig Jahren infolge der Entwicklung energieeffizienterer Technologien und der Ausdehnung des Dienstleistungssektors beträchtlich abgenommen hat. Ausserdem erlaubten die günstigen Inflationsaussichten den Zentralbanken, ihre expansive Geldpolitik beizubehalten bzw. die Straffung in kleinen Schritten vorzunehmen.

Vor dem Hintergrund der günstigen Finanzierungsbedingungen und der steigenden Vermögenspreise bleiben die Aussichten für die Weltwirtschaft zwar grundsätzlich günstig. Die weitere Verteuerung des Erdöls stellt jedoch ein Konjunkturrisiko dar. Sorgen bereiten zudem die hoch bewerteten Immobilienmärkte in den USA, im Vereinigten Königreich sowie in einigen Ländern der Eurozone. Ein rascher Rückgang der Immobilienpreise dürfte den privaten Konsum in diesen Ländern empfindlich treffen. Die

wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone, wo sich in den letzten Monaten das Geschäftsklima aufgehellt hat, könnte indessen auch für eine positive Überraschung sorgen.

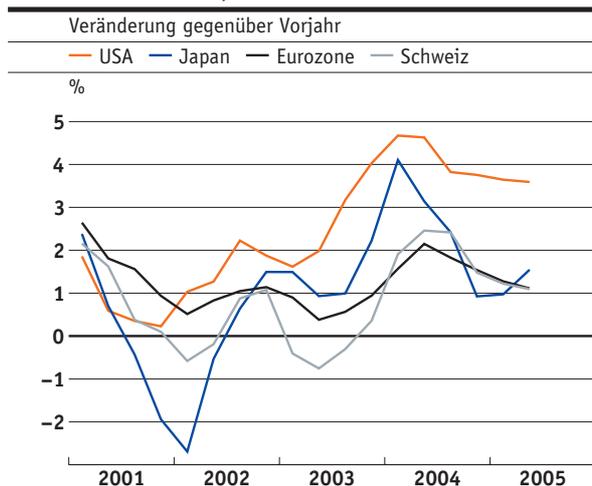
Anhaltender Konjunkturaufschwung in den USA

In den USA stieg das reale BIP im zweiten Quartal um 3,3%, was ungefähr dem Potenzialwachstum entspricht. Das Wachstum wurde durch eine robuste Binnennachfrage und expandierende Exporte gestützt. Negativ ins Gewicht fiel hingegen der ausgeprägte Lagerabbau.

Zu Beginn des dritten Quartals nahm die Industrieproduktion verstärkt zu und die steigenden Autoverkäufe deuteten auf eine weiterhin kräftig wachsende Konsumnachfrage hin. Die Aussichten für die folgenden Monate wurden indessen unsicherer. Neben der Erdölhausse trugen dazu insbesondere die verheerenden Zerstörungen bei, welche der Hurrikan Katrina Ende August in den Staaten Louisiana, Mississippi und Alabama anrichtete.

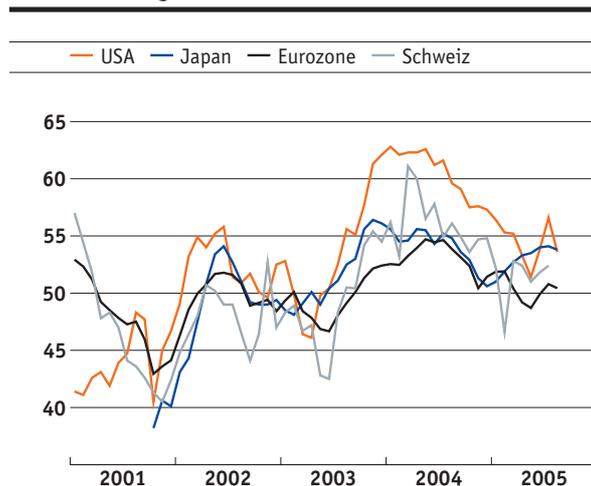
Wichtige Faktoren stützen indessen die Konjunktur. So verleihen die hohen Gewinne und attraktiven Finanzierungsbedingungen den Unternehmensinvestitionen Auftrieb, während die kontinuierliche Verbesserung der Arbeitsmarktlage und die damit verbundene Zunahme der Einkommen den privaten Konsum stützen. Da die Unternehmen ihre Kapazitäten bis anhin nur moderat ausgebaut haben, besteht zudem sowohl bei den Investitionen als auch bei den Arbeitsplätzen ein beträchtliches Aufholpotenzial.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco), Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

Silberstreifen am europäischen Konjunkturhorizont

Die Wirtschaftsentwicklung in der EU blieb im ersten Halbjahr verhalten. Das Wachstum des realen BIP fiel mit durchschnittlich 1,5% zwar höher aus als in der zweiten Jahreshälfte 2004 (0,9%), doch war dies allein auf die Belebung der Exporte zurückzuführen. Die inländische Nachfrage wuchs nur moderat.

Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass die EU-Konjunktur allmählich an Schwung gewinnt. Das Geschäftsklima verbesserte sich im Juni und Juli deutlich, nachdem es sich in den Monaten zuvor kontinuierlich verschlechtert hatte. Die wichtigsten Impulse dürften weiterhin von der kräftigen Auslandsnachfrage ausgehen, die durch die Tieferbewertung des Euro zusätzlich gestützt wird. Während dies auch die Investitionstätigkeit beleben dürfte, ist vom privaten Konsum angesichts der flauen Konsumentenstimmung vorderhand kein grosser Antrieb zu erwarten.

Robustes Wirtschaftswachstum in Asien

Der asiatische Raum bildete weiterhin eine wichtige Stütze der Weltwirtschaft. In Japan nahm das reale BIP im ersten Halbjahr um durchschnittlich 3,8% zu und das Wachstum blieb breit abgestützt. Die Verbesserung der Arbeitsmarktlage und die günstigen

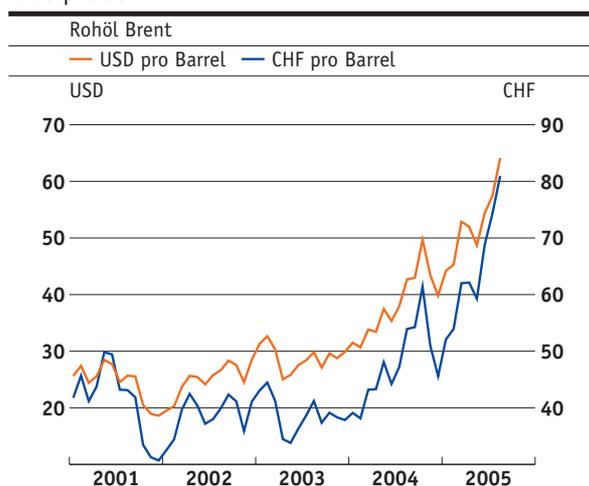
Konjunkturaussichten auf den wichtigsten japanischen Exportmärkten deuten auf eine weiter steigende Produktion hin.

In China stieg das reale BIP im ersten Halbjahr erneut kräftig und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 9,5%. Besonders stark expandierten die Ausfuhren und die Investitionen. Angesichts der rasch steigenden Produktionskapazitäten dürfte der Investitionsboom jedoch allmählich nachlassen und sich das Wirtschaftswachstum vermehrt auf den privaten Konsum verlagern. In den industrialisierten Ländern Ostasiens (Korea, Hongkong, Singapur und Taiwan) scheint die seit Mitte 2004 beobachtete Wachstumsflaute überwunden zu sein. Impulse gehen insbesondere von der anziehenden Nachfrage nach IT-Gütern aus den USA und Europa aus.

Ölpreisbedingter Inflationsanstieg – tiefe Kerninflationen

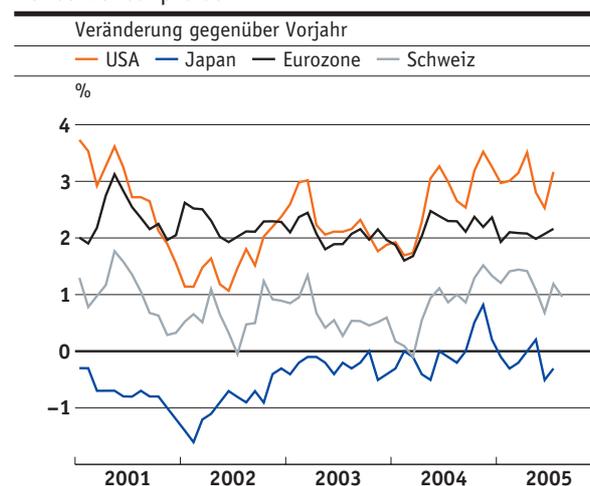
Die an den Konsumentenpreisen gemessene Inflationsrate erhöhte sich in den meisten Industrieländern leicht. Ausschlaggebend waren die gestiegenen Treibstoff- und Heizölpreise. In den USA betrug die Teuerungsrate im Juli 3,5%, gegenüber 2,8% im Mai. In der Eurozone stieg sie im gleichen Zeitraum von 2,0% auf 2,2%. Die Kerninflationen, die unter anderem die Preise von Erdölprodukten ausklammern,

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

sanken dagegen seit Beginn des Jahres leicht. Im Juli belief sich die Kernteuerung in den USA auf 2,1% und in der Eurozone auf 1,3%. Angesichts des hohen Erdölpreises muss in den nächsten Monaten mit einem weiteren leichten Anstieg der Gesamtteuerung gerechnet werden.

Unterschiedliche Geldpolitik

In den meisten Ländern gingen von der Geldpolitik weiterhin stimulierende Effekte aus. Zwischen den Ländern wurden die Zinsunterschiede jedoch grösser, was die unterschiedliche Position der einzelnen Länder im Konjunkturzyklus widerspiegelt. Die amerikanische Zentralbank setzte ihre Politik der kleinen Zinsschritte nach oben fort und hob den angestrebten Wert für den Tagesgeldsatz im Juni und August um je einen weiteren viertel Prozentpunkt auf 3,5% an. Die Europäische Zentralbank (EZB) sowie die japanische Zentralbank liessen ihre Geldpolitik unverändert, während die schwedische Zentralbank und die Bank von England den Leitzins im Juni bzw. August um 0,5 bzw. 0,25 Prozentpunkte senkten.

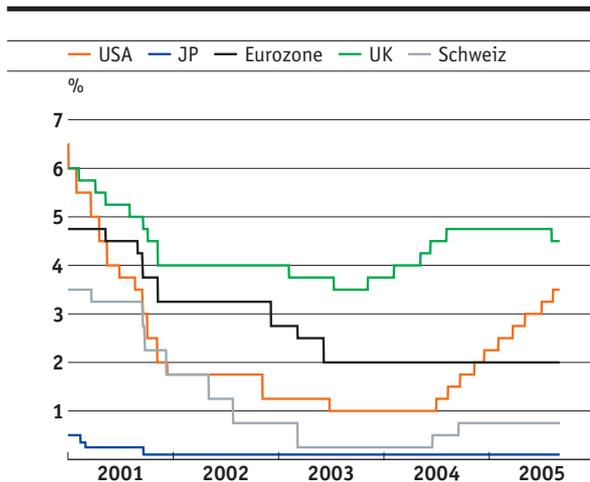
Die chinesische Zentralbank wertete Anfang Juli den Yuan um 2% gegenüber dem amerikanischen Dollar auf. Gleichzeitig hob sie die Dollarbindung auf und wechselte zu einem Währungskorb.

Optimistischere Prognosen für die USA und Japan – leicht verhaltenere Aussichten für die Eurozone

Die Konsensus-Prognosen für das Wachstum des realen BIP im Jahre 2005 wurden im Zeitraum Mai bis August für die USA und Japan leicht nach oben und für die Eurozone leicht nach unten revidiert. Die Konsensus-Prognose für das Jahr 2006 blieb im Falle der USA unverändert, während sie für Japan und die Eurozone gegenüber Mai leicht zurückgenommen wurde.

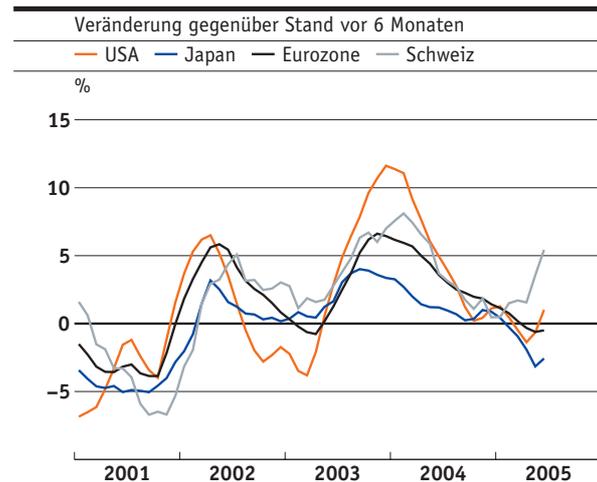
Die SNB revidierte im Hinblick auf die Inflationsprognose vom September 2005 ihre Annahme zur BIP-Entwicklung im Jahre 2005 für die USA leicht nach oben und für die EU-15 leicht nach unten (vgl. Tabelle 4.1). Die Annahmen entsprechen weitgehend den Konsensusprognosen. Für das Jahr 2006 ist sie im Falle der USA etwas optimistischer als der Konsensus sowie die im September veröffentlichte Prognose des Internationalen Währungsfonds von 3,3%.

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

	Wirtschaftswachstum ¹				Teuerung ²			
	Mai		August		Mai		August	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
USA	3,4	3,3	3,6	3,3	2,8	2,5	3,0	2,5
Japan	1,0	1,7	1,6	1,5	-0,1	-0,2	-0,2	0,2
Eurozone	1,5	1,9	1,3	1,7	1,8	1,7	2,0	1,7
Deutschland	0,8	1,4	0,9	1,3	1,4	1,3	1,7	1,5
Frankreich	1,9	2,1	1,6	2,0	1,7	1,6	1,7	1,6
Italien	0,9	1,6	-0,2	1,2	2,0	1,9	2,0	1,9
Vereinigtes Königreich	2,5	2,3	2,0	2,2	1,8	1,9	1,9	1,9
Schweiz	1,3	1,8	1,1	1,6	1,1	1,1	1,2	1,0

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: Consensus Forecasts, May, August 2005. Bei den Konsensus-Prognosen handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei über 240 Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in mehr als 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandprodukts, der Preise und anderer volkswirtschaftlicher Daten. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London.

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

Kräftiger Anstieg der Nachfrage

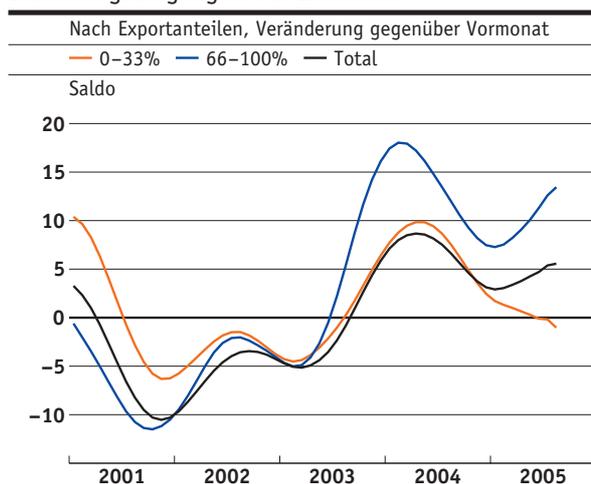
Die schweizerische Wirtschaft überwand die konjunkturelle Schwächephase des Winterhalbjahres 2004/2005 im zweiten Quartal 2005. Gemäss Schätzungen des Staatssekretariats für Wirtschaft (Seco) stieg das reale BIP sowohl gegenüber der Vorperiode als auch im Vorjahresvergleich um 1,1% und wuchs damit gleich stark wie im ersten Quartal, dessen Ergebnis erheblich nach oben revidiert wurde. Während die meisten Nachfragekomponenten gegenüber der Vorperiode verstärkt zunahmen, ging vom massiven Lagerabbau ein dämpfender Effekt auf das Wirtschaftswachstum aus.

Bemerkenswert war der kräftige Anstieg der Inlandnachfrage (ohne Lager), die mit 4,8% doppelt so stark wuchs wie im ersten Quartal. Einen bedeutenden Wachstumsbeitrag leisteten die Bauinvestitionen, die sich von der ausgeprägten, teils witterungs-

bedingten Flaute in den beiden Vorquartalen erholten. Während sich die Ausrüstungsinvestitionen weiterhin verhalten entwickelten, trug auch der private Konsum erheblich zum Wachstum bei. Noch stärker ins Gewicht fiel indessen die markante Belebung der Warenexporte. Die deutliche Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage (ohne Lager) widerspiegelte sich in wieder steigenden Importen. Da diese jedoch weniger stark zunahmen als die Ausfuhren leistete der Aussenhandel insgesamt einen positiven Wachstumsbeitrag.

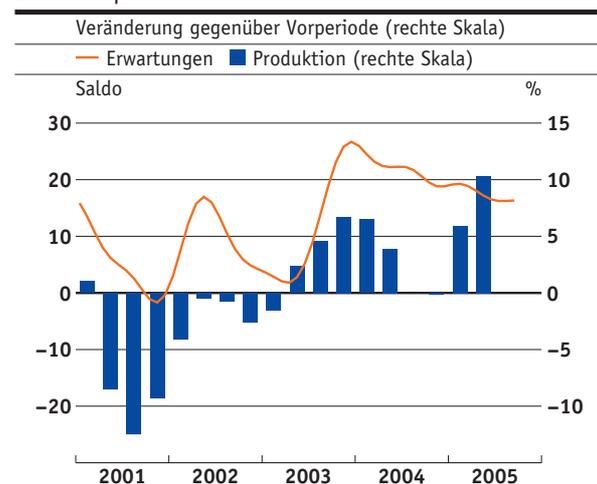
Ende August veröffentlichte das Bundesamt für Statistik (BFS) die provisorischen Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) für das Jahr 2004. Demnach stieg das reale BIP im Jahre 2004 um 2,1% und wuchs damit um 0,4 Prozentpunkte stärker als sich aufgrund der Quartalsschätzung des Seco ergeben hatte. Das Seco passte in der Folge seine Quartalsschätzungen an, wobei der grösste Teil der Anpassungen auf den BIP-Verlauf im Jahre 2003 entfiel.

Grafik 2.1
Bestellungseingang in der Industrie



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF/ETH)

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

Reales BIP und Komponenten
Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2001	2002	2003	2004	2003		2004				2005	
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	2,0	-0,0	0,8	1,4	1,7	1,8	2,8	-0,2	0,4	0,4	3,2	1,8
Staatlicher Konsum	4,2	1,7	2,2	1,4	3,4	2,1	2,7	-0,2	-2,6	1,0	2,8	2,6
Anlageinvestitionen	-3,1	0,3	-1,3	3,3	12,0	9,2	2,7	2,7	3,4	-4,5	-0,6	15,4
Bau	-3,4	2,2	1,8	4,1	9,2	9,6	18,0	-12,8	5,5	-5,5	-0,1	31,0
Ausrüstungen	-2,9	-1,1	-3,8	2,7	14,3	8,9	-8,9	18,4	1,7	-3,6	-0,9	3,3
Inländische Endnachfrage	1,0	0,3	0,5	1,8	4,1	3,5	2,8	0,5	0,7	-0,7	2,3	4,8
Inlandnachfrage	2,3	-0,5	0,4	1,0	1,9	3,3	-3,6	6,1	3,5	-5,3	5,8	-2,8
Exporte total	0,2	-0,7	-0,5	8,9	12,7	13,2	17,9	-2,1	3,8	7,2	-8,8	25,5
Waren	1,4	1,1	-0,1	7,8	9,6	11,7	18,7	-5,3	6,0	4,4	-6,6	35,0
ohne EESKA ¹	3,7	0,4	0,7	7,6	10,5	13,8	13,8	-3,2	8,6	0,3	-5,0	38,5
Dienstleistungen	-2,8	-5,7	-1,6	12,0	22,1	17,5	15,6	6,7	-1,6	14,6	-14,2	3,0
Gesamtnachfrage	1,7	-0,5	0,1	3,5	5,2	6,4	3,1	3,3	3,6	-1,3	0,7	5,9
Importe total	3,2	-2,6	1,3	7,4	12,7	14,7	6,5	6,7	7,0	-3,9	0,0	19,2
Waren	1,8	-3,0	2,1	6,4	13,2	17,3	-1,8	9,3	10,4	-5,9	-3,1	23,9
ohne EESKA ¹	1,6	-2,2	2,7	6,6	22,9	13,1	6,2	0,7	14,2	-6,1	-0,4	14,3
Dienstleistungen	11,2	-0,7	-2,7	12,0	10,0	2,3	56,4	-4,0	-7,7	6,1	15,1	0,1
BIP	1,0	0,3	-0,3	2,1	2,6	3,3	1,9	2,0	2,3	-0,2	1,0	1,1

1 EESKA: Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten
Quelle: Seco

Aufhellung im Industriesektor

Die Überwindung der Wachstumsflaute widerspiegelt sich auch im Industriesektor, wo sich die Lage im zweiten Quartal kontinuierlich verbesserte. Gemäss den verschiedenen Umfrageergebnissen zogen die Bestellungen spürbar an und die Auftragsbücher füllten sich. In der Folge wurden die Lager abgebaut und die Produktion ausgeweitet. Die vom BFS im September veröffentlichten Daten zur Entwicklung der Industrieproduktion bestätigten dieses Bild. Die Produktion der verarbeitenden Industrie stieg im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 10% und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 4,7%.

Günstige Aussichten

Gemäss den Umfrageergebnissen vom Juli setzte sich die Erholung im Industriesektor zu Beginn des dritten Quartals fort. Eine weitere Wachstumsbeschleunigung scheint aber vorläufig wenig wahrscheinlich, schätzten die befragten Unternehmen doch die kurzfristigen Aussichten etwas zurückhalten-der ein als in den Vormonaten.

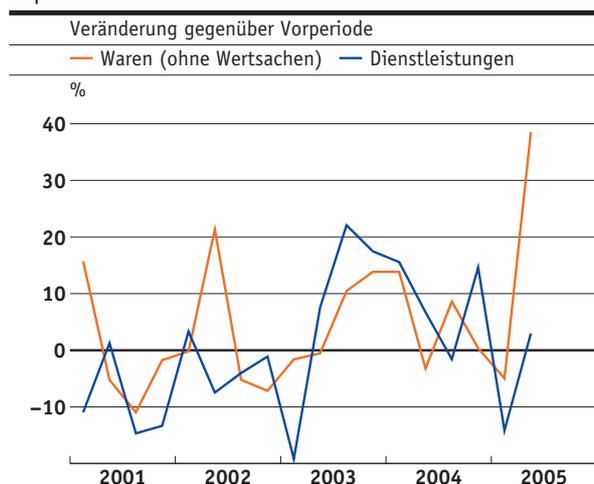
Aus den von SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zwischen Juni und August geführten Gesprächen mit rund 140 Vertretern aus

verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich weiterhin ein günstiges Konjunkturbild. Die in der vorangegangenen Gesprächsrunde registrierte konjunkturelle Verbesserung setzte sich fort und die branchenmässigen Unterschiede verringerten sich. Damit scheint die konjunkturelle Erholung an Breite gewonnen zu haben (vgl. «Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte», Quartalsheft der SNB, 3/2005).

BIP-Prognose für 2005

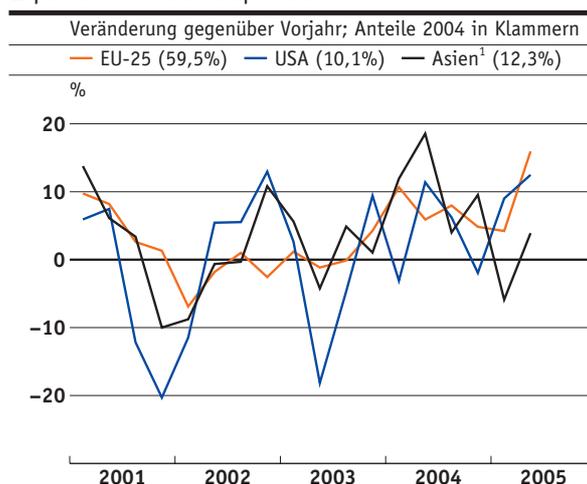
Die SNB rechnet für das zweite Halbjahr 2005 mit einer Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung. Zwar ist zu erwarten, dass das Wachstum der Bauinvestitionen und der Exporte nach dem kräftigen Anstieg im zweiten Quartal nachlässt. Möglicherweise wirken sich auch die massiven Unwetterschäden in der Zentralschweiz und im Kanton Bern vom August vorübergehend negativ auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum aus. Die Konjunktorentwicklung in den wichtigen Absatzgebieten, insbesondere in Europa, stimmt indessen positiv, auch wenn von der starken Verteuerung des Erdöls ein Konjunkturrisiko ausgeht. Die SNB rechnet für das Jahr 2005 mit einem durchschnittlichen Anstieg des realen BIP in der Grössenordnung von 1%.

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)

Kräftiges Exportwachstum

Die realen Exporte zogen im zweiten Quartal stark an, nachdem sie in der Vorperiode noch zurückgegangen waren. Die Warenexporte stiegen um fast 40%, und das Vorjahreswachstum erhöhte sich sprunghaft von 0% auf 9,4%. Auch die Ausfuhren von Dienstleistungen, die gut einen Viertel der gesamten Exporte ausmachen, erholten sich. Überdurchschnittlich stark nahmen die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr, dem Transportwesen sowie den Bankkommissionen zu.

Innerhalb der Warenexporte expandierten die Lieferungen von Konsumgütern (Uhren, Chemikalien und Arzneiwaren) sowie von Investitionsgütern (Industriemaschinen und Präzisionsinstrumente) besonders stark. Moderater entwickelte sich die Nachfrage nach schweizerischen Halbfabrikaten. Nach der massiven Zunahme im zweiten Quartal verloren die Exporte im Juli an Schwung. Während die Ausfuhren von Halbfabrikaten etwas stärker wuchsen, stiegen insbesondere die Exporte von Investitions- und Konsumgütern verlangsamt.

Die nominalen Ausfuhren, die für die regionale Gliederung herangezogen werden, nahmen in die USA, nach Europa und Asien ungefähr im Gleichschritt zu. Die Exporte nach Deutschland, Frankreich und Italien, die zusammen rund 40% des schweizerischen Gesamtexports ausmachen, stiegen leicht schwächer als im Durchschnitt der EU, doch wurde dies von den kräftig wachsenden Ausfuhren nach Grossbritannien, den Benelux-Staaten und den neuen EU-Ländern wettgemacht. Weiterhin stark erhöhten

sich ausserdem die Lieferungen in die OPEC-Staaten sowie nach Russland, die als Erdölproduzenten von den steigenden Energiepreisen profitieren.

Steigende Importe

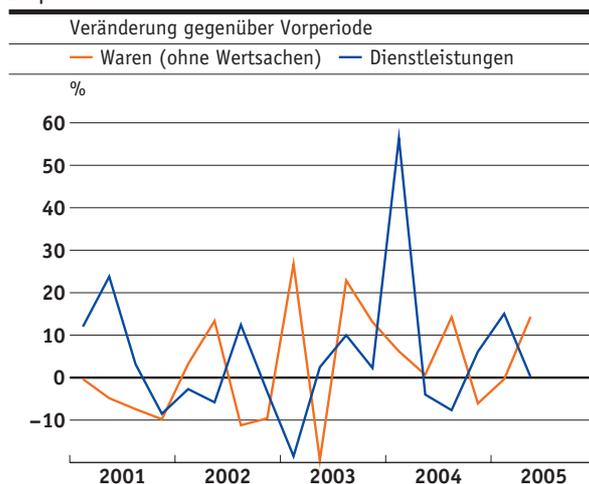
Ähnlich wie die Exporte stiegen die realen Importe nach einem schwachen Verlauf in den beiden Vorquartalen im zweiten Quartal deutlich. Dieser Anstieg ging ausschliesslich auf die stark expandierenden Einfuhren von Waren zurück, während die Importe von Dienstleistungen stagnierten.

Besonders stark stiegen die Einfuhren von Investitionsgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Da ein grosser Teil davon Vorleistungsgüter für die Exportindustrie sind, lässt dies eine weiterhin robuste Exportkonjunktur erwarten. Im Unterschied dazu verharrten die Einfuhren von Konsumgütern auf dem Niveau der Vorperiode, während sich die Importe von Energieträgern als Folge des starken Preisanstiegs verringerten. Im Juli verloren auch die Importe an Dynamik. Zwar hielt die Aufwärtstendenz bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten an, doch liess das Expansionstempo bei den Investitionsgütern beträchtlich nach. Auch die Einfuhren von Konsumgütern sanken nun und der Rückgang bei den Energieträgern verstärkte sich.

Privater Konsum: kurzfristig verhaltene Aussichten – Besserung im Jahre 2006

Der private Konsum blieb im zweiten Quartal auf Wachstumskurs, nachdem er gemäss den revidierten Daten im ersten Quartal kräftig angezogen hatte.

Grafik 2.5
Importe



Quelle: Seco

Gegenüber der Vorperiode stieg er um 1,8% und übertraf damit den Vorjahresstand um 1,5%. Die wichtigsten Impulse gingen vom Warenkonsum aus. Dank des guten Geschäftsgangs im Juni erhöhten sich die realen Detailhandelsumsätze im zweiten Quartal deutlich und übertrafen den Vorjahresstand um 1,8%. Insbesondere bei den dauerhaften Gütern profitierten indessen nicht alle Bereiche von der verstärkten Nachfrage. Während sich der Aufwärtstrend bei den Wohnungseinrichtungen verstärkte, bildeten sich die Importe von Personenwagen weiter zurück.

Die Situation im Binnentourismus ist gegenwärtig schwierig einzuschätzen, da die wieder aufgenommene Beherbergungsstatistik der BFS noch keine verlässlichen Vorperioden und Vorjahresvergleiche erlaubt. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH im Gastgewerbe vom zweiten Quartal nahm die Zahl der Hotelübernachtungen inländischer Gäste leicht stärker zu als in der Vorperiode. Auch die Gespräche der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Vertretern aus dem Tourismus deuten auf höhere Frequenzen hin.

Die Ergebnisse der Konsumentenumfrage des Seco vom Juli fielen schlechter aus als bei der Vorhebung im April. Der Index der Konsumentenstimmung sank auf -15 Punkte (April: -9 Punkte). Die Haushalte nahmen ihre Erwartungen bezüglich der allgemeinen Wirtschaftslage zurück. Sie beurteilten jedoch die persönliche Finanzlage nur unwesentlich pessimistischer als im April. Nach wie vor äusserten sich die Haushalte aber zur Sicherheit der Arbeitsplätze sehr besorgt.

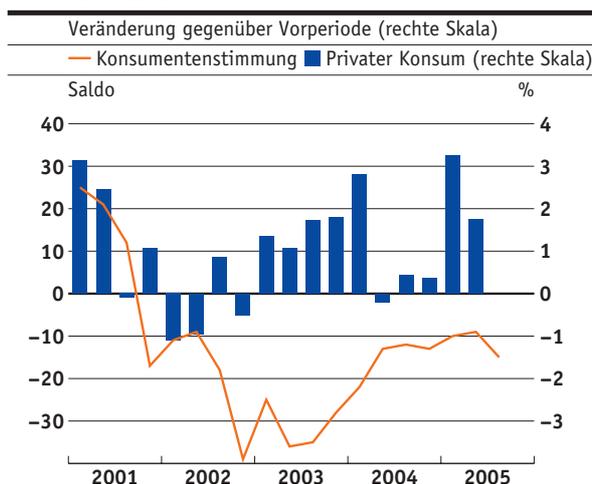
Aufgrund dieser Entwicklung muss damit gerechnet werden, dass sich das Wachstum des privaten Konsums im zweiten Halbjahr wieder abschwächt. Im nächsten Jahr dürften die Haushalte indessen von einem erhöhten finanziellen Spielraum profitieren. Die SNB geht davon aus, dass die realen Arbeitnehmereinkommen im Jahre 2006 infolge der etwas günstigeren Beschäftigungsaussichten um 1,3% zunehmen und damit stärker steigen dürften als im laufenden Jahr (0,5%). Der private Konsum dürfte damit seinen moderaten Aufwärtstrend im nächsten Jahr fortsetzen.

Kräftig steigende Bauinvestitionen

Nach der ausgeprägten Schwächephase im Winterhalbjahr 2004/2005 erholten sich die Bauinvestitionen im zweiten Quartal und übertrafen den Vorjahresstand um 7,0%. Das Wachstum betraf alle Bausparten, vor allem aber den Wohnungsbau, wo die Zahl der Wohnungen im Bau knapp 10% über dem entsprechenden Vorjahresstand lag. Gemäss Angaben des Schweizerischen Baumeisterverbandes stiegen aber auch die Investitionen im übrigen Hochbau sowie die Tiefbauinvestitionen.

Angesichts des hohen Arbeitsvorrats dürften die Wohnbauinvestitionen bis ins neue Jahr hinein expandieren. Danach ist aber mit einer nachlassenden Investitionstätigkeit zu rechnen. Einerseits dürfte der Nachholbedarf, der sich in der Phase rückläufiger Wohnbautätigkeit zwischen 1995 und 2002 aufgestaut hatte, allmählich gedeckt sein. Dies widerspiegelt sich in der langsam steigenden Leerwohnungs-

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: Seco

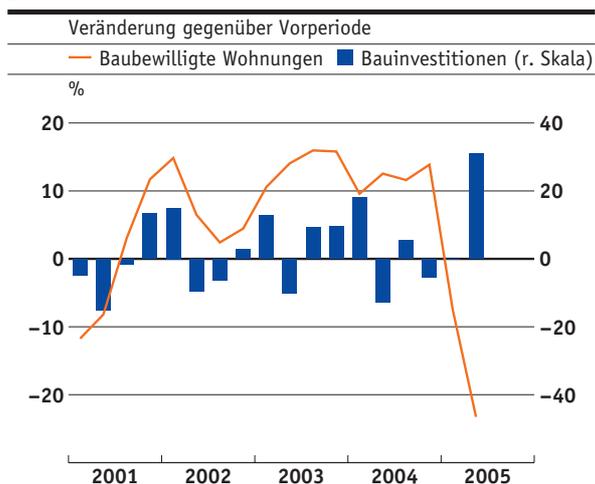
quote.¹ Andererseits werden die steigenden Baukosten die Nachfrage nach zusätzlichem Wohnraum voraussichtlich dämpfen. So nahmen die Wohnbaubewilligungen im ersten Halbjahr 2005 ab. Diese Lücke dürfte kaum durch die anderen Bausparten gefüllt werden. Der Geschäftsbau, der vorübergehend von einer Ausweitung der Verkaufsflächen profitierte, leidet nach wie vor unter den hohen Leerbeständen an Büro- und Gewerberäumen sowie der schwachen Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Infolge des anhaltenden Spardrucks bei der öffentlichen Hand dürften die Impulse vom Tiefbau und vom öffentlichen Hochbau bescheiden bleiben.

1 Quelle: Wüest & Partner

Moderate Belegung der Ausrüstungs- investitionen

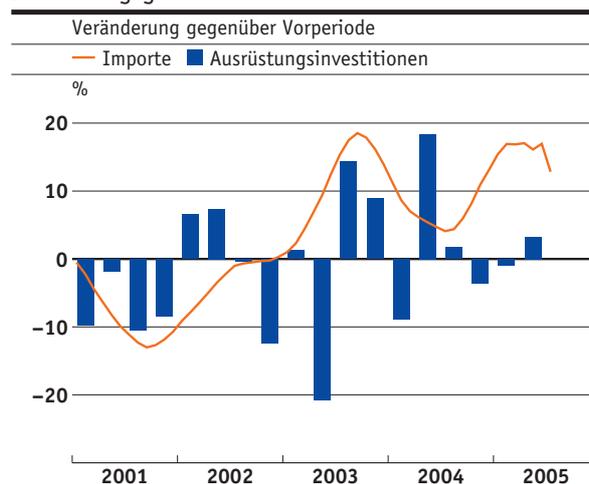
Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im zweiten Quartal erstmals seit dem dritten Quartal 2004 wieder leicht zu. Im Vorjahresvergleich stagnierten sie jedoch. In den nächsten Quartalen dürfte die Investitionstätigkeit weiterhin verhalten bleiben. Die Unternehmen verfügen nach wie vor über ausreichende Produktionskapazitäten. Gemäss der KOF-Umfrage vom zweiten Quartal sank denn auch der Anteil der Firmen, die ungenügende Kapazitäten melden, auf ein tiefes Niveau.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, Seco

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, Seco

2.2 Kapazitätsauslastung

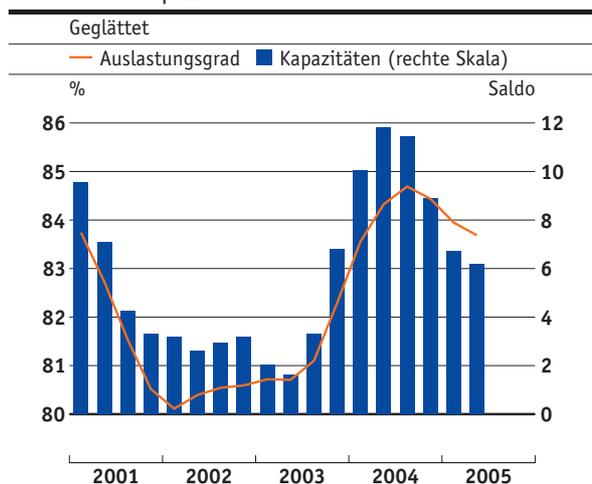
Leichter Rückgang der Kapazitätsauslastung in der Industrie

Gemäss der im Juli 2005 durchgeführten Umfrage der KOF/ETH ging die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode zwar nochmals zurück. Aufgrund der anziehenden Industrieproduktion fiel der Rückgang jedoch gering aus und die Kapazitätsauslastung lag mit 83,9% nur unwesentlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt.

Unveränderte gesamtwirtschaftliche Produktionslücke

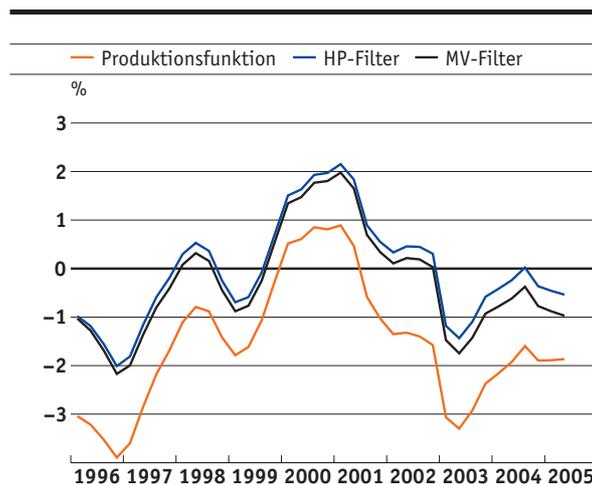
Während die technischen Kapazitäten im historischen Vergleich annähernd normal ausgelastet sind, zeigt die Lage auf dem Arbeitsmarkt eine anhaltende Unterauslastung. Dies widerspiegelt sich in der gesamtwirtschaftlichen Produktionslücke, die als Differenz zwischen dem realen BIP und dem (geschätzten) Produktionspotenzial definiert ist. Grafik 2.10 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die mit verschiedenen Verfahren berechnet wurden (Produktionsfunktion, Hodrick-Prescott-Filter (HP) und multivariater Filter (MV)). Da sich das reale BIP im zweiten Quartal ungefähr im Gleichschritt mit dem Produktionspotenzial entwickelte, blieb die Produktionslücke gegenüber der Vorperiode weitgehend unverändert.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Leichte Zunahme der Beschäftigung

Die konjunkturelle Belebung im zweiten Quartal widerspiegelte sich auch in der Beschäftigungsentwicklung. Die Zahl der Beschäftigten nahm gegenüber der Vorperiode um 0,4% und im Vorjahresvergleich um 0,2% zu, nachdem sie seit Mitte 2004 kontinuierlich gesunken war. Nach Beschäftigungsgrad aufgeteilt, sank die Vollbeschäftigung weiter, während die Teilzeitarbeit ihren Aufwärtstrend fortsetzte. Erstmals seit Anfang 2001 ging indessen das Total der geleisteten Arbeitsstunden gegenüber der Vorperiode nicht mehr zurück.

Überdurchschnittlich stark erhöhte sich im zweiten Quartal die Beschäftigung in der Bauwirtschaft (0,9%) und in der Industrie (1,1%). Hingegen blieb der Stellenzuwachs im Dienstleistungssektor bescheiden (0,3%). Er beschränkte sich überdies auf die öffentliche Verwaltung sowie das Erziehungs- und Gesundheitswesen. Wichtige Branchen des privaten Dienstleistungssektors bauten dagegen erneut Stellen ab. Dazu gehörten insbesondere die Banken sowie der Detailhandel. Im Vorjahresvergleich nahm die Beschäftigung in diesen beiden Branchen um je knapp 3% ab.

Unveränderte Arbeitslosenquote

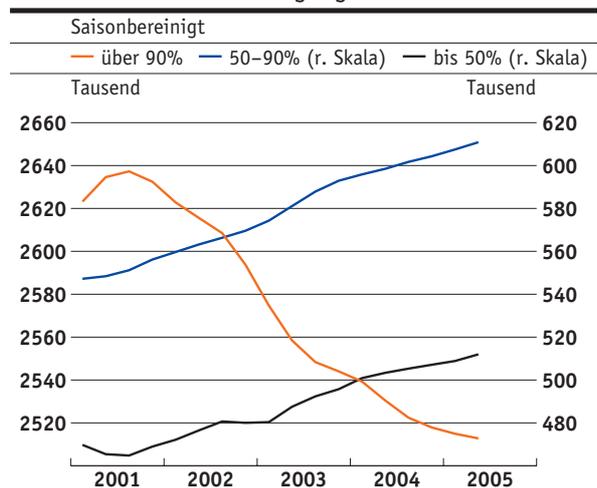
Die Arbeitslosenquote bildete sich von April bis August von 3,8% auf 3,6% zurück, womit im August noch 142 400 Personen als arbeitslos gemeldet waren. Bereinigt um die Saisoneinflüsse blieb die Arbeitslosenquote allerdings unverändert (3,8%). Einen ähnlichen Verlauf wies die Zahl der Stellensuchenden auf. Zwar sank diese im Zeitraum April bis August auf 210 100 Personen, was einer Quote von 5,3% entspricht, doch verharrte sie saisonbereinigt bei 5,5%.

Nach Regionen gegliedert, betrug die saisonbereinigte Arbeitslosenquote in der deutschen Schweiz unverändert 3,3%. In der Westschweiz sank sie leicht auf 5,1%, während sie sich im Tessin geringfügig auf 4,9% erhöhte.

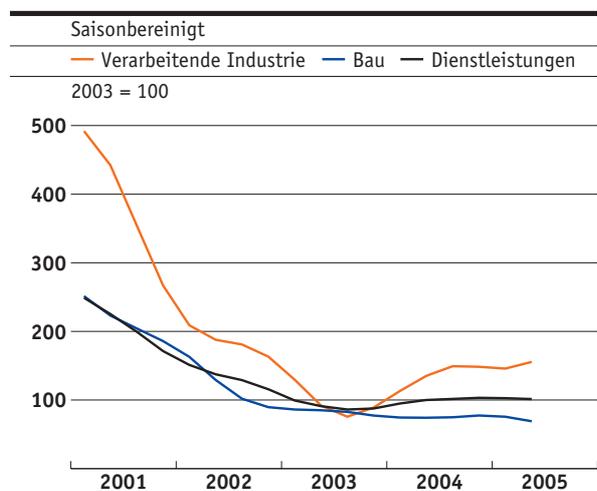
Noch keine dauerhafte Besserung in Sicht

Obschon sich die Beschäftigungslage im zweiten Quartal leicht aufhellte, steht noch keine unmittelbare Wende bevor. Dies zeigt sich in den Indikatoren der Arbeitsnachfrage. Sowohl der Index der offenen Stellen des BFS als auch der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninserate in den Zeitungen misst, liessen keine Zeichen einer Besserung erkennen und bewegten sich bis zuletzt auf einem sehr tiefen Niveau. Infolge der jährlichen Steigerung der Arbeitsproduktivität in der Grössenordnung von knapp 1,5% muss das Wachstum des realen BIP nachhaltig über 1,5% steigen, damit die Beschäftigung spürbar steigt und sich die Arbeitslosigkeit zurückbildet.

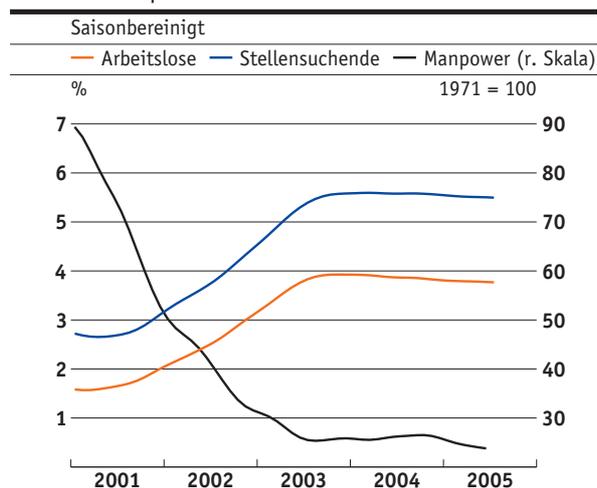
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



Grafik 2.12
Index der offenen Stellen



Grafik 2.13
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafiken 2.11 und 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

Nachlassende Teuerung bei den Produzenten- und Importpreisen

Der Preisdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerte Konsumstufe wirkt, liess zwischen April und Juli weiter nach. Eine Ausnahme stellten die Mineralölprodukte dar, deren Preise gegenüber dem Vorjahr verstärkt zunahmen. Die Jahresteuierung der Produzentenpreise lag im Juli bei 0,6%, was einem Rückgang von 0,2 Prozentpunkten gegenüber April entspricht. Bei den Importpreisen schwächte sich die Teuerung von 2,2% auf 2,0% ab.

Nach Art der Güter gegliedert, setzte sich der Preisrückgang bei den landwirtschaftlichen Produkten leicht verlangsamt fort (Juli: -0,6%). Bei den Vorleistungsgütern halbierte sich die Teuerung auf 0,6%, nicht zuletzt als Folge des weiter nachlassenden Preisauftriebs bei den Metallprodukten. Während die Preise der Konsum- und der Investitionsgüter praktisch stabil blieben, verharrte die Teuerung der Energieträger, zu denen neben den Mineralölprodukten auch Gas und Elektrizität gehören, auf einem hohen Stand (17,1%).

Teuerung auf Konsumentenstufe insgesamt stabil

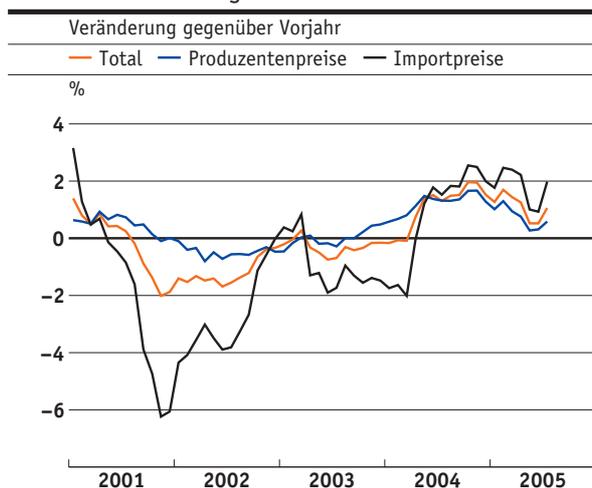
In Übereinstimmung mit der Inflationsprognose der SNB von Juni 2005 bewegte sich die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuierung zwischen Mai und August im Bereich von

1%. Im August lag sie bei 1,0% und damit geringfügig unter dem Wert von Mai (1,1%). Die bedeutendsten Teuerungsimpulse gingen von den im Konsumentenpreisindex erfassten Erdölprodukten aus (Heizöl und Treibstoff), auf die zwischen Mai und August durchschnittlich zwei Drittel der gesamten Konsumteuerung entfielen. Unter Ausschluss dieser Komponenten schwächte sich die Jahresteuierung von 0,6% im Mai auf 0,2% im August ab. Bei den Waren, auf die fast 40% des Warenkorbs entfallen, setzte sich die rückläufige Preisentwicklung fort.

Weiterer Rückgang der Binnenteuerung

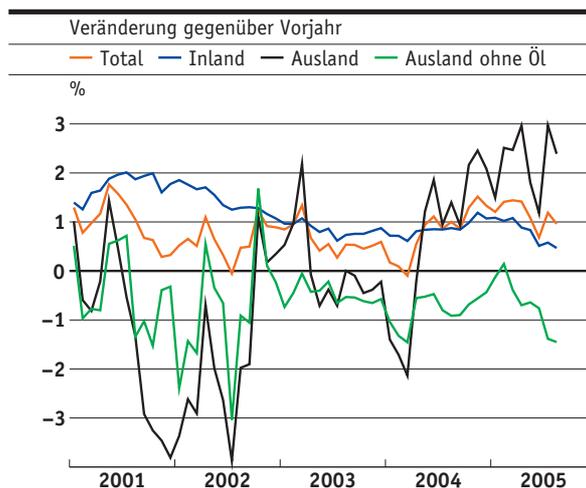
Die Jahresteuierung der inländischen Waren und Dienstleistungen sank zwischen Mai und August von 0,8% auf 0,5%. Diese Entwicklung war vor allem auf den nachlassenden Preisauftrieb bei den privaten Dienstleistungen zurückzuführen, wobei auch Sonderfaktoren im Spiel waren. So erhöhte sich der vierteljährlich erhobene Mietpreisindex im August zwar um 0,3%, doch bildete sich die jährliche Mietteuerung infolge eines statistischen Basiseffekts um 0,5 Prozentpunkte auf 1,0% zurück (Aktualisierung der Stichprobe im Vorjahr). Bei den übrigen privaten Dienstleistungen, deren Teuerung von 1,0% auf 0,3% sank, fielen vor allem die Tarifreduktionen für Telekommunikationsdienste und der geringere Preisauftrieb beim Luftverkehr ins Gewicht. Demgegenüber erhöhte sich die Teuerung der öffentlichen Dienstleistungen – insbesondere als Folge gestiegener Spitaltaxen – um 0,2 Prozentpunkte auf 1,5%. Bei den inländischen Waren setzte sich der Preisrückgang zum

Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



Quelle: BFS

Grafik 2.15
LIK: In- und ausländische Güter



Quellen: BFS, SNB

Vorjahr nahezu unverändert fort (August: -0,5%). Sinkende Preise wurden einmal mehr bei der Elektrizität und zahlreichen Nahrungsmitteln verzeichnet.

Erdölbedingte Zunahme der Importteuerung

Im Sog der gestiegenen Erdölpreisnotierungen kletterte die Jahresteuerung der importierten Konsumgüter zwischen Mai und August von 1,8% auf 2,4%. Die Preise der Erdölkomponenten des Konsumentenpreisindex übertrafen ihren Vorjahresstand im August um 18,2%, verglichen mit 13,2% im Mai. Die Preise der übrigen importierten Waren sanken dagegen weiter. Im August lagen sie 1,4% unter dem Stand vor Jahresfrist, verglichen mit einem Rückgang von 0,6% im Mai. Besonders deutlich waren die Preissenkungen im Bereich der Heimelektronik und bei einzelnen Bekleidungsartikeln.

Nachlassende Kerninflation der SNB

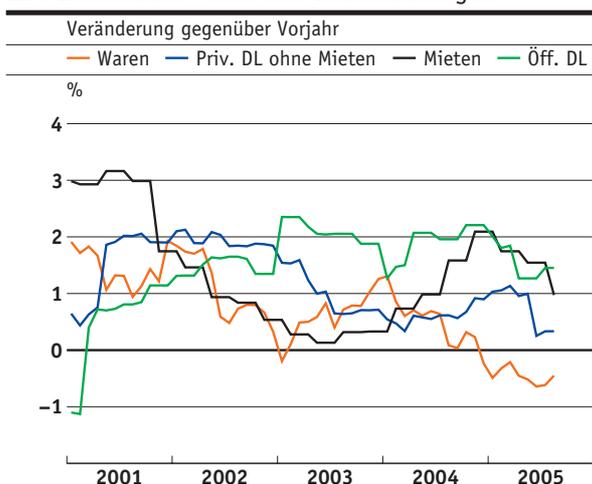
Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen und dauerhaften Preispfad verzerren können. Die SNB berechnet deshalb eine Messgrösse für die Kerninflation, die jeden Monat die Güter mit der höchsten und der tiefsten Jahresteuerung (je 15%) aus dem

Konsumentenpreisindex ausklammert. Die so berechnete Kernteuerung lag im August mit 0,6% unter dem Stand von Mai (0,8%). In ihrem Verlauf kommt ein leicht flacherer Trend im allgemeinen Preisniveau zum Ausdruck.

Deutlicher Rückgang der Kernraten des BFS

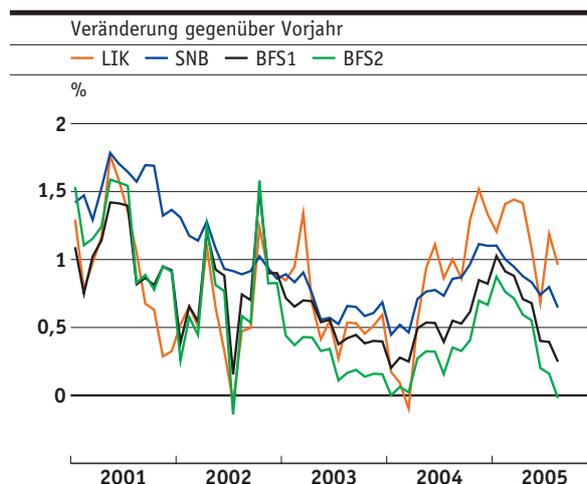
Im Unterschied zur Kerninflation der SNB schliessen die beiden Kerninflationen des BFS in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Zwischen Mai und August gingen die beiden Kerninflationen um 0,5 bzw. 0,6 Prozentpunkte zurück. Die Kerninflation 1 belief sich noch auf 0,2% und die Kerninflation 2 auf 0,0%. Die auffällige Diskrepanz zwischen der Kerninflationenrate der SNB und den Kerninflationenraten des BFS lässt sich zu einem grossen Teil durch die Preissenkungen bei den elektronischen Gütern sowie bei Bekleidung und Schuhen erklären. In der Berechnung der SNB werden diese als teuerungsdämpfende Sondereffekte aus dem Warenkorb ausgeschlossen, während sie im jeweiligen Korb der Kerninflationenraten des BFS verbleiben.

Grafik 2.16
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.17
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2004	2004	2005					
		4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli	August
LIK total	0,8	1,4	1,4	1,1	1,1	0,7	1,2	1,0
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,9	1,1	1,1	0,7	0,8	0,5	0,6	0,5
Waren	0,5	0,1	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5
Dienstleistungen	1,0	1,4	1,5	1,1	1,2	0,8	0,9	0,7
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,6	0,8	1,1	0,7	1,0	0,3	0,3	0,3
Mieten	1,2	1,9	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5	1,0
öffentliche Dienstleistungen	1,9	2,2	1,9	1,3	1,3	1,3	1,5	1,5
Ausländische Waren und Dienstleistungen	0,6	2,2	2,2	2,0	1,8	1,2	3,0	2,4
ohne Erdölprodukte	-0,8	-0,6	-0,1	-0,7	-0,6	-0,8	-1,4	-1,4
Erdölprodukte	9,3	19,2	14,0	14,7	13,2	9,7	22,9	18,2

Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

Unveränderte Geldmarktzinsen

An der Lagebeurteilung vom Juni 2005 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) unverändert bei 0,25% bis 1,25% zu lassen. Sie kündigte an, sie werde die Mitte des Zielbandes, d. h. einen Wert von 0,75%, anstreben. Drei Gründe waren für eine Fortsetzung des expansiven geldpolitischen Kurses ausschlaggebend. Erstens hatte sich die Konjunkturerholung verzögert. Zweitens hatten sich spiegelbildlich die mittelfristigen Inflationsaussichten verbessert. Drittens erschwerten die steigenden Erdölpreise die Einschätzung der Konjunkturperspektiven.

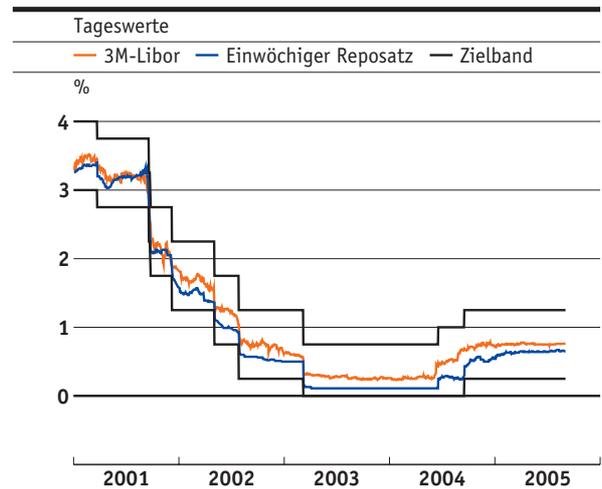
Der 3M-Libor schwankte zwischen Mitte Juni und Mitte September nur leicht um den angestrebten Wert von 0,75%. Wie üblich wurde der 3M-Libor über die Reposätze gesteuert. Der Grossteil der abgeschlossenen Repos hatte eine Fristigkeit von einer Woche. Deren Sätze bewegten sich zwischen 0,64% und 0,67%.

Anstieg der Futures-Sätze

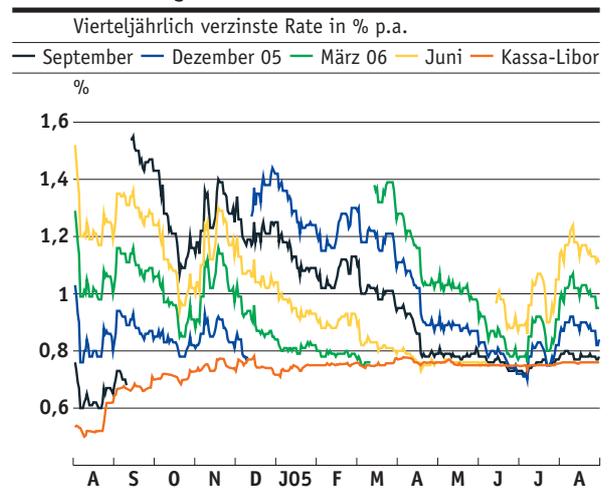
Die Finanzmärkte gingen im Allgemeinen davon aus, dass die SNB das Zielband für den 3M-Libor in der kurzen Frist nicht ändern würde. Die Futures-Sätze stiegen zwar im Juli bis Anfang August an. Bis September wurde aber ein Teil dieser Bewegung wieder wettgemacht. Der Zinssatz des Futures mit Verfall kurz nach der Lagebeurteilung vom 15. September stieg nur geringfügig über 0,75%. Die Futures-Zinssätze aus dem Dezemberkontrakt 2005 sowie des März- und Junikontraktes 2006 liegen indessen höher und deuten damit darauf hin, dass die Märkte mittelfristig mit höheren kurzfristigen Zinsen rechnen (Grafik 3.2).

Die Unsicherheit der Finanzmarktteilnehmer über den Zinsverlauf bis Mitte Dezember ist relativ gering. Dies lässt sich aus der Differenz zwischen dem Terminzinssatz und dem mithilfe eines Zinsstrukturmodells geschätzten erwarteten Dreimonatssatz ablesen. Gemäss den Erwartungen vom 8. August betrug diese Differenz kurz nach der Lagebeurteilung von Mitte Dezember nur 7 Basispunkte, was auf eine geringe Risikoprämie hindeutet (Grafik 3.3).

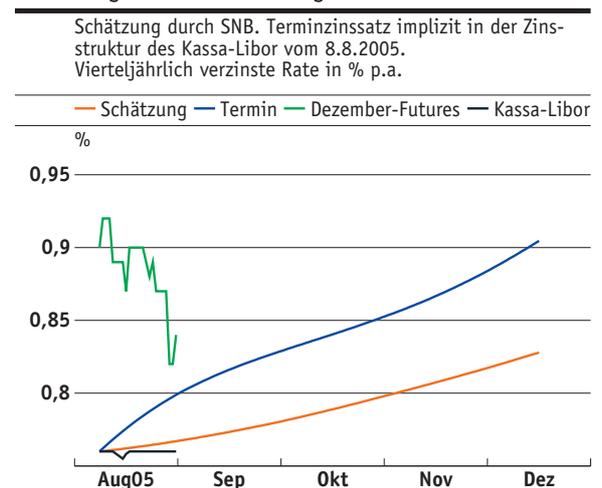
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Erwartungen des dreimonatigen Zinssatzes



Grafiken 3.1, 3.2, 3.3:
Quelle: SNB

Unterschiedliche Entwicklung der Kurzfristzinsen

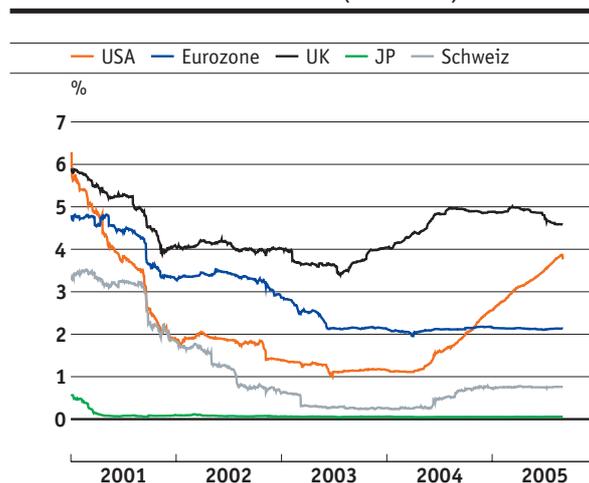
Ähnlich wie in der Schweiz blieben die kurzfristigen Zinssätze in der Euro-Zone weit gehend unverändert. Damit veränderte sich auch die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Franken- und Euroanlagen kaum. Mitte September belief sie sich auf 1,38 Prozentpunkte. Demgegenüber setzte die amerikanische Notenbank die schrittweise Anhebung ihrer Leit-zinsen fort. Gemessen am 3M-Libor stieg die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Dollar- und Franken-depots damit von rund 2,7 Prozentpunkten Mitte Juni auf 3,11 Prozentpunkte Mitte September.

Tiefe langfristige Zinsen

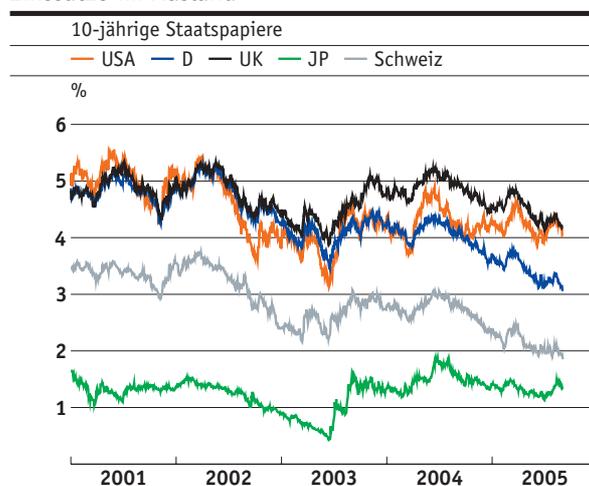
Die langfristigen Renditen stiegen im Juli bis Mitte August (Grafik 3.5). Die Rendite einer 10-jährigen US-Staatsanleihe erhöhte sich um mehr als 30 Basispunkte. Ein ähnlicher, wenn auch bescheidener Anstieg, konnte in Deutschland und Japan beobachtet werden. In der Schweiz hatte die Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe im Juni mit 1,9% ihr tiefstes Niveau erreicht. Sie erhöhte sich danach nur leicht auf etwas über 2%. In der zweiten Augushälfte setzte eine Gegenbewegung ein. Die schweizerischen und deutschen Renditen erreichten Anfang September einen neuen Tiefststand. Wie aus der Grafik 3.6 ersichtlich wird, hat sich die Zinsstruktur von nominalen Diskontanleihen in der Schweiz weiter abflacht. Insbesondere gaben die Renditen im sehr langen Laufzeitensegment nach.

Für das tiefe Niveau der langfristigen Renditen dürften verschiedene Faktoren verantwortlich sein. So sind z. B. Pensionskassen und Versicherer nicht zuletzt aus regulatorischen Gründen verstärkt gezwungen, ihr Asset-Liability-Management zu verbessern, was in der Regel durch einen höheren Anteil an langfristigen Obligationen in ihrem Portefeuille zu erreichen ist. Die zusätzliche Nachfrage treibt die Bondkurse in die Höhe und lässt spiegelbildlich deren Renditen sinken. Zudem haben sich die Inflationserwartungen dank den Erfolgen in der Geldpolitik der letzten Jahre auf tiefem Niveau stabilisiert. Dies führt nicht nur zu einer geringen Differenz zwischen Nominal- und Realzinsen, sondern hält auch die Prämie, die ein Anleger für das Inflationsrisiko entschädigt, tief. Im Weiteren sind die wechselkurspolitisch motivierten Käufe von in Dollar denominierten Staatsanleihen durch asiatische Länder, allen voran China und Japan, zu erwähnen. Aufgrund des internationalen Zinszusammenhangs wird der dadurch ausgeübte Druck auf die amerikanischen Obligatio-

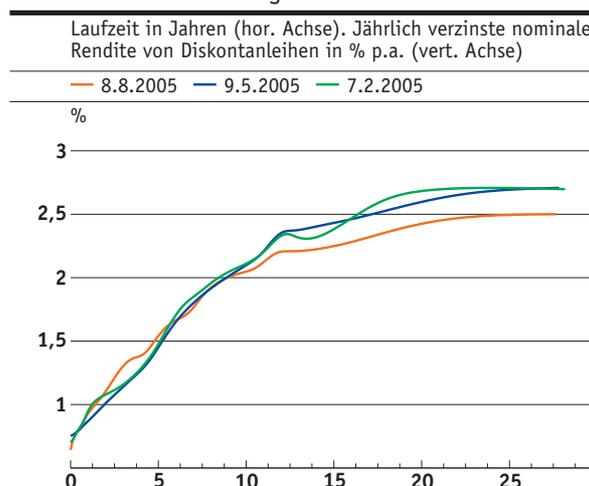
Grafik 3.4
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.5
Zinssätze im Ausland



Grafik 3.6
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafiken 3.4 und 3.6:
Quelle: SNB

Grafik 3.5:
Quellen: Thomson Datastream, SNB

nenrenditen auf andere Länder übertragen. In den geringen Kapitalmarktzinsen widerspiegeln sich schliesslich auch Erwartungen über das zukünftige Wirtschaftswachstum. Während ein kräftiges Wachstum mit steigenden Realzinsen einhergeht, bewirkt ein schwaches Wachstum tendenziell sinkende Realzinsen.

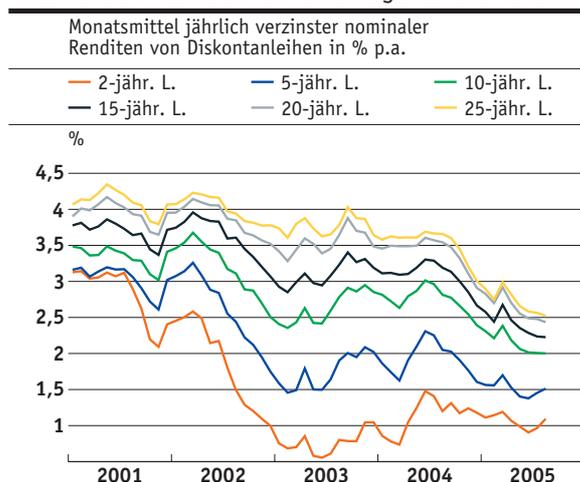
Verengung der Kreditzinsspannen

Die Entwicklung der Finanzierungskonditionen für Obligationenschuldner unterschiedlicher Bonität lässt sich anhand von Kreditzinsspannen (Credit-Spreads) darstellen. Die in den Grafiken 3.8 und 3.9 abgebildeten Kreditzinsspannen ergeben sich aus der Differenz der Renditen von Kantons- und Unternehmensanleihen zweier verschiedener Bonitäten zur Verzinsung einer entsprechenden Bundesobligation (siehe «Box: Einteilung von Anleihen in Bonitätsklassen», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 33). Alle Renditen beziehen sich auf Diskontanleihen mit einer 5-jährigen Laufzeit.

Die Grafiken zeigen, dass die Zinsspanne zwischen Unternehmensanleihen und Bundesanleihen seit Anfang Jahr leicht zurückgegangen ist. Dies gilt sowohl für erstklassige (Grafik 3.8) als auch für drittklassige (Grafik 3.9) Anleihen. Bei den erstklassigen Industrieanleihen verringerte sich die mit der Zinsspanne erfasste Kreditrisikoprämie von 50 Basispunkten Anfang Jahr auf rund 40 Basispunkte Ende August. Die Zinsspanne bei den drittklassigen Industrieanleihen ging seit Anfang Jahr von 80 auf 50 Basispunkte zurück.

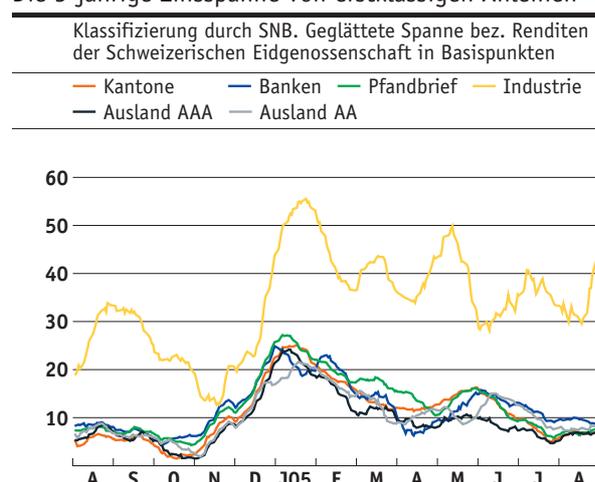
Das Risiko, dass ein Unternehmen Anleihen nicht mehr bedienen kann, ist in einer konjunkturellen Aufschwungsphase deutlich geringer als in einer Phase mit schwachem oder sinkendem Wirtschaftswachstum. Die Zinsspanne bietet sich deshalb als vorlaufender Indikator für die wirtschaftliche Aktivität an. Die seit Anfang Jahr zu beobachtende Verengung der Zinsspannen deutet auf verbesserte Konjunkturaussichten hin.

Grafik 3.7
Anleihsrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Quelle: SNB

Grafik 3.8
Die 5-jährige Zinsspanne von erstklassigen Anleihen



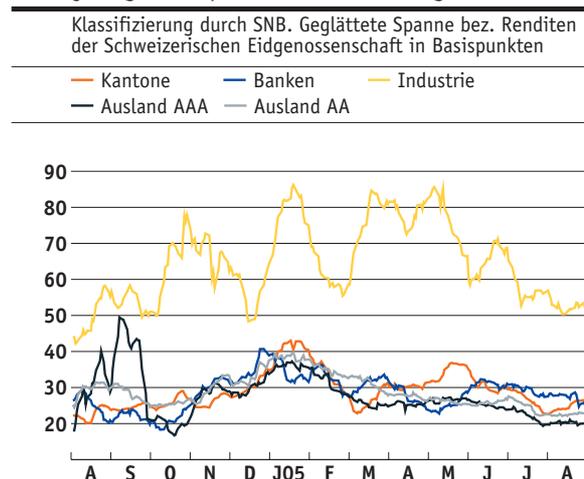
Quelle: SNB

Weiterhin negative kurzfristige Realzinssätze

Grafik 3.10 zeigt die Entwicklung des einjährigen Realzinses. Dieser ist als Differenz zwischen dem 12-monatigen Nominalzinssatz und dem über die Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen den Durchschnitt der Prognosen verschiedener Institute widerspiegeln («Konsensusprognose»: August 2005).² Der so berechnete reale Jahreszinssatz war im zweiten Quartal wie in den vorangegangenen elf Quartalen negativ. Er sank gegenüber der Vorperiode um 10 Basispunkte und betrug im Juni $-0,3\%$. Gemessen an den kurzfristigen realen Zinssätzen ist die Geldpolitik somit weiterhin expansiv.

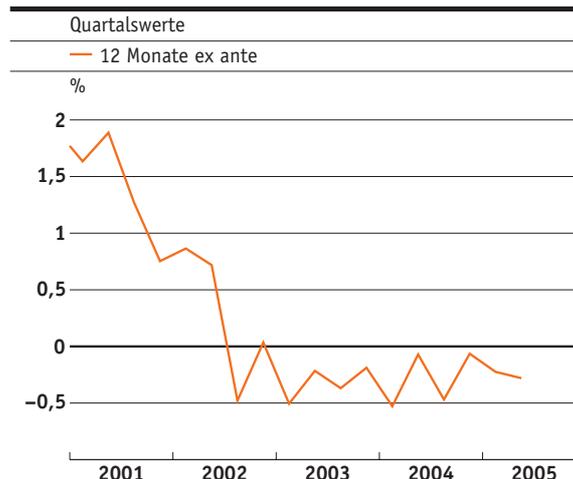
2 Vgl. Tabelle 1.1

Grafik 3.9
Die 5-jährige Zinsspanne von drittclassigen Anleihen



Quelle: SNB

Grafik 3.10
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

3.2 Wechselkurse

Dollarabschwächung

Der Dollarkurs veränderte sich im Juli gegenüber den wichtigen Währungen praktisch nicht. Trotz eines vergleichsweise kräftigen Wachstums der amerikanischen Wirtschaft und einer ausgeweiteten Zinsdifferenz zugunsten von Dollaranlagen verlor der Dollar im August wieder an Boden. Anfang September notierte er bei 1.22 CHF/USD und damit praktisch wieder auf dem Stand vom Frühjahr. Die Kursrelation des Frankens zum Euro blieb hingegen weit gehend stabil. Anfang September betrug sie 1.54 CHF/EUR (Grafik 3.11).

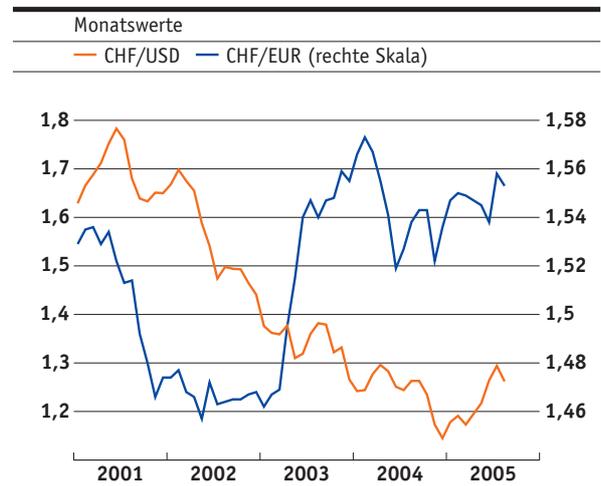
Der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens gegenüber den wichtigsten Handelspartnern bildete sich im Juli deutlich zurück. Er liegt unter dem Durchschnitt seit Anfang 1999. Gegenüber der europäischen Einheitswährung sank der exportgewichtete reale Frankenwert seit der Euroeinführung um beinahe 4% (Grafik 3.12).

Expansive monetäre Bedingungen

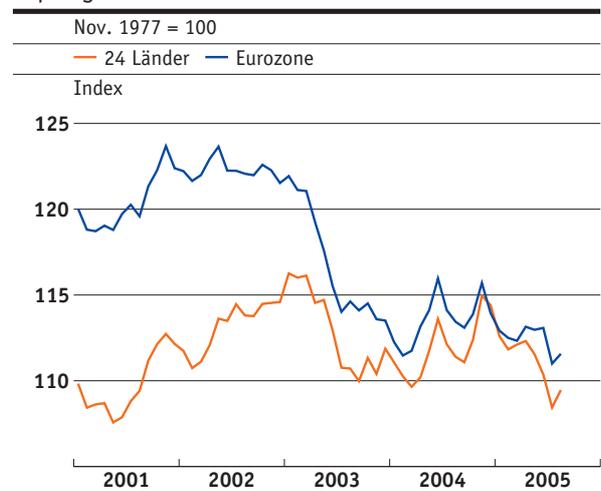
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor mit dem nominalen handelsgewichteten Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. In den in Grafik 3.13 abgebildeten Indizes sind die zwei Komponenten mit 5:1 und 3:1 gewichtet. Ein Indexanstieg deutet eine Straffung der monetären Bedingungen an (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27).

Gemessen am Verlauf des MCI wurden die monetären Bedingungen in der Schweiz bis Ende Juli expansiver, was bei praktisch unveränderten Kurzfristzinsen die Abschwächung des Schweizerfrankens widerspiegelt. Im August setzte eine Gegenbewegung ein; der MCI lag Ende des Monats praktisch wieder auf der Nulllinie, was unveränderten monetären Bedingungen seit der letzten Lagebeurteilung entspricht.

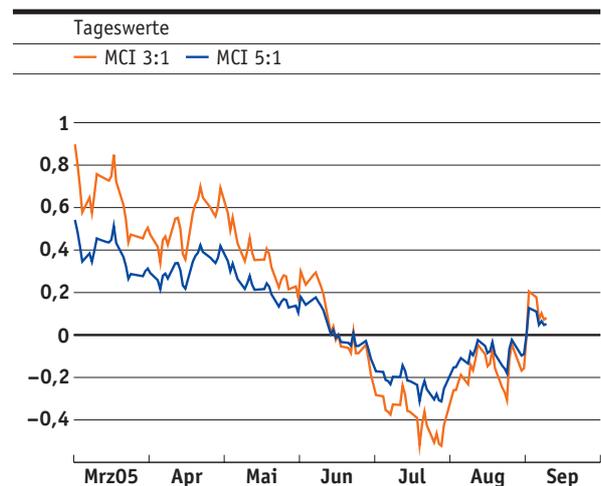
Grafik 3.11
Devisenkurse



Grafik 3.12
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.13
MCI nominal



Grafiken 3.11, 3.12, 3.13:
Quelle: SNB

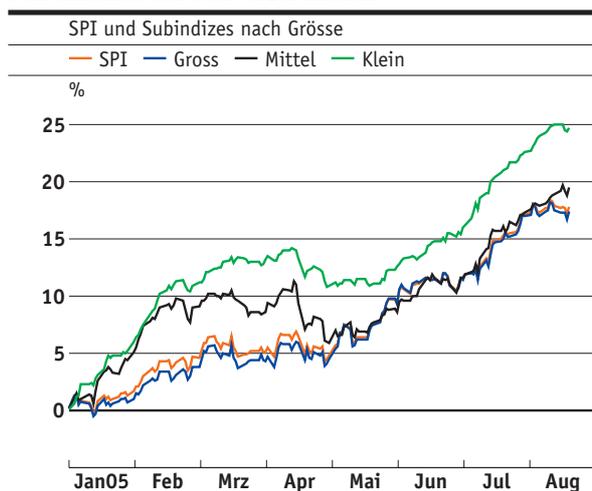
3.3 Aktien- und Immobilienpreise

Anstieg der Aktienmärkte

Im Berichtszeitraum setzte sich die Aufwärtsbewegung der Aktienkurse in Europa und Japan fort. In den USA hingegen stagnierten die Aktienkurse. Der schweizerische Aktienmarkt verzeichnete eine der stärksten Zunahmen in Europa. Der Swiss Performance Index (SPI) erhöhte sich seit Anfang Jahr um 17%. Sämtliche Sektoren und Unternehmungen unterschiedlicher Grösse waren an dieser günstigen Entwicklung beteiligt. Am stärksten nahmen die Bewertungen im Industrie- und Hochtechnologie-Sektor zu. Im Allgemeinen stiegen die Aktienkurse kleinerer Firmen am stärksten.

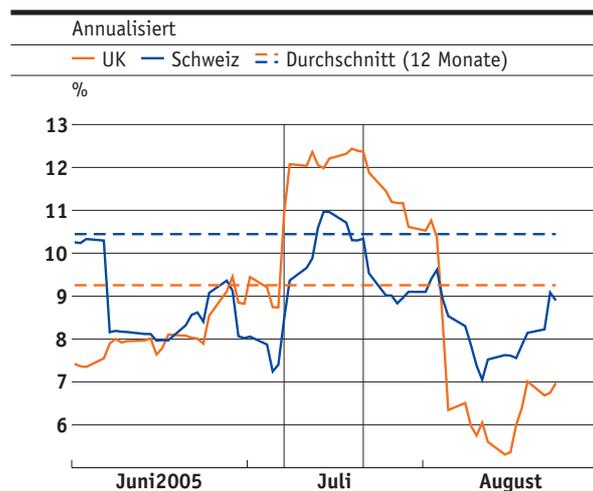
Der SPI erreichte gleich wie die wichtigsten ausländischen Indizes den höchsten Stand seit 2002. Die Bombenanschläge in London vom vergangenen Juli konnten diesem Aufwärtstrend praktisch nichts anhaben. Dies lässt sich aus den im historischen Vergleich geringen Index-Fluktuationen ersehen. Wie die Grafik 3.15 zeigt, lag die Volatilität der britischen Aktien nur während drei Wochen nach dem ersten Anschlag leicht über ihrem Trend der letzten zwölf Monate. Der Anstieg der Aktienmärkte dürfte hingegen von der Ölpreisentwicklung gebremst worden sein.

Grafik 3.14
Performance der Schweizer Aktien



Quelle: Swiss Exchange (SWX)

Grafik 3.15
Aktienkursvolatilität



Die vertikalen Linien markieren die Daten der beiden Anschläge (7. und 21. Juli).

Quelle: Thomson Datastream

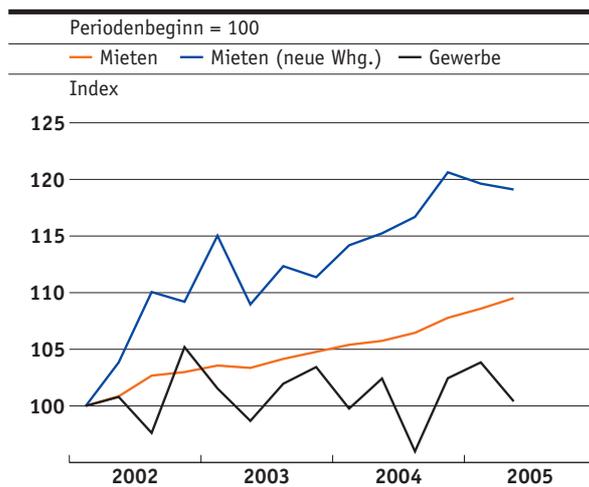
Stabilere Immobilienpreise

Die Preisentwicklung am Immobiliensektor war im zweiten Quartal von gegenläufigen Bewegungen gekennzeichnet. Auf der einen Seite wurde der seit Anfang 2000 beobachtbare Anstieg der Preise für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser im zweiten Quartal gestoppt. Auf der andern Seite nahmen die Wohnungsmieten generell weiter zu (Grafik 3.16). Die Mieten neuer Wohnungen verbilligten sich indessen zum zweiten aufeinander folgenden Mal, nachdem sie seit dem letzten Quartal 2003 ununterbrochen gestiegen waren. Unter der Annahme, dass neue Wohnungen aktuellere Informationen über den Immobilienmarkt enthalten, könnte dies auf eine Trendwende hinweisen. Die Mieten für Gewerbe-

flächen deuten nach wie vor keinen Trend an. Sie befinden sich auf dem Niveau, das sie seit 1996 im Durchschnitt aufweisen. Die Büromieten verharrten weiter auf dem Anfang 2003 erreichten Stand.

Mit Ausnahme der Mieten für Gewerbe- sowie Büroflächen sind die Preise auf dem schweizerischen Immobilienmarkt in den letzten Jahren gestiegen, nachdem sie sich während der 90er-Jahre stark zurückgebildet hatten. Die Verteuerung der Immobilien dürfte weitgehend auf die expansive Geldpolitik und die tiefen Hypothekensätze zurückzuführen sein. Hinsichtlich der weiteren Entwicklung des Immobilienmarktes ist im Auge zu behalten, dass ein Zinsanstieg zu einer Bewertungskorrektur führen könnte.

Grafik 3.16
Mieten



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

Starkes Wachstum der Termineinlagen

Die Geldmenge M_1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) und die Geldmenge M_2 (M_1 plus Spareinlagen) lagen im August nur leicht über dem Stand vor Jahresfrist (0,2%). Dagegen stieg die Geldmenge M_3 (M_2 plus Termineinlagen) im gleichen Zeitraum kräftig (5,6%). Dieses hohe Wachstum resultiert aus einem massiven Anstieg der Termineinlagen (43,4%).

Anhand des Transaktionsvolumens in der Wirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung kann eine Gleichgewichtsgeldmenge als Mass für die angemessene Geldversorgung der Wirtschaft berech-

net werden (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik 1/2005, S. 33). Liegt die aktuelle Geldmenge über dieser Gleichgewichtsgeldmenge, so ist die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft zu reichlich. Bei einem so definierten Liquiditätsüberhang (ECM-Konzept) besteht die Gefahr höherer Inflationsraten in den folgenden vier bis sechs Quartalen. Grafik 3.18 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge M_3 von ihrem Gleichgewichtswert. Um der Modellunsicherheit Rechnung zu tragen, wurden zwei verschiedene Modellvarianten geschätzt. Da die Schätzungen keinen bzw. nur geringen (ECM-)Geldüberhang ergeben, besteht kaum ein Preisrisiko in den nächsten ein bis eineinhalb Jahren.

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

	2003	2004	2004			2005				
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
Notenbankgeldmenge²	40,4	41,7	41,7	41,1	41,8	42,1	41,6	41,4	41,2	41,3
<i>Veränderung³</i>	5,3	3,2	4,5	0,2	0,7	-0,5	-0,2	-0,6	-1,9	2,1
$M_1$²	273,5	288,5	295,5	281,9	279,1	283,0	279,8	285,6	283,8	283,8
<i>Veränderung³</i>	21,9	5,5	8,2	1,0	-4,8	-4,9	-5,3	-1,8	-0,1	0,2
$M_2$²	475,1	495,6	503,5	488,3	485,4	491,2	488,0	493,1	490,8	491,4
<i>Veränderung³</i>	17,4	4,3	6,0	1,2	-2,6	-2,8	-3,1	-0,9	0,1	0,2
$M_3$²	544,9	562,5	563,6	557,9	564,8	576,6	583,2	590,3	594,4	591,1
<i>Veränderung³</i>	8,3	3,2	3,4	1,9	1,4	2,3	3,5	5,1	6,9	5,6

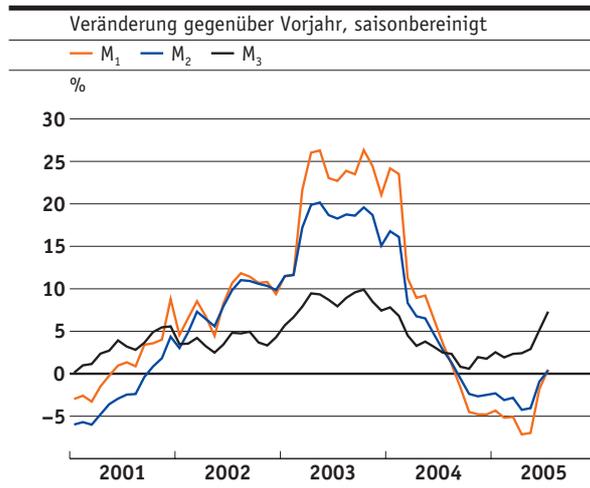
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

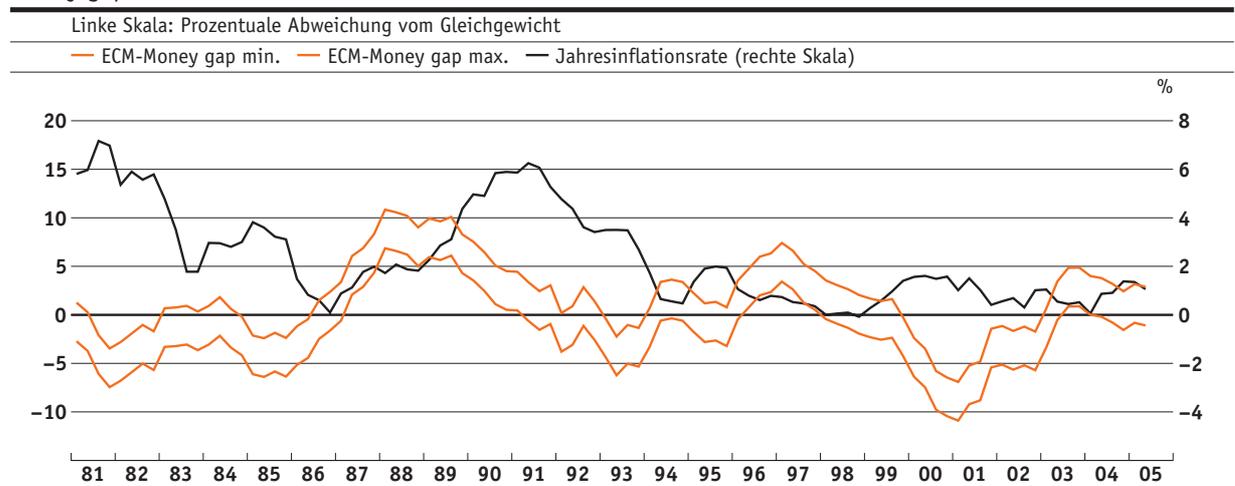
3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.17
 Monetäre Aggregate



Grafik 3.18
 Money gap und Jahresinflationsrate



Grafiken 3.17 und 3.18:
 Quelle: SNB

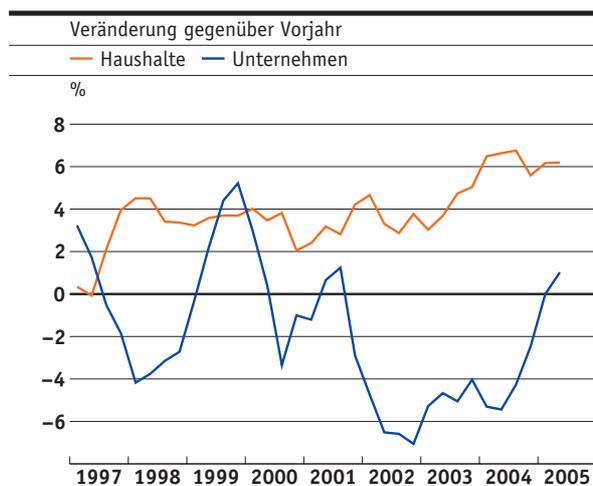
3.5 Kredite

Höheres Kreditwachstum

Die Bankkredite stiegen im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 3,8%. Im Juli überstiegen sie ihren Vorjahreswert um 4,4%. Das Kreditwachstum an Haushalte betrug im zweiten Quartal 6,2%. Die Kredite an Unternehmen lagen im zweiten Quartal zum ersten Mal seit Mitte 2001 wieder über ihrem Vorjahresstand. Der seit Ende 2002 feststellbare Anstieg der Hypothekarforderungen, die hauptsächlich an Haushalte vergeben werden, setzte sich im zweiten Quartal mit 5,1% fort.

Die übrigen Kredite, die seit Mitte 2001 kontinuierlich schrumpfen, scheinen sich allmählich zu stabilisieren. Die kontinuierliche Abnahme dieser Kreditkategorie ist auf die ungedeckten übrigen Kredite zurückzuführen. Die gedeckten übrigen Kredite steigen dagegen seit 2003 trendmässig an. Im zweiten Quartal 2005 gingen die übrigen Kredite im Vorjahresvergleich nochmals leicht zurück. Im Juli lagen sie dank dem Wachstum der gedeckten Kredite um 1,0% über dem Vorjahr.

Grafik 3.19
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite¹

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2003	2004	2004			2005				
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli
Total	2,1	3,6	3,4	4,0	3,6	3,6	3,8	3,9	3,9	4,4
Hypothekarforderungen	5,6	5,4	5,4	5,4	5,2	5,1	5,1	5,1	5,1	5,2
Übrige Kredite	-8,7	-3,1	-3,8	-1,2	-2,6	-1,9	-1,2	-1,2	-0,8	1,0
davon gedeckt	-10,7	3,2	3,5	7,2	4,0	3,5	-0,1	0,3	-2,6	4,0
davon ungedeckt	-7,4	-7,1	-8,4	-6,6	-6,8	-5,7	-1,9	-2,3	0,4	-1,2

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 wird die maximale Wirkung geldpolitischer Impulse auf die Inflationsrate nach rund drei Jahren erreicht. 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. Die Inflationsprognose, die Definition der Preisstabilität und das Zielband für den Dreimonats-Libor sind die Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB.

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Die Inflationsprognose der SNB ist in ein internationales Konjunkturszenario eingebettet. Es stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Aus der Tabelle 4.1 können die wichtigsten exogenen Annahmen im Vergleich zu denjenigen der Juni-Prognose ersehen werden.

Trotz Ölpreisanstieg Beschleunigung der Weltkonjunktur

Die weltwirtschaftlichen Annahmen haben sich in einigen Punkten im Vergleich zur Lagebeurteilung im Juni etwas verändert. Die wichtigste Änderung betrifft den Erdölpreis. Während in der Juni-Prognose eine langsame Rückbildung von 51 USD/Barrel im zweiten Quartal 2005 auf 40 USD/Barrel gegen Ende des Prognosezeitraumes unterstellt wurde, wird neu ein während der gesamten Prognose bei 58 USD/Barrel notierender Erdölpreis angenommen. Die höheren Erdölpreise bremsen die Konjunkturerholung in Europa leicht. Die angenommenen Wachstumsraten sind dementsprechend bis 2006 etwas tiefer als für die Juni-Prognose. Für die USA wird hingegen angenommen, dass die Nachfragestärke die wachstumshemmenden Effekte höherer Erdölnotierungen überkompensiert, so dass das BIP-Wachstum sogar leicht stärker ausfällt als in der Juni-Prognose. Für den Dollar/Euro-Wechselkurs wird ein Wert von 1.21 unterstellt, gegenüber 1.30 im Juni.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2005	2006	2007
Inflationsprognose September 2005			
BIP USA ¹	3,6	3,6	3,4
BIP EU-15 ¹	1,4	2,0	2,4
Wechselkurs USD/EUR ²	1,25	1,21	1,21
Ölpreis in USD/Barrel ²	53,3	58,0	58,0
Inflationsprognose Juni 2005			
BIP USA ¹	3,4	3,6	3,4
BIP EU-15 ¹	1,5	2,1	2,4
Wechselkurs USD/EUR ²	1,30	1,30	1,30
Ölpreis in USD/Barrel ²	49,0	45,4	42,8

1 Veränderung in %

2 Niveau

Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

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

Die Umsetzung dieses Auftrages hat die SNB in einem dreiteiligen geldpolitischen Konzept präzisiert. Erstens versteht die SNB unter Preisstabilität einen Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) von weniger als 2% pro Jahr. Damit berücksichtigt sie die Tatsache, dass der LIK die effektive Teuerung leicht überzeichnet. Gleichzeitig lässt sie zu, dass die Teuerung im Konjunkturzyklus etwas schwankt. Zweitens fasst die SNB ihre 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 Dreimonats-Libor des Schweizerfrankens 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 3. Quartal 2005 bis 2. Quartal 2008

Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Grafik 4.1 zeigt die Inflationsprognose vom September 2005 zusammen mit den Inflationsprognosen vom Juni und März. Die neue Prognose erstreckt sich vom dritten Quartal 2005 bis zum zweiten Quartal 2008. Sie beruht auf einem konstanten Dreimonats-Libor von 0,75%, dem Mittelwert des am 15. September 2005 von der SNB bestätigten Zielbandes für den Dreimonatssatz von 0,25%–1,25%.

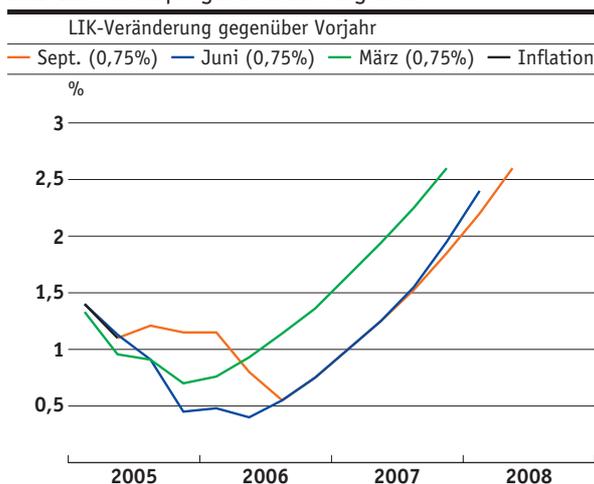
Die neue Inflationsprognose liegt bis Mitte 2006 über der Prognose vom Juni. Die in der kurzen Frist erwartete höhere Teuerung ist weitgehend auf die deutlichen Preissteigerungen bei den Erdölprodukten (Heizöl und Treibstoffe) zurückzuführen. Die Preise der übrigen Waren und Dienstleistungen steigen dagegen weiterhin nur geringfügig. Dazu trägt zum einen die weiterhin negative Produktionslücke bei. Bei den Waren, vor allem bei den Gütern des täglichen Bedarfs, sorgt ausserdem der starke Wettbewerb im Detailhandel für einen anhaltenden Preisdruck. Unter der Annahme eines unveränderten Dreimonatssatzes von 0,75% verharrt die prognostizierte Inflation vom dritten Quartal 2005 bis zum ersten Quartal 2006 bei 1,2%. Im Durchschnitt des laufenden Jahres wird eine Jahresinflationsrate von 1,2% erwartet.

Auf mittlere Sicht, d. h. über einen Zeitraum von ein bis zwei Jahren, hängt die Inflationsentwicklung entscheidend von den Konjunkturaussichten ab. Die SNB rechnet nach wie vor damit, dass das reale BIP im laufenden Jahr in der Grössenordnung von 1% wachsen wird. Aufgrund der moderaten Konjunktur und einer nur langsamen Erholung am Arbeitsmarkt sind keine Zweitrundeneffekte als Folge des erhöhten Erdölpreises zu erwarten. Unter der Annahme einer Stabilisierung der Erdölpreise beginnt die prognostizierte Inflation Anfang 2006 infolge eines statistischen Basiseffekts zu sinken. Erst ab Ende 2006 dürfte die erwartete Auslastung der volkswirtschaftlichen Ressourcen zu einem Teuerungsanstieg führen. Bei einem gleich bleibenden Dreimonats-Libor von 0,75% rechnet die SNB für 2006 mit einer Jahres-teuerung von 0,8%, gegenüber 0,5% im Juni.

Bei einem unveränderten Dreimonats-Libor von 0,75% und der damit einhergehenden hohen Liquidität würde sich der Teuerungsdruck in der längeren Frist beschleunigen. Am Ende des Prognosezeitraumes käme die Inflation auf 2,6% zu stehen. Von der monetären Seite geht somit unvermindert ein Risiko für die Preisstabilität in der längeren Frist aus.

Die SNB beabsichtigt, den Dreimonatssatz weiterhin im Bereich von 0,75% zu halten. Bei einem in den nächsten drei Jahren auf diesem Niveau verbleibenden Zinssatz wäre gemäss der Inflationsprognose vom September die Preisstabilität ab Ende 2007 verletzt. Wenn sich die Konjunkturerholung bestätigt, wird die SNB ihren seit langem expansiven geldpolitischen Kurs korrigieren.

Grafik 4.1
SNB-Inflationsprognosen im Vergleich



Quelle: SNB

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2005

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 von Juni bis August 2005 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Aus den Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 140 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich weiterhin ein günstiges Konjunkturbild. Die in der vorangegangenen Gesprächsrunde registrierte konjunkturelle Verbesserung setzte sich fort und die branchenmässigen Unterschiede wurden tendenziell kleiner. Insgesamt scheint damit die konjunkturelle Erholung an Breite gewonnen zu haben.

Besonders zufrieden äusserten sich die Gesprächspartner aus der Exportindustrie und der Bauwirtschaft. Innerhalb des Dienstleistungssektors sah sich der Detailhandel weiterhin einem schwierigen Geschäftsumfeld gegenüber, während der Tourismussektor die Lage als zufrieden stellend beurteilte. Die Banken, das Transportgewerbe sowie andere unternehmensbezogene Dienstleistungen meldeten einen anziehenden Geschäftsgang. Der Preisdruck blieb jedoch in allen Sektoren ausgeprägt. Nur in wenigen Fällen gelang es, Kostensteigerungen auf die Kunden zu überwälzen.

Bei den Investitionen blieb die Steigerung der Produktivität oberstes Gebot, was oft eine weitere Rationalisierung der Produktion bedeutete; Erweiterungsinvestitionen blieben die Ausnahme. Dies gilt für die Industrie und – in noch stärkerem Masse – für wichtige Branchen des Dienstleistungssektors, insbesondere die Banken und den Detailhandel. Als Folge davon sahen nur wenige Gesprächspartner eine Erhöhung des Personalbestandes vor.

1 Produktion

Industrie

Von den befragten, stark exportorientierten Industrieunternehmen meldeten fast alle für den Zeitraum Juni bis August eine gute bis sehr gute Umsatzentwicklung. Aufgrund des hohen Auftragsbestandes wurden die Aussichten bis Ende Jahr mehrheitlich positiv eingeschätzt. Die wichtigsten Impulse gingen weiterhin von Asien, den USA sowie Osteuropa aus. Dagegen wurden die Verkäufe in die drei grossen europäischen Länder Deutschland, Frankreich und Italien weiterhin mehrheitlich als verhalten bis schlecht eingestuft.

Zu den besonders dynamischen Branchen gehörten weiterhin die Uhrenindustrie, die chemisch-pharmazeutische Industrie sowie der Medizinalbereich. Eine gute Umsatzentwicklung meldeten auch die Metallindustrie und die Werkzeugmaschinenindustrie, während sich die Vertreter des allgemeinen Maschinenbaus verhaltener äusserten. Als schwierig wurde die Lage von den Gesprächspartnern aus der Textilindustrie beurteilt. Neben dem gedrückten Konsumverhalten bekam diese Branche auf dem europäischen Exportmarkt die Abschaffung der chinesischen Importquoten zu spüren. Weiterhin zuversichtlich blieben dagegen die Unternehmen im Bereich der technischen Textilien, insbesondere für die Automobilindustrie.

Dienstleistungen

Der Detailhandel beurteilte die Geschäftslage weiterhin als schwierig. Die Kunden galten unverändert als zurückhaltend und ausgesprochen preisbewusst. Dies bereitet insbesondere den Geschäften im mittleren Preissegment, aber auch den kleineren Spezialgeschäften Sorgen, während die Billiganbieter sowie das Luxussegment mehrheitlich eine zufriedenstellende bis gute Umsatzentwicklung meldeten.

Die Hotellerie äusserte sich zur Sommersaison im Allgemeinen zufrieden und verzeichnete gegenüber dem Vorjahr höhere Gästezahlen aus dem In- und Ausland. Dies galt sowohl für die typischen Feriendestinationen als auch für die Städte, die von der Belegung des Geschäfts- und Konferenztourismus profitierten. Die Restaurateure beurteilten dagegen die Geschäftslage als sehr schwierig. Die Gäste konsumieren verhalten die Preise befinden sich infolge der grossen Konkurrenz unter Druck.

Einen sehr guten Geschäftsgang wies das Transportgewerbe auf, und zwar sowohl beim Reise(Luft)-verkehr, wo das Passagieraufkommen deutlich stieg,

als auch bei den Gütertransporten. Im IT-Sektor bestätigte sich die seit einiger Zeit beobachtete Aufhellung. Die Investitionsbereitschaft der Unternehmen zieht an, nachdem sich ein grosser Ersatzbedarf aufgestaut hat. Davon profitierten sowohl der IT-Grosshandel auch die IT-Beratung. Zufrieden äusseren sich auch die Gesprächspartner aus der allgemeinen Unternehmensberatung, wobei sich insbesondere die global orientierten Kunden sehr dynamisch entwickelten.

Einen guten Geschäftsverlauf – mit steigenden Mittelzuflüssen und Kundenausleihungen – meldeten auch die Banken. Eine wichtige Stütze blieb das Hypothekengeschäft, während sich der Bereich der Unternehmenskredite weiterhin schleppend entwickelte. Viele Unternehmen nutzten ihre verbesserte Liquidität, um Bankschulden abzubauen. Der Konkurrenzdruck blieb ausserordentlich stark. Die Aussage, wonach die Kreditvergabe weiterhin nach strengen Massstäben erfolge, blieb nicht unwidersprochen. Das Vermögensverwaltungsgeschäft wurde nicht zuletzt dank der günstigen Börsenentwicklung als sehr gut bezeichnet, wobei unverändert auf den harten Wettbewerb und den Kostendruck hingewiesen wurde.

Bau

Die im Hochbau tätigen Bauunternehmen schätzten die Auftragslage und Auslastung als gut bis ausgezeichnet ein. Dies gilt insbesondere für die Grossregion Basel, das Genferseegebiet und die Zentralschweiz, in vermehrtem Masse aber auch für die entlegeneren Gebiete. Die Hauptstütze bildete nach wie vor der kräftig expandierende Wohnungsbau, von dem auch das Bauausbaugewerbe profitierte. In vielen Fällen garantiert der Arbeitsvorrat bis in das Jahr 2006 hinein Vollbeschäftigung. Von einer bevorstehenden Abkühlung war kaum mehr die Rede. Einzelne Gesprächspartner sahen eine gewisse Belebung des Geschäftsbaus, während der Tiefbau in den meisten Regionen unverändert als flau oder gar als weiter rückläufig bezeichnet wurde.

2 Arbeitsmarkt

Für den Arbeitsmarkt gab es noch kaum Zeichen einer Besserung. Mit der Ausnahme stark expandierender Branchen wie der Medizinal- und Biotechnologie vermochten die meisten Unternehmen die Produktion mit dem bestehenden Personalbestand zu bewältigen. Rationalisierungsmassnahmen wie auch Standortverlagerungen ins Ausland, die oft mit einem Abbau von Stellen verbunden sind, blieben ein Thema. Dies galt sowohl für die Industrie als auch für den Dienstleistungssektor, insbesondere die Banken und den Detailhandel. Wenn Einstellungen vorgenommen wurden, dann oft auf temporärer Basis. Auf die Personenfreizügigkeit mit der EU angesprochen, hoben viele Unternehmen die Vereinfachung im administrativen Bereich hervor. Bei der Rekrutierung von Arbeitskräften sahen sie keine Veränderungen. Gewisse hoch qualifizierte Spezialisten lassen sich auf dem schweizerischen Arbeitsmarkt nicht finden, so dass heute wie früher auf die ausländischen Arbeitsmärkte zurückgegriffen werden muss.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Der Druck auf die Verkaufspreise und Margen gilt über alle Branchen hinweg ausgesprochen stark, sieht man von einigen hoch spezialisierten Nischenproduzenten ab. Kostensteigerungen, wie sie sich beispielsweise aus der Verteuerung des Erdöls ergaben, liessen sich kaum überwälzen und gingen zulasten der Margen. Besonders betroffen waren transportintensive Branchen oder Unternehmen, welche auf Erdöl basierende Produkte herstellen oder solche Vorprodukte beziehen. Auch sahen sich die meisten Unternehmen nicht in der Lage, die Wechselkursverluste, die sich aus der Tieferbewertung des Dollar ergeben, durch höhere Preise zu kompensieren. Trotz der guten Geschäftslage meldete auch die Bauwirtschaft einen sehr harten Wettbewerb und einen unverändert starken Druck auf die Preise.

Kein Anlass zur Besorgnis bot der Euro-Kurs. Die Entwicklung des Dollarkurses wurde aber von vielen Gesprächspartnern nach wie vor als erheblicher Risikofaktor angeführt.

Rezepte erfolgreicher Unternehmen

Thomas Kübler, Delegierter für regionale Wirtschaftskontakte, Basel

1 Ausgangslage

Die schweizerische Volkswirtschaft leidet an einer Wachstumsschwäche. Seit Jahren liegt das Wachstum des Bruttoinlandprodukts zum Teil deutlich hinter jenem anderer Volkswirtschaften zurück. Wenn auch das Ausmass der Wachstumslücke und die Wahl der geeigneten Indikatoren zur Messung der Wachstumsdifferenz umstritten sind, wird der Aussage, dass die Schweiz einen Malus aufweist, kaum widersprochen.

Nicht alle Sektoren und Zweige sind von der Wachstumsschwäche gleichermassen betroffen. Gemeinhin werden die binnenmarktorientierten Branchen als wichtige Verursacher der relativen Wachstumsschwäche der gesamten Volkswirtschaft identifiziert. Dank Abschottung vor (internationaler) Konkurrenz seien ihre Preise vergleichsweise zu hoch und das Wachstum der Branche tief. Im Gegensatz dazu seien die vorab exportorientierten Unternehmen seit jeher dem globalen Wettbewerb ausgesetzt gewesen, hätten sich deshalb schon früh spezialisiert und seien deutlich wettbewerbsfähiger. Als Indikator für diesen Sachverhalt wird häufig die unterschiedliche Arbeitsproduktivität zwischen binnenmarkt- und exportorientierten Unternehmen herangezogen.

Tatsächlich sind die Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Branchen der schweizerischen Volkswirtschaft auffallend, insbesondere auch im internationalen Branchenvergleich. Es zeigt sich aber auch, dass unterschiedliche Wachstumsraten nicht allein mit der Exportquote erklärt werden können. Zudem entwickeln sich einzelne Unternehmungen innerhalb derselben Branche ebenfalls sehr unterschiedlich, sind doch die Branchen kein homogenes Aggregat von Unternehmungen.

2 Fragestellung und Relevanz

Verschiedene Branchen einer Volkswirtschaft oder auch verschiedene Unternehmungen einer Branche können also sehr unterschiedliche Wachstumsraten aufweisen. Was unterscheidet aber erfolgreiche von erfolglosen Unternehmungen? Gibt es Erfolgsfaktoren, die eine allgemeine, generelle Gültigkeit besitzen? Kann die Wirtschaftspolitik allenfalls gar Impulse für eine erfolgreiche unternehmerische Tätigkeit geben?

Eine mikroökonomische Betrachtungsweise ist für die an sich makroökonomische Fragestellung durchaus angemessen. So hat etwa die OECD in der jüngeren Vergangenheit zunehmend Ressourcen zur Erforschung des unmittelbaren unternehmerischen Umfelds bereitgestellt. Im Mittelpunkt stehen dabei Fragen nach der optimalen Ressourcenallokation in relativ eng abgegrenzten Branchen (Marktein- und -austritte von neuen bzw. reifen Unternehmungen) sowie der (Produktivitäts-)Entwicklung existierender Unternehmungen.

3 Untersuchung

Zur Beantwortung der Grundfrage, ob es Erfolgsrezepte für Unternehmenswachstum gibt, haben die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank (SNB) im Frühjahr 2004 im Rahmen ihrer regelmässigen Spezialberichterstattung eine Reihe von Interviews mit Unternehmen durchgeführt. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse, die durch weitere Erkenntnisse aus Unternehmensbesuchen angereichert wurden, kurz zusammengefasst.

3.1 Unternehmensauswahl und -statistik

Die Unternehmungen wurden aus allen Regionen der Schweiz ausgewählt. Als Erfolgskriterien wurden Umsatzwachstum, Rentabilität und Arbeitsplatzwachstum herangezogen. In Ermangelung einer repräsentativen und nach objektiven Kriterien aufgebauten Datenbank über erfolgreiche Unternehmungen oblag es den Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte, aus den jeweiligen Regionen im obigen Sinne erfolgreiche Unternehmungen auszuwählen.

Für die Untersuchung wurden 43 Unternehmensbesuche ausgewertet. Die Unternehmen gehören Branchen an, die rund 45% der gesamten Wertschöpfung der schweizerischen Volkswirtschaft abdecken. Zählt man zur Grundgesamtheit nur die Branchen, deren Unternehmen einen kommerziellen Zweck verfolgen (also ohne öffentliche Verwaltung, Verbände etc.), so ist die Abdeckung deutlich höher. Die besuchten Unternehmen sind überdurchschnittlich produktiv und weisen ein über dem Branchendurchschnitt liegendes Wachstum auf.

Weiter zeichneten sich die Unternehmen durch folgende in Tabelle 2 zusammengestellten Merkmale aus: Zum einen handelt es sich ausschliesslich um Klein- und Mittelunternehmen (KMU) und zum andern um mehrheitlich Familien-AGs, die wiederum zu mehr als der Hälfte der Fälle durch den Patron geführt wurden.

Besuchte Unternehmen

Tabelle 1

Branche NOGA ¹	Anzahl Besuche	Veränderung des nominellen Umsatzes in % p.a. über mind. die letzten 5 Jahre ²	Nomineller Umsatz pro Mitarbeiter 2002 in 1000 CHF ²
Nahrungsmittel/Bonbon	7	4–6% (> 10%; > 20%)	230/1000
Textil und Bekleidung	2	6–14%	330
Chemie/Pharma	5	15–20%	400–600
Kunststoff/Verpackungen	2	10–15%	250
Metall	4	7–9%	250–350
Maschinen- und Fahrzeugbau	5	8–10% (30%)	150–450
Elektrotechnik/Medizinaltechnik	7	10–15%/25%	200–360
Detailhandel	3	< 10% (15%)	250–350
Gastgewerbe	2	k.A.	k.A.
Verkehr	2	10%	160
Unternehmensdienstleistungen	2	30%	150–250
Diverse	2	k.A.	320–500

1 Allg. Systematik der Wirtschaftszweige, BFS; eigene Branchenzuteilung der befragten Unternehmen

2 Spannweite der Antworten, Extremwerte in Klammern

Quelle: Eigene Befragungen

3.2 Fragenkatalog

Folgende Themen wurden mit den Unternehmen besonders diskutiert:

Marktentwicklung

- In welchem Marktumfeld bewegt sich das Unternehmen?

Produktinnovation

- Was ist Innovation?
- Wodurch werden Innovationen ausgelöst? Handelt es sich um einen strukturierten Prozess?
- Welche Rolle spielt die Produktinnovation für den Erfolg?
- Welche Rolle spielen Innovations-Cluster (Nähe zu Universitäten/Fachhochschulen, Konkurrenten, Kunden oder Vorleister)?

Prozessinnovation

- Welche Bedeutung kommt der Optimierung, Erneuerung von Unternehmensprozessen zu?
- Dienen Prozessinnovationen der Kostenreduktion, der Veränderung des Standortportefeuilles oder entstehen dadurch gar neue Geschäftsmodelle?

Marktbearbeitung

- Wie ist die Marktbearbeitung organisiert, welchen Stellenwert nimmt sie in der Unternehmensführung ein?

Qualitative Aspekte

- Wie wichtig sind so genannte weiche Faktoren wie Unternehmenskultur, Führungseigenschaften des Managements oder allgemein die Qualifikationen der Belegschaft?

4 Ergebnisse

Die Umfrage hat ergeben, dass es keine eigentlichen Rezepte für Unternehmenserfolg gibt, ganz zu schweigen, dass sie allgemeine Gültigkeit hätten. Trotzdem kristallisierten sich folgende Merkmale erfolgreichen unternehmerischen Verhaltens heraus:

- **Umfeldanalyse:** Erfolgreiche Unternehmen kennen ihr Marktumfeld und die Faktoren, welche die Märkte bewegen. Sie setzen sich intensiv mit ihren Konkurrenten, deren Strategie und damit ihrem Wettbewerbsumfeld sowie rechtlichen und allenfalls politischen Rahmenbedingungen auseinander.
- **Flexibilität:** Eine «Strategie aus einem Guss», die einmal entwickelt und dann erfolgreich umgesetzt wird, ist kaum je anzutreffen. Die Gespräche vermitteln den Eindruck, dass jene Unternehmen erfolgreich sind, denen es gelingt, sich rasch und immer wieder auf Veränderungen im Umfeld oder in der Unternehmung selbst anzupassen. Was ex post logisch und stringent zusammen passt und als Strategie wahrgenommen wird, ist selten ex ante genau so geplant gewesen.
- **Differenzierung:** Längerfristig haben Unternehmen nur Erfolg, wenn es ihnen gelingt, sich von den Konkurrenten zu unterscheiden. Erfolgreiche Unternehmen sind besser als ihre Mitbewerber, entweder indem sie bei gleicher Qualität günstiger sind oder andere, bessere Qualität (Produkte) anbieten.

Weitere Merkmale der befragten Unternehmen

Tabelle 2

Zahl der Mitarbeiter	Anzahl Unternehmen	Publikums-gesellschaft	Familien-AG oder privat gehaltene AG ¹	Durch Patron geführt	Umsatz 2002 in Mio. Franken ²
< 100	7	0	7	3	5–85
101–250	9	3	6	5	30–250 (2500)
251–500	8	2	6	2	70–250
> 500	19	10	9	6	100–zweistellige Milliardenbeiträge

¹ Inkl. einer Genossenschaft und zwei sich im Besitz von Stiftungen befindlichen AGs

² Spannweite der Antworten, Extremwerte in Klammern

Quelle: Eigene Befragungen

- **Produktinnovation:** Produktinnovationen sind das Lebenselixier erfolgreicher Unternehmen. Ob allerdings eine Neuerung oder Veränderung eine Innovation ist, entscheidet sich am Markt. Nur was den Kundennutzen erhöht, stösst auf Zahlungsbereitschaft. Erfolgreiche Unternehmen beziehen daher die Kunden sehr früh in den Innovationsprozess mit ein.
- **Prozessinnovation:** Erfolgreiche Unternehmen optimieren ihre Prozesse, sei es um Kosten zu senken oder um Abläufe zu verbessern. Erfolgreiche Unternehmen im Kostenwettbewerb basieren ihren Erfolg auf Prozessinnovationen. Unternehmensprozesse werden fragmentiert, neu organisiert. Die Wertschöpfungskette kann sich verlängern oder verkürzen, die vertikale Integration (vor- oder nachgelagerte Unternehmensprozesse) und horizontale Integration (ähnliche oder verwandte Prozesse) verändern.
- **Kooperationsfähigkeit:** Der Fähigkeit zu Kooperationen in unterschiedlicher Intensität und rechtlicher Ausgestaltung kommt eine ganz besondere Bedeutung zu. Zusammenarbeit mit Universitäten/Fachhochschulen, aber auch mit Konkurrenten, Zulieferern oder Kunden mit dem Ziel, den Technologietransfer zu verbessern, die Beschaffungs- oder Absatzmärkte zu bewirtschaften, neue Unternehmensprozesse mit Zulieferunternehmen oder Kunden zu entwickeln, sind ein Gebot der Stunde.
- **Kundenoptik:** Erfolgreiche Unternehmen hinterfragen ihre Position immer wieder aus der Sichtweise der Kunden. Was sind die Bedürfnisse der Kunden? Wie hoch ist ihre Zahlungsbereitschaft?

4.1 Marktwachstum

Die Wahl einer geeigneten Strategie hängt stark vom Marktumfeld ab. In wachsenden Märkten muss eine Unternehmung, wenn sie erfolgreich sein will, ebenso schnell wie der Markt wachsen. Das bedingt erstens eine funktionierende Innovationspolitik. Gerade in Wachstumsphasen müssen neue Produkte entwickelt werden. In der Umfrage hat sich dies vorab in den stark wachsenden Branchen Medizintechnik und Pharmaindustrie gezeigt. Nur durch beständige Innovation gelingt es den Unternehmen, dauerhaft erfolgreich zu sein. Zweitens muss die Unternehmung in der Lage sein, die Produktionskapazitäten rasch zu erweitern. Die kritischen Faktoren während der

Wachstumsphase sind die Finanzierung der Innovationspolitik und des Ausbaus der Produktionskapazitäten, die Entwicklung einer auf Wachstum ausgerichteten Firmenkultur sowie die Aufrechterhaltung einer hohen Innovationsgeschwindigkeit.

In stagnierenden oder schrumpfenden Märkten sind andere Strategien gefragt. Entweder gelingt es der Unternehmung, den Markt zu segmentieren und eine Wachstumsnische zu finden und zu besetzen oder sie muss versuchen, auf Kosten der Konkurrenz Marktanteile zu gewinnen. In diesem Fall ist die Kostenseite von entscheidender Bedeutung. Tiefe Kosten erlauben, eine vorteilhafte Position im Preiswettbewerb einzunehmen, Marktanteile zu gewinnen, die Produktion auszuweiten und so Skalenerträge zu realisieren.

In der Konsumgüterindustrie hat sich gezeigt, dass die Preisstrategie aufgrund der internationalen Konkurrenz wenig Erfolgchancen hat. Hier setzen die befragten Unternehmen vorab auf Marktsegmentierung und Markenstrategie. Auch im Handel hat sich diese Strategie während langer Jahre als vorteilhaft erwiesen. Beispiele sind die Bio- oder Naturbereiche. Typische Vertreter der Nischenstrategie sind aber auch die Investitionsgüterunternehmen. Erfolgreiche Unternehmen besetzen oft eine Nische, welche schneller als der Markt wächst. Die Kernkompetenz dieser Unternehmer liegt in der Innovationsfähigkeit, vor allem im Bereich der Produktinnovationen. Dank neuer Materialien oder dank Innovationen in Prozessen erzielen sie Lösungen, welche in Anwendung, Sicherheit oder Miniaturisierung neue Standards setzen.

4.2 Produktinnovationen

Praktisch ausnahmslos haben die besuchten Unternehmungen die Innovationsfähigkeit als entscheidenden Erfolgsfaktor bewertet. Sie ist das einzige Mittel, sich dauerhaft von der Konkurrenz zu unterscheiden und gegen kostengünstigere Standorte bestehen zu können. Ob eine Änderung eine Innovation darstellt oder nicht, hängt vom Urteil der Kunden ab. Nur wenn eine Veränderung den Kundennutzen erhöht, was sich in dessen Zahlungsbereitschaft zeigt, handelt es sich um eine Innovation. Die «Marktfähigkeit von Veränderungen entscheidet über deren Innovationsgehalt».

Erfolgreiche Unternehmungen sind in der Lage, die Kundenoptik als Auslöser und Triebfeder für Innovationen zu nutzen und gleichzeitig im Innern der

Unternehmung eine «systematische Innovationspolitik» zu betreiben. Für den Miteinbezug der Kundenoptik hat sich bei der Untersuchung gezeigt, dass sich beispielsweise gemischte Projektteams von Auftraggebern und Auftragnehmern sehr bewähren. Solche Kooperations- oder Zusammenarbeitsformen bedingen jedoch grosses Vertrauen zwischen den Partnern. Typischerweise finden solche Formen in industriellen Unternehmungen, vor allem in technologisch fortschrittlichen Bereichen wie beispielsweise der Investitionsgüterindustrie oder in der Kundensynthese/Spezialitätenchemie, Anwendung. In der Konsumgüterindustrie oder im Handel versuchen die Unternehmen, die Kundenpräferenzen über ein Markt-Monitoring oder Befragungen zu erfassen. Der direkte Kontakt auf persönlicher Ebene spielt hier eine weniger grosse Rolle.

Bei der «eher systematischen und institutionalisierenden» Innovationspolitik hat sich eine enge Zusammenarbeit zwischen den Unternehmungen und Fachhochschulen/Universitäten als zweckdienlich erwiesen. Gerade kleinere und mittlere Unternehmen sind auf diese räumliche und fachliche Nähe und Zusammenarbeit angewiesen. Es ist denn auch kein Zufall, dass die KMU versuchen, das Fächerportefeuille der regional ansässigen Fachhochschulen zu beeinflussen oder entsprechend fachlich geeignete Fachhochschulen anzusiedeln. Aber auch zwischen verschiedenen Unternehmungen kann es zu technologischen Kooperationen kommen. So hat sich gezeigt, dass ehemalige Konkurrenten durchaus in der Lage sind, Zusammenarbeitsformen, temporär oder permanent, zu finden, die beiden Seiten nutzen. Schliesslich kann es so weit kommen, dass sich zwei oder mehr Unternehmungen zusammenschliessen oder dass sie einzelne vor- oder nachgelagerte Prozesse integrieren und die Wertschöpfungstiefe verändern.

4.3 Prozessinnovationen

Die Untersuchung hat gezeigt, dass Prozessinnovationen bei erfolgreichen Unternehmen mehreren Zwecken dienen:

- Prozessinnovationen sollen zu effizienteren Abläufen führen und helfen, die Kosten zu senken. Wie auch die Produktinnovation ein Gebot der Stunde für alle Unternehmen ist, ist auch das Nutzen von Kostensenkungspotenzialen durch Prozessinnovationen eine Pflichtaufgabe.

Besonderen Wert messen Unternehmen aus den konsumnahen Bereichen wie Handel oder Nahrungsmittelproduktion diesem Faktor bei.

- Prozessinnovationen sollen helfen oder erlauben, Unternehmensprozesse zu fragmentieren und neu anzuordnen. Dies führt zur Frage «Make or buy» und kann zur Auslagerung einzelner Prozesse, aber auch zur Integration neuer Abläufe führen. Die Wertschöpfungskette wird also verändert. Dies kann letztlich bis zur globalen Optimierung des Standortportefeuilles von Unternehmungen führen. Diesen Zweck haben namentlich Unternehmungen aus der Textil- und Bekleidungsindustrie, aus dem Maschinen- und Fahrzeugbau sowie aus der Elektrotechnik und Chemie/Pharma genannt – Unternehmen also, die global tätig sind oder die ihr Geschäftsmodell überdenken und ehemalige Produktionsbetriebe, die sich auf Engineering/Design/Verkauf/Corporate-Center-Funktionen konzentrieren und die Produkte nicht mehr selbst herstellen, sondern einkaufen.
- In Dienstleistungsunternehmen ermöglichen Prozessinnovationen die Verrichtung neuer Tätigkeiten. Insbesondere bei Dienstleistungen sind solche Entwicklungen zu erkennen. Die Grenzen zwischen Prozess- und Produktinnovation sind in diesem Bereich fließend und kaum mehr zu erkennen. Beispiele sind moderne Logistikkonzerne, welche sich aus Transportunternehmen entwickelt haben, oder Hersteller von Produkten aus dem Gesundheitsbereich, deren Mehrwert sich nicht primär über die Hardware des Produkts, sondern über die Schulung bezüglich Anwendungsfelder ergibt.

4.4 Marktbearbeitung

Die Umfrage hat gezeigt, dass der Marktbearbeitung eine sehr grosse Bedeutung zukommt. Dabei sind nicht allein die Vertriebskanäle, Verkaufsoffensiven und die Ermittlung der Zahlungsbereitschaft angesprochen. Die Marktbearbeitung dient ganz grundsätzlich der Marktbeobachtung, dem Erkennen von Markttrends oder, wie gezeigt, der Steuerung der Innovationspolitik. Die Marktbearbeitung kann somit einerseits ein Instrument zur Positionierung der Unternehmung und zur Marktsegmentierung darstellen. Sie kann aber auch ein Ausdruck der Unternehmenskultur sein. Die Untersuchung hat den Eindruck vermittelt, dass erfolgreiche Unternehmen ganz aus-

gesprächen eine Kundenoptik pflegen. Dies wird von der Unternehmensführung vorgelebt und ist meist in Form von organisatorischen oder führungsmässigen Massnahmen institutionalisiert.

4.5 Der Mensch macht den Unterschied aus

Trotz der verschiedenen Facetten des Unternehmenserfolgs, welche die Untersuchung hervorgebracht hat, zeigt sich, dass der «Faktor Mensch» letztlich die zentrale Rolle spielt. Belegschaft wie Geschäftsführung und insbesondere Eigentümer der Unternehmung bestimmen mit ihrem Verhalten den Unternehmenserfolg ganz wesentlich. Warum eine Unternehmung Erfolg hat oder nicht, ist objektiv oftmals kaum nachzuvollziehen. Entsprechend messen alle interviewten Unternehmen der Förderung ihrer Belegschaft eine hohe Bedeutung bei. Dies äussert sich darin, dass die kontinuierliche Aus- und Weiterbildung den Unternehmern sehr wichtig ist. Gerade Familienunternehmungen oder Firmen, denen ein «Patron» vorsteht, haben immer wieder die Bedeutung der Loyalität nicht nur gegenüber den Kunden, sondern insbesondere auch den Mitarbeitern gegenüber betont. KMU fällt es oftmals schwer, den viel zitierten Know-How-Transfer von Universitäten oder Fachhochschulen in ihre Unternehmen zu institutionalisieren. Sie sind darauf angewiesen, dass die Innovationsfähigkeit der Unternehmen von Innen heraus hoch gehalten wird. Eine lange Verweildauer der Mitarbeiter in der Unternehmung und eine permanente Qualifizierung sind deshalb besonders wichtig und werden gefördert.

Die Eigentümerstruktur der Unternehmungen ist ein wichtiger Faktor. Familienunternehmungen oder private Aktiengesellschaften betonen sehr oft, dass sie nicht so sehr wie Publikumsgesellschaften dem Druck unterliegen, möglichst hohe Gewinne und Renditen erzielen zu müssen. Ihre Investitionsquote sei höher, neue Geschäftsfelder könnten besser und nachhaltiger erschlossen werden, da der Pay-back-Horizont länger sei. Ganz allgemein sei das Geschäftsgebaren weniger auf die Befriedigung der Ansprüche der «Finanzgemeinde» ausgerichtet als vielmehr auf die Sicherung des dauerhaften Bestands der Unternehmung. Tendenziell scheint es so zu sein, dass erfolgreiche Publikumsgesellschaften eher rendite- und wachstumsorientiert sind, während Familienunternehmungen oder privat gehaltene Aktiengesellschaften eher die dauerhafte Unternehmensentwicklung in den Vordergrund stellen.

Als Nachteil von Familienunternehmen wird ein (allzu) enges Finanzkorsett hingegen gerade in Wachstumsphasen gesehen. IPOs (Initial Public Offerings) oder Going Public sind deshalb oftmals zur Verbreiterung der Eigenmittelbasis in Wachstumsphasen unvermeidbar. Erfolgreiche Publikumsgesellschaften sprechen aber häufig den mindestens latent vorhandenen Interessenskonflikt zwischen den Bedürfnissen der Wachstumsfinanzierung einerseits und der Verwässerung der (ursprünglichen) Eigentümerinteressen an. Dies ist besonders deshalb von Bedeutung, weil die Unternehmungen nicht selten darauf hinweisen, dass die Wachstumsfinanzierung durch Fremdkapital ein zunehmend schwieriges Unterfangen sei. Die vorsichtige Bewertung der Aktiven der Unternehmungen durch die Banken und die Fokussierung auf den Ertragswert von Anlagen belasten gerade in Zeiten von Wachstums- und Innovationsschüben die Kreditfähigkeit. Unternehmen mit einem konstanten Cash-Flow äussern sich demgegenüber eher positiv über die Kreditpolitik der Geschäftsbanken.

Familienunternehmungen bzw. privat oder von einem kleinen Kreis gehaltene Aktiengesellschaften sehen ihrerseits durchaus die Gefahr, dass der geringere Druck auch zu einem geringeren Risikobewusstsein führen könne. Lange Pay-back-Horizonte können auch zu Fehlinvestitionen führen; der fehlende Druck vom Kapitalmarkt kann nötige Kursänderungen in der Unternehmenspolitik hinauszögern.

5 Makroökonomische Schlussfolgerungen

Eine wichtige Voraussetzung für eine erfolgreiche Unternehmertätigkeit ist Wachstum. Allein auf die Ertragskraft oder Rentabilität zu setzen, scheint gemäss den Umfrageergebnissen nicht zu genügen. Folgende Herausforderungen ergeben sich hieraus für Unternehmen und Staat:

- Als Alternative zu einer Finanzierung des Unternehmenswachstums über Bankkredite schlagen einige Unternehmen eine steuerliche Begünstigung der Bildung von Risikokapital vor.
 - Eine Wachstumspolitik auf Unternehmensebene bedingt eine Ausweitung der technischen und personellen Kapazitäten. Der kritische Faktor ist die Verfügbarkeit von entsprechend qualifizierten Arbeitskräften. Die Aus- und Weiterbildung in ausgewählten Wissenschaftsfeldern oder die Erhöhung der Attraktivität des schweizerischen Arbeitsmarktes für ausländische Spezialisten sind wichtige staatliche Aufgabenfelder.
- Die Innovationsfähigkeit der Unternehmen ist jenes Instrument, das eine dauerhafte Differenzierungs- und Wachstumsstrategie ermöglicht:
- KMU sind auf eine grosse Nähe zu Universitäten und Fachhochschulen angewiesen. Räumliche Nähe nutzt aber nur dann etwas, wenn sie einen regen Technologietransfer und Wissensaustausch ermöglicht. Die Schnittstellen zwischen Theorie und Praxis müssen erhöht, der Austausch auf personeller Ebene wie auch von Know-how muss verbessert werden.
 - Prozessinnovationen mit dem Ziel einer Kostensenkung haben die Steigerung der Arbeitsproduktivität zur Folge. Da es sich dabei um Branchen handelt, die – wie in Abschnitt 4.3 erwähnt – dem wenig dynamischen Binnenmarkt angehören, ist kurzfristig mit negativen Beschäftigungswirkungen zu rechnen.
 - Prozessinnovationen können bei global tätigen Unternehmen zur Optimierung der Unternehmensstandorte führen. Tendenziell führen sie zu einem Abbau der Produktion in der Schweiz, zumindest wenn diese vergleichsweise arbeitsintensiv ist. Gleichzeitig bewirkt diese Entwicklung aber den Aufbau neuer Arbeitsplätze mit meistens höherer Qualifikationsstruktur und Arbeitsproduktivität.
 - Fragmentierung von Arbeitsprozessen und dezentrale, globale Ansiedlung solcher Tätigkeiten führen zu einer Akzentuierung des Strukturwandels. Die Standortattraktivität bemisst sich nach den komparativen Vorteilen der Standorte. Diese liegen im Falle der Schweiz nicht in arbeitsintensiven, manuellen Tätigkeiten, sondern in spezialisierten, hochwertigen Prozessen und Funktionen aus den Bereichen Forschung, Unternehmensführung sowie darum herum angesiedelte unternehmensbezogene Dienstleistungen.

Setting the Right Priorities – Wir müssen mehr wachsen

Vortrag von Jean-Pierre Roth
Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Gehalten am 27. Mai 2005 am Swiss Economic Forum in Thun
Leicht gekürzt und aktualisiert

Wenn sich die Schweizerische Nationalbank zur wirtschaftlichen Entwicklung äussert, dann betrifft dies meist die Konjunktur, d. h. die aktuelle oder die erwartete Wirtschaftsdynamik. Heute hingegen möchte ich nicht über den kurzfristigen Wirtschaftsverlauf sprechen, sondern über den langfristigen Wachstumstrend in der Schweiz.

Das Verhältnis zwischen Geldpolitik und Konjunktur ist nicht dasselbe wie zwischen Geldpolitik und langfristigem Wirtschaftswachstum. Geldpolitik und Konjunktur stehen in einem stetigen Wechselspiel: die Geldpolitik beeinflusst die Konjunktur, und die Konjunktur beeinflusst die Geldpolitik. Die Konjunktur ist somit ein zentraler Bestimmungsfaktor der Geldpolitik.

Geldpolitik und langfristiges Wirtschaftswachstum hingegen haben nur sehr wenig miteinander zu tun. Den einzigen Beitrag, den die Geldpolitik zur Optimierung des Wachstumspotenzials liefern kann, sind stabile monetäre Rahmenbedingungen. Die Nationalbank hat in dieser Hinsicht ihren Auftrag, denke ich, erfolgreich erfüllt: Die Schweiz hat eine der weltweit tiefsten Inflationsraten, die tiefsten Zinsen Europas und sie verfügt über ein stabiles und gut funktionierendes Bankensystem. Unsere Währung geniesst hohes Vertrauen.

Mehr als diese monetäre Stabilität kann die Geldpolitik nicht zum langfristigen Wirtschaftswachstum beitragen. Aus der Sicht der Geldpolitik ist damit eigentlich alles zum Thema Wachstumspotenzial gesagt. Die Nationalbank hat im Prinzip weder den Auftrag, noch die Kompetenz, noch die Mittel, sich darüber hinaus mit Fragen des langfristigen Wirtschaftswachstums zu befassen. Trotzdem möchte ich heute zum Thema Wirtschaftswachstum Stellung beziehen.

Warum tue ich dies?

Ich bin besorgt.

Ich bin besorgt über unser seit langer Zeit schwaches Wirtschaftswachstum, über die so genannte «Wachstumsschwäche» der Schweiz.

Erstens bin ich besorgt als Einwohner und Bürger der Schweiz, dem das wirtschaftliche Wohlergehen seines Landes am Herzen liegt. Zweitens bin ich besorgt als Ökonom, der aufgrund seiner Ausbildung, Arbeit und Erfahrung von den langfristigen Konsequenzen unserer Wachstumsschwäche vielleicht unmittelbar angesprochen ist als andere Bürger dieses Landes.

1 Unser Wachstumsdefizit

Es ist nicht unproblematisch, Wohlstands- und Wachstumsvergleiche mit andern Ländern anzustellen. Dies liegt daran, dass es verschiedene Messkonzepte gibt: Soll man zum Beispiel das Bruttoinlandprodukt (BIP) vergleichen? Oder das Bruttosozialprodukt (BSP)? Soll man diese Messgrössen pro Kopf der Bevölkerung umrechnen? Oder pro Arbeitnehmer? Oder pro Arbeitsstunde? Welche Wechselkurse soll man zur Umrechnung in eine einheitliche Vergleichswährung verwenden? Ferner ist das Wirtschaftswachstum das Produkt einer Buchhaltung, und zwar der nationalen Buchhaltung. Buchhaltungen lassen immer gewisse Freiräume zu und sind auch bei allen Bemühungen zur Standardisierung nie hundertprozentig vergleichbar. Betrachtet man das BSP oder das BIP, so werden wichtige Faktoren der Lebensqualität womöglich nicht oder nur unzulänglich erfasst, z. B. die Umweltbelastung, die Infrastruktur, die Qualität der angebotenen Güter, die Länge der Arbeitswege usw.

Trotz aller Unzulänglichkeiten sind jedoch messbare und einigermaßen standardisierte Grössen wie eben zum Beispiel das BIP die einzige Möglichkeit, Quervergleiche der wirtschaftlichen Entwicklung anzustellen. Auch ich werde daher darauf zurückgreifen müssen.

Grafik 1 zeigt die Entwicklung des realen BIP pro Kopf in einigen ausgewählten Ländern seit 1950.¹ Die Zahlen sind inflationsbereinigt, das heisst, es handelt sich um reale Grössen. Zudem sind die Zahlen auch um die unterschiedlichen Preisniveaus bereinigt, das heisst, die Wirtschaftsleistung wird zu Kaufkraftparitäten umgerechnet. Grafik 1 zeigt somit ganz direkt, wie viele Waren und Dienstleistungen in verschiedenen Ländern pro Kopf der Bevölkerung im Durchschnitt produziert wurden. Neben der Schweiz wird die Entwicklung in Deutschland, Grossbritannien und den USA sowie der OECD-Mittelwert² dargestellt.

Das Bild zeigt eine beunruhigende Entwicklung: 1950 verfügte die Schweiz über die höchste Pro-Kopf-Wertschöpfung in der OECD, vor Luxemburg und den USA und rund 40% höher als der OECD-Mittelwert. Bis Mitte der Siebzigerjahre wuchs diese Messgrösse in der Schweiz sogar schneller als in den andern OECD-Ländern; 1974 lag sie sogar über 50% über dem OECD-Mittelwert. Die ausgeprägte Rezession Mitte der Siebzigerjahre läutete jedoch das Ende des über-

1 Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, 2005.

2 Beim Mittelwert handelt es sich um den mit dem BIP zu Kaufkraftparitäten gewichteten Mittelwert der OECD-Mitgliedsländer im Jahre 2004, exklusive osteuropäischer Länder.

durchschnittlichen Wachstums ein. Seither verläuft die Entwicklung in der Schweiz deutlich flacher als anderswo. 1993 wurde die Schweiz von den USA überholt. Danach überholten andere OECD-Länder die Schweiz ebenfalls. All diese Länder zeigten in den vergangenen Jahren ein hohes BIP-Wachstum, während die Schweiz seit 2000 praktisch stagnierte.

Oft wird die so genannte Konvergenztheorie zur Erklärung unseres schwachen Wachstums herangezogen. Diese Theorie besagt, dass ärmere Länder tendenziell zu den reicheren Ländern aufschliessen und daher konsequenterweise schneller wachsen müssen. Konvergenz mag vielleicht die schwache Entwicklung der späten Siebziger- und der Achtzigerjahre erklären, ist jedoch für die Erklärung der Wachstumsschwäche seit den Neunzigerjahren nicht mehr anwendbar: Im Gegenteil, reiche OECD-Länder (wie die USA, Luxemburg, Norwegen und Irland) wachsen seither sogar schneller als ärmere OECD-Länder.

Der Rückgang der relativen Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz begann Mitte der Siebzigerjahre. In den Siebziger- und Achtzigerjahren war diese Entwicklung noch kaum sichtbar, erst in den Neunzigerjahren wurde sie erstmals als Problem diagnostiziert. Bis weit in die Neunzigerjahre wurden Publikationen zu diesem Thema jedoch als Provokation empfunden und sties- sen weitgehend auf Kritik und Unverständnis. Der Börsenboom Ende der Neunzigerjahre, von dem die Schweiz als Finanzplatz stark profitierte, liess die Probleme wieder für einige Jahre in den Hintergrund rücken. Die Rezession zu Beginn des neuen Jahrtausends liess sich vorerst noch mit dem Börsenrückgang,

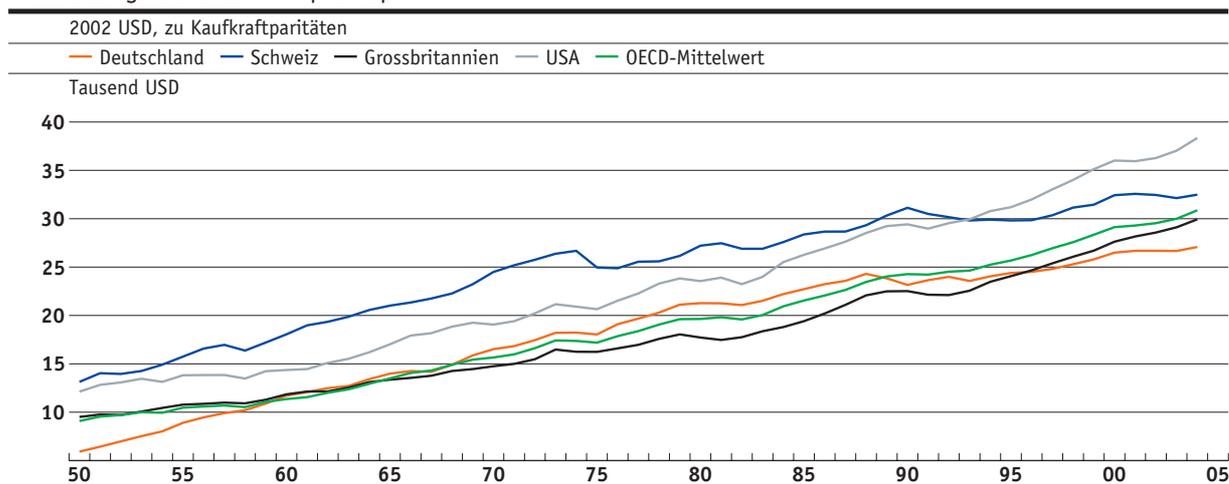
der Terrorismusangst und der schlechten Weltwirtschaftslage erklären. Mit jedem weiteren Jahr des neuen Jahrtausends jedoch erleben wir neue wirtschaftliche Enttäuschungen. Und mit jedem Jahr steigt die Anzahl der Indizien, die darauf hindeuten, dass wir ein strukturelles Wachstumsproblem haben. Mehr und mehr wird klar, dass sich dieses Problem nicht nur mit Messfehlern oder statistischen Sonder- effekten erklären lässt und dass es sich nicht um ein auf die Neunzigerjahre beschränktes konjunkturelles Problem handelt, für das sehr oft der Nationalbank die Schuld in die Schuhe geschoben wurde. Vielmehr handelt es sich um eine strukturelle Wachstumsschwäche, die vor rund dreissig Jahren einsetzte und sich seither kontinuierlich verschärfte.

Warum hat es so lange gedauert, bis das Problem in der Öffentlichkeit zur Kenntnis genommen wurde? Dafür dürfte es mehrere Gründe geben:

Den ersten Grund würde ich mit dem Begriff «Wahrnehmungsverzögerung» umschreiben: Es ist sehr schwierig, langsame Veränderungen zu erkennen. Nur aus grösserer Distanz lässt sich oft eine schleichende relative Verschlechterung der eigenen Position erkennen.

Der zweite Grund liegt in einer Art «Wohlstands- illusion»: Unser Pro-Kopf-Einkommen ist immer noch relativ hoch, und wir fühlen uns relativ wohlhabend. Unser Gefühl von Wohlstand ist jedoch zu einem grossen Teil auf unser Vermögen zurückzuführen, also auf die gesparten Einkommen der Vergangenheit. Die Schweiz hat sich in den guten Zeiten ein dickes Polster geschaffen, von dem sie heute noch zehren

Grafik 1
Entwicklung des realen BIP pro Kopf



Quelle: Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, 2005.

kann und dank dem es ihr noch relativ gut geht. Dabei übersehen wir jedoch, dass unsere laufenden Einkommen stagnierten.

Drittens tendieren wir dazu, bei Vergleichen mit dem Ausland unser rekordhohes Lohnniveau hervorzuheben. Darüber vergessen wir oft, dass auch unser Preisniveau rekordträchtig ist. Berücksichtigt man das hohe Preisniveau, dann sieht die Lage für die Schweiz nämlich viel weniger vorteilhaft aus, wie aus Grafik 1 ersichtlich war.

Schliesslich beruht unser immer noch beträchtliches Pro-Kopf-Einkommen nicht zuletzt auf einem überdurchschnittlich hohen Arbeitseinsatz. In der Schweiz wird pro Kopf der Bevölkerung rund 10% mehr gearbeitet als im OECD-Durchschnitt. Obwohl wir also überdurchschnittlich viel arbeiten, ist unser Einkommen nur gerade durchschnittlich; oder anders gesagt: wenn wir nur so viel arbeiten würden wie die andern OECD-Länder, wäre unser Einkommen heute schon unterdurchschnittlich.

Die Globalisierung macht den Rückstand der Schweiz immer deutlicher und schmerzhafter. Zum einen erhöhen die neuen Medien die Transparenz, zum andern steigt dank der Öffnung vieler Grenzen die Mobilität der Produktionsfaktoren. Dies führt zu einem rascheren und härteren Standortwettbewerb gegen mehr und bessere Konkurrenten als noch vor zwanzig oder dreissig Jahren. Diese globalen Entwicklungen werden sich in Zukunft weiter akzentuieren, und das Tempo des Wandels dürfte weiter zunehmen. Ohne tief greifende Reformen dürfte sich daher unser Wachstumsdefizit noch verstärken.

2 Warum Wachstum?

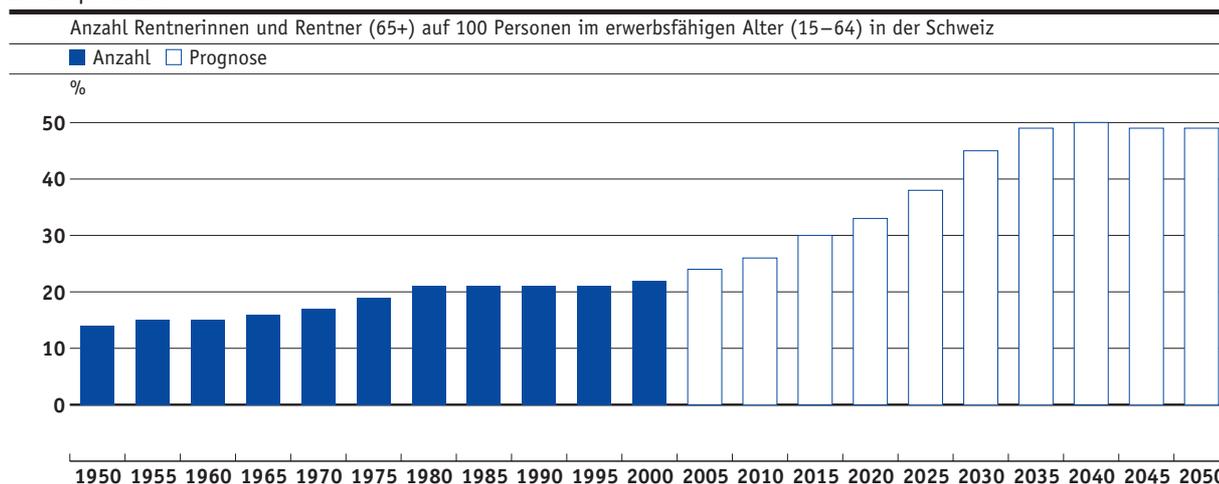
Nach diesen Überlegungen zum Wirtschaftswachstum möchte ich an dieser Stelle kurz auf eine Fundamentalkritik am Wirtschaftswachstum eingehen. Vielleicht haben Sie sich diese Frage auch schon gestellt: Brauchen wir überhaupt Wachstum? Ginge es nicht ohne Wachstum?

Die Befürworter von Nullwachstum bringen meist zwei Argumente vor. Das erste Argument lautet ungefähr folgendermassen: «Es geht uns gut, wir wollen nicht mehr, und wir brauchen nicht mehr». Dieses Argument mag auf einzelne Individuen zu gewissen Zeitpunkten zutreffen, ist jedoch für die Allgemeinheit und auf Dauer nicht haltbar. Wir brauchen Wachstum aus mehreren Gründen.

An erster Stelle brauchen wir Wachstum zur Sicherung unserer Sozialwerke. Dazu möchte ich Ihnen Grafik 2 zeigen. Heute müssen rund vier Personen im Erwerbsalter (15–64) für eine Person über 65 Jahre aufkommen. Gemäss Projektionen der UNO wird sich dieses Verhältnis in 35 Jahren halbieren: 2040 müssen zwei Personen im Erwerbsalter für eine Person über 65 aufkommen.

Das Problem liegt nun konkret im Folgenden: Nahezu alle Leistungen, die unsere Rentnerinnen und Rentner im Jahre 2040 gerne konsumieren möchten, müssen auch dann von der arbeitstätigen Bevölkerung erbracht werden. Wir können heute keine Pflegeleistungen, Arztbesuche, Medikamente oder Mahlzeiten lagern, um sie in 35 Jahren zu konsumieren. All diese Leistungen müssen zum Zeitpunkt ihres

Grafik 2
Altersquotient



Quelle: UN, 2004, mittlere Variante

Konsums erbracht werden. Ohne Wachstum müssen also die Erwerbstätigen in 35 Jahren doppelt so viel an die Rentnerinnen und Rentner abgeben, oder diese begnügen sich nur mit der Hälfte der heutigen Leistungen.

Wirtschaftswachstum vergrössert den Kuchen, der in Zukunft verteilt werden kann, und es lindert die zu erwartenden Verteilungskämpfe. Das Problem der Altersvorsorge ist nicht primär ein Vorsorgeproblem, sondern ein Produktionsproblem. Vermehrtes Sparen ist somit nur bedingt eine Lösung unseres Vorsorgeproblems: Eine nachhaltige Sicherung unserer Altersvorsorge wird einzig und allein durch ein höheres Produktionspotenzial gewährleistet. Wer unsere Sozialwerke sichern will, für den muss daher die Erhöhung des Wirtschaftswachstums Priorität haben.

Wachstum sichert nicht nur unsere Renten, sondern ist auch prinzipiell wünschenswert für die Verbesserung der Lebensqualität. Wachstum bedeutet neue Technologien, Innovationen, Fortschritte in der Medizin, mehr Einkommen und nicht zuletzt mehr Freizeit, um von all dem profitieren zu können. Oder anders gesagt: Ich kenne nur wenige Leute, die freiwillig auf eine Lohnerhöhung verzichten. Wachstum bedeutet genau dies: eine Lohnerhöhung, die einen höheren Lebensstandard ermöglicht. Die Forderung nach Nullwachstum ist daher eine Forderung, welche utopisch und nicht mehrheitsfähig ist.

Umweltschutz ist ein weiteres Anliegen der Wachstumskritiker. Es ist richtig, dass Wirtschaftswachstum mit einem erhöhten Ressourcenverbrauch einhergehen kann. Es ist jedoch falsch, dass ein höherer Ressourcenverbrauch automatisch zu einer höheren Umweltbelastung führt. Eine saubere Umwelt ist in der Sprache der Ökonomie ein so genanntes «Luxusgut»: das heisst, dass die Nachfrage danach überproportional zum Einkommen ansteigt. Oder anders gesagt: Erst wenn die grundsätzlichen Bedürfnisse nach Nahrung, Unterkunft und Gesundheit befriedigt sind, bleiben Mittel für den Umweltschutz. Wachstum geht immer auch Hand in Hand mit technischem Fortschritt, welcher wiederum dem Umweltschutz zugute kommt. Denken sie z. B. an den Katalysator oder moderne Filtersysteme, die heutzutage in reichen Ländern Standard sind. Je höher Wachstum und Wohlstand, desto eher sind wir bereit und in der Lage, etwas für die Umwelt zu tun. Auch die Umwelt profitiert daher vom Wachstum.

3 Können wir schneller wachsen?

Können wir überhaupt mehr wachsen? Ja, das können wir. Zur Untermauerung dieser Aussage möchte ich auf Grafik 3 verweisen. Grafik 3 zeigt die Entwicklung der Arbeitsproduktivität, definiert als Wertschöpfung pro Vollzeitstelle, zwischen 1997 und 2000 in verschiedenen Branchen der Schweiz. Sowohl Niveau wie auch Wachstum der Produktivität unterscheiden sich in verschiedenen Branchen deutlich voneinander.

Die exportorientierten Branchen wie die Banken oder die chemische Industrie weisen erstens ein höheres Produktivitätswachstum und zweitens auch ein höheres Produktivitätsniveau auf als der Binnensektor (wie z. B. der Detailhandel und die Landwirtschaft). Ferner sehen wir auch ein höheres Wachstum in Branchen, in welchen die Schweiz kompetitive Vorteile hat (wie z. B. Chemie und Banken) als in Branchen, in welchen die Schweiz keine kompetitiven Vorteile haben dürfte (wie die Branchen Textil/Bekleidung/Schuhe).

Worauf sind diese Unterschiede zurückzuführen?

Die Niveauunterschiede dürften zum Teil auf einen unterschiedlichen Kapitaleinsatz zurückzuführen sein. Ein weiterer Teil der Niveauunterschiede und die unterschiedlichen Produktivitäts-Wachstumsraten haben aber einen andern Grund. Sie werden von der Intensität des Wettbewerbs beeinflusst. Branchen wie die Chemie und die Banken konkurrieren im internationalen Wettbewerb. Detailhandel und Landwirtschaft hingegen sind vom Wettbewerb weitgehend abgeschottet. Im Wettbewerb überleben nur innovative und effiziente Anbieter. Er zwingt seine Teilnehmer, ihre Leistungen unter Anwendung der neuesten Technologien permanent zu verbessern und zu erhöhen. Dieser Druck führt in wettbewerbsintensiven Branchen zu einer höheren Wachstumsrate und zu einem höheren Produktivitätsniveau als in geschützten Branchen. Davon profitieren letztlich die Konsumenten in Form von besseren, innovativeren und billigeren Produkten.

Wettbewerb hat leider einen gewichtigen Nachteil: Er ist unbequem, er zwingt zu neuen Ideen und zu Anstrengungen, zu harter Arbeit und zu stetiger Veränderung. Niemand setzt sich freiwillig dem Wettbewerb aus – ausser im Sport. Anbieter stehen dem Wettbewerb daher meist skeptisch gegenüber. Die Schweiz ist in dieser Hinsicht ein Anbieterparadies: Sie hat gemäss OECD-Statistiken einen der am strengs-

ten reglementierten und geschützten Binnenmärkte. Mit der Ausschaltung des Wettbewerbs wurden jedoch auch die Innovation, die Effizienz und damit das Wachstum behindert.

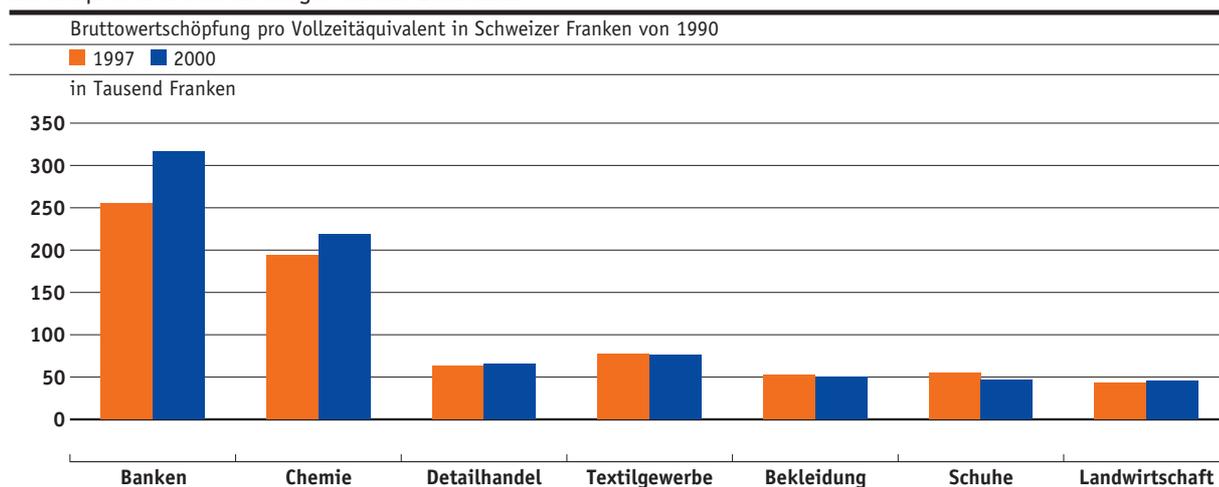
Wettbewerb geniesst in der Schweiz keine grosse Popularität, er ist sogar verpönt. Wettbewerb wird oft als etwas Negatives dargestellt. Die Rolle der Sprache darf in diesem Zusammenhang nicht unterschätzt werden. Die Anbieter kombinieren das Wort «Wettbewerb» mit Adjektiven wie «ruinös», «unmenschlich», «schädlich» und «unsozial» und fordern Schutz vor «ausländischem Dumping» oder «unfairem Handel». Markteintrittsschranken und Reglementierungen sollen dem «Schutz der Allgemeinheit» dienen und werden geschönt als «gut helvetischer Mittelweg» oder als «vernünftiger Kompromiss» bezeichnet. Dabei werden meist Illusionen vermittelt und die mittelfristigen Konsequenzen ausgeblendet. Leider wird diese Sichtweise in der öffentlichen Diskussion oft unkritisch übernommen oder von Medien noch verstärkt. Dass auf diese Weise die öffentliche Meinung zugunsten der Anbieter und zu Ungunsten der Konsumenten beeinflusst wird, wird ausser Acht gelassen. Wer für den Wettbewerb plädiert, gilt in der Schweiz bald einmal als unsozial, wer für den freien Handel eintritt, als Ausbeuter der

Schwächeren, wer sich gegen den bequemen Kompromiss wendet, als Radikaler.

Wettbewerb mag unbequem sein, doch ist er weder ruinös noch unmenschlich noch schädlich und schon gar nicht unsozial. Der «helvetische Mittelweg» ist leider oft weder helvetisch noch ein Mittelweg, sondern ein Weg bergab. Statt der «Allgemeinheit» wird meist eher der einheimische Produzent geschützt, und der «vernünftige Kompromiss» ist nicht selten ein fauler Kompromiss.

Wettbewerb ist notwendig für die Entwicklung unserer Volkswirtschaft. Wir verdanken ihm unseren Wohlstand, und nur der Wettbewerb kann unseren zukünftigen Wohlstand sichern. Wenn wir ihn ausschalten, dann gefährden wir diesen Wohlstand und verhindern den Fortschritt. Für den österreichischen Ökonomen Joseph Schumpeter ist Kapitalismus ein «evolutionärer Prozess», der «von Natur aus dem Wandel unterliegt». Ohne Markt, ohne Wandel, ohne Evolution, ohne «kreative Zerstörung» gibt es keinen Fortschritt und kein Wachstum. Begriffe wie «Markt», «Wandel» und «Evolution» sind leider in unserer schweizerischen Binnenmarktdiskussion zu oft negativ besetzt, ja sie drohen, zu Fremdwörtern zu werden. Das müssen wir ändern, wenn wir wieder zum Wachstum zurückfinden wollen.

Grafik 3
Arbeitsproduktivität in ausgewählten Branchen



Quelle: Bundesamt für Statistik, 2000

4 Rezepte für stärkeres Wachstum

Nach diesem etwas allgemeinen Credo für mehr Markt und Wettbewerb möchte ich nun doch noch etwas konkreter werden. Wie können wir mehr wachsen? Woher genau soll das zusätzliche Wachstum kommen?

In der Wachstumstheorie unterscheidet man meist drei Quellen des Wachstums: Arbeit, Kapital und technischer Fortschritt. Wir können mehr wachsen, indem wir mehr Arbeit oder mehr Kapital einsetzen und indem wir durch Anwendung des technischen Fortschritts die Faktoren Arbeit und Kapital besser nutzen.

Ich möchte an dieser Stelle nicht auf die einzelnen notwendigen Massnahmen zur Wachstumsförderung eingehen, da dies viel zu weit führen würde. Ökonomen und Fachleute sind sich jedoch weitgehend einig darüber, was getan werden müsste, um unser Potenzial zu erhöhen. Unsere Wachstumsschwäche ist hauptsächlich auf das geringe Tempo des technischen Fortschritts im Binnensektor zurückzuführen. Wir arbeiten zwar viel und setzen viel Kapital ein, sind jedoch zu wenig innovativ und zu wenig effizient. Grund dafür ist der hohe Protektions- und Reglementierungsgrad, welcher den Wettbewerb behindert. Die Schweiz hat in den vergangenen dreissig Jahren nur kleine Fortschritte in der Liberalisierung ihres Binnenmarkts gemacht. Sie wurde in dieser Hinsicht von praktisch allen andern OECD-Ländern überholt.³ Eine Auswirkung dieser Erstarrung ist übrigens das hohe Preisniveau in der Schweiz. Hohe Preise sind nichts anderes als die Kehrseite eines ineffizienten Einsatzes von Arbeit und Kapital.

Man kann jedoch unseren Rückstand im Binnensektor auch positiv sehen: Im Binnenmarkt steckt ein enormes Wachstumspotenzial, welches darauf wartet, entfesselt zu werden. Die OECD⁴ schätzte im vergangenen Jahr, dass ein Abbau der Wettbewerbsschranken im Binnensektor zu einer Erhöhung des BIP um 8% führen dürfte, was z. B. einem um 0,8% höheren

Wachstum über zehn Jahre entsprechen würde. Stellen Sie sich vor, was dies für unsere Arbeitslosigkeit, unsere Löhne und unsere Staatsfinanzen bedeuten würde.

Der zweite Bestimmungsfaktor des Wirtschaftswachstums ist das Kapital. Weltweit hat die Schweiz immer noch eine Spitzenposition in der Kapitalbildung. Bei uns wird relativ viel investiert. Der Standortwettbewerb für Investitionen ist jedoch bedeutend härter geworden und die Position der Schweiz hat sich verschlechtert. Wir müssen unbedingt darauf achten, die Rahmenbedingungen für Investitionen zu verbessern. Wichtig für die Kapitalattraktivität sind gesunde Staatsfinanzen, eine moderate Steuerlast, ein einfaches Steuersystem, eine effiziente Bürokratie, eine moderne Infrastruktur, gute Verkehrsanbindungen und das Vorhandensein qualifizierter Arbeitskräfte. Bei den Staatsausgaben hat die Schweiz in den letzten Jahren leider viel Terrain eingebüsst. Während die Staatsquote in den EU-Ländern in den vergangenen 15 Jahren durchschnittlich leicht abgenommen hat, ist sie in der Schweiz markant angestiegen, und zwar von 31,5% im Jahr 1990 auf 39,3% im vergangenen Jahr.⁵ Dies entspricht dem höchsten Anstieg aller OECD-Länder. Eine solche Entwicklung ist nicht dazu geeignet, die Schweiz als Investitionsstandort zu stärken.

Der dritte Bestimmungsfaktor des Wirtschaftswachstums ist die Arbeit. In der Schweiz wird relativ viel und lange gearbeitet. Noch mehr zu arbeiten ist keine erstrebenswerte Option. Wenn wir nicht mehr arbeiten wollen, müssen wir besser arbeiten. Wir müssen also die Qualität, d. h. das Humankapital, der heutigen und insbesondere der zukünftigen Arbeitskräfte verbessern. Das Humankapital wiederum wird durch das Bildungswesen und die Immigrationspolitik bestimmt.

Zuerst einige Worte zum Bildungswesen. Die Pisa-Studien haben gezeigt, dass es in der Schweiz bei der Grund- und Mittelschule nicht zum Besten steht. Dies ist umso bedenklicher, als die Schweiz

3 Siehe z. B. OECD, 2001.

4 OECD, 2004

5 Staatsausgaben inkl. obligatorischen Sozialversicherungen in Prozent des BIP. Quellen: Eidg. Finanzverwaltung und OECD, 2004

über eines der teuersten Ausbildungssysteme verfügt. Die Leistungen von Hochschulen und Universitäten kommen im internationalen Vergleich etwas besser weg, die Partizipationsrate liegt jedoch sehr tief. Die Effizienz des gesamten Bildungssektors leidet stark unter dem Föderalismus. Im Bildungswesen besteht also durchaus noch ein bedeutendes Verbesserungspotenzial.

Ein- und Auswanderung haben insbesondere langfristig einen hohen Einfluss auf das Humankapital. Hier sieht die Bilanz der Schweiz sehr unvorteilhaft aus. In der Vergangenheit sind vor allem niedrig qualifizierte Arbeitskräfte in die Schweiz eingewandert. Bezüglich der Auswanderung aus der Schweiz kann hingegen davon ausgegangen werden, dass vor allem höchstqualifizierte und unternehmerisch denkende Leute die Schweiz verlassen. Der resultierende Negativsaldo wirkt sich nachteilig auf das Humankapital und somit das Wachstumspotenzial der Schweiz aus.

Ein Umdenken in der Immigrationspolitik hat zum Teil schon stattgefunden, geht jedoch noch nicht weit genug. Die Immigration hoch qualifizierter Arbeitskräfte muss aktiv gefördert werden, und zwar unabhängig von der Nationalität. So ist es zum Beispiel schade, dass viele ausländischen Studenten nach Abschluss ihres Universitätsstudiums in der Schweiz wieder in ihre Heimatländer zurückkehren. Man müsste vielmehr alles daran setzen, dass diese Studierenden bei uns bleiben. Dies sollte nicht allzu schwierig sein, denn die Schweiz bietet eine sehr hohe Lebensqualität und ist daher auch für Hochqualifizierte ein attraktives Einwanderungsland.

Beim Thema Arbeit und Wachstum landet man unweigerlich auch beim heiklen Thema Rentenalter. Die Zukunft benötigt ein flexibles Rentenalter, in welchem die Erwerbstätigkeit gefördert und nicht administrativ oder steuerlich behindert wird. Jedermann sollte sein Rentenalter selbst wählen können, mit entsprechenden marktgerechten Konsequenzen auf die Höhe seiner Altersvorsorge.

5 Schluss

Die Schweiz hat ein Wachstumsproblem. Bezüglich Wirtschaftsleistung sind wir von der Spitze ins Mittelfeld abgerutscht. Wachstum wird in den kommenden Jahrzehnten dringend benötigt, um die demografische Entwicklung abzufedern.

Die Rezepte für mehr Wachstum sind bekannt und in einer Vielzahl von Dokumentationen und Büchern beschrieben. Ökonomen und Fachleute sind sich weitgehend darüber einig, was getan werden müsste. Die erfolgreichen Reformprogramme anderer Länder unterscheiden sich nur wenig voneinander. Praktisch alle Massnahmen laufen auf dasselbe hinaus: Benutzung von Marktmechanismen anstelle von Regulierungen zur Erreichung eines Zieles. Wir brauchen mehr Markt, mehr Wettbewerb, mehr Freiheit und somit auch mehr Eigenverantwortung.

Die Schweiz ist kein Sonderfall. Zahlreiche andere Länder gerieten in den vergangenen Jahrzehnten in ähnliche Situationen und haben durch Reformen beachtliche Erfolge erzielt. Beispiele dafür sind z. B. England, Neuseeland, Finnland oder Schweden.

Die Durchsetzung von Reformen erweist sich jedoch als schwierig. Es fehlt noch an Einsicht, es fehlt auch noch am wirtschaftlichen Druck, und daher am breit abgestützten politischen Willen, grundlegende Reformen anzugehen. Unser konsensbasiertes politisches System und die föderalistischen Strukturen erschweren Reformen zusätzlich. Es wird zwar viel über Reformen gesprochen, das Ausmass der bisher erfolgten Reformen ist jedoch noch sehr gering.

Was wir brauchen, ist ein Ruck, der durch die Gesellschaft geht, eine gemeinsame Vision, die Schweiz zu erneuern. Viele von uns müssen bereit sein, auf einige ihrer Privilegien zu verzichten. Reformen bedingen kurzfristig für viele Verzichte. Längerfristig jedoch kompensieren das resultierende höhere Wirtschaftswachstum und die Konsolidierung der Sozialwerke diese Verzichte bei weitem.

Die Aufgaben, die uns erwarten, sind schwierig. Manchmal scheinen sie sogar unüberwindbar. Davon sollten wir uns jedoch nicht abschrecken lassen. Irgendwann, früher oder später, müssen wir Reformen durchführen. Je früher, desto weniger schmerzhaft. Denn mit jedem Jahr, das wir untätig verstreichen lassen, verzichten wir ungewollt auf Wohlstand, Innovation und Fortschritt.

Literatur

Bundesamt für Statistik. 2000. Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Produktionskonto und Arbeitsproduktivität der Schweiz.

Eidgenössische Finanzverwaltung, <http://www.admin.ch> und <http://www.admin.ch/d/finanzen/index.htm>

Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, Total Economy Database. January 2005, <http://www.ggdc.net>

OECD. 2001. ECO/CPE/WPI 16, Economics Department, Working Party No.1 on Macroeconomic and Structural Policy Analysis, Product and Labour Markets Interactions in OECD Countries.

OECD. 2004. Economic Surveys, Switzerland.

United Nations. World Population Prospects, 2004 Revision.

Erdölpreis und Geldpolitik – ein neues Paradigma

Marlene Amstad, Forschung, und Philipp M. Hildebrand,
Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, Zürich

Die Autoren danken Enzo Rossi für wertvolle Kommentare.

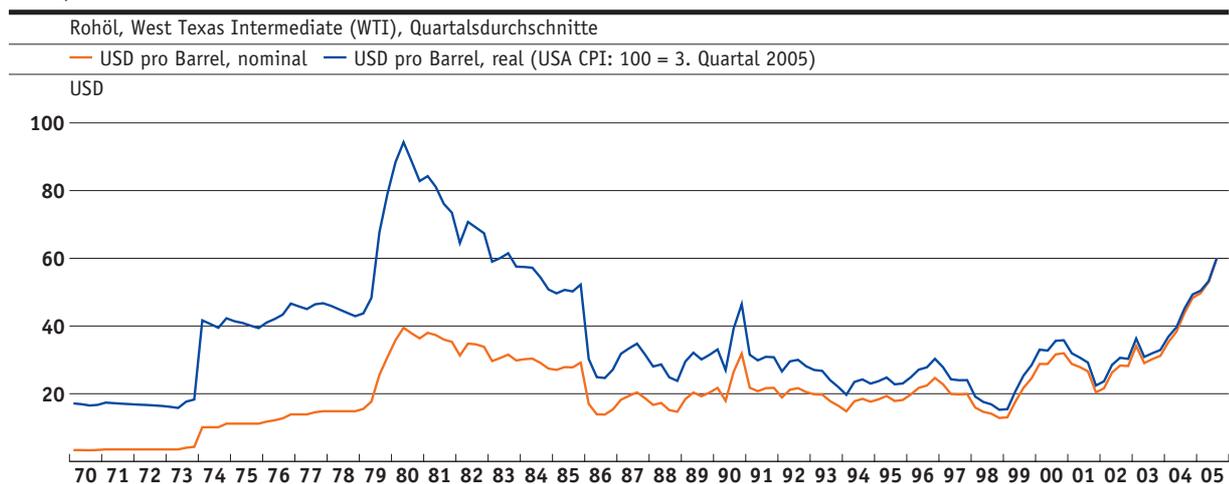
1 Einleitung

Ende 1999 erreichten die Ölpreise bei rund 10 Dollar einen Tiefpunkt und stiegen seither schubweise markant an. In den vergangenen Jahren waren sie eine der meistbeachteten Unterkomponenten des für die Inflationsentwicklung relevanten Konsumentenpreisindexes. Vor allem das Überschreiten der 50 Dollar Marke im Oktober 2004 und im März 2005 und deutlicher noch das Überschreiten der 60 Dollar Marke zur Jahresmitte 2005 weckten schmerzliche Erinnerungen an die einschneidenden ökonomischen Konsequenzen der Ölkrise der 1970er-Jahre. Real, nach Berücksichtigung der Inflation, liegt der aktuelle Ölpreis noch unter dem damaligen Niveau. In heutigen Dollars lagen die Ölpreise 1980 über 90 Dollar (Grafik 1).

Gleichzeitig fällt auf, dass die Erdölpreise zwischen 1986 bis zur Jahrtausendwende um einen Durchschnitt von rund 20 Dollar schwankten. Seither scheinen sie sich mit erhöhter Volatilität auf ein höheres Niveau einzupendeln.

Zwar machen ein paar Jahre noch keinen Trend, werfen aber die Frage nach den Gründen und den Folgen für die Geldpolitik auf. In diesem Beitrag gehen wir zum einen auf die grundlegenden Faktoren ein, die anhaltend hohe und volatile Ölpreise erwarten lassen. Zum andern diskutieren wir die Konsequenzen für die Geldpolitik. Da deren oberstes Ziel die Erhaltung der Preisstabilität ist, konzentriert sich der Beitrag schweremwichtig auf die Auswirkungen der Ölpreise auf die Inflation. Wachstumseffekte werden insofern angesprochen, als sie die Inflation beeinflussen. Nach der Einleitung führen wir in Kapitel 2 einige Gründe auf, die für anhaltend hohe und volatile Preise am Ölmarkt sprechen. In Kapitel 3 befassen wir uns mit Ölpreisprognosen. Kapitel 4 ist einer Darstellung möglicher Folgen höherer Erdölpreise für Wirtschaftswachstum und Inflation gewidmet. Anschliessend gehen wir in Kapitel 5 der Frage nach der Ausgestaltung der Geldpolitik in einem Umfeld nachhaltig hoher Erdölpreise nach. Darauf folgen Schlussbemerkungen.

Grafik 1
Erdölpreise



Quelle: Bloomberg

2 Gründe für ein Zeitalter hoher und volatiler Ölpreise

Der Ölpreis wird in einem Spannungsfeld von vier Faktoren bestimmt: Neben generellen Angebot- und Nachfragefaktoren (2.1) spielen insbesondere Geopolitik (2.2), Geologie (2.3) und Finanzmärkte (2.4) eine bedeutende Rolle. Eine Vielzahl von Faktoren spricht für auf absehbare¹ Zeit anhaltend hohe und volatile² Ölpreise.

2.1 Angebot und Nachfrage

Faktor 1: Umkehr der Kausalität: nachfragegetriebene Ölpreise

Der Zusammenhang zwischen Erdölpreisen und Konjunktur hatte in den 1980er-Jahren noch weitgehend den Charakter einer einseitigen Kausalität von den Ölpreisen auf die Konjunktur. Heute kommt aber dem umgekehrten Effekt verstärkte Bedeutung zu: Die Erdölnachfrage und damit die Ölpreise sind zunehmend von der weltweiten Konjunktur abhängig. Ein gewisser Anstieg des Erdölpreises ist mithin als normale Begleiterscheinung eines weltwirtschaftlichen Aufschwungs zu betrachten. Diese Entwicklung

1 Die nachfolgend aufgezählten Faktoren haben einen vorwiegend langfristigen Charakter. Deren Bedeutung variiert über die Zeit. So wird etwa Faktor 3 (Investitionen) gegenüber Faktor 2 (tiefe Lager) mit der Zeit an Bedeutung gewinnen.

2 Statistisch weist der Strukturbruch in der Volatilität des Ölpreises bis anhin eine geringe Signifikanz auf. Nachfolgend werden verschiedene Gründe angeführt, warum die Signifikanz mit mehr Beobachtungen steigen könnte.

wurde in jüngster Zeit durch die sehr hohe Dynamik der chinesischen Volkswirtschaft, die mittlerweile als zweitgrösster Ölimporteur und Ölverbraucher hinter den USA rangiert, verstärkt. Dabei muss betont werden, dass wir es nicht mit einer vorübergehenden Erscheinung zu tun haben. Vielmehr stellt voraussichtlich die Integration Chinas und Indiens in die Weltwirtschaft ein seltenes, strukturelles Ereignis dar, das bezüglich seiner wirtschaftlichen Auswirkungen vergleichbar ist mit der im 19. Jahrhundert erfolgten Integration der USA in die Weltwirtschaft.

Deutliche Zunahme der Bedeutung von Nachfragefaktoren in den letzten 10 Jahren

Stellt man das Wachstum des Welt-Bruttoinlandsproduktes (BIP) dem Ölpreis grafisch gegenüber, wird ein langsamer Übergang Mitte der 90er-Jahre ersichtlich. Vorher war die Korrelation negativ, danach positiv (Grafik 2).³

Gemäss der Internationalen Energie-Agentur (IEA, 2005) ist die weltweite Ölnachfrage 2004 um 2,6 Mio. Barrel pro Tag oder über 3% gegenüber dem Vorjahr gestiegen. Das ist der höchste Anstieg seit fast 25 Jahren. Für 2005 schätzt die IEA eine weitere Zunahme der Nachfrage um 1,4 Mio. Barrel pro Tag oder rund 1,7% auf rund 84 Mio. Barrel pro Tag. Die Nachfrage ist damit angesichts begrenzter Förderkapazitäten zu einem der ausschlaggebenden Faktoren für das Ölpreisniveau geworden. Fast die Hälfte der Nachfrigesteigerung ist auf asiatische Schwellenländer zurückzuführen, wobei China allein für fast ein Drittel der Zunahme verantwortlich zeichnet (Tabelle 1).

3 Der Korrelationskoeffizient betrug $-0,4$ vor 1995 und $+0,3$ danach. Diese lineare Darstellung kann nur als grobe Approximation dienen. Für die exakte Quantifizierung werden meist nicht-lineare Verfahren eingesetzt (vgl. Hooker, 1999; Hamilton, 2003). Im Weiteren handelt es sich nicht um einen auf ein bestimmtes Jahr beschränkten Strukturbruch, sondern um einen langsamen Übergang.

Mit China und Indien sind sehr grosse Volkswirtschaften als Erdölnachfrager aufgetreten. Verglichen mit ihrem Potenzial stehen beide noch am Anfang ihrer Wirtschaftsdynamik. Typischerweise sind Volkswirtschaften aber genau dann besonders auf Erdöl angewiesen.

Die verringerte Ölintensität der Produktion in den Industriestaaten wirkt dieser Entwicklung zwar entgegen. Dennoch trug Nordamerika 2004 mit einem

Fünftel zur Zunahme der weltweiten Erdölnachfrage bei (Tabelle 1) und ist somit zusammen mit den asiatischen Ländern die treibende Kraft hinter der Ölnachfrage (Grafik 3). Die gestiegene Bedeutung der Nachfrage dient nicht nur als Erklärungsfaktor für die Niveauveränderung, sondern auch für die erhöhte Volatilität der Erdölnotierungen. Konjunkturelle Schwankungen sind naturgemäss volatiler als strukturelle, angebotsseitige Faktoren.

Grafik 2
Erdölpreis und Welt-BIP

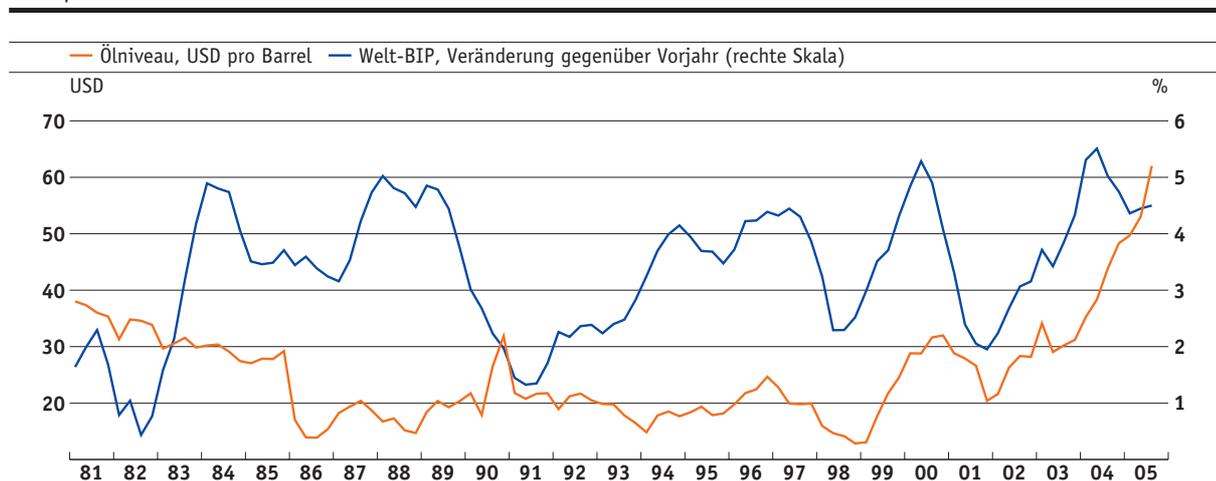


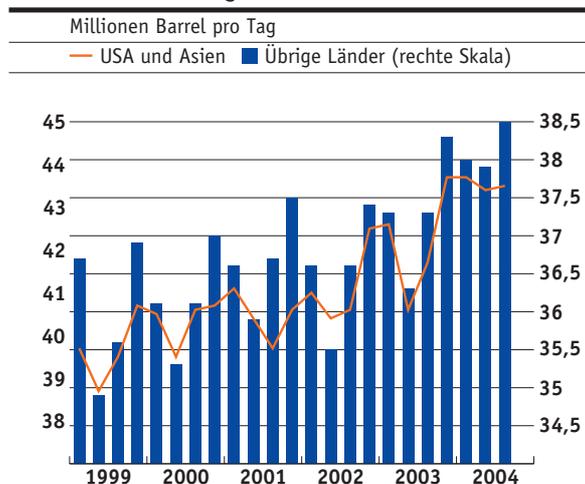
Tabelle 1
Weltweite Ölnachfrage nach Regionen

	Demand 2004	(million barrels per day)			Annual Change (%)		
		2003	2004	2005	2003	2004	2005
North America	25.19	0.47	0.61	0.36	2.0	2.5	1.4
Europe	16.44	0.20	0.24	0.11	1.2	1.5	0.7
OECD Pacific	8.63	0.14	-0.15	0.00	1.6	-1.7	0.0
China	6.38	0.55	0.86	0.50	11.0	15.6	7.9
Other Asia	8.57	0.22	0.47	0.24	2.8	5.7	2.8
Subtotal Asia	23.57	0.91	1.18	0.75	4.2	5.3	3.2
FSU	3.71	0.12	0.13	0.05	3.5	3.7	1.4
Middle East	5.88	0.20	0.32	0.29	3.7	5.7	4.9
Africa	2.81	0.04	0.07	0.09	1.7	2.4	3.3
Latin America	4.90	-0.10	0.17	0.12	-2.0	3.7	2.4
World	82.50	1.84	2.72	1.77	2.4	3.4	2.1

Grafik 2:
Im Laufe der 90er-Jahre kehrte sich die Kausalität zwischen Öl und Konjunktur um.
Quellen: Bloomberg, Oxford Economic Forecast (OEF)

Tabelle 1:
Quelle: International Energy Agency (IEA), 2005

Grafik 3
Weltweite Ölnachfrage



Grafik 3:
Quelle: IEA, 2004

Langsamer Preisanstieg

Der Verlauf des Preisanstiegs ist ein weiterer Beleg für die zunehmende Bedeutung der Nachfrageseite. Sowohl eine Angebotsverknappung⁴ als auch eine Ausdehnung der Nachfrage erhöhen die Preise. Während ein knapperes Angebot, wie etwa in den 70er-Jahren, augenblicklich auf die Preise einwirkt, führt eine Ausweitung der Nachfrage, was seit dem Jahr 2000 zu beobachten ist, nur graduell zu höheren Preisen.

Faktor 2: Tiefe Lager

Der weltweite Wettbewerb bewirkt einen erhöhten Druck zu Kostensenkungen in der Produktion. In den letzten Jahren wurden verschiedenste Massnahmen ergriffen, um Kosten zu reduzieren. So wurden u. a. Lager weltweit sukzessive abgebaut. Erst mit dem Anstieg des Ölpreises und damit dem Risiko einer Ölverteuerung rechnet sich die Aufstockung der Lager wieder. Der Lagerbestand in den USA erholt sich seit 2004 wieder von einem 30-Jahre-Tief (Grafik 4). Die allmähliche Wiederauffüllung der Lager verleiht der Nachfrage weiteren Auftrieb.

Auch in dieser Hinsicht spielt China, dessen Nachfrage in den letzten Jahren deutlich unterschätzt wurde, eine wichtige Rolle. Noch Ende der 90er-Jahre hätte ein Lageraufbau in den Industrienationen vergleichsweise glimpfliche Spuren in den

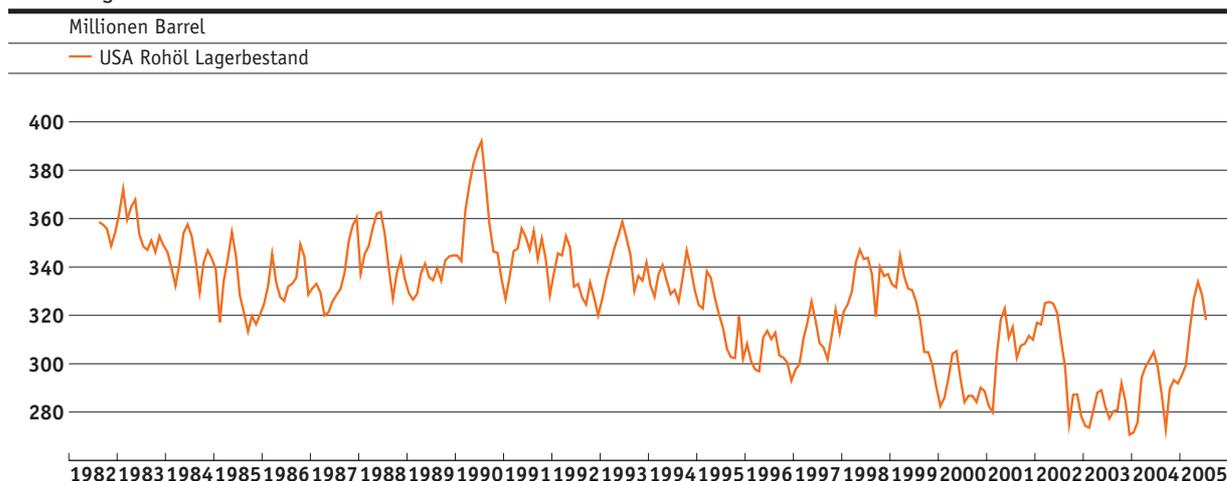
Ölnotierungen hinterlassen. Erst der gleichzeitige und unerwartete Nachfrageschub aus China liess die Preise in die Höhe schnellen.

Faktor 3: Investitionszyklus bei Ölanlagen an einem Wendepunkt

Öl basiert auf Ablagerungen von Pflanzen und Mikroorganismen auf dem Meeresboden und entsteht unter Luftabschluss, Hitze und Druck über Millionen von Jahren. Die Förderung ist nicht überall gleich kostenintensiv. Der Anteil der Förderkosten am Preis des (transportierten und veredelten) Endprodukts ist vergleichsweise klein. Mancherorts wird indessen bezweifelt, dass dies auch in Zukunft gelten wird. Investitionen in Förderanlagen wurden teilweise stark vernachlässigt, so dass nun Ersatzinvestitionen anstehen, die den Endpreis nach oben treiben dürften. Gemäss der IEA (2005) sollen im Energiesektor bis 2030 Investitionen in der Höhe von 16 Billionen Dollar getätigt werden. Dank dem höheren Ölpreis werden Infrastrukturinvestitionen rentabler, was langfristig preissenkend wirken sollte. Damit es dazu kommt, müssen jedoch gewisse Bedingungen erfüllt sein. Zum einen müssen die entsprechenden Entscheide in den erdölproduzierenden Ländern entpolitisiert werden. Zum andern muss das dank der Zunahme der Infrastrukturinvestitionen gewonnene Produkt auch an den Markt gelangen. Mit dem Ölpreis

⁴ Die kurzfristige Verletzbarkeit des Ölangebots wurde uns kürzlich durch den Hurrikan «Katrina» wieder einmal vor Augen geführt.

Grafik 4
Rohöl Lagerbestand in den USA



US Öllager erholen sich nur langsam von ihrem Tief.
Quelle: Bloomberg

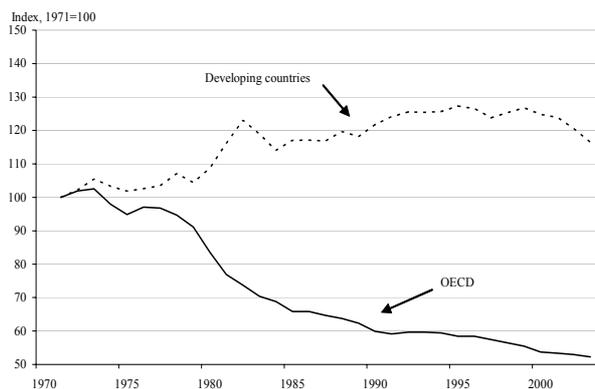
steigt nämlich nicht nur die Rentabilität der damit zusammenhängenden Investitionen, sondern auch der Wert der Ressource im Boden und damit der Anreiz, die Knappheit aufrecht zu erhalten. Erst wenn Öl derart knapp wird, dass sich der Umstieg auf Alternativenenergien lohnt, haben Ölproduzenten einen unmittelbaren ökonomischen Anreiz, die technisch mögliche Fördermenge voll auszuschöpfen.

Faktor 4: Unterschiedlich effizienter Umgang mit Öl

Die Ölintensität in der Produktion und im Konsum der OECD-Länder hat sich seit den Ölschocks der 70er-Jahre fast halbiert. In manchen Industrieländern dürften weitere Einsparungen zunehmend schwieriger durchsetzbar sein. Ausserdem haben die Entwicklungsländer kaum Effizienzfortschritte in der Nutzung erzielt (Grafik 5). Vor allem die Ölmengen, die China verschlingt, stehen in einem krassen Missverhältnis zur damit erzielten Produktion. Dies dürfte einerseits an der Art der Industrie liegen. Schwerindustrie mit meist noch wenig energieeffizienter Technologie dominiert. Andererseits erklärt sich dies auch durch das Verhalten der Haushalte, die Öl wenig produktiv in Dieselgeneratoren verwenden.⁵

⁵ Anfang 2005 bestand rund die Hälfte der chinesischen Ölnachfrage aus Diesel (IEA, 2005). Gemäss der OECD (2004) lässt eine Zunahme des Wirtschaftswachstums in China den Ölpreis in den kommenden 25 Jahren um rund das Doppelte ansteigen als dieselbe BIP-Zunahme in den OECD-Staaten.

Grafik 5
Ölintensität (Ölverbrauch pro Outputeinheit)



Quelle: Brook et al., 2004

2.2 Geopolitik

Faktor 5: Unabhängig und synchron, erhöhte Unsicherheit in Geo- und Innenpolitik zentraler Förderländer

Der Erdölmarkt war seit jeher hoch politisch. Nach den Attentaten vom 11. September 2001 und dem zweiten Irakkrieg nahmen die geopolitischen Unsicherheiten gerade in den wichtigsten Förderländern sprunghaft zu. Selbst wenn weitere Terroranschläge ausbleiben, wirkt allein die Verunsicherung durch die bisherigen Anschläge preistreibend und erhöht die Volatilität am Erdölmarkt. Ferner gilt es zu berücksichtigen, dass ab der Jahrtausendwende die politischen Unruhen nicht auf einen Raum beschränkt blieben. Vielmehr traten synchron mehrere voneinander unabhängige politische Krisen auf: So wurde der Ölmarkt nicht nur durch die veränderte Situation im Mittleren Osten in Mitleidenschaft gezogen, sondern praktisch gleichzeitig auch durch Unsicherheiten in Venezuela, Nigeria und Russland beeinflusst. Auch hier gilt, dass allein die Unsicherheit ausreicht, um die Preise anzuheben.

Manche Beobachter des Politikgeschehens meinen, einen beängstigenden Trend zu erkennen. Beginnend in den 90er-Jahren hatte die Welt fast alle zwei Jahre einen politischen Schock mit internationaler Ausstrahlung zu verkraften. Nach dem ersten Anschlag auf das World Trade Center im Jahre 1993 kam es 1995 zu den Anschlägen in Saudi-Arabien und auf die Botschaft in Moskau, gefolgt 1998 von den Anschlägen in Kenya, dann im September 2001 von denjenigen auf das World Trade Center, 2004 und 2005 von den Attentaten in Madrid und London. Diese Auflistung einiger der wichtigsten terroristischen Attacken vermittelt den Eindruck eines anhaltenden Problems, für das es keine schnellen und einfachen Lösungen gibt, was zusätzlich zur allgemeinen Verunsicherung beiträgt. Auch hier sprechen die Umstände für eine Niveaushiftung und zunehmende Volatilität. Ein Markt, in dem (kurzfristig volatile) Ängste relativ zu den (langfristig getriebenen) «Fundamentals» an Bedeutung gewinnen, ist besonders schwankungsanfällig. Der Umstand, dass die Anschläge in Madrid im vergangenen und in London in diesem Jahr kaum mehr zu Verwerfungen am Finanzmarkt führten, lässt indes darauf schliessen, dass diese Verunsicherung zu einem grossen Teil bereits in den Preisen enthalten war.

Faktor 6: Globalisierung

Die Globalisierung führt zu einer höheren und schnelleren Übertragung von Schocks. So etwas wie eine abgeschlossene Wirtschaft existiert kaum mehr. Damit sind Chancen verbunden – wie die längerfristige Aussicht auf eine etwaige Konjunkturlokomotive China –, aber auch Gefahren. Krisen, egal ob lokaler oder globaler Natur, bergen im Zuge der zunehmenden Wirtschaftsverflechtung das Risiko, dass sie sich stärker und rascher ausbreiten als früher.

Durch die Globalisierung nehmen zudem auch die Transportaktivitäten, der Hauptverwendungszweck von Öl, zu. Die OECD (2004) erwartet, dass der Transportsektor für drei Viertel der Zunahme der Ölnachfrage bis 2030 verantwortlich zeichnen wird.

Faktor 7: Institutionelle Veränderungen

Angesichts der zunehmenden Unsicherheiten könnte eine starke Institution wie die OPEC den Markt beruhigen. Die OPEC und insbesondere der Mittlere Osten verfügen über die mit Abstand grössten Ölreserven der Welt.⁶ Die IEA erwartet, dass der Marktanteil des Mittleren Ostens in den kommenden 30 Jahren von 25% auf rund 40% steigen wird. Vor diesem Hintergrund gehen viele Marktkommentatoren davon aus, dass die OPEC langfristig an Einfluss gewinnt. Dennoch stellt sich die Frage, wie effektiv die OPEC den Ölpreis in einem von der Nachfrageseite dominierten und von spekulativen Interessen beeinflussten Markt kontrollieren kann. Manche Marktteilnehmer meinen, dass die OPEC ab der zweiten Hälfte der 90er-Jahre einen immer geringeren Einfluss auf die Ölnotierungen auszuüben imstande gewesen sei. So habe die Reduktion der Fördermenge infolge der tief gesunkenen Ölpreise Ende 1997 und 1999 sowie umgekehrt eine Serie von Produktionsausdehnungen – ausgelöst durch die im August 2004 erreichten Höchstwerte – nur einen schwachen Widerhall in den Ölpreisen gefunden. Verunsichernd könne auch die Politik der OPEC wirken, vereinbarte Produktionsuntergrenzen unterschreiten zu lassen. Von institu-

tioneller Seite sei somit eine unmittelbar marktberuhigende Tendenz nicht absehbar.

Wie die Erfahrung der 70er-Jahre zeigt, führen hohe Ölpreise zu Rationalisierungen und Substitutionen, um die Abhängigkeit vom Öl zu verringern.⁷ Die OPEC könnte daher – entgegen den Erwartungen vieler – bei anhaltend hohen Ölpreisen wie damals an Marktmacht einbüßen oder zumindest weniger dazugewinnen.⁸

Ferner könnten institutionelle Gründe bisher den Ölpreis vergleichsweise tief gehalten haben. Dies lässt sich anhand der Hotelling-Regel zeigen, derzufolge der Preis einer nicht erneuerbaren Ressource langfristig mindestens so stark steigt wie eine langfristig verzinsten Geldanlage.⁹ Offensichtlich lassen sich die rekordtiefen Ölnotierungen Ende der 90er-Jahre kaum damit vereinbaren. Anders als von dieser Regel postuliert, wurden damals grosse Mengen an Erdöl bei sehr tiefen Verkaufspreisen produziert. Tatsächlich gilt die Hotelling-Regel nur bei vollkommenen Märkten, was v. a. für manche durch oligopolitische Strukturen gekennzeichnete Teile des Erdölmarkts nicht zutreffen dürfte. Im Falle einer zunehmenden Demokratisierung der Entscheidungen zur Ausbeutung von Ölreserven dürfte indessen die Hotelling-Regel wieder greifen und somit die langfristige Ölrendite – ähnlich einer Floor-Option – durch das Niveau der Langfristzinsen gegen unten begrenzt sein.

7 Wie das Kohlezeitalter lange vor der Ausschöpfung der Reserven zu Ende ging, könnte auch das Ölzeitalter durch die relativ erhöhte Rentabilität alternativer Energien vor dem Versiegen der Ölquellen enden.

8 Die OECD (2004) schätzt, dass ein Anstieg des Ölpreises um 5 Dollar über das Basisszenario von 35 Dollar den Marktanteil der OPEC im Jahr 2030 um rund 7% auf gut 30% reduziert.

9 Eigentümer von nicht erneuerbaren Ressourcen maximieren ihren Gewinn, indem sie entweder die Ressource heute abbauen und die Gewinne zinstragend anlegen, oder warten, bis Verknappungserscheinungen den Preis der Ressource in die Höhe treiben. Die Hotelling-Regel (Hotelling, 1931) entspricht dem Gleichgewicht, bei dem der Preisanstieg die entgangene Verzinsung kompensiert.

6 Gemäss IEA/OECD (2004) befinden sich rund zwei Drittel der weltweit nachgewiesenen Reserven in OPEC-Ländern.

2.3 Geologie

Faktor 8: Unsichere Entwicklung der Reserven

Die Schätzungen der vorhandenen Ölreserven sowie der zu erwartenden neuen Ölfunde differieren stark. Die Ursache für diese Differenzen liegt oft in einer unterschiedlichen Definition der nachgewiesenen Reserven. Einheitliche Bemessungskriterien fehlen. Selbst die Ölkonzerne publizieren trotz ihres Informationsvorsprungs stark voneinander abweichende Prognosen und Einschätzungen ihrer derzeitigen Reserven.¹⁰ Daraus resultiert eine intransparente und dadurch tendenziell preistreibende Marktsituation. Ferner sind solche Schätzungen oft politisch gefärbt.

Die OECD (Brook et. al., 2004) beziffert die gegenwärtigen Reserven auf 1000 Mrd. Barrel. Ohne die Erschliessung weiterer Reserven wären diese bei gleich bleibender Produktion in rund 40 Jahren ausgeschöpft. Dies hat verschiedene Analysten zu einem pessimistischen Ausblick bewogen.¹¹

¹⁰ Beispielsweise sah BP noch in den 70er-Jahren die Spitze der Weltproduktion im Jahr 1985, Shell dagegen erst im Jahr 1999. Doch nicht nur die Prognosen differieren je nach Analyst und Zeitpunkt, sondern auch die Einschätzungen der gegenwärtigen Reserven. Grosse Aufmerksamkeit zog z. B. die Ankündigung von Shell Anfang 2004 auf sich, wonach die Einschätzung ihrer Reserven um 20% nach unten korrigiert wurde. Obwohl Shell damit nur die Einschätzung der Ölreserven an die Richtlinien der amerikanischen Securities and Exchange Commission (SEC) anpasste, löste dies Verunsicherung aus. In der anschliessenden Diskussion wurden alle am Markt verfügbaren Angaben zu Reserven angezweifelt, was sich in höheren Preisen widerspiegelte.

¹¹ Marvin King Hubbert gehört zu den bekanntesten Analysten der Ölindustrie mit einer sehr kritischen Haltung gegenüber der zukünftigen Ölmarktentwicklung. Er veröffentlichte bereits 1956 eine berühmt gewordene Prognose, wonach die Ölproduktion in den USA ab 1972 abnehmen würde: eine angesichts der damals stark zunehmenden Produktion gewagte und entsprechend heftig diskutierte Aussage. Sie traf aber ins Schwarze. Ab 1970 wurde der Wandel der USA vom Nettoexporteur zum -importeur eingeleitet. Verschiedene Analysten verwenden heute Hubbart's auf Geologie und Mathematik basierender Prognosetechnik, um die Spitze in der Weltölproduktion vorauszusagen. Demzufolge wird die Welt zwischen 2003 und 2008 die maximale Fördermenge erreichen («Hubbart's-Peak»). Dieser Prognose liegt im Kern die Annahme zugrunde, dass der Weltverbrauch jährlich im Schnitt 2% und die Reservenminderung 6% beträgt.

Allerdings wurde bis anhin die steigende Ölnachfrage mit neu entdeckten Reserven aufgefangen, so dass das Verhältnis von Reserve zu Produktion in den letzten zwei Dekaden konstant blieb.¹² Da dies keine Garantie für die Zukunft ist, dürfte das Spektrum der Schätzungen und Szenarien weiter sehr breit bleiben. Unabhängig davon, wie fundiert man manche Prognosen beurteilen mag, können sie Spuren im Ölpreis hinterlassen, sobald dieser spürbar von spekulativem Verhalten geprägt wird. Dafür reicht allein die Annahme, andere Marktteilnehmer könnten gemäss den Prognosen handeln.

¹² Die grössten Reserven liegen im Mittleren Osten und unterliegen aufgrund neuer Funde dramatischen Neueinschätzungen. 1944 wurden sie auf 16 Mrd. Barrel, 1975 auf 116 Mrd. Barrel und heute auf rund 685 Mrd. Barrel geschätzt (vgl. Adelman, 1995).

2.4 Finanzmarkt

Faktor 9: Öl als Finanzunderlying

Die erhöhte Schwankungsbreite von Öl hat neue Marktteilnehmer auf den Plan gerufen. Die dadurch gestiegene Marktliquidität hat die Attraktivität dieses Marktes weiter erhöht. Die Anzahl der Händler, die nicht am Erdöl für den Antrieb von Motoren oder für Heizungszwecke, sondern als Finanzinstrument interessiert ist, nimmt seit einigen Jahren markant zu.

So wurde der Preisanstieg der vergangenen beiden Jahre nicht zuletzt durch Erwartungen an den Finanzmärkten getrieben. Der Ölpreisanstieg übertraf in den Augen der meisten Marktbeobachter das durch die aktuelle Marktsituation gerechtfertigte Mass. Der Spekulationsaufschlag wurde im ersten Quartal 2004 von Vertretern der OPEC auf 5 Dollar pro Barrel geschätzt. Im dritten Quartal 2004 haben verschiedene Kommentatoren den Aufschlag auf 8–10 Dollar quantifiziert.¹³ Die BIZ (2004) stellte in ihrem Quartalsbericht eine hohe Korrelation (0,8) zwischen den wöchentlichen Ölpreisveränderungen und den Veränderungen in den Long Positionen von nichtkommerziellen Händlern fest.

Die Schätzung des Spekulationsanteils am Preisanstieg ist angesichts der unsicheren Datenqualität jedoch schwierig. Sicher ist allein, dass eine angespannte Marktsituation Anreize schafft, weiter auf hohe Notierungen zu setzen.¹⁴

Ein Grund, weshalb Öl gerade zu Beginn des Jahrtausends als Spekulationsobjekt entdeckt wurde, liegt in der stärkeren Nachfrageabhängigkeit (Faktor 1), die erst zu der für Spekulation notwendigen Schwankungsbreite beim Erdölpreis führte. Zusätzlich an Attraktivität gewannen Anlagen in Öl möglicherweise durch den Mangel an Alternativen. Nach dem Ende des Booms der «New economy» wurde nach neuen Anlagemöglichkeiten gesucht. Das Öl war Anfang 1999 auf ein 25-Jahrestief gefallen und fand wenig Beachtung. Zusammen mit der sich abzeichnenden dynamischen Nachfrage von am Rohstoff interessierten Händlern bildete dies eine ideale Basis, um Öl als Finanzinstrument zu lancieren.

Faktor 10: Erwartungen einer Dollarschwäche

Die Mitgliedstaaten der OPEC verfügen über fast 80% der weltweit nachgewiesenen Reserven. Sie decken zurzeit rund 40% des Weltverbrauchs ab. Die OPEC führte 2001 ein Zielband von 22–28 Dollar pro Fass ein.¹⁵ Aufgrund des rekordhohen amerikanischen Ertragsbilanzdefizits gehen viele Marktbeobachter von einer langfristigen Abwertung des Dollars aus. Erwartungen einer Dollarabwertung könnten die OPEC langfristig dazu veranlassen, ein tendenziell höheres Zielband in Dollar anzustreben, um die dadurch bedingte Verschlechterung der Terms of Trade zu kompensieren. Von Anfang 2001 bis Mitte 2005 ist der Dollar gegenüber dem Euro um rund einen Drittel gesunken. Wird das Zielband entsprechend angepasst, dürfte dieses zwischen 29 und 37 Dollar zu liegen kommen. Offiziell hat die OPEC angesichts der Preisentwicklung das Zielband 2005 zwar nicht aufgehoben, aber vorübergehend suspendiert.

¹⁵ Dieses Band basiert auf einem Mitte 2005 angepassten OPEC Preiskorb, der meist etwas unter dem Preis für das sehr leichte «West Texas Intermediate crude» Öl liegt.

¹³ Für eine Übersicht über die Literatur von Spekulation und ihrem Effekt auf die Ölpreisentwicklung vgl. Weiner (2002).

¹⁴ Dennoch sollte die Bedeutung der Spekulation gegenüber anderen Faktoren nicht überbewertet werden. So findet etwa Weiner (2002) einen insgesamt nur geringen Einfluss der Spekulation auf Ölpreise.

3 Prognosen von Ölpreisen

Im vorangehenden Kapitel wurden Faktoren aufgelistet, die auf höhere Erdölpreise und eine grössere Schwankungsbreite schliessen lassen. Alle diese Faktoren unterliegen einer erheblichen Unsicherheit. Daher ist bei jeder Prognose über den Erdölpreis mit einer hohen Standardabweichung und damit mit einer eingeschränkten Aussagekraft zu rechnen. Viele Marktbeobachter beschränken sich daher auf qualitative Aussagen, etwa mit dem Hinweis, dass die Ölpreise noch so stark ansteigen werden, wie dies die dadurch zurückgebundene Nachfrage erlaubt. Trotz der hohen Prognoseunsicherheit müssen etwa Geldpolitiker konkrete Annahmen über die Ölpreisentwicklung für ihre Konjunktur- und Inflationsprognosen treffen und deren Konsequenzen frühzeitig abschätzen. In der Folge stellen wir kurz einige quantitative Prognoseverfahren vor. Danach gehen wir auf die Verwendung von Ölpreisprognosen in makroökonomischen Modellen ein.

3.1 Quantitative Ansätze zur Prognose von Ölpreisen

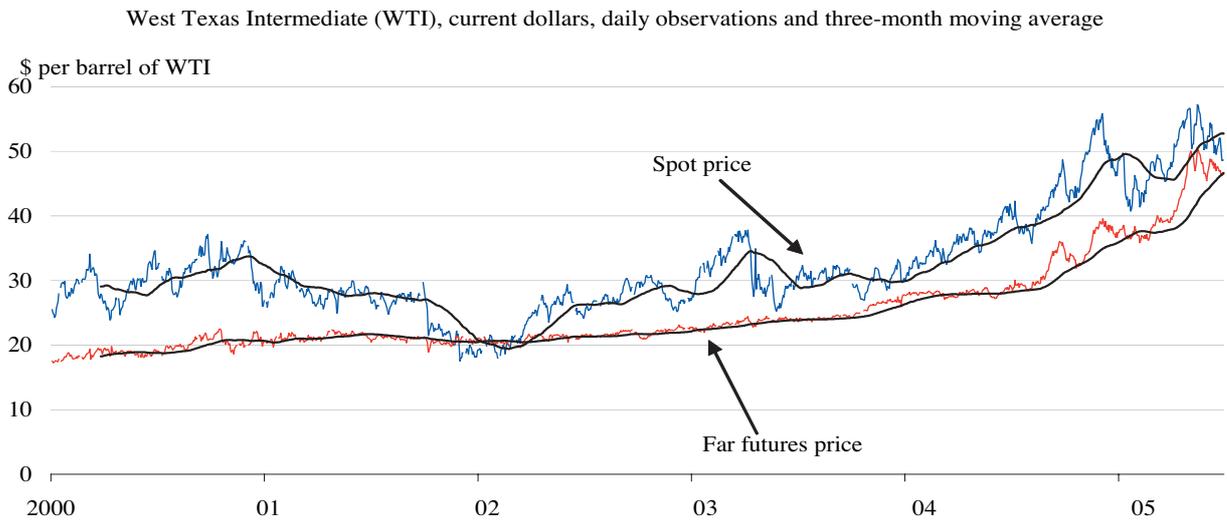
Wirtschaftsprognosen beruhen auf dem Prinzip, dass von der Vergangenheit auf die Zukunft geschlossen werden kann. Im Fall des Öls gelangen aber verschiedene empirische Analysen zum Schluss, dass weder das Ausmass vergangener Preisausschläge noch die Dauer einer Hochpreisphase Aufschluss über deren Ende gibt.

In der kurzen Frist liefern verschiedene Marktindizes Hinweise über die Entwicklung des Erdölpreises. So werden Performance-Differenzen zwischen unterschiedlich energiesensitiven Börsenindizes (z. B. kanadische Marktindizes mit hohem Ölanteil versus deutsche Indizes mit kleinem Energieanteil) oder direkt die Aktienbewertungen von Ölfirmen für Prognosen verwendet. Längerfristig orientierte Marktteilnehmer setzen dagegen grundsätzlich v. a. auf eine Kombinationen zweier Grössen: einem Mass für die wirtschaftliche Aktivität und einem für die Lagerbestände.

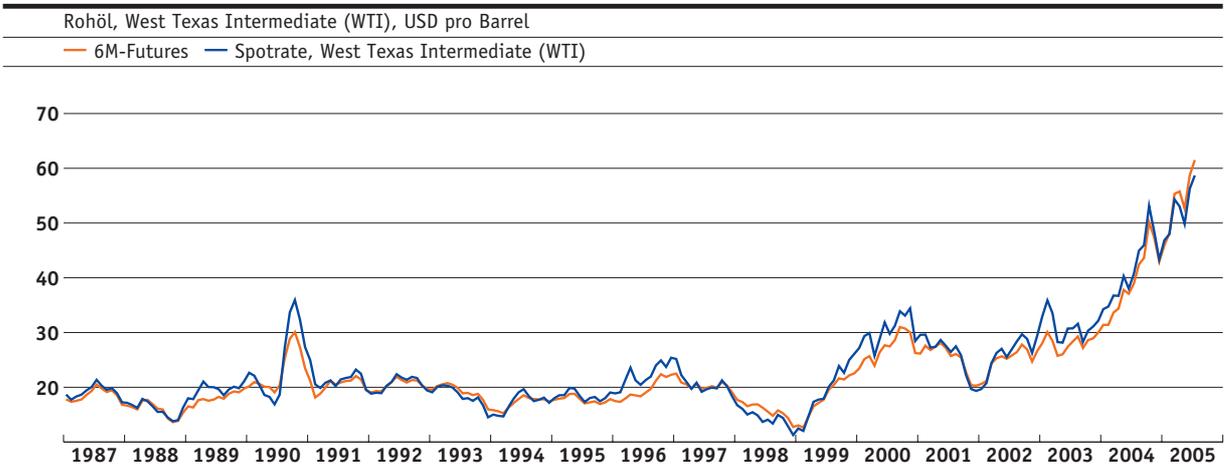
3.1.1 Prognosen basierend auf Terminkontrakten

Für Ölpreisprognosen werden oft die an den Börsen gehandelten Terminkontrakte herangezogen. Wer sollte die Zukunft besser einschätzen können als Marktakteure, die ihr Geld riskieren, indem sie heute den Preis für morgen festlegen? Termin- bzw. Futurespreise als Prognosewert für den Spotpreis von morgen sind von Aktien über Wechselkurse bis hin zu Waren sehr beliebt, letztere allerdings mit unterschiedlichem Erfolg. Während Futures auf Gold sich ähnlich wie diejenigen auf Aktien verhalten – die Futurespreise liegen jeweils über dem jeweiligen Spotpreis («contango») –, wird diese Regel auf dem Ölmarkt immer wieder durchbrochen. Dies bedeutet, dass Öl mit einem Lieferdatum bis zu einem Jahr weniger kostet als heutiges. Trifft dies zu, befindet sich ein Markt in einer so genannten «Backwardation». Eigentlich wäre zu erwarten, dass Arbitrageure ihre Lager zu hohen Spotpreisen leeren und diese zu tieferen Futurespreisen wieder auffüllen, was Spot- und Futurespreise einander angleicht. Dadurch würden sie erhebliche Gewinne einstreichen. Tatsache ist aber, dass Backwardation auf dem Ölmarkt seit 2000 bis Anfang dieses Jahres praktisch zur Regel wurde (Grafiken 6 und 7). Wie lässt sich dies erklären?

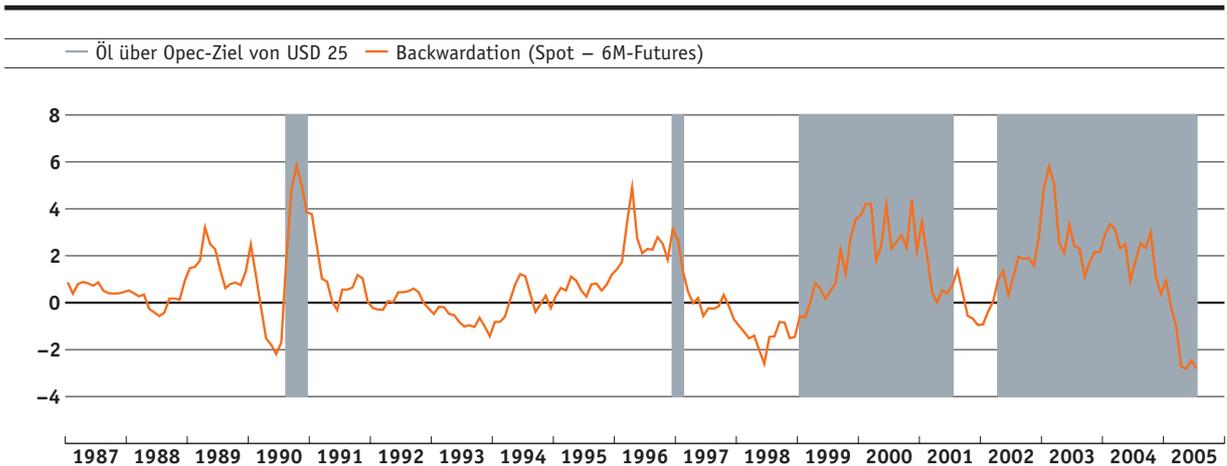
Grafik 6
Spotrate und Long Futures



Grafik 7
Erdöl Spotrates und 6M-Futures



Grafik 8
Backwardation



Grafik 6:
Quelle: OECD, 2005

Grafik 7:
Spotrate oft über 6M-Futures (Backwardation, monatlich)
Quelle: Bloomberg

Grafik 8:
Ölmarkt tendiert v. a. dann zu Backwardation, wenn der Spotpreis über dem OPEC-Zielwert liegt. In den schattierten Phasen überstieg der Spotpreis 25 Dollar (OPEC-Band 23–28 Dollar, Mittelwert 25 Dollar).
Quelle: Bloomberg

3.1.2 Gründe für Backwardation

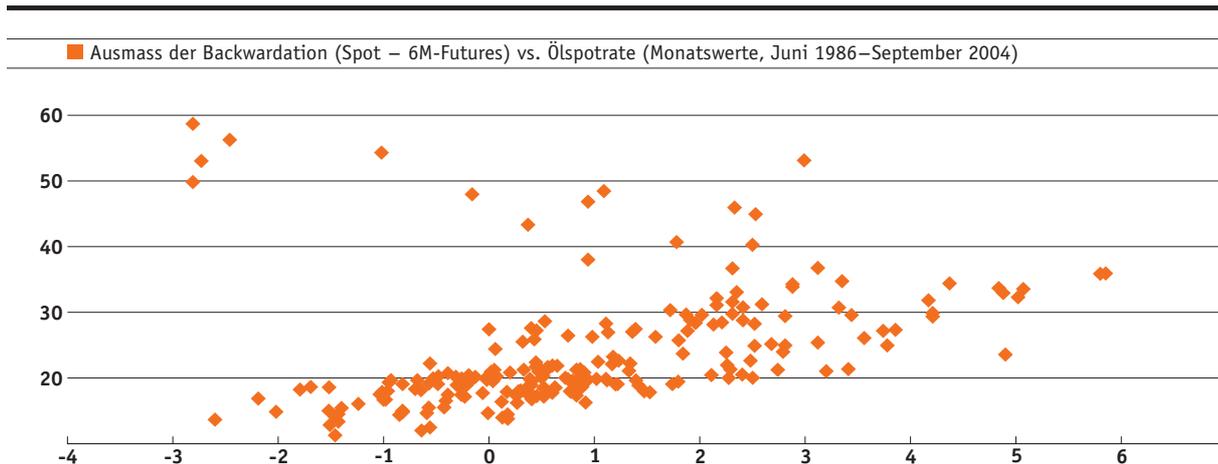
Eine der Erklärungen für Backwardation in einem Markt lässt sich auf erschwerte Arbitrage zurückführen. Im Vergleich etwa zu Aktien schränken am Ölmarkt eine tiefe Marktliquidität, Saisonschwankungen im Angebot oder in der Nachfrage, Risiken einer Unterbrechung der Angebotskette sowie Unterhaltskosten die Ausnützung von Arbitragemöglichkeiten ein.

Wie viele Rohstoffmärkte ist der Ölmarkt oft in Backwardation. Zum einen ist dies darauf zurückzuführen, dass das im Boden befindliche Öl wie ein kostenloses Lager wirkt bzw. einer Put-Option in den Händen der Förderländer ähnlich ist. Zum anderen ist Öl im Gegensatz zu Gold in erster Linie ein Produktionsfaktor und nicht ein Spekulationsobjekt, auch wenn es sich, wie bereits erwähnt, als Finanzinstrument einer stark zunehmenden Beliebtheit erfreut. Heizungen und Autos laufen nun mal nicht mit Optionen; daher ist die Risikoaversion relativ gross: die Leute tanken lieber heute zu teuer als morgen eventuell billiger mit dem Risiko, dass ihr Fahrzeug stehen bleibt.

Nebst beschränkter Arbitrage können auch institutionelle Gegebenheiten die Markterwartungen beeinflussen und so das Phänomen der Backwardation auf dem Ölmarkt phasenweise verstärken. So tritt Backwardation vornehmlich in Phasen auf, in denen die Spotpreise über dem Mittel des OPEC-Zielbands liegen. Befand sich der Ölmarkt in «contango», als der Spotpreis im Jahre 2001 mit rund 20 Dollar unter dem OPEC-Zielband von 23–28 Dollar lag, so tendierte er zu Backwardation, sobald der Spotpreis die Zielband-Obergrenze überschritt (Grafik 8).

Dieser Umstand wird auch dadurch verdeutlicht, dass das Ausmass der Backwardation in der Regel umso höher ausfällt, je höher der Ölpreis ist (Grafik 9). Ob die jüngsten Rekordmarken, die mit einer «contango» Situation zusammenfielen, bereits eine Trendwende auf den Futures-Märkten darstellen, bleibt abzuwarten.

Grafik 9
Backwardation



Backwardation (Spot – 6-Monats-Futures) steigt mit Spotpreis.
Quelle: Bloomberg

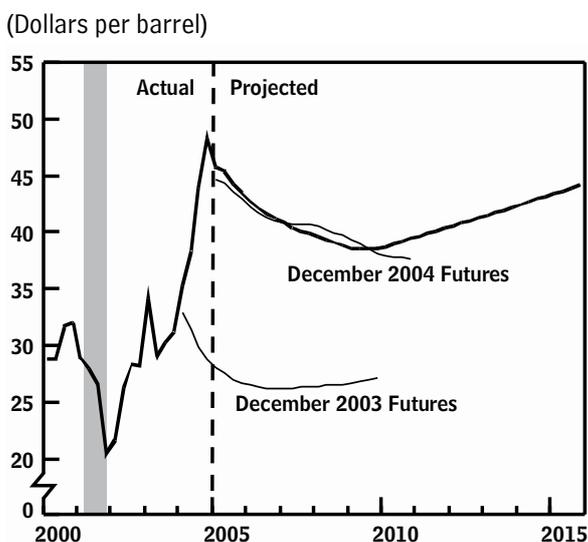
3.2 Verwendung in makroökonomischen Modellen

In makroökonomischen Modellen, wie sie Notenbanken und die Verwaltung verwenden, werden die zukünftigen Ölpreise sehr oft mit den Futurespreisen approximiert. So nimmt etwa das Congressional Budget Office in den USA in seinem Anfang 2005 veröffentlichten Budget (CBO, 2005) an, dass der Ölpreis aufgrund der Futuresentwicklung bis 2009 fallen wird (Grafik 10). Gleichermassen war bei der Bank of England (2000) nachzulesen, dass sie an der Annahme, wonach sich die zukünftige Ölpreisentwicklung am besten am Futures-Markt ablesen lässt, festhalten würde.

In der langen Phase der Backwardation seit 2000 bis Anfang 2005 wurde die Ölpreisentwicklung dadurch systematisch unterschätzt.¹⁶ Die Futurespreise sind daher ein umstrittener Indikator für die langfristigen Spotpreise. Haubrich, Higgins und Miller (2004) behaupten, dass der Erdöl-Futures-Markt zwar für Hedging- oder Spekulationsaktivitäten nützlich, für Prognosezwecke aber nicht sehr geeignet sei. Bei allen Schwächen der Futurespreise zu Prognosezwecken, die in jüngster Zeit ersichtlich wurden, gibt es momentan keine jederzeit überlegene Alternative.¹⁷ Bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB) dienen daher die Futurespreise ebenfalls als Grundlage für die Ölpreisannahme, die nebst anderen als exogene Variable für die Erstellung ihrer vierteljährlichen Inflationsprognosen berücksichtigt wird. Bei ihrer Verwendung ist jedoch grosse Vorsicht geboten.

16 Bemerkenswerterweise stammt Grafik 10 aus dem CBO (2005, S. 42). Dennoch hält dieses an seiner Prognose fallender Futurespreise fest.
17 Chinn, LeBlanc und Coibion (2001) finden, dass Futures zwar nicht sehr genaue, aber zumindest bis 2000 – kurz vor der lang anhaltenden Phase der Backwardation – unverzerrte Prognosen darstellten.

Grafik 10
Futures als Prognose der Ölpreise



Quelle: Congressional Budget Office (CBO)

Informationen des Futuresmarkts sollten nicht nur als Indikator für eine Punktprognose verwendet werden, sondern vermehrt auch als Mass für die Prognoseunsicherheit.¹⁸

4 Transmissionskanäle der Ölpreise

Nach den Ausführungen in Kapitel 2 gibt es vielfältige Gründe für einen mittelfristig höheren und wahrscheinlicher auch volatileren Ölpreis. Ölpreise beeinflussen die Wirtschaft über unterschiedliche Transmissionskanäle. Zum einen wird das Wirtschaftswachstum durch einen Ölpreisanstieg kurzfristig über Nachfrage- und längerfristig über Angebotseffekte gedämpft. Zum anderen macht sich ein Ölpreisanstieg über direkte und indirekte Effekte – zumindest vorübergehend – in höheren Inflationsraten bemerkbar.¹⁹

4.1 Ölpreis und Wirtschaftswachstum

Wie eingangs erwähnt, stehen in diesem Beitrag die Konsequenzen hoher Ölpreise auf die Geldpolitik und somit v. a. der «pass-through» auf die Inflation im Vordergrund. Da die Auswirkungen auf die Inflation durch die Folgen für das Wirtschaftswachstum mitbestimmt werden, werden hier kurz auch Wachstumseffekte angesprochen.

Die zu erwartenden konjunkturellen Konsequenzen höherer Ölnotierungen sind massgeblich abhängig von der Schockdauer, der Annahme über die geldpolitische Reaktion sowie der unterstellten Ölintensität und -abhängigkeit einer Volkswirtschaft. Im Folgenden konzentrieren wir uns auf unerwartet starke Preisänderungen (Schocks).

Nachfrage- und Angebotseffekte

Ein Ölpreisschock hat kurzfristig einen negativen Effekt auf die Nachfrage. Die Verteuerung des Öls wirkt wie eine Steuer und führt zu einem direkten Kaufkraftverlust. Mittelfristig entfaltet sich ein klassischer Angebotseffekt, indem sich die Produktion verteuert und die Profitabilität von Anlagen verringert. Langfristig wird der Angebotseffekt durch einen weiteren verstärkt, indem die Investitionstätigkeit sinkt, was den Kapitalstock verringert. Bei langfristig hohen Ölpreisen wird ein Substitutionseffekt ausgelöst, indem Investitionen in Alternativen energien attraktiver werden.²⁰

18 Eine Anwendung findet sich z. B. in Bernanke (2004).

19 Ein dritter Kanal läuft über die Veränderung der «Terms of Trade», der hier aufgrund seiner abnehmenden quantitativen Bedeutung als Unterkapitel behandelt wird.

20 Ob diese die insgesamt fallenden Investitionen zu kompensieren vermögen oder gar übersteigen, wird kontrovers diskutiert. Ebenso ist die Frage heftig umstritten, ob die Suche nach Alternativen staatlich gefördert werden soll, z. B. über eine Energiesteuer, die den Preis zusätzlich zum Marktsignal erhöht oder stabilisiert.

Ausmass der konjunkturellen Effekte

Da der quantitative Zusammenhang zwischen Ölpreisen und Wirtschaftswachstum komplex ist und kontrovers diskutiert wird, kann er hier nur kurz angesprochen werden. Je nach Modell und Annahme über die geldpolitische Reaktion ergeben sich unterschiedliche Konsequenzen für die Konjunktur. Dennoch liegen die meisten Resultate in ähnlicher Grössenordnung.²¹ Danach lässt eine Verteuerung des Erdöls um 10 Dollar eine BIP-Reduktion von knapp 0,5% bzw. einen Inflationsanstieg von gut 0,5% erwarten.²² Gesamthaft wird der Effekt des Ölpreisanstiegs der letzten Jahre von der Mehrzahl der Ökonomen als spürbar bezeichnet, ist aber bei weitem nicht mit demjenigen der 70er-Jahre zu vergleichen. Abweichende Resultate sind meist durch unterschiedliche Modellierungen der geldpolitischen Reaktionsfunktion oder Friktionen im Arbeitsmarkt zu erklären. In Notenbanken wird aus Risikoüberlegungen oft eine stärkere Reaktion der Produktion auf steigende Ölpreise modelliert. Dies erlaubt, die geschätzten Wachstumseinbussen jeweils als obere Grenze zu werten.

Die IEA/OECD (2004) simulierte eine permanente Erhöhung des Ölpreises von 25 auf 35 Dollar. Die Auswirkungen auf BIP und Teuerung treten dabei praktisch vollständig innerhalb eines Jahres ein. Dieses – angesichts des seitdem verzeichneten Ölpreisanstiegs – ausgesprochen moderate Szenario führt im ersten Jahr zu einer Wachstumseinbusse im OECD-Raum um 0,4 Prozentpunkte und einem Inflationsanstieg um 0,5 Prozentpunkte.²³ Die SNB hat verschiedene, teilweise auch pessimistischere Ölpreisszenarien simuliert. Die Resultate fielen nicht signifikant aus dem Rahmen.

21 Vgl. Brook et al. (2004), OECD (2004) sowie IMF (2000) und die darin enthaltenen Referenzen.

22 Meist wird hierbei von einem Niveau von rund 30 Dollar ausgegangen. Obwohl die erwähnte Grössenordnung durch zahlreiche internationale Studien bestätigt wurde, sei hier erwähnt, dass neuere Schätzungen in reduzierter Form, die auch asymmetrische Reaktionen berücksichtigen, wesentlich höhere BIP-Einbussen ergaben. Vgl. Jimenez-Rodriguez und Sanchez (2004) sowie Hamilton (2003). Der höhere Effekt von Modellen in reduzierter Form kann von deren stärkeren Betonung des Angebotskanals herrühren. Form und Stabilität der berücksichtigten

Terms of Trade: Wie verteilen sich die Verluste international?

Die Verletzbarkeit einer Volkswirtschaft gegenüber Ölschwankungen bestimmt sich nach Ölintensität der Produktion und des Konsums sowie der Ölreserven eines Landes. Da die höhere Ölintensität in den USA relativ zur EU mehr als kompensiert wird durch eigene Reserven, wird allgemein mit leicht milderen Effekten in den USA gerechnet. Die Situation der Schweiz ist mit derjenigen der EU zu vergleichen. Ein Land wie die Schweiz ist zwar vollständig auf Ölimporte angewiesen. Aber die Wertschöpfung wird grösstenteils in energieunabhängigen Dienstleistungsbranchen erzielt.

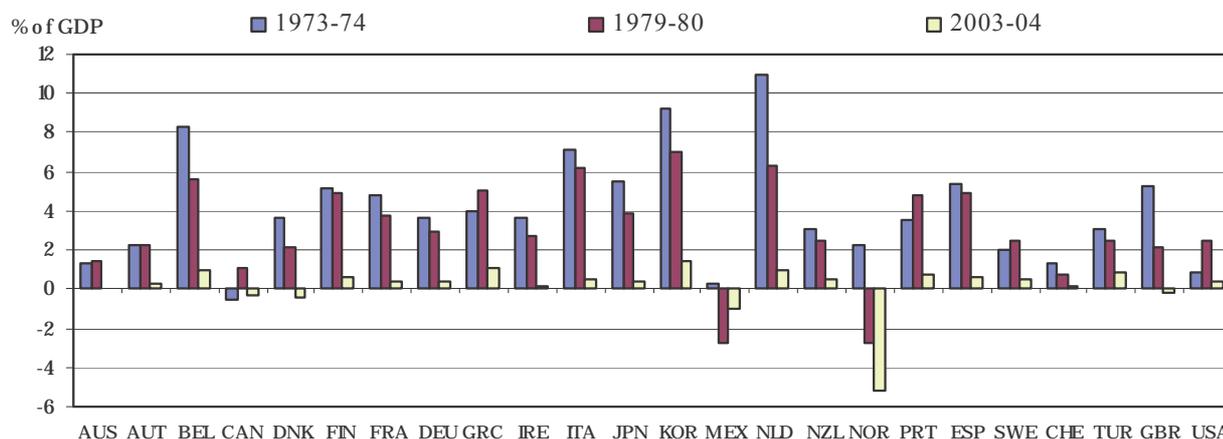
Die Unterschiede in Bezug auf BIP-Wachstum und Teuerung innerhalb des OECD-Raums bewegen sich meist in einem engen Bereich von 0,1–0,2 Prozentpunkten. Generell sind die aus Ölpreissteigerungen resultierenden Terms-of-Trade-Verluste seit einiger Zeit relativ gering (Grafik 11).²⁴ Merklich grösser dürften die Auswirkungen im stark von Ölimporten abhängigen asiatischen Raum sein. Im Übrigen wird die erhöhte Ölpreisvolatilität einige BIP-Komponenten überdurchschnittlich stark tangieren. Aufgrund der Globalisierung nimmt die Preismacht der Unternehmen ab. Ölpreiserhöhungen dürften sich somit zunehmend in geringeren Margen und Profitabilität niederschlagen. Eine erhöhte Ölpreisvolatilität wird sich daher tendenziell in zunehmend volatileren Investitionen und geringeren Schwankungen im Privatkonsum äussern.

Nichtlinearität sind noch wenig erforscht und die Resultate daher umstritten.

23 Eine vergleichbare Analyse des IMF (2000) kam zu ähnlichen Resultaten und ebenso eine Analyse der OECD (Brook et al., 2004) bei einer unterstellten Ölpreiserhöhung von 15 Dollar.

24 Die Verletzlichkeit gegenüber Ölpreisschocks ist schliesslich auch vom Dollarkurs abhängig. Die meisten Marktkommentatoren gehen zurzeit von einem schwächeren Dollar aus (Faktor 10), was die Ölimporte tendenziell verbilligt und somit die Auswirkungen eines höheren Dollarkurses für Erdöl entsprechend abfedert.

Grafik 11
Abnehmende Terms-of-Trade-Verluste in der OECD infolge einer Ölpreiserhöhung



Quelle: OECD, 2004

Asymmetrische Wirkungen von Ölpreisschocks

Makroökonomisch interessant ist ferner die Frage, ob wir uns nach einem Ölpreisanstieg und anschliessender Rückkehr auf das Ausgangsniveau auch realwirtschaftlich im Ausgangspunkt wieder finden. Hat mit anderen Worten ein vorübergehender Ölpreisanstieg nur temporäre oder anhaltende Folgen für die Wirtschaft?

Gemäss der empirischen Evidenz übersteigen die aufgrund höherer Ölpreise verursachten Wachstumsverluste die von sinkenden Notierungen herrührenden Wachstumsgewinne.²⁵ Diese Asymmetrie ist hauptsächlich dadurch bedingt, dass die Löhne auf steigende Inflationsraten stärker reagieren als auf fallende (Lohnstarrheit nach unten). Die Übertragung des Ölpreises in die Messgrössen für die Kerninflation ist daher im Falle von Preissteigerungen ausgeprägter als bei Preisnachsüssen, was oft eine stärkere geldpolitische Reaktion und damit auch eine grössere konjunkturelle Wirkung zur Folge hat. Diese Asymmetrie kommt vor allem bei lang anhaltenden Ölpreisänderungen zum Tragen. Bei einem vorübergehenden Ölpreisanstieg und sehr geringen Zweitrundeeffekten tritt dagegen nach der Rückbildung der Ölpreise ein Aufholeffekt ein, der die vorangegangenen Wachstumsverluste grösstenteils wieder wettmacht. Die Übertragung von Ölpreisänderungen auf die Inflation ist für die Geldpolitik von grosser Bedeutung und wird nachfolgend näher erläutert.

25 Vgl. z. B. Hamilton (2003). Hunt et al. (2001) präsentieren Ergebnisse für die USA, die Euro-Zone und Japan mithilfe des IMF Multimod. Davis and Haltiwanger (2001) fanden anhand von Unternehmensdaten, dass der Effekt eines Ölpreisanstiegs auf dem US-Arbeitsmarkt zehnmal höher ist als derjenige einer Ölpreisreduktion.

4.2 «Pass-through» von Ölpreisen in die Inflation

Für eine auf Preisstabilität bedachte Geldpolitik sind neben den Auswirkungen des Ölpreises auf das Wachstum insbesondere auch seine Folgen für die Inflation zentral. Es gibt verschiedene Hinweise dafür, dass sich diese Transmission («pass-through») verändert hat.

Ölpreise übertragen sich direkt über verschiedene Produkte...

Die Preise von Rohöl übertragen sich direkt – über die Beeinflussung der Benzinpreise und Heizungskosten – auf die Inflation. Der Effekt lässt sich anhand des Gewichts abschätzen, mit dem Ölprodukte in den Konsumentenpreisindex (KPI) eingehen. Das Gewicht kann aufgrund unterschiedlicher Verwendungsgewohnheiten von Land zu Land variieren. Wegen seiner zahlreichen Verwendungszwecke (z. B. Kunststoff) wirkt sich eine Verteuerung des Erdöls auf viele Indexkomponenten aus.

... zunehmend schneller...

Damit sind die Konsumenten vergleichsweise schnell von Ölpreiserhöhungen betroffen. Preise werden in jüngster Zeit rascher angepasst, weil Preisänderungen zunehmend einfacher und kostengünstiger vorzunehmen sind (fallende «menu costs»). Aus diesem Grunde werden Ölpreisschwankungen früher im KPI sichtbar als in der Vergangenheit. Im Zeitraum 1984 bis 1996 machten sich die Ölpreise in der Schweiz nur langsam im KPI bemerkbar und wiesen noch nach zwei Jahren eine signifikant positive Korrelation mit diesem auf. Seit 1997 erfolgt die Übertragung dagegen weitgehend innerhalb eines halben Jahres. Dies scheint im internationalen Vergleich nicht übermässig schnell zu sein. Gemäss einer IMF-Studie (2000) ist die Geschwindigkeit des «pass-through» in den USA höher als in Europa und Japan.

... aber insgesamt in geringerem Ausmass auf den KPI

Während der «pass-through» sich beschleunigt hat, hat sich gleichzeitig das Ausmass der Übertragung eher reduziert. Zum einen führte die erhöhte Energieeffizienz zu einem geringeren Gewicht der Energiepreise im KPI. Lag in der Schweiz das Gewicht von Heizöl in den 70er-/80er-Jahren bei 2%–3%, beziffert sich dieses im Jahre 2005 trotz steigender Ölpreise auf noch 1,4%.²⁶ Zum anderen schränkt die nicht zuletzt aufgrund der Globalisierung erhöhte Konkurrenz das Ausmass von Preiserhöhungen ein. Für abnehmende Zweitrundeneffekte in der Schweiz sprechen neben dem Konkurrenzdruck auch die zunehmende Liberalisierung und die dank den niedrigen Teuerungsraten der 90er-Jahre erhöhte Glaubwürdigkeit der SNB.²⁷

Die Tendenz zu einer abnehmenden Preissetzungsmacht und sinkender «menu-costs» zeigt sich in der Gegenüberstellung von Produzenten- und Konsumentenpreisen. Von 1984 bis 1999 korrelierten diese mit rund 0,7, von 2000 bis 2004 nur noch mit rund 0,5. Hinzu kommt, dass die Produzentenpreise vor dem Jahr 2000 den Konsumentenpreisen um sechs Monate vorausliefen, während sie seitdem ungefähr gleichlaufend sind (Grafik 12).²⁸

26 BFS (1966–2005). Während Heizöl ein Gewicht von 1,36% hat, machen Erdölprodukte insgesamt 4,2% des Schweizer KPI aus.

27 Die Abnahme von Zweitrundeneffekten aufgrund höherer geldpolitischer Glaubwürdigkeit ist etwa in Hooker (1999) dokumentiert.

28 Vgl. BIZ (2005, S. 18 ff.) für die Verringerung der Überwälzeffekte von steigenden Rohstoff- auf Importpreise und von diesen auf die Inflation in den wichtigsten Industrieländern im Zeitraum 1990–2004 im Vergleich zur Periode 1971–89.

Evidenz für einen abnehmenden «pass-through» findet sich auch international und anhand aufwändigerer Analysen. So fand z. B. Hooker (1999) in einem Phillipskurven-Ansatz für die USA, dass die Ölpreise sowohl die «Core»- als auch die «Headline»-Inflation vor 1980 wesentlich beeinflussten, und dass sich danach der Einfluss markant verringerte.

Erhöhte Bedeutung von Kerninflationmassen für die Geldpolitik

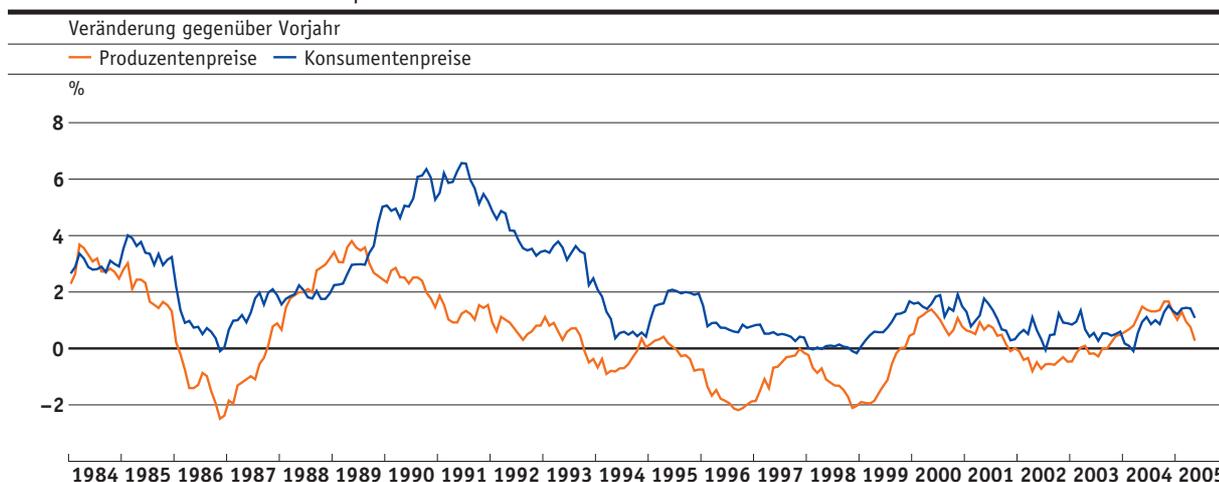
Ziel der Geldpolitik ist es, die Inflation mittelfristig tief zu halten. Aufgrund der volatileren Ölpreise wird der aktuelle KPI immer häufiger durch Basiseffekte verzerrt. Dadurch steigt die Bedeutung von Kerninflationmassen als Kompass für die Geldpolitik. Diese klammern derartige Effekte aus und geben stattdessen den eigentlichen Preisdruck in der Wirtschaft wieder. Die Verwendung der Kerninflation erlaubt bei einem Ölpreisanstieg die gefährlichen Zweitrundeneffekte von den geldpolitisch unbedenklieheren Erstrundeneffekten zu unterscheiden.

Eindringen der Ölpreise über Erwartungsbildung und Aufholprozesse in die Kerninflation

Die Übertragung einer Ölpreisänderung auf die Kerninflation läuft über zwei Transmissionskanäle. Eine Transmission erfolgt über Erwartungen. Da viele Verträge (wie etwa die Mieten) implizit oder explizit eine KPI-Bindung kennen, nehmen mit steigendem KPI die Erwartungen auf einen allgemein zunehmenden Preisdruck zu. Die Konsumenten nehmen somit an, dass die Ölpreise nicht über die Änderung der relativen Preise absorbiert werden, sondern die Preisrelation durch steigende Preise der Nicht-Öl-Produkte wieder zurückgeführt wird. Beim anderen Transmissionskanal wird unterstellt, dass die Konsumenten bei steigenden Ölpreisen versuchen, ihre verringerte reale Konsumkraft durch Lohnerhöhungen wettzumachen. Eine Lohn-Preis-Spirale kann dadurch ausgelöst werden. Empirische Studien²⁹ zeigen, dass beide Transmissionsmechanismen ungefähr zum gleichen Anstieg der Kerninflation beitragen.

29 Vgl. Hunt et al. (2001).

Grafik 12
Produzenten- und Konsumentenpreis-Indizes



Quelle: SNB

5 Ölpreise und Geldpolitik in einem neuen Paradigma

Im vorangehenden Kapitel wurden die Einflussfaktoren von Ölpreisen und ihre Auswirkungen auf Wirtschaft und Inflation thematisiert und die sich daraus ergebenden Konsequenzen für die Geldpolitik verschiedentlich angesprochen. In diesem Kapitel werden die Beziehungen zwischen Ölpreisen und Geldpolitik zusammengefasst und um weitere Aspekte ergänzt. Unsere Schlussfolgerung ist, dass vieles für eine Veränderung in der geldpolitischen Reaktion spricht.

Ein Ölpreisschock konfrontiert die Geldpolitik mit einem fundamentalen Trade-off: Dem zunehmenden Inflationsdruck ist mit einer restriktiven Geldpolitik zu begegnen, während der Versuch, realen Effekten entgegenzuwirken, eine expansive Geldpolitik erfordert. Die geldpolitische Reaktion kann daher die oben diskutierten Auswirkungen auf Realwirtschaft und Inflation wesentlich beeinflussen. In welchem Ausmass dies geschieht, ist seit langem Gegenstand kontroverser Debatten. Die Tatsache, dass der Ölpreis zunehmend von der Nachfrage getrieben ist, hat diese Diskussion erschwert. Die geldpolitische Reaktion auf einen Ölschock lässt sich immer schwieriger von der Reaktion auf eine Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus unterscheiden. Bernanke, Gertler und Watson (1997) haben versucht, diese Effekte voneinander zu trennen. Dabei fanden sie, dass der grösste Output-Effekt nicht durch die gestiegenen Ölpreise, sondern durch die darauf einsetzende restriktive geldpolitische Reaktion verursacht wurde.³⁰ Sims (1997) sowie Hamilton und Herrera (2000) interpretierten diese Befunde dahingehend, dass die Geldpolitik die Wachstumseinbussen nur unter der Zulassung einer höheren Inflation hätte verhindern können. Die optimale geldpolitische Reaktion auf Ölpreisschocks dürfte auch in Zukunft zu Diskussionen Anlass geben. Mehrere Gründe, die im Folgenden besprochen werden, sprechen jedoch für eine Veränderung der geldpolitischen Reaktion, obwohl noch keine abschliessende akademische Beurteilung vorliegt.

30 Die Autoren betonen aber, dass ihre Resultate nicht notwendigerweise Nachweis einer suboptimalen Geldpolitik sind.

a) Geringerer, aber zunehmend schneller «pass-through»

Die geldpolitische Reaktion hängt stark von der Übertragung auf die Kerninflation ab (Zweitrundeneffekte). Bleibt es bei einer vorübergehenden Wirkung auf den KPI, ist eine restriktivere Geldpolitik zur Eindämmung der Gefahr eines anhaltenden Preisdrucks nicht notwendig. Hingegen wäre ein Anziehen der Kerninflation als ein Zeichen von Zweitrundeneffekten zu werten.³¹ Um einen permanenten Anstieg der Inflation zu verhindern, müssten die monetären Bedingungen gestrafft werden. Andernfalls ist v. a. dann mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten zu rechnen, wenn es zu einer Erosion der geldpolitischen Glaubwürdigkeit kommt, was sich in einer Erhöhung der Inflationserwartungen widerspiegelt.³²

Wie in Abschnitt 4.2 dargelegt, dürften sich Ölpreiserhöhungen in jüngster Zeit schneller, aber in geringerem Ausmass auf den KPI auswirken als früher. Neben der abgenommenen Abhängigkeit vom Öl ist es die höhere Nutzungseffizienz und insbesondere der globale Wettbewerb, der die Preissetzungsmacht der Unternehmen verringert. Die Gefahren einer ölpreisbedingten Teuerungsspirale sind heute geringer.

b) Unterstützung durch automatischen Stabilisator

Ein weiterer Aspekt in der Beziehung von Ölpreis und Geldpolitik hat sich verändert: Wie erwähnt, ist der Ölmarkt in zunehmendem Ausmass von der Nachfrageseite bestimmt. Das ist einerseits negativ, denn es führt dazu, dass die Ölpreise volatiler werden. Andererseits ist dies positiv zu werten, da ein vermehrt nachfrageseitig determinierter Ölpreisanstieg wie ein automatischer Stabilisator wirkt. Viele Faktoren treiben den Ölpreis tendenziell nach oben. Die Preiszunahme übt aber ihrerseits einen dämpfenden Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die zu den wichtigsten preissteigernden Faktoren zählt, aus.³³ Die Geldpolitik befindet sich zwar immer noch im Dilemma zwischen Bekämpfung einer höheren Inflation und einem geringeren Wachstum; sie wird aber durch diesen automatischen Stabilisator unterstützt. Eine angemessene Reaktion der Geldpolitik auf einen Ölpreisschock ist aber nach wie vor sehr schwierig.

31 Neben verschiedenen Kerninflationsraten gelten der Konsum und Investitionen in dauerhafte Güter als Indikatoren für Zweitrundeneffekte.

32 Vgl. dazu z. B. Hunt et al. (2001).

33 So wird eine konjunkturelle Normalisierung in China nicht nur infolge der hohen Ölpreise, sondern eventuell auch als Folge des neuen Währungsregimes in ähnlicher Weise auf den Ölpreis drücken, wie die dortige Boomphase den Ölpreis gegen oben trieb.

c) Fehlen von konjunktureller Überhitzung

Wesentlicher Faktor für die Geldpolitik ist neben dem Ausmass und der Dauer eines Ölschocks das konjunkturelle Umfeld, in dem sich ein Ölpreisanstieg ereignet. Die Folgen der Ölschocks der 70er-Jahre waren vorrangig deshalb so einschneidend, weil sich die Wirtschaft damals bereits in einer Boomphase und nahe der Überhitzung befand. Das heutige weltwirtschaftliche Umfeld zeichnet sich dagegen trotz insgesamt hoher Wachstumsraten v. a. durch Umstrukturierungs- und Konsolidierungsprozesse aus.

d) Verminderte Übertragung höherer Ölpreisvolatilität auf die langfristigen Inflationserwartungen

Aufgrund der erfolgreichen Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken in den letzten Jahren sind die langfristigen Inflationserwartungen im Bereich der Preisstabilität gut verankert. Deswegen dürften auch stark schwankende Ölpreise sich nicht auf die längerfristigen Inflationserwartungen auswirken. Solange die Zentralbanken eine glaubwürdige Geldpolitik verfolgen, bleiben die Inflationserwartungen gut verankert. Die Zentralbanken sind daher weniger gezwungen, auf kurzfristige Preissteigerungen zu reagieren.

e) Tieferer neutraler Zinssatz

Die Zinsen werden früher oder später weltweit auf ein neutrales Niveau zurückkehren. Es stellt sich dabei die Frage, ob die Zinsen tiefer liegen werden als früher. Noch vor ein paar Jahren war ein konstanter Wert als Approximation an den neutralen Zinssatz vertretbar. Ziemlich sicher ist, dass dies heute nicht mehr gilt. So kann der neutrale Zins, wie z. B. Woodford (2003) zeigt, infolge von realen Schocks über die Zeit variieren. Ein wesentlicher Strukturbruch ist insbesondere der – nicht zuletzt als Folge der Globalisierung – erhöhte internationale Wettbewerb, der das Potenzial für Preiserhöhungen limitiert. Diese Effekte verändern das langfristige Zinsniveau, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Trotz zunehmenden Wettbewerbs scheint das derzeitige tiefe internationale Zinsniveau längerfristig nicht aufrechterhaltbar zu sein. Aber anders als bei früheren Ölpreisschocks gilt es zu berücksichtigen, dass das neutrale Zinsniveau möglicherweise tiefer liegt und eine Zinsanhebung rascher restriktiv wirken dürfte als in der Vergangenheit.

6 Schlussbemerkungen

Aufgrund der jüngsten Marktentwicklung wurde der Ölpreis zu einer der meistbeachteten Komponenten des für die Inflationmessung relevanten Warenkorb. Mehrere Triebkräfte sind für die hohen und volatilen Ölpreise verantwortlich. Die Ölpreise wirken über verschiedene Kanäle auf die Inflation ein. Mehrere Argumente legen zurzeit eine mildere geldpolitische Reaktion auf steigende Ölnotierungen als in der Vergangenheit nahe. Dafür sprechen insbesondere eine Verringerung und Beschleunigung des «pass-through», die Wirkung von automatischen Stabilisatoren, das Fehlen einer konjunkturellen Überhitzung, eine langfristig orientierte Geldpolitik, welche eine Übertragung der kurzfristigen Volatilität der Ölpreise auf die Inflationserwartungen verhindert, und schliesslich ein tieferer neutraler Zinssatz.

Wird die Geldpolitik in einem solchen neuen Paradigma erschwert oder erleichtert? Die Herausforderung für die Geldpolitik ist neben den (nominalen) rekordhohen Ölnotierungen besonders auch durch die gleichzeitig weiterhin tiefen internationalen Zinsen gegeben. Es herrscht ein breiter Konsens darüber, dass die Geldpolitik gar nicht bzw. nur schwach auf Ölschocks reagieren soll, sofern sich diese nicht auf die Kerninflation auswirken. Dies bedeutet aber nicht, dass die Geldpolitik eine abwartende Haltung einnehmen soll. Gerät sie erst einmal in Verzug, passen sich die Inflationserwartungen an, was nur langfristig und mit erheblichen realen Kosten wieder rückgängig gemacht werden kann.³⁴ Wie schon im alten ist Geldpolitik auch im neuen Paradigma mit grosser Vorsicht zu gestalten. Der Schweiz wird von verschiedener Seite eine hohe geldpolitische Glaubwürdigkeit attestiert. Dies kann als Folge der über zehn Jahre währenden Preisstabilität sowie des seit Anfang 2000 angewandten geldpolitischen Konzepts gesehen werden.³⁵ Damit gelten die Inflationserwartungen als gut verankert. Unter der Voraussetzung, dass die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen – als wertvollstes geldpolitisches «Kapital» – weiter gewährleistet bleibt, muss auch ein längerfristig hohes und volatiles Ölpreinsniveau die Geldpolitiker weniger aufschrecken als früher.

34 Ein Umstand, den Gramlich (2004) zu der seither oft zitierten Feststellung bewog, wonach das denkbar schlechteste Ergebnis für Geldpolitiker in einer Loslösung der Inflation «von ihrer Vertäuung» («from its moorings») besteht.

35 Vgl. Gerlach-Kristen (2005).

Literaturverzeichnis

- Adelman, M.A. 1995. *The Genie out of the Bottle: World Oil since 1970*. MIT Press. Cambridge.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). 2004. *Quarterly Review*, September.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ). 2005. 75. Jahresbericht: 1. April 2004–31. März 2005.
- Bank of England. 2000. Inflation Report, November.
- Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Mark W. Watson. 1997. Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 91–142.
- Bernanke, Ben S. 2004. Oil and the Economy. Distinguished Lecture Series, Darton College, Albany, Georgia, October 21.
- BFS. Landesindex der Konsumentenpreise, Warenkorb und Gewichtung 1966–2005.
- Brook, Anne-Marie, Robert Price, Douglas Sutherland, Niels Westerlund and Christophe Andre. 2004. Oil price developments: drivers, economic consequences and policy responses. OECD Economics Working Paper No. 412.
- Chinn, Menzie, Michael LeBlanc, and Olivier Coibion. 2001. The Predictive Characteristics of Energy Futures: Recent Evidence for Crude Oil, Natural Gas, Gasoline, and Heating Oil. Unpublished paper, University of California, Santa Cruz.
- Congressional Budget Office. 2005. The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2006 to 2015, January 2005.
- Davis, Steven J. and John Haltiwanger. 2001. Sectoral job creation and destruction responses to oil price changes. *Journal of Monetary Economics* 48(3), December: 465–512.
- Fels, Joachim, 2004. High Prices, High Volatility – Oil Market Outlook. Morgan Stanley Presentation 22. September.
- Gerlach-Kristen, Petra. 2005. The impact of the new Swiss monetary policy framework on inflation expectations. Mimeo, Swiss National Bank.
- Gramlich, Edward M. 2004. Oil Shocks and Monetary Policy. Speech delivered at the Annual Economic Luncheon, Federal Reserve Bank of Kansas City, September 16.
- Halff Antoine. 2004. The Oil Market Today: the current price shock, the cause and the impact – How will demand from southeast Asia and the US be affected? Presentation at the Center for Global Energy Studies 25th Executive Retreat Meeting, 2 December.
- Hamilton, James, D. 2003. What is an oil shock? *Journal of Econometrics* 113(2), April: 363–398.
- Hamilton, James D. and Ana Maria Herrera. 2000. Oil Shocks and Aggregate Macroeconomic Behavior: The Role of Monetary Policy. Working Paper, University of California, San Diego. August.
- Haubrich, Joseph G., Patrick Higgins and Janet Miller. 2004. Oil Prices: Backward to the Future? Federal Reserve Bank of Cleveland, December.
- Hooker, Mark A. 1999. Are the Oil Shocks Inflationary? Asymmetric and Nonlinear Specifications versus Changes in Regime. Finance and Economics Discussion Paper No. 65, Board of Governors of the Federal Reserve System, November.
- Hotelling, Harold. 1931. The economics of exhaustible resources. *Journal of Political Economy* 39(2): 137–175.
- Hunt Benjamin, Peter Isard and Douglas Laxton. 2001. The Macroeconomic Effects of Higher Oil Prices. International Monetary Fund Working Paper 01/14, January.
- HWWA-(Hamburgisches Weltwirtschafts-Archiv)-Rohstoffberichte 2004, 2005.
- International Energy Agency. 2004. Analysis of the impact of higher oil prices on the global economy, March.
- International Energy Agency. 2005. Oil Market Report, January.
- International Monetary Fund. 2000. The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy.
- Jimenez-Rodriguez Rebeca and Marcelo Sanchez. 2004. Oil price shocks and real GDP growth: empirical evidence for some OECD countries. European Central Bank Working Paper No. 362.
- Norris, Floud. 2004. Lesson of Iraq: High Oil Prices May Not Be Temporary. *New York Times* 13, August.
- OECD. 2004. Economic Outlook No. 76, Paris.
- OECD. 2005. Economic Outlook No. 77, Paris.
- Sims, Christopher A. 1997. Comments and Discussion. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 143–148.
- Weiner, Robert J. 2002. Sheep in wolves' clothing? Speculators and price volatility in petroleum futures. *Quarterly Review of Economics and Finance* 42(2): 391–400.
- Woodford, Michael. 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press.
- World Bureau of Metal Statistics. *World Metal Statistics*. February 2004.

Unverändertes Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. September 2005, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,25%–1,25% zu belassen. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,75% zu halten.

Herausgeber

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Copyright

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet
Belegexemplare erwünscht

Abonnemente, Einzel Exemplare 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

Internet

<http://www.snb.ch>

