

März

2006

1

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



Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank

Quartalsheft

März

1/2006

24. Jahrgang

Inhalt

| | |
|----|---|
| 5 | Übersicht |
| 6 | Bericht über die Geldpolitik |
| 38 | Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte |
| 42 | Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies: Zusammenfassungen |
| 46 | Geld- und währungspolitische Chronik |

Übersicht

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Das Wirtschaftswachstum fiel im vierten Quartal 2005 in einigen Industrieländern schwächer aus als in der Vorperiode, doch blieb das allgemeine Konjunkturbild günstig. Sowohl die Stimmungsindikatoren der Unternehmen als auch das Konsumentenvertrauen deuteten auf eine Fortsetzung des konjunkturellen Aufwärtstrends hin. Die hohen Energiepreise drückten zwar in den meisten Ländern die Teuerungsraten nach oben, doch blieben die Kerninflationen sowie die Inflationserwartungen moderat. Die Weltwirtschaft dürfte im Jahre 2006 nicht zuletzt dank der anhaltend günstigen monetären Rahmenbedingungen auf einem robusten Wachstumspfad bleiben.

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung im vierten Quartal fort. Das reale BIP stieg gegenüber der Vorperiode um 2,1%. Es wuchs damit stärker als sein Potenzial, so dass die Überkapazitäten in der Wirtschaft weiter abgebaut wurden. Mit Ausnahme der Bauinvestitionen trugen alle Nachfragekomponenten zum Wirtschaftswachstum bei. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich das BIP um 2,7%; für das gesamte Jahr ergab sich ein BIP-Wachstum von 1,9%. Die konjunkturelle Erholung schlug sich auch auf dem Arbeitsmarkt nieder. Die Zahl der Beschäftigten nahm im vierten Quartal weiter zu und die um Saisoneinflüsse korrigierte Arbeitslosenquote bildete sich bis Februar auf 3,5% zurück. Die SNB rechnet für dieses Jahr mit einer Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs und erwartet einen Anstieg des realen BIP um gut 2%.

An der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 16. März 2006 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 0,75%–1,75% anzuheben. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten. Die SNB passte mit der Anhebung des Zielbandes ihren geldpolitischen Kurs dem Konjunkturverlauf an. Setzt sich die konjunkturelle Erholung wie erwartet fort, wird die SNB die Anpassung ihres geldpolitischen Kurses graduell weiterführen.

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

Aus den Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 180 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich für die drei Monate bis Februar 2006 ein weiterhin günstiges Konjunkturbild. Im Vergleich zur vorangegangenen Gesprächsrunde scheint die wirtschaftliche Erholung an Schwung und an Breite gewonnen zu haben. Die Vertreter sowohl der Exportindustrie als auch der Binnenwirtschaft sprachen mehrheitlich von guten bis ausgezeichneten Jahresabschlüssen 2005 und von einem vielversprechenden Jahresauftakt 2006. Erstmals seit langem äusserten sich auch die Exponenten des Detailhandels wieder etwas zuversichtlicher. Die Aussichten für 2006 wurden über alle Branchen hinweg optimistisch eingeschätzt.

Swiss National Bank Working Papers (S. 42)

Zusammenfassungen dreier Aufsätze von:

Andreas M. Fischer, "On the Inadequacy of Newswire Reports for Empirical Research on Foreign Exchange Interventions," SNB Working Paper 2005-2.

Andreas M. Fischer, "Measuring Income Elasticity for Swiss Money Demand: What do the Cantons say about Financial Innovation?," SNB Working Paper 2006-1.

Charlotte Christiansen und Angelo Rinaldo, "Realized Bond-Stock Correlation: Macroeconomic Announcement Effects," SNB Working Paper 2006-2.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2006

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte März 2006 bekannt wurden. Die Teile 1 bis 3 wurden für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2006 verfasst.

Inhalt

| | |
|----|---|
| 8 | Zu diesem Bericht |
| 9 | Überblick |
| 11 | 1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland |
| 15 | 2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz |
| 15 | 2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion |
| 20 | 2.2 Kapazitätsauslastung |
| 21 | 2.3 Arbeitsmarkt |
| 22 | 2.4 Güterpreise |
| 25 | 3 Monetäre Entwicklung |
| 25 | 3.1 Zinsentwicklung |
| 29 | 3.2 Wechselkurse |
| 30 | 3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise |
| 32 | 3.4 Geldaggregate |
| 34 | 3.5 Kredite |
| 35 | 4 Die Inflationsprognose der SNB |
| 35 | 4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen |
| 37 | 4.2 Inflationsprognose 1. Quartal 2006 bis 4. Quartal 2008 |
| 36 | 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 realwirtschaftliche und monetäre Entwicklung im Ausland und 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 März 2006 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 16. März 2006.

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

Überblick

Das Wachstum der Weltwirtschaft blieb seit der letzten geldpolitischen Lagebeurteilung vom Dezember 2005 robust und regional breit abgestützt. Die hohen Energiepreise drückten zwar in den meisten Ländern die Teuerungsraten nach oben, doch blieben die Kerninflationen sowie die Inflationserwartungen moderat. Dank der anhaltend günstigen monetären Rahmenbedingungen dürfte die Weltwirtschaft auf einem robusten Wachstumspfad bleiben. Vor diesem Hintergrund hob die SNB im Hinblick auf die Inflationsprognose vom März 2006 ihre Annahmen zur BIP-Entwicklung in den EU-Ländern sowie in Japan an. Zu den Risiken gehören weiterhin die hohen und volatilen Energiepreise, die globalen Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen sowie die Gefahr einer abrupten Trendwende auf den vielerorts hoch bewerteten Immobilienmärkten.

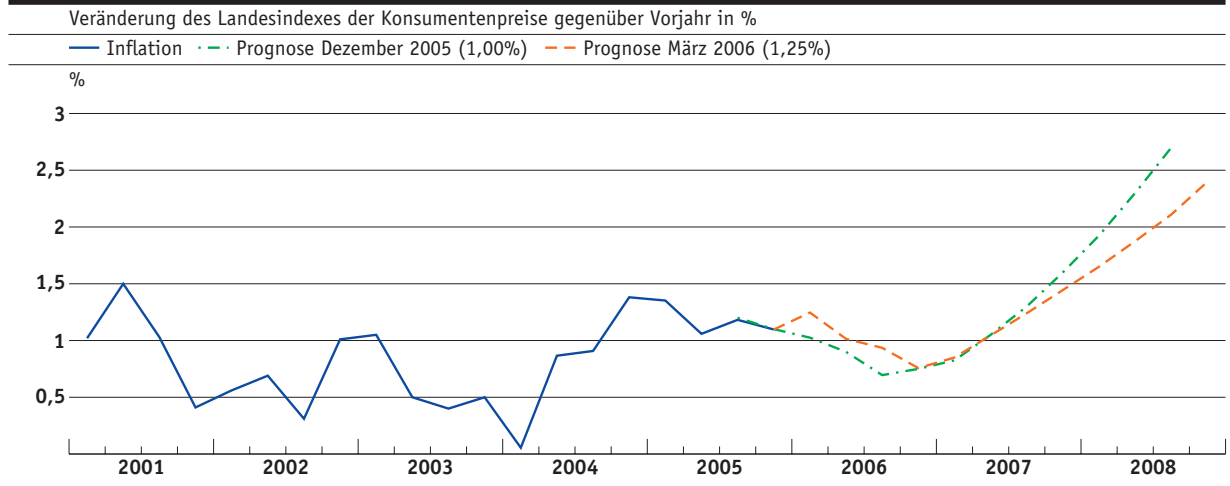
In der Schweiz stieg das reale BIP im vierten Quartal um 2,1% gegenüber der Vorperiode. Es wuchs damit stärker als sein Potenzial, so dass die Überkapazitäten in der Wirtschaft weiter abgebaut wurden. Mit Ausnahme der Bauinvestitionen trugen alle Nachfragekomponenten zum Wirtschaftswachstum bei. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich das BIP im vierten Quartal um 2,7%; für das gesamte Jahr ergab sich ein BIP-Wachstum von 1,9%. Die konjunkturelle Erholung schlug sich auch auf dem Arbeitsmarkt nieder. Die Zahl der Beschäftigten nahm im vierten Quartal weiter zu und die um Saisoneinflüsse korrigierte Arbeitslosenquote bildete sich bis Februar auf 3,5% zurück. Auch der Index der offenen Stellen bewegte sich leicht nach oben.

Die SNB rechnet für dieses Jahr mit einer Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs und erwartet einen Anstieg des realen BIP um gut 2%. Das Wirtschaftswachstum bleibt breit abgestützt und geht mit einer weiteren Verbesserung der Arbeitsmarktlage einher.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom März, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 0,75%–1,75% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich dieses Bandes zu halten. Mit der Zinsanhebung passte die SNB ihren geldpolitischen Kurs dem Konjunkturverlauf an. Die Geldpolitik bleibt aber weiterhin expansiv und unterstützt die Konjunktur. Mit der Anhebung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor will die SNB sicherstellen, dass die Preisstabilität auch in Zukunft gewährleistet bleibt.

Gemäss der Inflationsprognose vom März, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 1,25% beruht, bleibt die Teuerung in diesem Jahr weiterhin moderat und bildet sich bis zum vierten Quartal auf 0,8% zurück. Im Jahresdurchschnitt wird eine Inflation von 1% erwartet. Dank der soliden und breit abgestützten Konjunktur dürfte sich der Auslastungsgrad in den Unternehmungen weiter erhöhen. Zusammen mit der reichlichen Liquiditätsversorgung wird sich dies ab 2007 voraussichtlich in einem zunehmenden Preisdruck niederschlagen. Durch die weitere Straffung der Geldpolitik wird zwar überschüssige Liquidität abgebaut, so dass die Inflationsaussichten günstig bleiben. Trotzdem wird das Ziel der Preisstabilität bei einem unveränderten Dreimonats-Libor von 1,25% ab Anfang 2008 verletzt. Setzt sich die konjunkturelle Erholung wie erwartet fort, wird die SNB die Anpassung ihres geldpolitischen Kurses graduell weiterführen.

Inflationsprognose Dezember 2005 mit Libor 1,00% und März 2006 mit Libor 1,25%



Inflationsprognose März 2006, Libor 1,25%

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|--|------|------|------|
| Durchschnittliche Jahresinflation in % | 1,0 | 1,1 | 2,0 |

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Obschon das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 2005 in einer Reihe von Industrieländern schwächer ausfiel als in der Vorperiode, blieb das allgemeine Konjunkturbild günstig. Sowohl die Stimmungsindikatoren der Unternehmen als auch das Konsumentenvertrauen deuteten auf eine Fortsetzung des konjunkturellen Aufwärtstrends hin. Die hohen Energiepreise drückten zwar in den meisten Ländern die Teuerungsraten nach oben, doch blieben die Kerninflationen sowie die Inflationserwartungen moderat. Dies widerspiegelte sich in der stabilen Entwicklung der langfristigen Zinssätze.

Die Weltwirtschaft dürfte im Jahre 2006 nicht zuletzt dank der anhaltend günstigen monetären Rahmenbedingungen auf einem robusten Wachstumspfad bleiben. Zu den Risiken gehören weiterhin die hohen und volatilen Energiepreise, die globalen Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen sowie die Gefahr einer abrupten Trendwende auf den vielerorts hoch bewerteten Immobilienmärkten.

Die SNB hob im Hinblick auf die Inflationsprognose vom März 2006 ihre Annahmen zur BIP-Entwicklung in Japan und Europa an. Für 2006 erwartet sie, dass das BIP der EU-Länder (EU-15) um 2,4% und das japanische BIP um 2,6% zuneh-

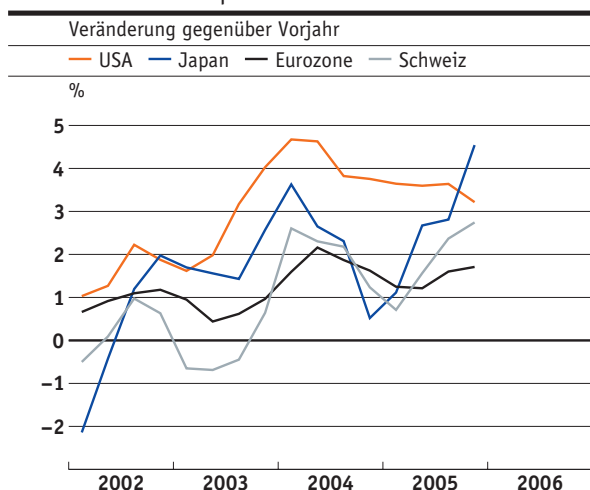
men wird. Dagegen senkte sie das unterstellte Wachstum des amerikanischen BIP um 0,3 Prozentpunkte auf 3,3%. Insgesamt liegen die Wachstumsannahmen der SNB leicht über den Konsensusprognosen (vgl. Tabelle 1.1 und Abschnitt 4.1).

Robustes Wirtschaftswachstum in den USA

In den USA stieg das reale BIP im vierten Quartal lediglich um 1,6% gegenüber der Vorperiode, nach 4,1% im dritten Quartal. Ins Gewicht fiel das geringere Wachstum des privaten Konsums und der Investitionen, bei gleichzeitig deutlich steigenden Importen. Das schwache Wachstum war teilweise die erwartete Folge der Wirbelstürme vom Sommer 2005. Sie hatten im Süden des Landes zu massiven Schäden an Infrastruktur und Produktionsanlagen geführt, was die Produktion im vierten Quartal beeinträchtigte.

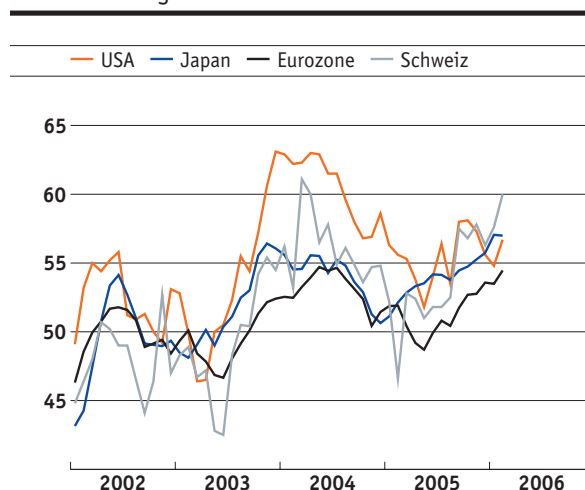
Der starke Anstieg der Detailhandelsumsätze zu Beginn des Jahres und die robusten Indikatoren für den Industrie- und Dienstleistungssektor deuten darauf hin, dass sowohl die Binnen- als auch die Exportnachfrage inzwischen wieder an Schwung gewonnen hat. Der private Konsum wird insbesondere durch die günstige Lage auf dem Arbeitsmarkt und die steigenden Löhne gestützt. Gleichzeitig stimulieren die hohen Unternehmensgewinne und die hohe Kapazitätsauslastung die Investitionstätigkeit.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

Europäische Konjunktur weiter in Fahrt

Auch in der Eurozone setzte sich der konjunkturelle Aufwärtstrend fort. Zwar fiel das reale BIP-Wachstum im vierten Quartal mit 1,0% ebenfalls bescheiden aus. Die verbesserte Grundstimmung zeigte sich indessen in einer steigenden Nachfrage nach Arbeitskräften, verbunden mit einer leicht sinkenden Arbeitslosigkeit. Zu Optimismus Anlass gaben auch die Aufhellung der Stimmungslage bei Unternehmen und Konsumenten sowie die expandierende Kreditvergabe. Insbesondere in Deutschland scheint die Konjunktur inzwischen merklich an Dynamik gewonnen zu haben.

Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass die Konjunkturerholung in der Eurozone zunehmend auch den Dienstleistungssektor erfasst und damit an Breite gewinnt. Ein Wermutstropfen ist allerdings die bis zuletzt nur schleppende Erholung des Privatkonsums. Für Deutschland stellt ferner die für Anfang 2007 vorgesehene Erhöhung der Mehrwertsteuer ein Konjunkturrisiko dar.

Anhaltend kräftiges Wachstum in Asien

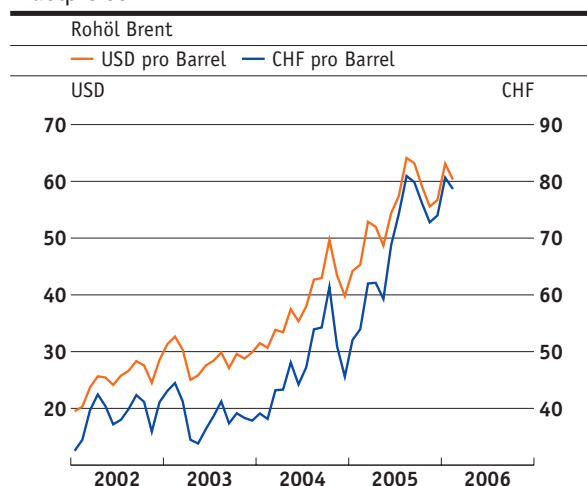
Im Unterschied zu den USA und Europa gewann die Konjunkturerholung in Japan im vierten Quartal an Schwung. Das reale BIP stieg gegenüber der Vor-

periode um 5,5%, nachdem es im dritten Quartal nur leicht gewachsen war. Die Impulse kamen sowohl von der Binnen- als auch von der Exportnachfrage. Bemerkenswert war die deutliche Zunahme des privaten Konsums. Die verbesserte Arbeitsmarktlage und das zunehmende Konsumentenvertrauen dürften ihm weiteren Auftrieb verleihen. Gleichzeitig deuten die anhaltend steigenden Bestellungen von Kapitalgütern auf eine robuste Investitionsnachfrage hin.

Die chinesische Wirtschaft expandierte im zweiten Halbjahr 2005 erneut kräftig. Dabei verlagerten sich die Auftriebskräfte vom Exportsektor zur Binnennachfrage. Besonders stark stiegen die Investitionen, doch zog auch der private Konsum an. Im Jahresdurchschnitt wuchs das chinesische BIP mit knapp 10% nur eine Spur schwächer als im Vorjahr. Es wird indessen weiterhin damit gerechnet, dass sich der Investitions- und Exportboom mittelfristig abschwächen wird.

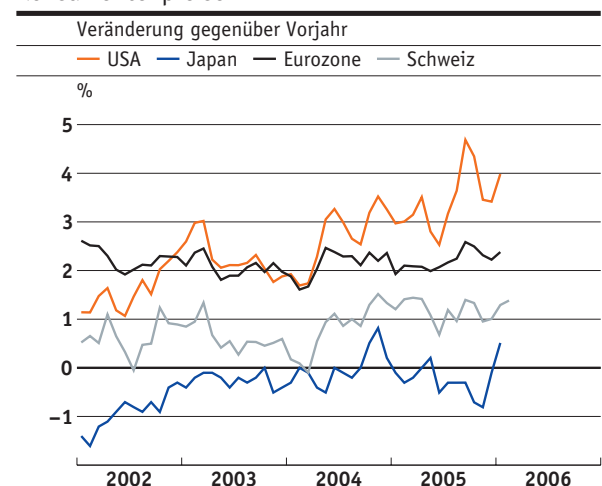
Die ostasiatischen Industrieländer Hongkong, Korea, Singapur und Taiwan wiesen im vierten Quartal ein kräftiges BIP-Wachstum zwischen 6,9% (Hongkong) und 12,5% (Singapur) auf. Wichtige Impulse gingen weiterhin von der starken Importnachfrage Chinas aus. Demgegenüber entwickelte sich die Binnennachfrage verhalten.

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

Hohe Energiepreise als Inflationstreiber

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Inflationsrate der G7-Länder verharrte infolge der Energieverteuerung auf einem relativ hohen Stand. Der grundlegende Inflationstrend blieb aber moderat. In den USA betrug die Jahresteuierung im Januar 4,0%, nachdem sie sich in den vorangegangenen sechs Monaten zwischen 3,5% und 4,7% bewegt hatte. Die unter Ausschluss der Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnete Kerninflation bewegte sich weiterhin in der Grössenordnung von 2%. In der Eurozone stieg die Jahresteuierung im Januar auf 2,4%, nachdem sie im Laufe des vierten Quartals kontinuierlich gesunken war. In Japan scheinen die deflationären Tendenzen abzuflauen. Im Januar belief sich die Teuerung auf 0,5%, gegenüber -0,8% im November.

Weitere Straffung der Geldpolitik

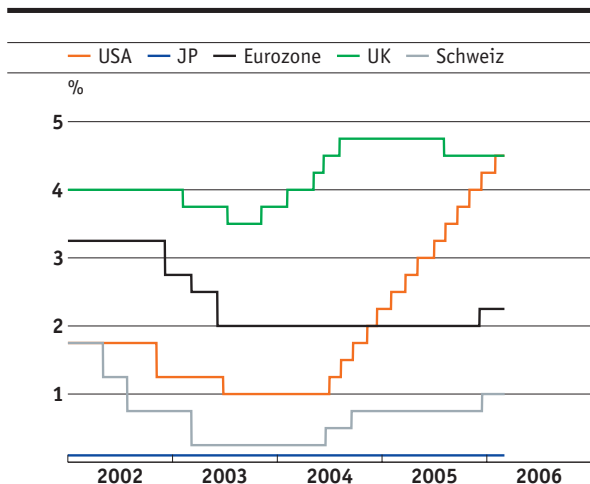
Vor dem Hintergrund einer robust wachsenden Wirtschaft sowie gestiegener Inflationsrisiken setzten die amerikanische Zentralbank und die Europäische Zentralbank (EZB) die Straffung ihrer Geldpolitik fort. Im Januar hob das Fed den Tagesgeldsatz um einen weiteren viertel Prozentpunkt auf zuletzt 4,5% an. Er lag damit 2 Prozentpunkte höher als vor Jah-

resfrist. Im März folgte die EZB und erhöhte den Satz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte um einen viertel Prozentpunkt auf 2,5%, nachdem sie den Leitzins bereits im Dezember im gleichen Ausmass erhöht hatte. Im Hinblick auf die robuste Konjunkturerholung und die nachlassenden Deflationstendenzen beschloss die Bank von Japan im März zu einer Zinspolitik zurückzukehren. Damit beendete sie die im März 2001 eingeführte quantitative Steuerung der Bankenliquidität, mit der sie den Deflationstendenzen und der sich verschlechternden Konjunkturlage entgegenwirkte. Der kurzfristige Zinssatz soll vorderhand bei null Prozent bleiben.

Steigende Konsensusprognosen für Europa und Japan

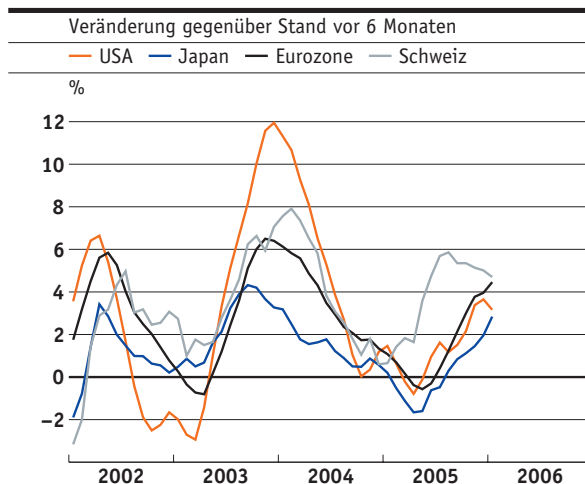
Die Konsensusprognosen für das BIP-Wachstum der Eurozone und Japan im Jahre 2006 stiegen zwischen November und Februar von 1,7% auf 2,0% bzw. 1,9% auf 2,3%. Dagegen sank die entsprechende Prognose für das amerikanische BIP um 0,1 Prozentpunkte auf 3,2%. Darin widerspiegelte sich insbesondere das unerwartet schwache BIP-Wachstum im vierten Quartal 2005. Die Konsensusprognosen für die Konsumteuerung blieben für alle drei Regionen nahe bei ihren Novemberwerten (vgl. Tabelle 1.1).

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

| | Wirtschaftswachstum ¹ | | | | Teuerung ² | | | |
|------------------------|----------------------------------|------|---------|------|-----------------------|------|---------|------|
| | November | | Februar | | November | | Februar | |
| | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 | 2006 | 2007 |
| USA | 3,3 | - | 3,2 | 3,0 | 3,0 | - | 2,9 | 2,3 |
| Japan | 1,9 | - | 2,3 | 2,2 | 0,3 | - | 0,2 | 0,5 |
| Eurozone | 1,7 | - | 2,0 | 1,8 | 1,9 | - | 2,0 | 2,0 |
| Deutschland | 1,2 | - | 1,6 | 1,0 | 1,8 | - | 1,7 | 2,3 |
| Frankreich | 1,8 | - | 1,9 | 2,0 | 1,8 | - | 1,7 | 1,6 |
| Italien | 1,2 | - | 1,3 | 1,3 | 2,0 | - | 2,1 | 1,9 |
| Vereinigtes Königreich | 2,2 | - | 2,1 | 2,4 | 2,0 | - | 2,0 | 2,0 |
| Schweiz | 1,7 | - | 2,0 | 1,7 | 1,0 | - | 1,0 | 1,1 |

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: Consensus Forecasts, November 2005, Februar 2006. Bei den Konsensusprognosen 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

Anhaltende Konjunkturerholung

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung im vierten Quartal 2005 fort. Gemäss Schätzungen des Staatssekretariats für Wirtschaft (seco) erhöhte sich das reale BIP um 2,1% gegenüber der Vorperiode. Es stieg damit deutlich stärker als sein Potenzial, so dass die Überkapazitäten in der Wirtschaft weiter abnahmen. Mit Ausnahme der Bauinvestitionen trugen alle Nachfragekomponenten zum Wirtschaftswachstum bei. Im Vorjahresvergleich stieg das BIP im vierten Quartal um 2,7%; für das gesamte Jahr ergab sich ein BIP-Wachstum von 1,9%.

Mit den Ergebnissen für das vierte Quartal veröffentlichte das seco revidierte BIP-Quartalschätzungen zurück bis zum Jahre 1980 und schloss damit die Anpassungen an die ESVG95 ab. Die Revision brachte für das Jahr 2005 nochmals erhebliche Änderungen mit sich. Neu stieg das BIP im ersten Quartal 2005 um 1,9% gegenüber der Vorperiode, nachdem es gemäss der ersten Schätzung annähernd stagniert hatte. Auch der Wert für das zweite Quartal wurde inzwischen beträchtlich, d. h. auf 3,6%, angehoben, während das Wachstum für das dritte Quartal von 4,3% auf 3,5% nach unten revidiert wurde. Insgesamt zeichnen die revidierten

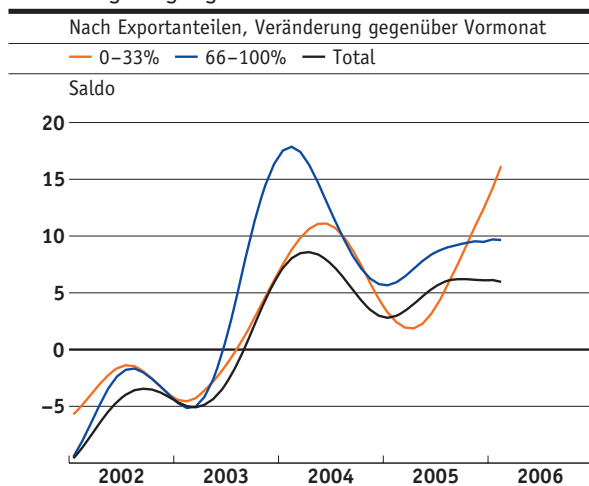
Daten ein deutlich günstigeres Konjunkturbild, als dies zunächst den Anschein hatte. Dies ändert indessen nichts daran, dass es im Jahre 2005 noch konjunkturelle Schwachpunkte gab. So blieb die Investitionsnachfrage der Unternehmen schwach und die Nachfrage nach Arbeitskräften erholte sich bis zuletzt nur zögerlich.

Prosperierende Industrie

Eine treibende Kraft der seit Mitte 2003 beobachteten Konjunkturerholung bildete der Industriesektor, der von der kräftigen Auslandnachfrage profitierte. Nach einer vorübergehenden Abflachung im Winterhalbjahr 2004/2005 gewann die Industriekonjunktur im Laufe von 2005 wieder an Schwung. Gemäss den verschiedenen Umfragen nahm die Produktion auch im vierten Quartal erheblich zu. Die Bestellungen stiegen sowohl in der Export- als auch in der Binnenindustrie und der Auftragsvorrat erhöhte sich weiter. Für die kommenden Monate planen die Unternehmen eine weitere Ausdehnung der Produktion sowie grössere Einkäufe von Vorprodukten. Gleichzeitig meldeten sie eine höhere Kapazitätsauslastung sowie eine verbesserte Ertragslage. Dementsprechend stieg auch ihre Bereitschaft, die technischen Kapazitäten und den Personalbestand auszuweiten.

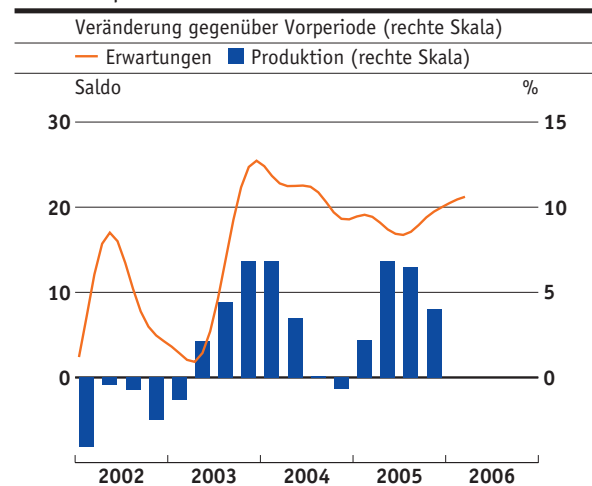
Die vom Bundesamt für Statistik (BFS) im März veröffentlichten Daten zur Entwicklung der Industrieproduktion bestätigten das Bild eines breit abgestützten Aufschwungs. Demnach stieg die Produktion der verarbeitenden Industrie im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 4% und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 4,5%.

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

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2004 | | | | 2005 | | | |
|---------------------------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|
| | | | | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. |
| Privater Konsum | -0,0 | 0,8 | 1,4 | 1,6 | 2,3 | 0,0 | 0,1 | 1,2 | 2,4 | 2,1 | 2,2 | 0,7 |
| Staatlicher Konsum | 1,7 | 2,2 | 1,4 | 1,3 | 1,3 | -2,2 | 0,3 | 1,6 | 5,1 | 1,0 | -2,5 | 0,1 |
| Anlageinvestitionen | 0,3 | -1,3 | 3,3 | 3,2 | 0,4 | 3,4 | 6,1 | -7,0 | 2,8 | 19,1 | -5,0 | 2,0 |
| Bau | 2,2 | 1,8 | 4,1 | 3,6 | 11,2 | -5,9 | 5,2 | -5,3 | 0,8 | 34,1 | -10,3 | -1,9 |
| Ausrüstungen | -1,2 | -3,8 | 2,7 | 2,8 | -8,0 | 12,2 | 7,0 | -8,4 | 4,6 | 7,4 | 0,0 | 5,6 |
| Inländische Endnachfrage | 0,2 | 0,5 | 1,8 | 1,9 | 1,7 | 0,5 | 1,5 | -0,6 | 2,8 | 5,6 | -0,1 | 0,9 |
| Inlandnachfrage | -0,5 | 0,4 | 1,0 | 2,0 | -3,1 | 5,0 | 0,8 | -3,7 | 6,4 | 0,3 | 2,5 | 4,9 |
| Exporte total | -0,7 | -0,5 | 8,9 | 4,5 | 21,3 | -4,3 | 6,4 | 4,0 | -5,7 | 22,2 | 4,5 | 5,1 |
| Waren | 1,1 | -0,1 | 7,8 | 5,4 | 21,6 | -8,4 | 9,9 | 1,8 | -3,9 | 29,5 | 0,3 | 4,6 |
| ohne EESKA ¹ | 0,4 | 0,7 | 7,6 | 5,8 | 14,5 | -5,2 | 9,5 | 1,0 | -3,9 | 35,2 | -2,1 | 4,3 |
| Dienstleistungen | -5,7 | -1,6 | 12,0 | 2,4 | 19,9 | 6,9 | -2,2 | 10,1 | -10,2 | 4,5 | 16,7 | 6,2 |
| Gesamtnachfrage | -0,5 | 0,1 | 3,5 | 2,8 | 4,3 | 1,8 | 2,6 | -1,2 | 2,2 | 7,2 | 3,2 | 4,9 |
| Importe total | -2,6 | 1,3 | 7,4 | 5,3 | 5,0 | 6,0 | 8,2 | -4,8 | 2,9 | 16,8 | 2,5 | 12,2 |
| Waren | -3,0 | 2,1 | 6,4 | 5,8 | 0,8 | 6,1 | 10,5 | -6,5 | 2,9 | 19,9 | 3,0 | 13,2 |
| ohne EESKA ¹ | -2,2 | 2,7 | 6,6 | 5,3 | 5,5 | 1,6 | 13,4 | -5,8 | 0,6 | 16,9 | 6,7 | 10,8 |
| Dienstleistungen | -0,7 | -2,7 | 12,0 | 2,7 | 27,1 | 5,5 | -2,1 | 3,3 | 2,9 | 3,7 | 0,4 | 7,6 |
| BIP | 0,3 | -0,3 | 2,1 | 1,9 | 4,1 | 0,2 | 0,5 | 0,3 | 1,9 | 3,6 | 3,5 | 2,1 |

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

Gute Konjunkturaussichten

Sowohl die Exportindustrie als auch die binnenorientierten Unternehmen rechneten für die kommenden Monate mit steigenden Bestellungen. Das allgemein gute Stimmungsbild bestätigte sich in den Gesprächen, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zwischen Dezember und Februar mit Vertretern verschiedener Branchen führten. Die Jahresabschlüsse 2005 waren mehrheitlich gut bis ausgezeichnet und die Gesprächspartner stellten sich auf ein weiteres erfolgreiches Geschäftsjahr ein. Auch die Vertreter aus dem Dienstleistungssektor zeigten sich optimistischer als zuvor. In abgeschwächtem Masse traf dies auch für den Detailhandel zu.

Verstärktes Exportwachstum

Die Exporte von Gütern und Dienstleistungen zogen im vierten Quartal wieder an, nachdem sie in der Vorperiode annähernd stagniert hatten. Im Vorjahresvergleich stiegen sie um insgesamt 6,1%. Die Ausfuhren von Waren legten dabei etwas weniger stark zu als jene von Dienstleistungen, die erneut von den höheren Kommissionserträgen der Banken und den steigenden Einnahmen aus dem Fremdenverkehr getrieben wurden. Bei den realen Warenausfuhren (ohne Wertsachen) nahmen die Ausfuhren von Konsumgütern (u. a. Pharmaprodukte und Uhren) sowie von Halbfabrikaten überdurchschnittlich stark zu. Im Januar setzte sich der Aufwärtstrend der Warenexporte fort. Den stärksten Zuwachs

wiesen die bis anhin nur moderat gestiegenen Ausfuhren von Investitionsgütern auf.

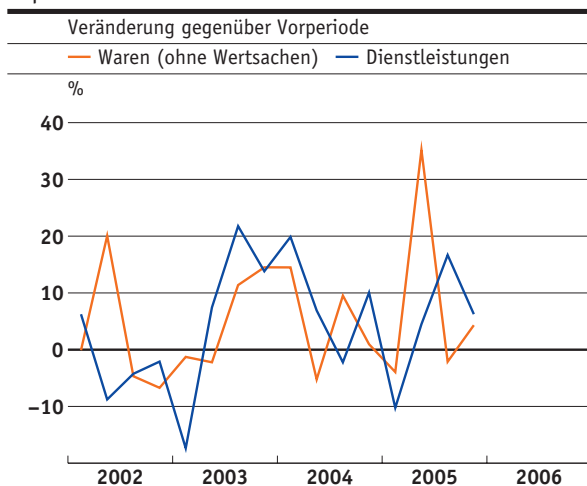
Die Exportnachfrage blieb regional breit abgestützt. Während die Ausfuhren in die USA gegenüber der Vorperiode weiter an Schwung gewannen und sich das kräftige Wachstumstempo in die EU-Länder fortsetzte, wuchsen die Exporte nach Asien verlangsamt. Die Lieferungen in die OPEC-Staaten bildeten sich leicht zurück, nachdem sie im ersten Halbjahr 2005 kräftig gestiegen waren.

Stärker wachsende Importe

Auch die Einfuhren von Waren und Dienstleistungen nahmen im vierten Quartal verstärkt zu und übertrafen den Vorjahresstand um 8,6%. Besonders ausgeprägt stiegen die an das Ausland bezahlten Bankkommissionen. Etwas weniger stark erhöhten sich die Tourismusausgaben von Inländern im Ausland sowie die Ausgaben für Transportdienstleistungen.

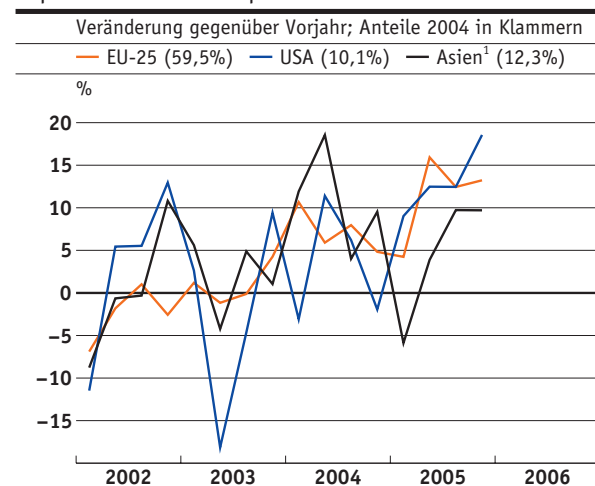
Die Warenimporte (ohne Wertsachen) wuchsen ebenfalls stärker als in der Vorperiode. Überdurchschnittlich expandierten die Einfuhren dauerhafter Konsumgüter (insbesondere Personenwagen, Haushaltsapparate) sowie die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Verhaltener entwickelten sich jene von Investitionsgütern, während die Einfuhren von Erdölprodukten deutlich zurückgingen. Im Januar setzte sich das kräftige Importwachstum fort, insbesondere im Bereich der Konsumgüter.

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)

Abgeschwächtes Konsumwachstum

Nach einem kräftigen Anstieg in den ersten drei Quartalen des Jahres 2005 schwächte sich das Wachstum des privaten Konsums im vierten Quartal ab. Im Vorjahresvergleich stieg er um 1,8%. Die steigenden realen Detailhandelsumsätze deuteten auf einen weiterhin robusten Warenkonsum hin. Dabei nahm insbesondere die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern, darunter Wohnungseinrichtungen, deutlich zu. Die stark gestiegenen Importe von Personenfahrzeugen bestätigen die Belebung in diesem Bereich.

Die Lage hellte sich auch im Binnentourismus auf. Die Hotelübernachtungen inländischer Gäste lagen erneut höher als im Vorjahr. Gemäss der Quartalsumfrage der KOF/ETH beurteilten die Hotelierbetriebe die nahe Zukunft zudem deutlicher zuversichtlicher als in der Vorperiode. Ein optimistisches Bild ergab sich auch aus den Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Vertretern der Hotellerie und des Gastgewerbes. Die Wintersportorte meldeten für die Wintersaison 2005/2006 einen hohen Buchungsstand und registrierten allgemein ein grosszügigeres Ausgabenverhalten der Kunden.

Verbesserte Konsumentenstimmung

Die Konsumenten zeigten sich zu Beginn des Jahres 2006 recht zuversichtlich. Der Index der Konsumentenstimmung lag im Januar wieder leicht

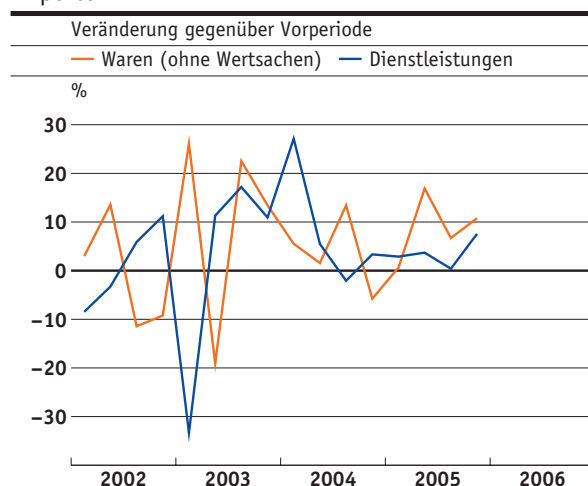
im positiven Bereich und übertraf damit den langfristigen Durchschnittswert deutlich. Die befragten Haushalte beurteilten sowohl die Wirtschaftslage als auch die eigene finanzielle Lage optimistischer als zuvor. Dies gilt auch für die Sicherheit der Arbeitsplätze, doch blieb der entsprechende Index auf einem historisch relativ tiefen Stand.

Der private Konsum dürfte auch im laufenden Jahr eine bedeutende Konjunkturstütze bleiben. Die SNB geht davon aus, dass die realen Arbeitnehmerereinkommen um 2,2% zunehmen werden, nach einem Anstieg von 1,0% im Jahre 2005. Dem verstärkten Einkommenszuwachs liegt eine substantielle Zunahme der Nominallohne zugrunde, die nicht zuletzt dank hoher Bonuszahlungen die von der SNB erwartete Teuerung deutlich übertrifft.

Leicht sinkende Bauinvestitionen

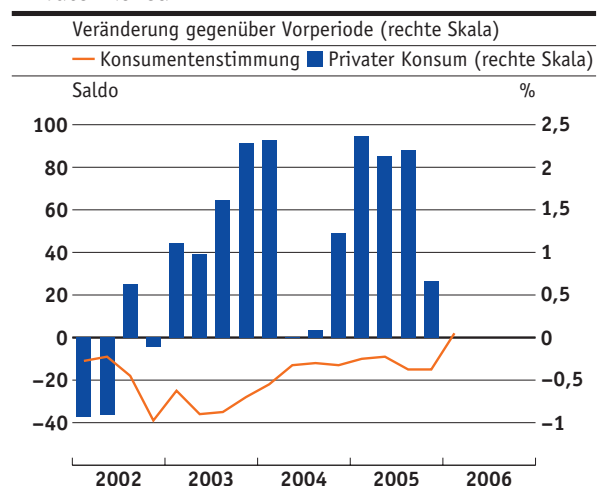
Die auf den Investitionsschub vom zweiten Quartal 2005 folgende Normalisierung setzte sich im vierten Quartal fort, so dass die realen Bauinvestitionen gegenüber der Vorperiode nochmals leicht abnahmen. Sie lagen damit aber immer noch 4,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Gemäss den Daten des BFS wuchs die Wohnbautätigkeit kräftig. Die Quartalsumfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) deutet zudem auf ein leichtes Wachstum im Tiefbau hin, während der Geschäftsbau weiter abgenommen haben dürfte.

Grafik 2.5
Importe



Quelle: seco

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: seco

Im laufenden Jahr dürften die Bauinvestitionen nur wenig zunehmen. Der Wiederanstieg der Wohnbaubewilligungen im zweiten Halbjahr 2005 deutet zwar vorderhand auf eine Expansion des Wohnungsbaus hin. Gleichwohl muss damit gerechnet werden, dass die Dynamik in diesem Sektor allmählich nachlässt, da der Nachfrageüberhang nach drei Jahren starker Wohnbautätigkeit inzwischen weitgehend abgebaut zu sein scheint. Der Geschäftsbau wird vorläufig kaum vom Aufschwung profitieren. Gemäss der jährlichen Investitionsbefragung der KOF/ETH sahen zwar die Industriefirmen vermehrte Bauinvestitionen vor, doch blieb das geplante Investitionsvolumen im Dienstleistungssektor rückläufig. Auch vom Tiefbau sind keine nennenswerten Impulse zu erwarten.

Höhere Ausrüstungsinvestitionen

Nach einer moderaten Belebung in der ersten Jahreshälfte 2005 schwächte sich das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen im zweiten Halbjahr wieder ab. Im vierten Quartal lagen sie 4,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

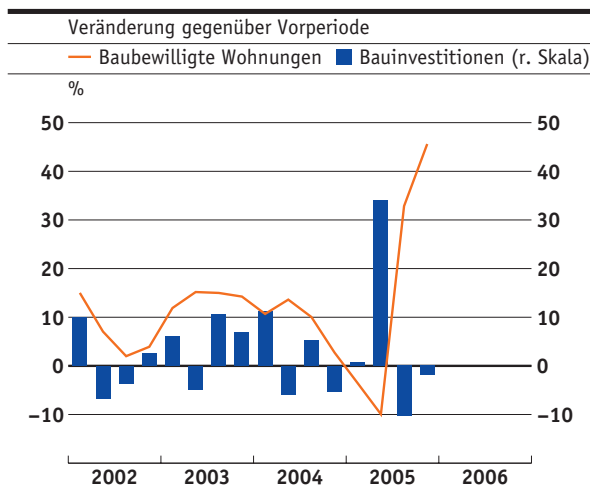
Im Vergleich zu früheren Aufschwungsphasen blieb die Investitionstätigkeit bis anhin verhalten. Das im Jahre 2005 getätigte Investitionsvolumen dürfte insgesamt kaum ausgereicht haben, um den Ersatzbedarf zu decken, so dass die gesamtwirtschaftlichen technischen Produktionskapazitäten praktisch unverändert blieben. Dies steht in einem

Gegensatz zur erhöhten wirtschaftlichen Aktivität und zu den deutlich optimistischeren Geschäftsaussichten. Inzwischen hat sich vermutlich ein beträchtlicher Nachholbedarf aufgestaut, der in den nächsten Quartalen zu einem Anstieg der Investitionstätigkeit führen sollte. Im Industriesektor scheint dieser Prozess bereits in Gang gekommen zu sein (vgl. Kap. 2.2).

BIP-Prognose für 2006

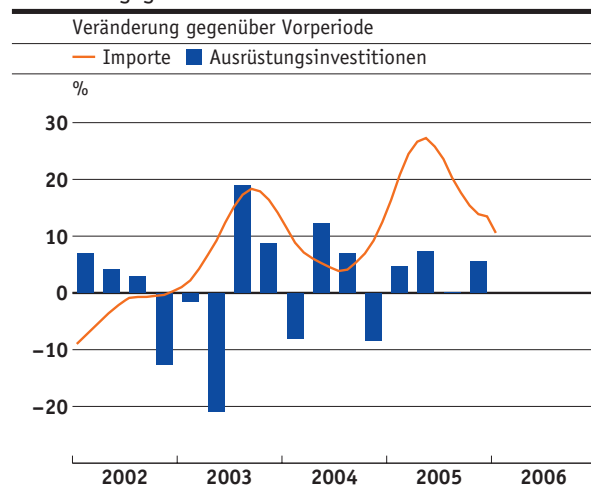
Die SNB rechnet für das Jahr 2006 mit einer Fortsetzung des breit abgestützten Konjunkturaufschwungs und erwartet einen Anstieg des realen BIP um gut 2%. Sie geht ferner davon aus, dass die Beschäftigung anziehen und sich die Arbeitslosenquote bis zum Ende des Jahres weiter zurückbilden wird. Angesichts der günstigen internationalen Konjunktur dürften die schweizerischen Exporte von Gütern und Dienstleistungen erneut einen bedeutenden Wachstumsbeitrag leisten. Während die Bauinvestitionen als Konjunkturmotor an Bedeutung einbüßen dürften, kann mit einer deutlichen Belebung der Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden. Der private Konsum bleibt angesichts der erwarteten günstigen Einkommensentwicklung eine solide Konjunkturstütze.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, seco

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, seco

2.2 Kapazitätsauslastung

Höhere Kapazitätsauslastung und steigende Kapazitäten

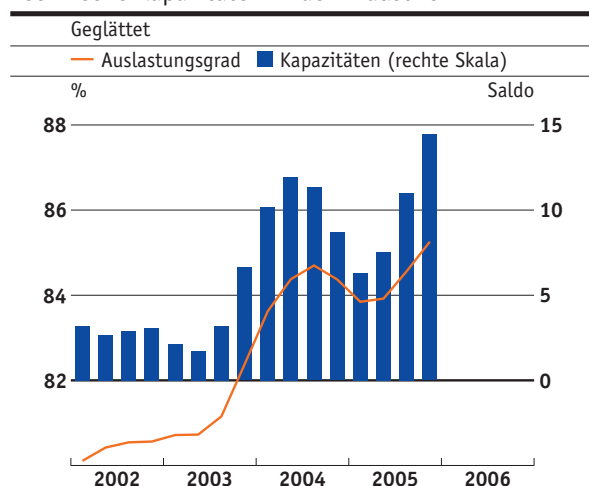
Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie stieg im vierten Quartal von 84,6% auf 85,6% und lag damit deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Die Ermittlung der Kapazitätsauslastung erfolgt im Rahmen der vierteljährlichen Industrienumfrage der KOF/ETH, bei der Unternehmen nach dem durchschnittlichen Auslastungsgrad ihrer Produktionskapazitäten im betreffenden Quartal gefragt werden, der gemäss dem Fragebogen zwischen 50% und 110% liegen kann.

Gemäss der Quartalsumfrage weitete die Industrie auch die technischen Kapazitäten deutlich aus. Der entsprechende Umfragewert bewegte sich auf dem höchsten Stand seit Ende der 1980er Jahre. Überdurchschnittlich stark nahm die Investitionstätigkeit bei den stark exportorientierten Unternehmen zu, die mit knapp 89% auch die höchste Kapazitätsauslastung auswiesen.

Weitere Abnahme der Produktionslücke

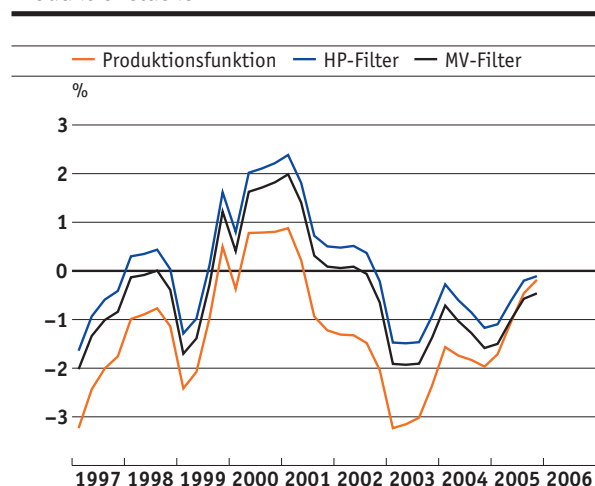
Die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke wird als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial gemessen. Grafik 2.10 zeigt drei Berechnungen der Produktionslücke, die auf drei verschiedenen Verfahren zur Schätzung des Produktionspotenzials basieren (Produktionsfunktion, Hodrick-Prescott-Filter (HP) und multivariater Filter (MV)). Das reale BIP wuchs mit 2,1% auch im vierten Quartal stärker als das Produktionspotenzial, so dass sich die Produktionslücke gemäss allen drei Schätzverfahren weiter verringerte und nun nur noch leicht im negativen Bereich liegt. In der Schliessung der Produktionslücke widerspiegeln sich die stark gestiegene Auslastung der technischen Kapazitäten und – in geringerem Ausmass – die kleiner gewordene Unter- auslastung auf dem Arbeitsmarkt.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Aufhellung am Arbeitsmarkt

Die konjunkturelle Besserung schlägt sich mehr und mehr auch auf dem Arbeitsmarkt nieder. Im vierten Quartal nahm die Zahl der Beschäftigten gegenüber der Vorperiode um 0,4% zu und lag damit 0,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Zahl der Vollzeitstellen erhöhte sich weiter, wenn auch weniger stark als die Teilzeitstellen. Die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden stieg gegenüber der Vorperiode um 0,6%, was dem stärksten Zuwachs seit 2001 entspricht.

Der Beschäftigungszuwachs konzentrierte sich allerdings weiterhin auf den Industriesektor (0,8%) und die Bauwirtschaft (1,9%), während die Zahl der Arbeitsplätze im Dienstleistungssektor stagnierte. Im Industriesektor nahm die Beschäftigung vor allem in den Bereichen Apparatebau, Elektrotechnik, Medizinaltechnik und Uhren stark zu. Bei den Dienstleistungen bauten insbesondere der Detailhandel sowie – weniger ausgeprägt – der Finanzsektor Stellen ab, während das Gastgewerbe und die Hotellerie einen Beschäftigungszuwachs verzeichneten.

Langsam sinkende Arbeitslosigkeit

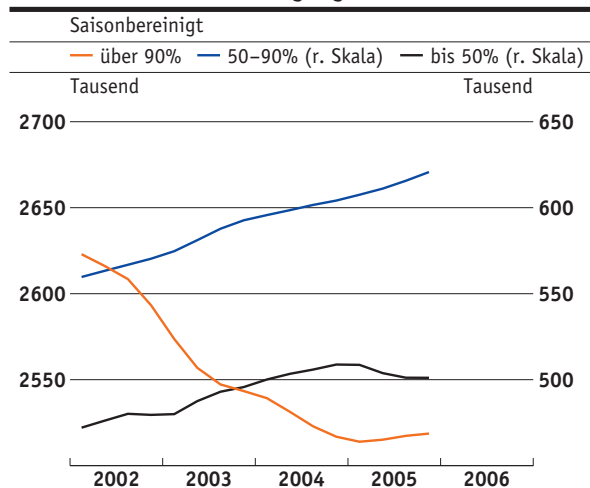
Im Zuge der leicht steigenden Beschäftigung nahm die um Saisoneinflüsse korrigierte Arbeitslosigkeit weiter leicht ab. Im Februar betrug die Arbeitslosenquote 3,5% und lag damit um 0,2 Prozentpunkte tiefer als im November. Die Quote der Stellensuchenden sank um 0,1 Prozentpunkte auf 5,3%.

Seit Mitte 2005 verringert sich insbesondere die Zahl der Arbeitslosen, die seit weniger als sechs Monaten arbeitslos sind. Im Januar betrug dieser Anteil 55,5% der Arbeitslosen, gegenüber 56,6% im Juli zuvor. Dies steht in Einklang mit der seit Mitte 2005 beobachteten leichten Zunahme der Beschäftigung.

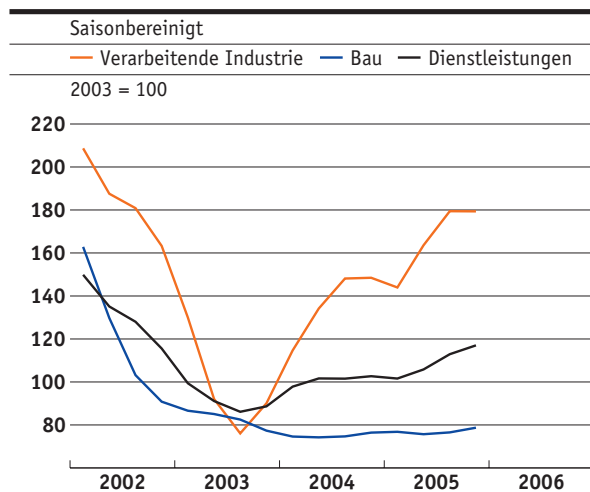
Verbesserte Aussichten für den Arbeitsmarkt

Wie Grafik 2.12 zeigt, bewegte sich der Index der offenen Stellen für die Industrie und den Dienstleistungssektor im vierten Quartal nach oben. Nachdem der Beschäftigungsanstieg in der Industrie bereits im zweiten Quartal 2005 eingesetzt hatte, dürfte in den kommenden Quartalen auch die Beschäftigung im Dienstleistungssektor nachziehen. Die SNB rechnet für das Jahr 2006 mit einer deutlichen Zunahme der Beschäftigung, welche die Arbeitslosenquote bis Dezember 2006 gegen 3% senken dürfte.

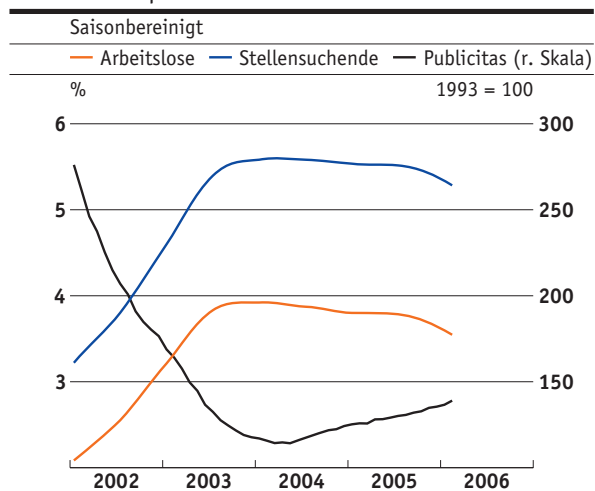
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



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: Publicitas, seco

2.4 Güterpreise

Anziehende Produzenten- und Importpreise

Die Teuerungsimpulse, die von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerte Konsumstufe ausgehen, nahmen zwischen Oktober und Januar leicht zu. Bei den im Inland produzierten Gütern erhöhte sich die Jahresteuerung von 0,9% auf 1,5%, bei den importierten Gütern von 1,4% auf 2,1%. Ein bedeutender Teil des Teuerungsanstiegs war einmal mehr auf die Energieträger zurückzuführen (Mineralölprodukte, Gas, Elektrizität). Ihre Jahresteuerung belief sich im Januar auf 20,9%, verglichen mit 15,6% im Oktober. Ins Gewicht fielen ausserdem die höheren Preise für Vorprodukte, darunter Metallprodukte. Während bei den Investitionsgütern die Tendenz zu rückläufigen Preisen anhielt, kam der Preisrückgang bei den landwirtschaftlichen Gütern zum Stillstand. Der Preisauftrieb der Konsumgüter verstärkte sich geringfügig.

Höhere Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung kletterte zwischen November und Februar von 1,0% auf 1,4%. Damit stieg sie leicht stärker, als die SNB in ihrer Inflationsprognose von Mitte Dezember 2005 erwartet hatte. Der bedeutendste Teuerungsbeitrag stammte weiterhin von den Erdölprodukten (Heizöl und

Treibstoffe), auf die zwischen November und Februar im Durchschnitt gut drei Viertel der gesamten Konsumteuerung entfielen.

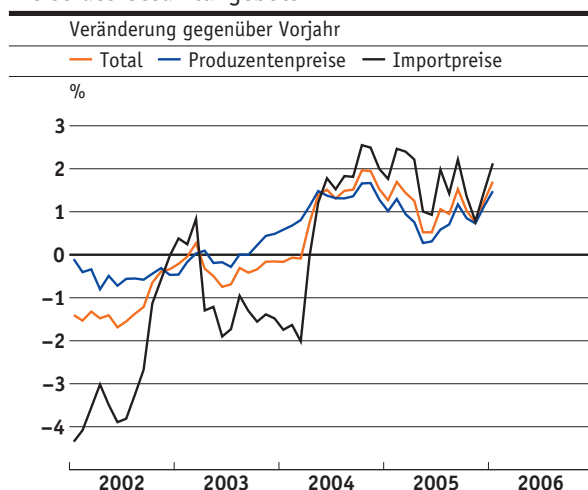
Leicht gestiegene Binnenteuerung

Die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen erhöhte sich zwischen November und Februar von 0,2% auf 0,5%. Zum einen kam der Preisrückgang der Waren, auf die knapp 40% des LIK entfallen, zum Stillstand. Zum anderen stieg der vierteljährlich erhobene Mietpreisindex im Februar gegenüber der Vorerhebung um 0,9%, so dass die jährliche Mietteuerung um 0,8 Prozentpunkte auf 1,8% zunahm. Von den übrigen privaten Dienstleistungen gingen dagegen keine Teuerungsimpulse aus. Bei den Telekommunikationsdiensten, beim Luftverkehr und im Gastgewerbe bildete sich die Teuerung zurück. Dies gilt auch für die öffentlichen Dienstleistungen, wo die Jahresteuerung von 1,5% auf 0,9% sank.

Weiterer Anstieg der Importteuerung

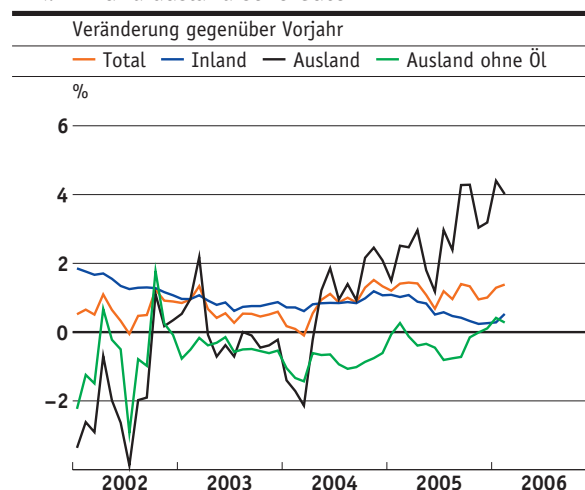
Die Jahresteuerung der importierten Konsumgüter stieg zwischen November und Februar von 3,0% auf 4,0%, hauptsächlich als Folge der weiteren Verteuerung von Heizöl und Treibstoffen. Darüber hinaus zog auch die Teuerung bei den übrigen importierten Gütern, insbesondere Bekleidungsartikeln und Gas, leicht an (Februar: 0,3%). Die Preise für Heimelektronik bildeten sich dagegen weiter zurück, wenn auch in abgeschwächtem Ausmass.

Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



Quelle: BFS

Grafik 2.15
LIK: In- und ausländische Güter



Quellen: BFS, SNB

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

| | 2005 | 2005 | | | 2005 | | 2006 | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | November | Dezember | Januar | Februar |
| LIK total | 1,2 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,3 | 1,4 |
| Inländische Waren und Dienstleistungen | 0,6 | 0,7 | 0,5 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,5 |
| Waren | -0,4 | -0,4 | -0,4 | -0,7 | -0,7 | -0,6 | -0,2 | 0,0 |
| Dienstleistungen | 1,0 | 1,1 | 0,8 | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,7 |
| private Dienstleistungen ohne Mieten | 0,5 | 0,7 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | -0,0 | -0,1 |
| Mieten | 1,4 | 1,6 | 1,2 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,8 |
| öffentliche Dienstleistungen | 1,5 | 1,3 | 1,5 | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 0,9 | 0,9 |
| Ausländische Waren und Dienstleistungen | 2,7 | 2,0 | 3,2 | 3,5 | 3,0 | 3,2 | 4,4 | 4,0 |
| ohne Erdölprodukte | -0,3 | -0,4 | -0,8 | -0,0 | -0,0 | 0,1 | 0,4 | 0,3 |
| Erdölprodukte | 18,5 | 14,7 | 23,5 | 21,0 | 18,1 | 18,8 | 25,6 | 23,5 |

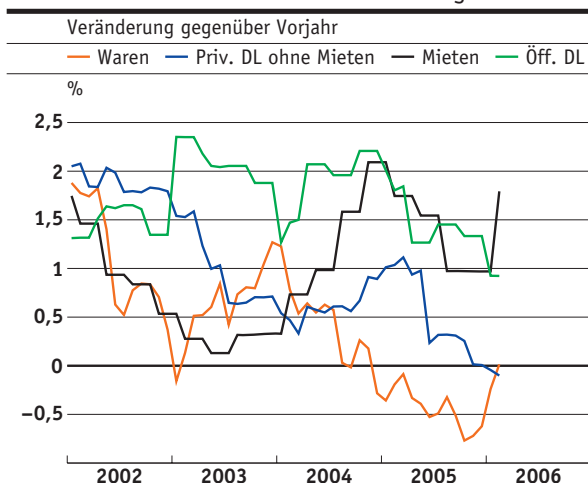
Quellen: BFS, SNB

Zunehmende Kerninflationen

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen Inflationstrend verstellen können. Aus diesem Grund werden mit Hilfe statistischer Verfahren so genannte Kerninflationen berechnet, welche den dauerhaften Teil der Preisentwicklung abbilden sollen. Die von der SNB berechnete Messgrösse für die Kerninflation schliesst jeden Monat die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuerung aus dem Konsumentenpreisindex aus. Daneben beachtet die SNB auch die beiden Kerninflationen des BFS, die in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb herausrechnen. 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.

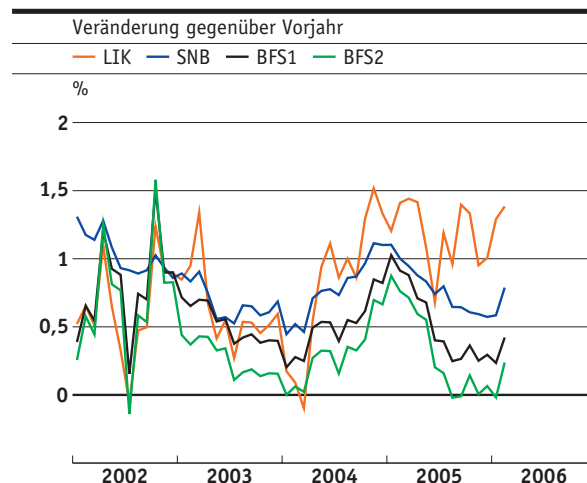
Die Kernteuerung der SNB nahm zwischen November und Februar um 0,2 Prozentpunkte auf 0,8% zu. Dieser Verlauf signalisiert einen zwar schwachen, aber zunehmenden allgemeinen Preisauftrieb. Die Kernteuerungsrate lag ausserdem deutlich tiefer als die gesamte Konsumteuerung. Darin kommt zum Ausdruck, dass die teuerungstreibenden Faktoren weiterhin stärker ins Gewicht fielen als die teuerungsdämpfenden Sondereinflüsse. Die Kerninflation 1 des BFS lag im Februar mit 0,4% geringfügig über dem Stand von November, während sich die Kerninflation 2 im gleichen Zeitraum um 0,2 Prozentpunkte auf 0,2% erhöhte. Die im Vergleich zur Kerninflation der SNB deutlich tieferen Kerninflationen des BFS erklären sich hauptsächlich durch die rückläufigen Preise der elektronischen Güter, der Telekommunikationsdienste und einzelner Bekleidungsartikel. Die Kerninflation der SNB schliesst diese als inflationsdämpfende Sondereffekte aus dem Warenkorb aus.

Grafik 2.16
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.17
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

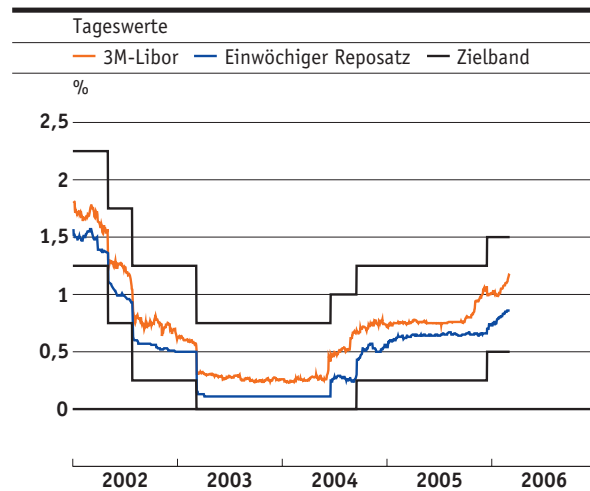
An der Lagebeurteilung vom Dezember 2005 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 0,50%–1,50% zu erhöhen. Sie kündigte an, die Mitte des Zielbandes anzustreben. Zwei Überlegungen waren für eine Korrektur des geldpolitischen Kurses ausschlaggebend. Erstens hatte sich die Konjunktur bereits erholt und die Konjunkturindikatoren deuteten einen anhaltenden, breit abgestützten Aufschwung an. Zweitens sollte mit einer Zinserhöhung überschüssige Liquidität in der Wirtschaft abgebaut werden. Gleichzeitig wies die SNB darauf hin, dass sie die graduelle Korrektur ihres expansiven geldpolitischen Kurses im Falle einer fortschreitenden Konjunkturerholung weiterverfolgen würde.

Weitere Straffung der Geldpolitik erwartet

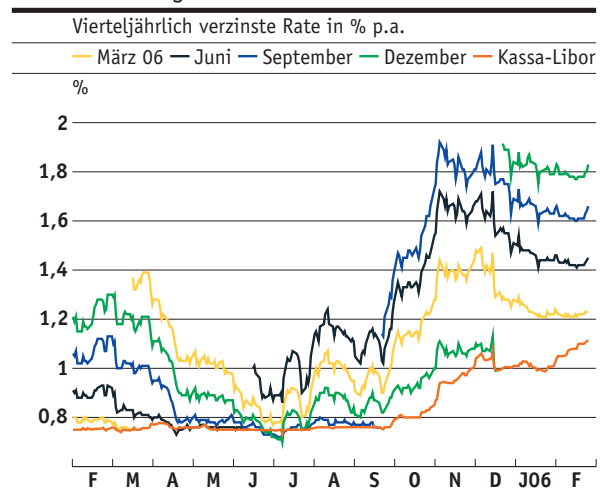
Zwischen Mitte Dezember und Ende Januar schwankte der 3M-Libor um 1,0%. Anschliessend stieg er kontinuierlich an. Die Märkte rechneten somit mit einer weiteren Anhebung des Zielbandes für den 3M-Libor. Die SNB liess diesen Anstieg, der im Einklang mit der sich fortsetzenden Konjunkturdynamik stand, zu. Die Reposätze, über welche die SNB indirekt den 3M-Libor steuert, verzeichneten einen graduellen Anstieg. Der einwöchige Reposatz erhöhte sich von 0,7% zum Zeitpunkt der letzten Lagebeurteilung auf 0,86% Ende Februar 2006.

Erwartungen einer Anhebung des Zielzinsbandes zeigten sich auch am Futures-Markt. Ende Februar lag der Zinssatz für Futures-Kontrakte mit Verfall Mitte März 2006 bei 1,27%, was einem erwarteten Zinsschritt von 25 Basispunkten entspricht. Die Futures-Sätze der im Juni, September und Dezember verfallenden Kontrakte deuteten an, dass die Marktteilnehmer im Verlaufe des Jahres 2006 mit weiteren moderaten Zinsschritten nach oben rechnen.

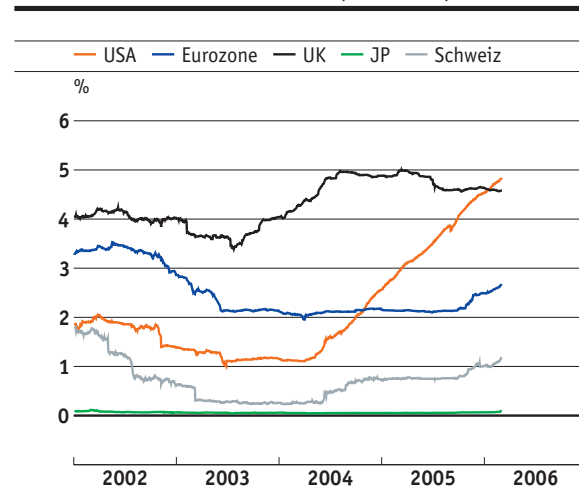
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafiken 3.1, 3.2 und 3.3:
Quelle: SNB

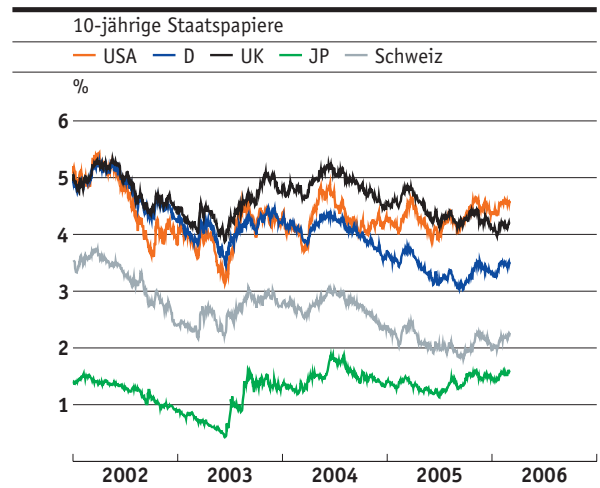
Anstieg der Kurzfristzinsen auch im Ausland

Auch im Ausland stiegen die kurzfristigen Zinssätze (Grafik 3.3). Sowohl die Europäische Zentralbank (EZB) als auch die amerikanische Notenbank setzten die schrittweise Anhebung ihrer Leitzinsen fort. Der 3M-Libor für Euroanlagen stieg von 2,48% Mitte Dezember auf 2,70% Mitte März, während sich die kurzfristigen Dollarzinsen im gleichen Zeitraum von 4,50% Mitte Dezember auf 4,92% bewegten. Gemessen am 3M-Libor war die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Franken- und Euroanlagen praktisch unverändert bei 1,49 Prozentpunkten Mitte März. Zwischen Franken- und Dollaranlagen erhöhte sie sich von 3,49 Prozentpunkten Mitte Dezember auf 3,71 Prozentpunkte Mitte März.

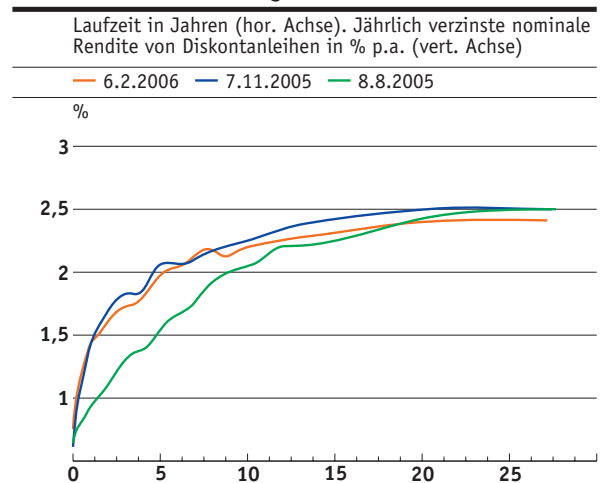
Aufwärtstrend der langfristigen Zinsen

Während die kurzfristigen Zinsen im Verlaufe des Jahres 2005 anzogen, bewegten sich die Renditen langfristiger Obligationen kaum oder gaben leicht nach. Seit Anfang 2006 haben sich die kurz- und langfristigen Zinsen indessen wieder in die gleiche Richtung bewegt. Die Rendite einer 10-jährigen US-Staatsanleihe lag Mitte März bei 4,73%, 26 Basispunkte höher als Mitte Dezember, während die Rendite einer deutschen Staatsanleihe im gleichen Zeitraum um 30 Basispunkte auf 3,67% stieg. In ähnlicher Weise bewegten sich die langfristigen Renditen eidgenössischer Anleihen. Nach einer leichten Abwärtsbewegung im Januar notierten diese Mitte März mit 2,41% 28 Basispunkte höher als Mitte Dezember.

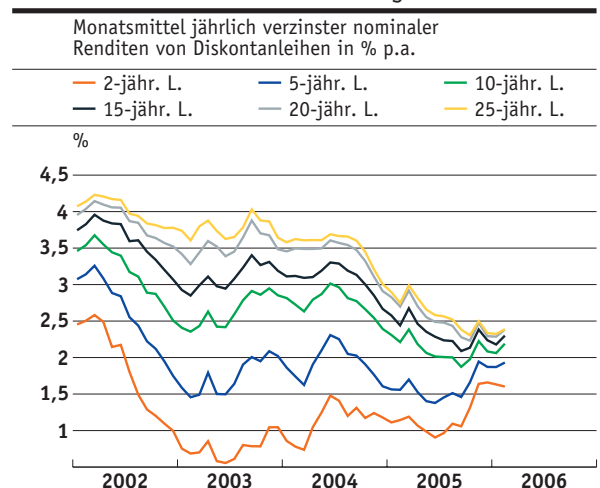
Grafik 3.4
Internationale Zinssätze



Grafik 3.5
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.6
Anleihsrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.4:
Quellen: Thomson Datastream, SNB

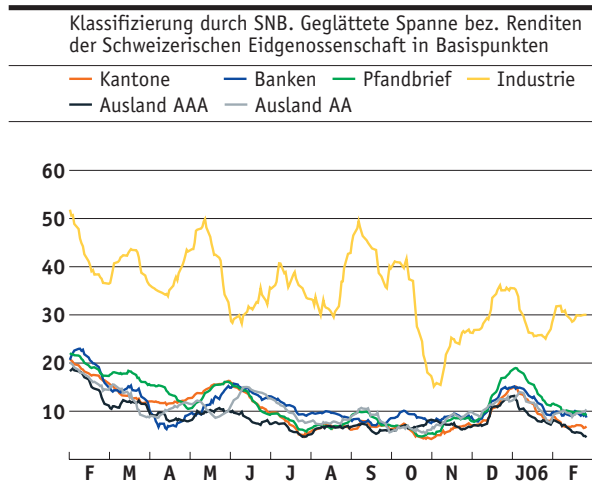
Grafiken 3.5 und 3.6:
Quelle: SNB

Geringe Kreditzinsspannen

Die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen für Obligationenschuldner lässt sich anhand von Kreditzinsspannen darstellen. Diese entsprechen der Differenz der Renditen von Kantons- und Unternehmensanleihen zur Rendite von Bundesobligationen und lassen sich auch als Kreditrisikoprämien interpretieren (siehe "Box: Einteilung von Anleihen in Bonitätsklassen", Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 33). Die Grafiken 3.7 und 3.8 zeigen, dass die Kreditzinsspannen erstklassiger Industrieanleihen seit Anfang November leicht anstiegen, während diejenigen drittklassiger Anleihen im gleichen Zeitraum stabil blieben. Das Niveau der Kreditzinsspannen ist damit nach wie vor tief. Die diesen Berechnungen zugrunde liegenden Renditen beziehen sich auf Diskontanleihen mit fünfjähriger Laufzeit. Das Risiko, dass Unternehmen ihre Anleihen nicht bedienen können, ist in konjunkturellen Aufschwungsphasen deutlich kleiner als bei sich abschwächender Wirtschaftsaktivität. Die anhaltend tiefen Kreditzinsspannen stehen im Einklang mit einem positiven Konjunkturmilieu.

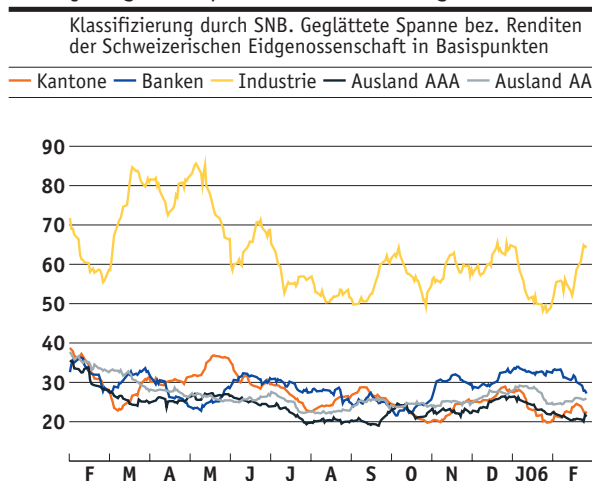
Grafik 3.7

Die 5-jährige Zinsspanne von erstklassigen Anleihen



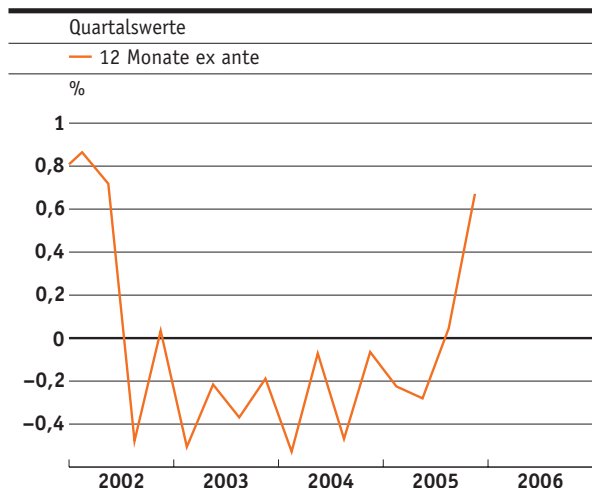
Grafik 3.8

Die 5-jährige Zinsspanne von drittklassigen Anleihen



Grafik 3.9

Geschätzter Realzinssatz



Grafiken 3.7, 3.8 und 3.9:
Quelle: SNB

Anstieg des kurzfristigen realen Zinssatzes

Grafik 3.9 zeigt die Entwicklung des einjährigen Realzinses, der die Differenz zwischen dem zwölfmonatigen Nominalzinssatz und dem über diese Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise gemäss Consensus Forecast wiedergibt.¹

Nachdem der so gemessene kurzfristige Realzins im dritten Quartal 2005 – nach der längsten Periode negativen Realzinses seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 – leicht in den positiven Bereich zurückgekehrt war, setzte er diesen Anstieg im vierten Quartal fort und lag Ende 2005 bei 0,7%. Bei weitgehend unveränderten Inflationserwartungen beruhte die Zunahme im vierten Quartal fast ausschliesslich auf steigenden Nominalzinsen.

¹ Vgl. bezüglich Consensus Forecast Tabelle 1.1

3.2 Wechselkurse

Stärkerer Dollar

Im Verlaufe des Jahres 2005 wertete sich der US-Dollar gegenüber dem Euro um 12,9% auf. Dies könnte auf eine restriktivere Geldpolitik der US-Notenbank zurückzuführen sein, die ihren Leitzins in mehreren Schritten um insgesamt 2 Prozentpunkte an hob, während die EZB diesen nur ein Mal im Dezember um 25 Basispunkte erhöhte. Der Schweizerfranken blieb gegenüber dem Euro mehr oder weniger stabil, was durch die parallel verlaufende Konjunkturerholung und eine ähnliche Zinsentwicklung erklärt werden kann. Gegenüber dem US-Dollar verlor der Franken 14,5%. Der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens, der die Inflationsdifferenzen zwischen den Währungen berücksichtigt, verlor sowohl im Vergleich zu den 24 wichtigsten Handelspartnern als auch zur Eurozone (Grafik 3.11).

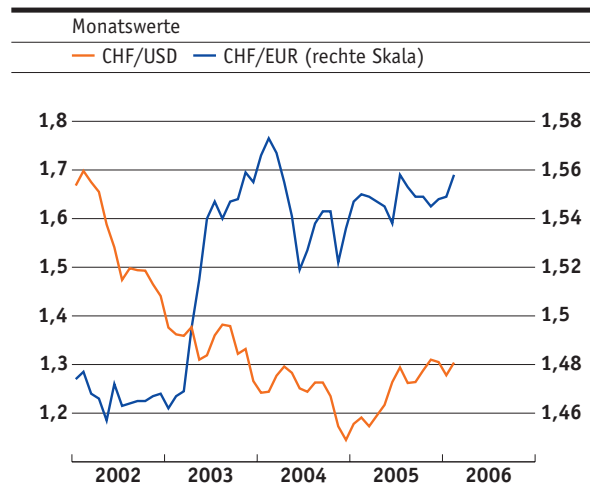
Seit der letzten Lagebeurteilung hat sich der Franken sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Euro leicht abgewertet. Mitte März notierte der Dollar bei CHF/USD 1.302, gegenüber 1.284 Mitte Dezember. Der Euro verteuerte sich im gleichen Zeitraum um rund 2 Rappen auf CHF/EUR 1.566. Der reale Aussenwert des Frankens veränderte sich indessen kaum.

Expansivere monetäre Bedingungen

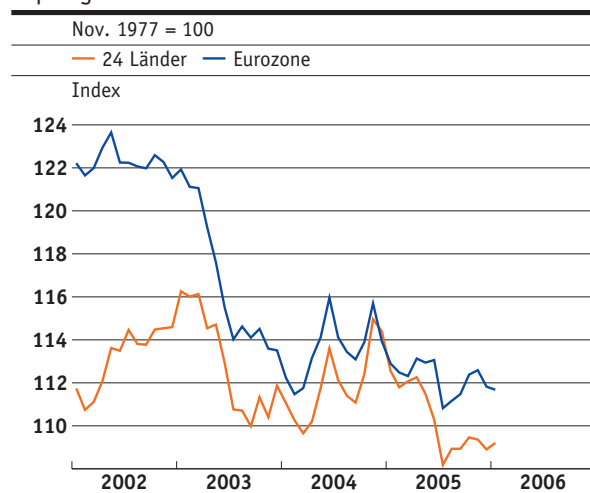
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den Dreimonatszins und den nominalen handelsgewichteten Aussenwert des Schweizerfrankens zu einem Mass für den Restriktionsgrad der Geldpolitik. Er charakterisiert die monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. In den in Grafik 3.12 abgebildeten Indizes sind die beiden Komponenten mit 5:1 und 3:1 gewichtet. Diese beiden Varianten sollen der Unsicherheit hinsichtlich der Bedeutung von Zins und Wechselkurs Rechnung tragen. Ein Anstieg des Index deutet eine Straffung, ein Rückgang eine Lockerung der monetären Bedingungen an (siehe "Box: Der Monetary Conditions Index", Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27). Nach jeder Lagebeurteilung werden die Indizes auf null gesetzt.

Seit der letzten Lagebeurteilung verharrte der Index im negativen Bereich, was gleichbedeutend mit expansiveren monetären Bedingungen in der Schweiz ist. Der allmähliche Anstieg des 3M-Libor im Februar wurde durch die Schwäche des Schweizerfrankens mehr als wettgemacht.

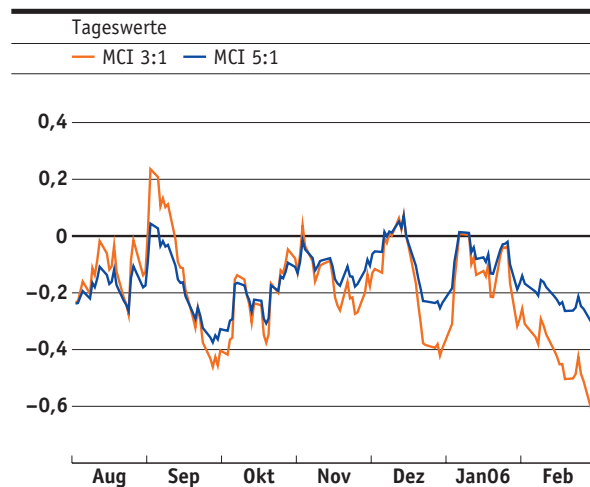
Grafik 3.10
Devisenkurse



Grafik 3.11
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.12
MCI nominal



Grafiken 3.10, 3.11 und 3.12:
Quelle: SNB

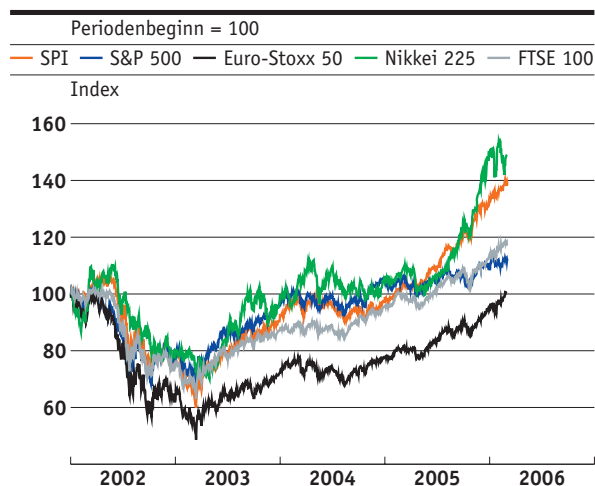
3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

Weiterhin gute Performance an den Aktienmärkten

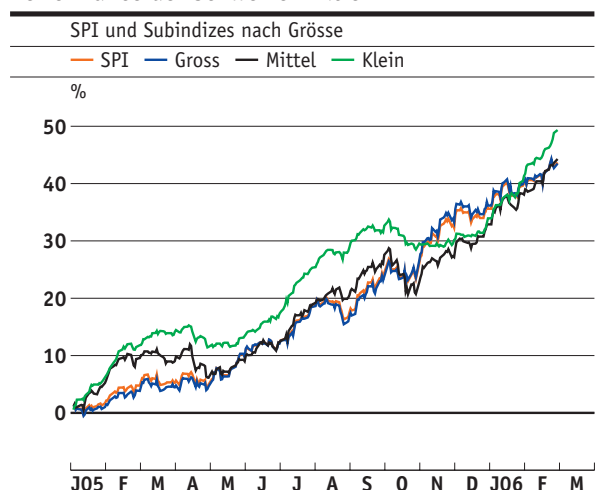
Infolge der guten Weltkonjunkturlage legten die meisten Aktienmärkte zu – der Schweizer Aktienmarkt sogar überdurchschnittlich. Der Anstieg des SPI war breit abgestützt. Sowohl kleine als auch mittlere und grosse Unternehmen konnten Zuwachsraten von über 30% verzeichnen. Einzig der US-Aktienmarkt blieb unverändert. Dies könnte unter anderem mit der Straffung der Geldpolitik sowie mit Unsicherheiten bezüglich des Finanzhaushalts- und des Leistungsbilanzdefizits zusammenhängen.

Anfang 2006 setzte sich der Aufwärtstrend an den internationalen Aktienmärkten ungebrochen fort. Zugleich war die Volatilität der Aktienrenditen, ein Zeichen für die Unsicherheit, gering (Grafik 3.15). Die Marktteilnehmer schienen eine Fortführung des Konjunkturaufschwungs zu erwarten und schätzten das Risiko einer scharfen Korrektur als gering ein. Eine Ausnahme bildete der japanische Aktienmarkt. Dort stieg die Volatilität und somit auch die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung.

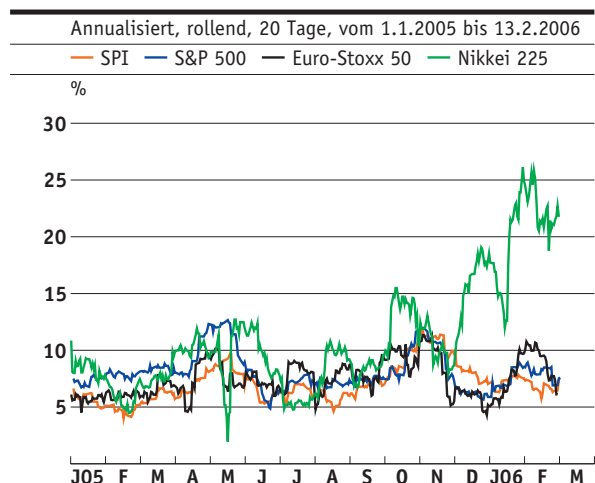
Grafik 3.13
Aktienkurse



Grafik 3.14
Performance der Schweizer Aktien



Grafik 3.15
Aktienrenditevolatilität



Grafik 3.13:
Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Bloomberg

Grafik 3.14:
Quelle: SWX Swiss Exchange

Grafik 3.15:
Quellen: Thomson Datastream, SNB

Hohe Preise für Rohwaren

Der vom Commodity Research Bureau (CRB) berechnete Index für Rohwaren stieg im vergangenen Jahr um 3,2% (Grafik 3.16), was weit über dem langjährigen Durchschnitt von 1,2% seit 1951 war. Allerdings lag auch die Volatilität leicht über dem historischen Wert. Der starke Preisanstieg lässt sich vor allem auf eine hohe Nachfrage seitens der Industrie, daneben aber auch seitens privater Investoren und Hedge-Funds zurückführen. Vergleicht man die verschiedenen Rohwaren untereinander, war die Preiszunahme im Jahre 2005 bei den Edelmetallen und dem Rohöl am stärksten. In Dollar gemessen stieg der Goldpreis um 16% und die Rohölpreise gar um 36%.

Rohwarenpreise weisen im Allgemeinen ein prozyklisches Verhalten auf. In Aufschwungsphasen legen sie durchschnittlich 2,1% (annualisiert) zu, während sie in Rezessionsphasen um 4,6% abnehmen. Die Tatsache, dass der Anstieg von 3,2% über dem Durchschnitt einer Expansionsphase liegt, deckt sich mit dem positiven Weltkonjunkturmodell.

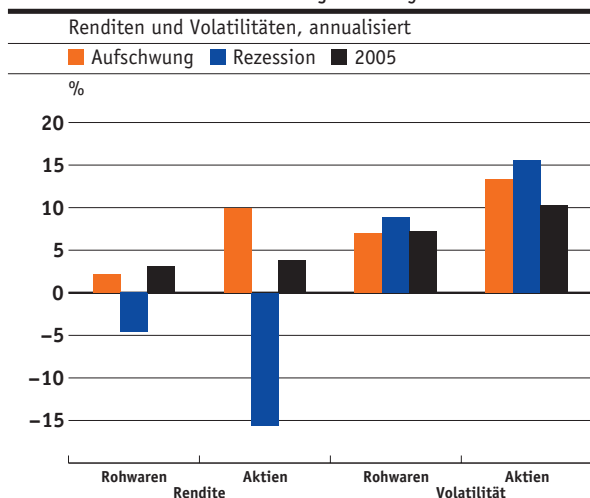
Stabilere Immobilienpreise

Das tiefe Zinsniveau und die günstigen Finanzierungskonditionen der in starkem Wettbewerb stehenden Geschäftsbanken wirkten sich positiv

auf die Nachfrage nach Immobilien aus. So stiegen die Immobilienpreise während des Jahres 2005 weiter an, wenngleich etwas moderater als im Vorjahr. Real, d. h. im Verhältnis zum LIK, sanken die Preise für gewerbliche Bauten um 0,2%, während die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen um 0,4% stiegen. Die Wohnungsmieten verzeichneten einen Anstieg von 2,3%, wobei sich diese Messung weitgehend auf alte Wohnungen bezieht. Die Mieten neuer Wohnungen nahmen real um 1,3% ab. Da die Mietpreise neuer Wohnungen ein weniger verzerrtes Bild des Immobilienmarktes zeichnen, kann von einem stabilen Mietwohnungsmarkt ausgegangen werden. Allerdings sind regionale Unterschiede erkennbar. Dies widerspiegelte sich auch in den Preisen von Einfamilienhäusern. Diese nahmen in Zürich um 2%, in Genf um 1,8% und im Süden der Schweiz um 3,4% zu, während der Preisanstieg für die gesamte Schweiz nur 0,9% betrug.

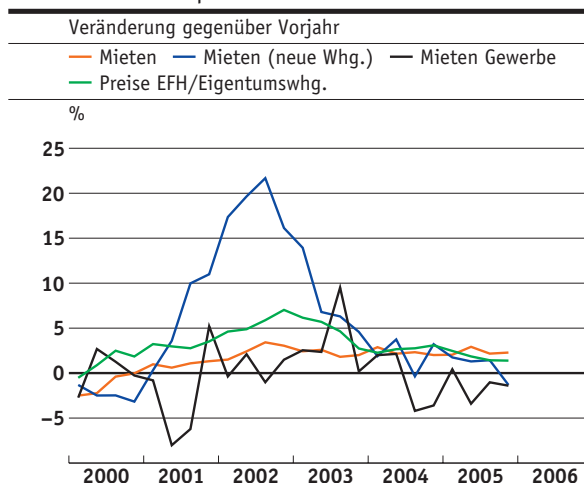
Allgemein scheint die Nachfrage vor allem in den Ballungszentren gestiegen zu sein, während sie in anderen Regionen moderater ausfällt. Jedoch sind auch in Randregionen Preissteigerungen erkennbar. So z. B. im Kanton Graubünden, was auf die gestiegene Nachfrage nach Zweit- und Ferienwohnungen zurückzuführen ist.

Grafik 3.16
Rohwaren und Aktien im Konjunkturzyklus



Quellen: Thomson Datastream, SNB
Berechnungen beruhen auf dem aggregierten Rohwarenindex des Commodity Research Bureau (CRB) seit 1951 und dem S&P 500 Aktienindex seit 1965. Konjunkturzyklen sind gemäss den NBER-Kriterien definiert.

Grafik 3.17
Reale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

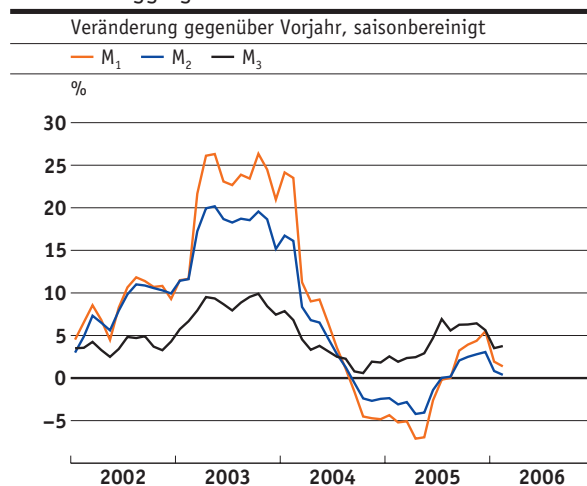
Leichte Abschwächung des Geldmengenwachstums

Im Februar lagen die Geldmengen M_1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) und M_2 (M_1 plus Spareinlagen) um 1,4% bzw. 0,4% über dem Stand vor Jahresfrist, während die Geldmenge M_3 (M_2 plus Termineinlagen) ein Wachstum von 3,8% aufwies. Nach der starken Expansion in der zweiten Hälfte 2005 hat sich die Entwicklung in den ersten zwei Monaten des Jahres 2006 deutlich abgeschwächt. Seit November 2005 haben die Geldmengen geringfügig abgenommen.

Zur Beurteilung der Liquiditätsversorgung der Wirtschaft und möglicher Inflationsgefahren wird ein Geldüberhang geschätzt (siehe "Box: Geldmengenwachstum und Inflation", Bericht über die Geld-

politik 1/2005, S. 33). Die Gleichgewichtsgeldmenge als Mass für eine angemessene Geldversorgung der Volkswirtschaft wird mit Hilfe des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt. Liegt die aktuelle Geldmenge über dieser Gleichgewichtsgeldmenge, so ist die Liquiditätsausstattung zu reichlich und es besteht die Gefahr höherer Inflationsraten in den folgenden vier bis sechs Quartalen. Grafik 3.19 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge M_3 vom berechneten Gleichgewichtswert (ECM-Konzept). Um der Modellunsicherheit Rechnung zu tragen, wurden zwei verschiedene Modellvarianten geschätzt. Da die Schätzungen im vierten Quartal keinen bzw. nur einen geringen Geldüberhang ergeben, ist gemäss einem so konstruierten Indikator kaum mit einem Preisrisiko in den nächsten ein bis eineinhalb Jahren zu rechnen.

Grafik 3.18
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

| | 2004 | 2005 | 2004 | 2005 | | | | 2005 | 2006 | |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | Dezember | Januar | Februar |
| Notenbankgeldmenge² | 41,7 | 41,9 | 41,8 | 42,1 | 41,6 | 41,2 | 42,7 | 44,7 | 43,5 | 43,1 |
| Veränderung ³ | 3,2 | 0,4 | 0,7 | -0,5 | -0,2 | 0,3 | 2,0 | 3,1 | 1,5 | 3,2 |
| M₁² | 288,5 | 284,6 | 279,1 | 283,0 | 279,0 | 284,8 | 291,7 | 291,2 | 289,9 | 288,8 |
| Veränderung ³ | 5,5 | -1,3 | -4,8 | -4,9 | -5,6 | 1,0 | 4,5 | 5,4 | 2,0 | 1,4 |
| M₂² | 495,6 | 492,3 | 485,4 | 491,2 | 487,3 | 492,1 | 498,7 | 498,3 | 496,7 | 495,1 |
| Veränderung ³ | 4,3 | -0,7 | -2,6 | -2,8 | -3,2 | 0,8 | 2,7 | 3,0 | 0,9 | 0,4 |
| M₃² | 562,5 | 587,8 | 564,8 | 576,6 | 582,4 | 593,0 | 599,1 | 598,4 | 598,7 | 598,6 |
| Veränderung ³ | 3,2 | 4,5 | 1,4 | 2,3 | 3,3 | 6,3 | 6,1 | 5,5 | 3,5 | 3,8 |

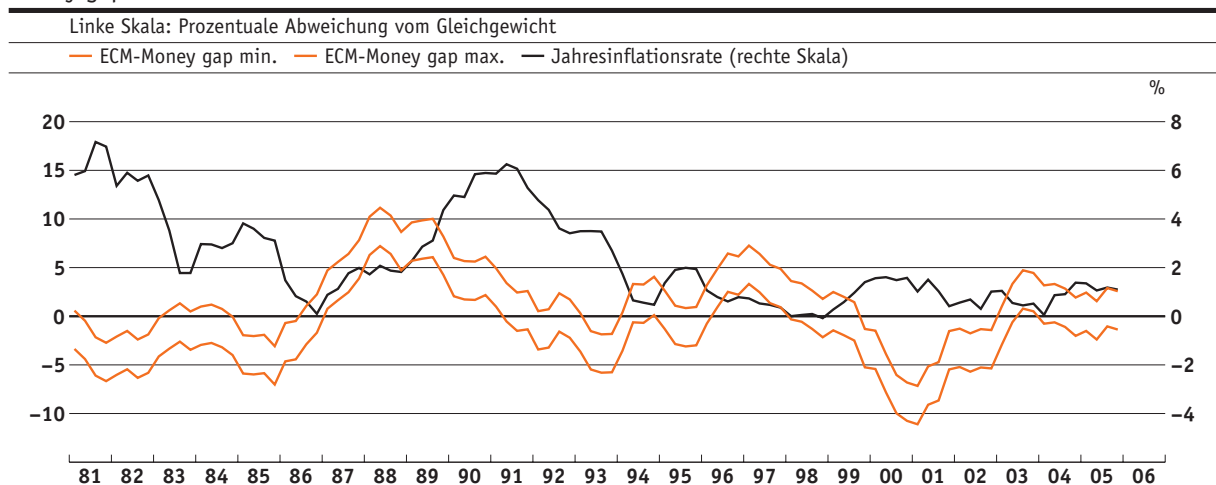
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.19
Money gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

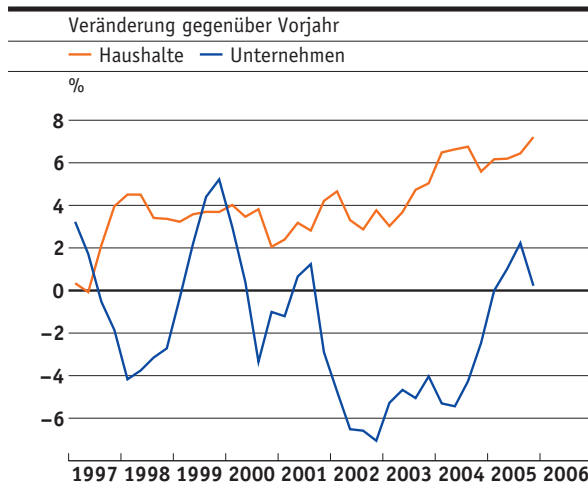
3.5 Kredite

Fortgesetztes Kreditwachstum

Die Bankkredite nahmen wiederum zu. Im vierten Quartal 2005 betrug das Wachstum gegenüber dem Vorjahr 4,3%. Grafik 3.20 zeigt, dass insbesondere die Kredite an Haushalte in den letzten zweieinhalb Jahren stark expandierten. Die Kredite an Unternehmen verzeichneten indessen erst seit dem zweiten Quartal 2005 wieder ein positives Wachstum, das sich im vierten Quartal 2005 mit 0,2% moderat fortsetzte.

Für das Wachstum der Kredite an Haushalte waren die Hypothekarkredite, die mit 80% den Grossteil der gesamten Bankkredite ausmachen, verantwortlich. Im vierten Quartal 2005 nahmen sie im Vergleich zum Vorjahr um 5,5% zu, ganz im Gegensatz zu den übrigen Krediten, die eine Schrumpfung von 0,6% aufwiesen. Dabei fällt ein weiterer Rückgang der ungedeckten übrigen Kredite um 2,9% auf, während die gedeckten übrigen Kredite mit 2,4% weiter zunahmen.

Grafik 3.20
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

| | 2004 | | 2005 | | 2005 | | | | 2006 | |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | | | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | November | Dezember | Januar |
| Total | 3,6 | 4,0 | 3,6 | 3,6 | 3,8 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,2 |
| Hypothekarforderungen | 5,4 | 5,3 | 5,2 | 5,1 | 5,1 | 5,3 | 5,5 | 5,5 | 5,6 | 5,5 |
| Übrige Kredite | -3,1 | -0,9 | -2,6 | -1,9 | -1,2 | 0,1 | -0,6 | -0,9 | -1,3 | -1,5 |
| davon gedeckt | 3,2 | 2,3 | 4,0 | 3,5 | -0,1 | 3,2 | 2,4 | 4,3 | -1,6 | -0,3 |
| davon ungedeckt | -7,1 | -3,2 | -6,8 | -5,7 | -1,9 | -2,2 | -2,9 | -4,6 | -1,2 | -2,4 |

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 SNB 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 ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den Dreimonats-Libor eines der drei Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB.

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Die Inflationsprognosen der SNB sind in ein internationales Konjunkturszenario eingebettet. Es stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 enthält die wichtigsten exogenen Annahmen sowie die entsprechenden Annahmen der Dezember-Prognose.

Weiterhin Beschleunigung der Weltkonjunktur unterstellt

Die weltwirtschaftlichen Annahmen wurden insgesamt nur geringfügig verändert. Das Wachstum in Europa hat sich gemäss den revidierten BIP-Werten im Jahre 2005 stärker erholt als erwartet und bleibt auch im kurzfristigen Ausblick über den Erwartungen vom vergangenen Dezember. Umgekehrt fiel das BIP-Wachstum in den USA im vierten Quartal 2005 überraschend schwach aus. Dies wird jedoch auf Sondereffekte zurückgeführt. Mittelfristig wird weiterhin mit einem robusten Wachstum gerechnet, wobei die Wachstumsraten gegen das Potenzialwachstum von rund 3% tendieren. Die Annahme zum Erdölpreis wurde leicht nach oben angepasst und entsprechend auf das ausländische Preisniveau übertragen. Für den Dollar/Euro-Wechselkurs wurde mit 1.21 nahezu derselbe Wert unterstellt wie im Dezember.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

| | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|------|------|------|
| Inflationsprognose März 2006 | | | |
| BIP USA ¹ | 3,3 | 3,6 | 3,4 |
| BIP EU-15 ¹ | 2,3 | 2,3 | 2,2 |
| Wechselkurs USD/EUR ² | 1,21 | 1,21 | 1,21 |
| Ölpreis in USD/Barrel ² | 63,0 | 63,0 | 63,0 |
| Inflationsprognose Dezember 2005 | | | |
| BIP USA ¹ | 3,6 | 3,5 | 3,4 |
| BIP EU-15 ¹ | 2,0 | 2,4 | 2,2 |
| Wechselkurs USD/EUR ² | 1,20 | 1,20 | 1,20 |
| Ölpreis in USD/Barrel ² | 59,0 | 59,0 | 59,0 |

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 Auftrags hat die SNB in einem dreiteiligen geldpolitischen Konzept präzisiert. Erstens versteht die SNB unter Preisstabilität einen Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) von weniger als 2% pro Jahr. Damit berücksichtigt sie die Tatsache, dass der LIK die effektive Teuerung leicht überzeichnet. Gleichzeitig lässt sie zu, dass die Teuerung im Konjunkturzyklus etwas schwankt. Zweitens fasst die SNB

ihre Beurteilung der Lage und des geldpolitischen Handlungsbedarfs vierteljährlich in einer Inflationsprognose zusammen. Diese Prognose zeigt unter der Annahme eines konstanten kurzfristigen Zinssatzes die von der SNB erwartete LIK-Entwicklung über die nachfolgenden drei Jahre. Drittens legt die SNB ihr operationelles Ziel in Form eines Zielbandes für den Dreimonats-Libor 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 1. Quartal 2006 bis 4. Quartal 2008

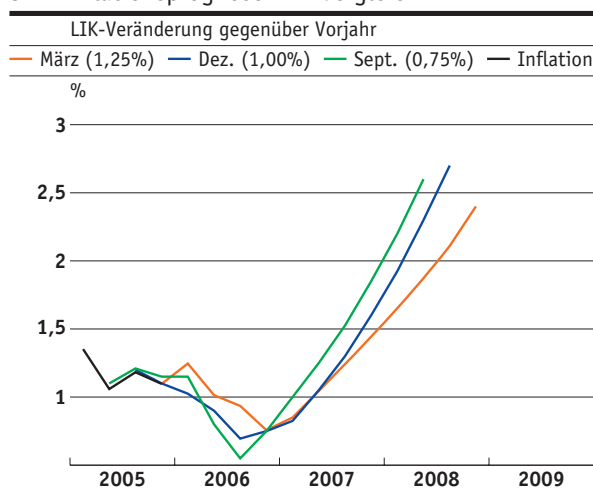
Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modell-schätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Grafik 4.1 zeigt die Inflationsprognose vom März 2006 zusammen mit den Inflationsprognosen vom Dezember und September 2005. Die neue Prognose erstreckt sich vom ersten Quartal 2006 bis zum vierten Quartal 2008. Sie zeigt den Inflationsverlauf bei einem konstanten Dreimonats-Libor von 1,25%, dem Mittelwert des am 16. März von der SNB um 25 Basispunkte angehobenen Zielbandes für den Dreimonatssatz von 0,75% bis 1,75%. Die Prognosen vom Dezember und September beruhten noch auf einem Dreimonatssatz von 1,0% bzw. 0,75%.

Die Inflationsprognose vom März 2006 deutet darauf hin, dass sich die Jahreststeuerung in den kommenden Monaten im Bereich von 1% bewegen wird. Im ersten Quartal 2006 beträgt die prognostizierte Jahreststeuerung 1,2%, bevor sie sich im Jahresverlauf abschwächt. Im vierten Quartal wird noch eine Teuerung von 0,8% vorausgesagt. Im Einklang mit der Annahme über die zukünftige Entwicklung des Rohölpreises (vgl. Abschnitt 4.1) erwartet die SNB, dass auch in den kommenden Monaten ein wesentlicher Teuerungsbeitrag von den im Konsumentenpreisindex erfassten Erdölkomponenten stammen wird. Bei den übrigen Waren und den Dienst-

leistungen dürfte der Preisauftrieb mit der Schliessung der Produktionslücke zwar allmählich zunehmen, doch dürfte der Spielraum für Preiserhöhungen in verschiedenen Bereichen, namentlich im Detailhandel, als Folge des anhaltend hohen Wettbewerbsdrucks weiterhin eng bleiben.

Spiegelbildlich zum soliden Wirtschaftswachstum nahmen die Geldmengen und Kredite weiter zu. Der Geldüberhang, der mit der stark expansiven Geldpolitik der letzten Jahre aufgebaut wurde, weitete sich indessen infolge der beiden Zinserhöhungen im Jahre 2004 sowie der letzten Zinsanhebung im vergangenen Dezember nicht mehr weiter aus. Die Wirtschaft ist aber immer noch reichlich mit Liquidität versorgt, was Risiken für die Preisstabilität in den kommenden zwei bis drei Jahren birgt. Mit der erneuten Straffung der Geldpolitik im März soll indessen einer übermässigen Auslastung der Produktionskapazitäten und einer zu hohen Liquiditätsversorgung entgegengewirkt werden. Die neue Inflationsprognose verläuft denn auch ab Mitte 2007 unterhalb der alten Prognose. Im Jahresdurchschnitt liegt die für 2007 bei einem unveränderten Dreimonats-Libor von 1,25% erwartete Inflation bei 1,1%. Doch auch bei einem Zinssatz von 1,25% deutet die Prognose einen zunehmenden Teuerungsdruck an, der Mitte 2008 mit einer Verletzung der Preisstabilität einherginge. Setzt sich die Konjunkturerholung weiterhin wie erwartet fort, wird die SNB deshalb die Anpassung ihres geldpolitischen Kurses graduell weiterführen.

Grafik 4.1
SNB-Inflationsprognosen im Vergleich



Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2006

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 Dezember 2005 bis Februar 2006 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Aus den Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 180 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich für die drei Monate bis Februar 2006 ein weiterhin günstiges Konjunkturbild. Im Vergleich zur vorangegangenen Gesprächsrunde scheint die Erholung an Schwung und an Breite gewonnen zu haben. Die Vertreter sowohl der Exportindustrie als auch der Binnenwirtschaft sprachen mehrheitlich von guten bis ausgezeichneten Jahresabschlüssen 2005 und von einem vielversprechenden Jahresauftakt 2006. Erstmals seit langem äusserten sich auch die Exponenten des Detailhandels wieder etwas zuversichtlicher.

Die Aussichten für 2006 wurden über alle Branchen hinweg optimistisch eingeschätzt. Vor dem Hintergrund gut ausgelasteter Kapazitäten und einer zufrieden stellenden Ertragslage waren Erweiterungsinvestitionen wieder ein Thema, häufig verbunden mit einer Erhöhung des Personalbestandes. Eine Belastung stellten für einige Unternehmen die stark gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise dar. Allerdings scheinen die Unternehmen vermehrt in der Lage zu sein, die höheren Produktionskosten zumindest teilweise auf die Kunden zu überwälzen.

1 Produktion

Industrie

Die Gesprächspartner aus der Industrie verzeichneten um die Jahreswende 2005/2006 mehrheitlich einen kräftigen Auftragseingang, der bis weit ins Jahr hinein eine gute Auftragslage sichern sollte. Obschon die Produktion vielerorts auf Hochtouren lief, fielen die Lager teilweise auf Tiefstände und die Lieferfristen verlängerten sich. Besonders dynamische Absatzmärkte blieben Asien (China), Mittel- und Osteuropa sowie die USA. Inzwischen scheint sich aber auch das Geschäft im übrigen Europa zu beleben. Eine Reihe von Gesprächspartnern registrierte insbesondere eine steigende Nachfrage aus Deutschland.

Neben denjenigen Branchen, die sich schon seit geraumer Zeit im Aufwind befinden, wie insbesondere die chemisch-pharmazeutische Industrie, die Medizinaltechnik sowie die Uhren- und Metallindustrie, meldete auch das Gros der übrigen Branchen einen guten bis ausgezeichneten Geschäftsverlauf. Positiv entwickelte sich insbesondere die Nachfrage im Bereich der Energietechnik, welche die weltweit steigende Investitionsbereitschaft im Energieerzeugungssektor widerspiegelt. Zu den Gewinnern gehören auch die Zulieferer und Unterauftragnehmer, die unter anderem von der Auslagerung von Tätigkeiten profitieren, die zuvor aufgrund der schwachen Auftragslage im eigenen Haus erledigt wurden.

Dienstleistungen

Die Lage im Detailhandel scheint sich langsam zu bessern. Auch wenn noch kaum von einer Trendwende gesprochen wird, mehrten sich doch die Stimmen, die eine Verbesserung der Umsatzentwicklung und der Kaufbereitschaft feststellten. Das Weihnachtsgeschäft wurde teilweise als überraschend gut beurteilt. Unverändert gilt, dass sich die Luxuswaren und Billiglinien zufriedenstellend bis sehr gut entwickeln, während das mittlere Preissegment Mühe bekundet.

Die Gesprächspartner aus den Wintersportorten zeigten sich mit dem Verlauf der Wintersaison sehr zufrieden. Die ausgezeichneten Wetter- und Schneeverhältnisse trugen zur hohen Auslastung bei; davon abgesehen zeigten sich die Gäste aber auch wieder ausgabenfreudiger. Positiv vermerkt wurden ausserdem die vermehrten Buchungen deut-

licher Gäste. Ein grosszügigeres Ausgabenverhalten sowohl der Privat- als auch der Geschäftskunden meldeten auch die Vertreter des Gastgewerbes und der städtischen Hotellerie. Verschiedentlich war von einem eigentlichen Stimmungsumschwung die Rede.

Die Mehrzahl der Gespräche mit Vertretern anderer Dienstleistungsbranchen ergab ebenfalls ein zufriedenstellendes bis gutes Bild. So wurden im Flugreiseverkehr deutlich höhere Frequenzen verzeichnet als ein Jahr zuvor. Die Gesprächspartner aus der Unternehmensberatung konstatierten sowohl eine zunehmende Nachfrage nach ihren Dienstleistungen als auch eine deutlich verbesserte finanzielle Situation ihrer Kunden. Ähnlich äussernten sich auch die Anbieter von IT-Dienstleistungen.

Die Gesprächspartner aus dem Bankensektor blicken auf ein erfolgreiches Jahr 2005 zurück und äusserten sich zum Geschäftsverlauf weiterhin optimistisch. Im Unterschied zum Hypothekar- und Handelsgeschäft blieb indessen das Unternehmenskreditgeschäft bis zuletzt verhalten. Dank der verbesserten Finanzlage wurden Kredite zurückbezahlt oder Investitionsprojekte aus eigenen Mitteln finanziert. Gleichzeitig gab es aber auch Anzeichen, dass Kreditlimiten stärker genutzt wurden. Die Gesprächspartner aus der Versicherungsbranche sprachen von einem anhaltenden Druck zur Produktivitätssteigerung und rechneten auch für dieses Jahr mit einem Abbau des Personalbestandes.

Bau

Die Baukonjunktur lief dank des dynamischen Wohnungsbaus weiterhin auf Hochtouren. Sowohl die Gesprächspartner aus dem Bauhauptgewerbe als auch aus dem Ausbaugewerbe zeigten sich dementsprechend zufrieden. Der hohe Arbeitsvorrat sichert auf absehbare Zeit eine gute Auslastung. Der Wohnungsbau blieb die mit Abstand wichtigste Sparte. Einzelne Gesprächspartner sahen auch eine leichte Verbesserung beim Geschäftsbau und beim öffentlichen Bau und erhoffen sich von dieser Seite vermehrte Impulse, sobald der Boom im Wohnungsbau abflauen sollte. Der Preisdruck und die schmale Ertragslage blieben zwar ein Thema, doch scheint das Problem vor dem Hintergrund der guten Auftragslage an Brisanz verloren zu haben. Verschiedentlich wurde auf lokal massiv gestiegene Bodenpreise hingewiesen.

2 Arbeitsmarkt

Die Nachfrage nach Arbeitskräften scheint langsam anzuziehen. Nachdem bis vor kurzem Neueinstellungen kaum in Erwägung gezogen wurden, scheint ein Stimmungswandel eingetreten zu sein. Eine Reihe von Gesprächspartnern sah für dieses Jahr eine Erhöhung des Personalbestandes vor. Die Ausbaupläne konzentrieren sich vorwiegend auf den Industriesektor, während in wichtigen Branchen des Dienstleistungssektors, insbesondere im Detailhandel, die Tendenz zum Personalabbau anhält. In gewissen Bereichen ist qualifiziertes Personal auf dem schweizerischen Arbeitsmarkt weiterhin schwer zu finden, doch hat sich die Lage infolge der Personenfreizügigkeit mit der EU entschärft.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Sorgen bereiteten teilweise die stark gestiegenen Kosten im Bereich Energie, Rohstoffe (Aluminium, Kunststoff) und Transport sowie die höheren Unfallversicherungsprämien. Keinen Anlass zu Klagen bot dagegen die Lohnentwicklung, die als angemessen beurteilt wurde. Sieht man von der Bauwirtschaft und vom Detailhandel ab, wurde die Ertragslage im Grossen und Ganzen als gut bis sehr gut beurteilt. Im Unterschied zu früher vermochte eine Reihe von Unternehmen die Verkaufspreise anzuheben und damit die Kostensteigerungen zumindest teilweise auf die Kunden abzuwälzen. Dies gilt sowohl für export- als auch für binnenorientierte Unternehmen. Nur in Ausnahmefällen gelang es indessen, über eine Erhöhung des Verkaufspreises die Marge zu verbessern. Die Gesprächspartner aus Branchen, die einer starken Importkonkurrenz ausgesetzt sind, sprachen weiterhin von einem hohen Druck auf die Verkaufspreise. Die Wechselkurssituation gab kaum Anlass zur Sorge. Dies gilt insbesondere für die Franken-Euro-Relation, die als problemlos beurteilt wurde. Das gegenwärtige Kursniveau des Dollars gilt als tragbar.

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

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

Die beiden Reihen werden auch in gedruckter Form abgegeben. Sie können gratis abonniert oder als Einzelexemplare bestellt werden bei:
Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8, CH-8022 Zürich,
Fax +41 44 631 81 14, E-Mail: library@snb.ch.

On the Inadequacy of Newswire Reports for Empirical Research on Foreign Exchange Interventions

Andreas M. Fischer
Working Paper 2005-2

Berichte von Nachrichtenagenturen sind eine häufig benutzte Quelle für Studien, die sich mit den Interventionen von Zentralbanken auf dem Devisenmarkt beschäftigen. Eine Schlüsselrolle spielt der Zeitstempel («time stamp»), d. h. der Zeitpunkt, an dem eine Agentur von einer Devisenmarkt-Intervention berichtet. Bei Fehlen offizieller Angaben über den tatsächlichen Interventionszeitpunkt wird gemeinhin unterstellt, dass der Zeitpunkt einer offiziellen Intervention und der Zeitpunkt, an dem Agenturen darüber berichten, nahe beieinander liegen. In empirischen Untersuchungen, die sich mit den Informationsasymmetrien auf den Devisenmärkten befassen, werden dabei kleine, in Minuten gemessene Zeitverzögerungen unterstellt. Diese Annahme bedeutet, dass die elektronischen Archive von Nachrichtenagenturen einen hohen Genauigkeitsgrad aufweisen. Ob dies tatsächlich der Fall ist, wurde jedoch noch nie getestet.

Die vorliegende Studie untersucht die Eignung von Agenturmeldungen als Quelle für offizielle Devisenmarkt-Interventionen am Beispiel der Interventionen, welche die Schweizerische Nationalbank (SNB) von 1989 bis zum seither letzten Eingriff im Jahre 1995 durchgeführt hat. Die Studie zeigt, dass zwischen dem Zeitpunkt einer SNB-Transaktion auf dem Devisenmarkt und der entsprechenden Agenturmeldung – anders als in empirischen Studien unterstellt – nicht nur Minuten, sondern gelegentlich sogar Stunden vergehen konnten. Dieses Ergebnis stellt die Eignung von Agenturmeldungen für die Untersuchung von Devisenmarkt-Interventionen in Frage. Bedenkt man zudem, dass die SNB eine vergleichsweise transparente Interventionspolitik verfolgte, so dürfte diese Zeitverzögerung in Ländern mit einer weniger offenen Kommunikation noch grösser gewesen sein. Es kann jedoch davon ausgegangen werden, dass sich die Zeitspanne zwischen einer Zentralbank-Intervention auf den Devisenmärkten und der Berichterstattung in den elektronischen Medien dank den Fortschritten in der Telekommunikationstechnologie in den letzten Jahren generell verringert hat.

Measuring Income Elasticity for Swiss Money Demand: What do the Cantons say about Financial Innovation?

Andreas M. Fischer
Working Paper 2006-1

Neue Studien über die Geldnachfrage, die auf Zeitreihen beruhen, zeigen, dass die Einkommenselastizität grösser als eins ist. Solche Ergebnisse weichen indessen von Tobins Theorie der Nachfrage nach Transaktionsgeld ab, die auf einer Einkommenselastizität von 0,5 beruht. Die vorliegende Untersuchung geht dieser Diskrepanz anhand von Schweizer Daten nach. Zu diesem Zweck wird die Einkommenselastizität der Geldnachfrage nicht anhand von Zeitreihen, sondern mittels kantonaler Querschnittsdaten geschätzt. Da die erwähnten Zeitreihenansätze auch auf eine Instabilität in den Regressionsergebnissen hindeuten – was als Evidenz für den Einfluss von Finanzinnovationen interpretiert worden ist –, geht dieser Beitrag auch der Frage nach, ob sich Finanzinnovationen in den einzelnen Kantonen unterschiedlich auf die kantonalen Einkommenselastizitäten auswirken.

Die Hauptergebnisse der Studie sind die folgenden: Erstens weisen Regressionen mit Querschnittsdaten im Gegensatz zu Zeitreihenanalysen eine erhebliche Stabilität der Geldnachfrage über die Zeit und zwischen den Kantonen auf. Die Resultate legen zudem eine Einkommenselastizität von 0,4 bis 0,6 nahe und liegen damit in der Nähe von Tobins Transaktionstheorie der Geldnachfrage. Zweitens scheinen Finanzinnovationen, die anhand unterschiedlicher Proxy-Variablen gemessen wurden, keinen bedeutenden Einfluss auf die Einkommenselastizität zu haben. Auch dieses Ergebnis weicht von Zeitreihenanalysen ab. Aus diesen Ergebnissen lassen sich für die geldpolitische Entscheidungsfindung folgende Schlüsse ziehen. Der erste betrifft die Identifizierung eines angemessenen Geldmengenwachstums. Falls das BIP pro Kopf beispielsweise um 2% steigt, würde eine Überschätzung der Einkommenselastizität von 0,5 oder 1,0 eine Inflationsrate ergeben, die um 1%–2% über die angestrebte Inflation zu liegen käme. Untersuchungen mit Querschnittsdaten für die USA und Japan weisen zwar eine etwas höhere Einkommenselastizität auf, die aber ebenfalls geringer ausfällt als in Zeitreihenuntersuchungen. Generell gilt, dass die Auswirkungen eines Geldüberhangs auf die Inflation umso grösser sind, je kleiner die Einkommenselastizität der Geldnachfrage ist. Zeitreihenschätzungen der Geldnachfrage suggerieren deshalb ein höheres inflationsfreies Geldmengenwachstum. Eine weitere Schlussfolgerung für die Geldpolitik ergibt sich aus der Stabilität der geschätzten Einkommenselastizität, welche die hohe Indikatorqualität des Geldes für die schweizerische Geldpolitik bestätigt.

Realized Bond-Stock Correlation: Macroeconomic Announcement Effects

Charlotte Christiansen und Angelo Rinaldo
Working Paper 2006-2

Neuere Mikrostrukturstudien, die auf Hochfrequenz-Daten, d. h. sehr kurzfristigen Datenbewegungen beruhen, erlauben genaue Messungen von Renditekorrelation und Renditevolatilität, die als realisierte Korrelation bzw. Volatilität bezeichnet werden. In dieser Studie werden hochfrequente Daten verwendet, um die Effekte der Veröffentlichung makroökonomischer Daten auf die realisierten Volatilitäten und Korrelationen zwischen Anleihen- und Aktienrenditen in den USA für die Zeit von 1988 bis 2003 zu untersuchen. Untersuchungen über die gemeinsamen Bewegungen unterschiedlicher Vermögenskategorien sind aus verschiedenen Gründen wichtig. Erstens ist die Korrelation zwischen verschiedenen Anlageformen eine Schlüsselgrösse bei der Vermögensallokation. Zweitens steht das Korrelationsmass beim Risk Management und im Hedging im Vordergrund. Drittens liefern Korrelationsmuster im Konjunkturverlauf und nach wichtigen makroökonomischen Ankündigungen interessante Informationen über die Faktoren, welche für die Bewertung von Aktien und Anleihen ausschlaggebend sind. Viertens ist die Sensitivität der Vermögensbewertung in Bezug auf die Inflation, die Realzinsen und andere vermögensspezifische Faktoren über die Zeit und zwischen den Konjunkturzyklen für die geldpolitische Entscheidungsfindung von Bedeutung. Diese Studie fokussiert auf die zwei letztgenannten Aspekte.

Die Studie zeigt zum einen, dass die realisierte Volatilität von Anleihen nach makroökonomischen Ankündigungen im Allgemeinen höher ist als bei Aktien. Dieser Effekt ist in der Rezession am stärksten. Zum anderen ist der Studie zu entnehmen, dass solche Ankündigungen auch die Korrelation zwischen Anleihen und Aktien beeinflussen. Dabei wird die realisierte Korrelation zwischen Anleihen und Aktien nicht so sehr durch die Überraschungskomponente einer Ankündigung beeinflusst, sondern durch die bloße Tatsache, dass eine Ankündigung erfolgt. Ferner folgt aus der Untersuchung, dass diese Korrelation je nach Konjunkturphase unterschiedlich ausfällt: Sie verstärkt sich in einem Wirtschaftsaufschwung und schwächt sich in rezessiven Zeiten ab. Der Grund für eine Verstärkung in einem Konjunkturaufschwung ist darauf zurückzuführen, dass eine unerwartet gute Konjunkturmeldung, z. B. bessere Detailhandelsumsätze als erwartet, sowohl einen Rückgang der Kurse von Aktien als auch von Obligationen bewirkt. Eine positive Meldung während einer Expansionsphase kann nämlich als Zeichen eines sich aufbauenden Inflationsdrucks interpretiert werden, was eine Leitzinsanhebung erwarten lässt. Umgekehrt verhält es sich in einem Konjunkturabschwung. Eine positive Meldung dürfte eher als Anzeichen für eine wirtschaftliche Erholung gedeutet werden, was höhere Unternehmensgewinne erwarten lässt. Da aber Neueinschätzungen der Gewinnentwicklung nur die Aktienkurse betreffen, bleiben die Anleihenkurse davon weitgehend unberührt. Während sich also die Kurse von Aktien und Obligationen in Aufschwungsphasen durch die Befürchtungen eines bevorstehenden Zinsanstiegs in die gleiche Richtung bewegen, dominiert in einem Abschwung der Gewinnerwartungseffekt bei Aktien. Die Studie zeigt schliesslich, dass das Vorzeichen der realisierten Korrelation zwischen Anleihen und Aktien in den USA um 1997 von positiv zu negativ wechselte.

Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss an der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 16. März 2006, das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 0,75%–1,75% anzuheben. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes 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, Einzelexemplare und Adressänderungen

Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8,
Postfach, CH-8022 Zürich, Fax: +41 44 631 81 14,
E-Mail: library@snb.ch. Adressmutationen sind ebenfalls der
Bibliothek, library@snb.ch, zu melden.
Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint
separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer
Sprache (ISSN 1423-3797).

Preis

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

Internet

<http://www.snb.ch>

