

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



Quartalsheft



Schweizerische Nationalbank

Quartalsheft

März

1/2007

25. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht
6	Bericht über die Geldpolitik
38	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
42	70 Jahre nach dem endgültigen Zusammenbruch des Goldstandards der Zwischenkriegszeit im September 1936 Jean-Pierre Roth
48	Preissetzungsverhalten von Unternehmen: Auswertung einer Umfrage der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte Mathias Zurlinden
56	Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies: Zusammenfassungen
62	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die Weltwirtschaft entwickelte sich im Winterhalbjahr 2006/2007 günstig. Das reale BIP nahm in der Eurozone und in Japan im vierten Quartal 2006 kräftig zu, während die amerikanische Wirtschaft verlangsamt weiter wuchs. Die Konjunkturaussichten blieben insgesamt gut, doch deutete der ausgeprägte Kursrückgang an den Aktienbörsen von Ende Februar darauf hin, dass die konjunkturellen Risiken wieder etwas stärker gewichtet wurden.

Auch in der Schweiz setzte sich der Konjunkturaufschwung fort. Das reale BIP stieg im vierten Quartal weiter und das Wachstum blieb breit abgestützt. Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass die Wirtschaft auch im neuen Jahr kräftig expandierte. Dazu gehören die bis zuletzt günstigen Umfrageergebnisse in der Industrie, aber auch die weitere Verbesserung der Konsumentenstimmung. Die SNB rechnet für das Jahr 2007 mit einem ausgewogenen Wirtschaftswachstum von rund 2%. Es liegt damit leicht über dem geschätzten Potenzialwachstum.

Am 15. März hob die SNB das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75% an. Mit der Anhebung des Zielbandes stellt die Nationalbank sicher, dass die Inflationsaussichten günstig bleiben.

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

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten Dezember 2006 bis Februar 2007 mit rund 150 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, waren von Optimismus geprägt. Fast alle Gesprächspartner bezeichneten den Start ins Jahr 2007 als geglückt, nach einem zumeist ausgezeichneten Vorjahr. Für 2007 wurde mehrheitlich mit einem weiteren substanziellen Umsatzwachstum gerechnet; von einer Verlangsamung des Geschäftsgangs war kaum die Rede.

70 Jahre nach dem endgültigen Zusammenbruch des Goldstandards der Zwischenkriegszeit im September 1936 (S. 42)

Vor dem Hintergrund der Grossen Depression sahen sich in den 1930er Jahren alle Länder gezwungen, entweder ihre Währung abzuwerten oder Kapitalverkehrskontrollen einzuführen. Die Schweiz und die anderen Länder des sog. Goldblocks hielten am

längsten an den alten Paritäten fest und versuchten die Wettbewerbsfähigkeit ihrer Wirtschaft durch die Senkung der einheimischen Kosten und Preise wiederherzustellen. Diese Deflationspolitik scheiterte indessen weitgehend, so dass die wirtschaftliche Erholung in diesen Ländern später einsetzte als dort, wo die Währungen bereits früher abgewertet worden waren. Die Abwertung von 1936 wurde damals nicht als Vorbote eines nahenden Endes des auf Gold basierenden Währungssystems gesehen. Es brauchte weitere 40 Jahre, bis flexible Wechselkurse als gangbarer Weg gesehen wurden und mehr als 60 Jahre, bis die gesetzliche Goldparität des Schweizer Frankens aufgehoben wurde.

Preissetzungsverhalten von Unternehmen: Auswertung einer Umfrage der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 48)

Die Preissetzung von Unternehmen ist in den letzten Jahren auf wachsendes Interesse gestossen. Dieser Beitrag stützt sich auf Gespräche, die von den SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zwischen August und Oktober 2006 mit rund 70 Firmen geführt worden sind. Die Resultate zeigen, dass die meisten befragten Firmen ihre Preise in festen Zeitabständen anpassen, wobei der Preis des Hauptprodukts durchschnittlich einmal pro Jahr angepasst wird. Als Auslöser von Preisanpassungen werden am häufigsten Veränderungen der Preise durch Konkurrenten genannt, gefolgt von Veränderungen der Preise von Vorprodukten sowie Veränderungen der Nachfrage. Als Argumente für den Verzicht auf eine Preisanpassung werden implizite und explizite Verträge sowie das «cost-based pricing» am häufigsten angeführt. Insgesamt zeigen die Ergebnisse ein hohes Mass an Übereinstimmung mit vergleichbaren Studien in anderen europäischen Ländern.

Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Studies (S. 56)

Zusammenfassungen von vier Aufsätzen: Andreas M. Fischer, Gulzina Isakova und Ulan Termechikov, «Do FX traders in Bishkek have similar perceptions to their London colleagues? Survey evidence of market practitioners' views», SNB Working Paper 2007-1; Ibrahim Chowdhury und Andreas Schabert, «Federal Reserve policy viewed through a money supply lens», SNB Working Paper 2007-2; Angelo Ranaldo, «Segmentation and time-of-day patterns in foreign exchange markets», SNB Working Paper 2007-3; Caesar Lack, «Forecasting Swiss inflation using VAR models», SNB Economic Study No. 2, 2006.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2007

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte März 2007 bekannt wurden.

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 und Inflationserwartungen
28	3.2 Wechselkurse
29	3.3 Aktien-, Immobilien- und Rohwarenpreise
31	3.4 Geldaggregate
33	3.5 Kredite
35	4 Die Inflationsprognose der SNB
35	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
37	4.2 Inflationsprognose 1. Quartal 2007 bis 4. Quartal 2009
34	Verzögerung zwischen Geldmengen- und Kreditwachstum
36	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 März 2007 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 15. März 2007.

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

Überblick

Die Weltwirtschaft entwickelte sich im Winterhalbjahr 2006/2007 günstig. Das reale BIP nahm in der Eurozone und in Japan im vierten Quartal kräftig zu, während die amerikanische Wirtschaft verlangsamt weiter wuchs. Die Konjunkturaussichten blieben insgesamt gut, doch deutete der ausgeprägte Kursrückgang an den Aktienbörsen von Ende Februar darauf hin, dass die konjunkturellen Risiken wieder stärker gewichtet wurden. Die Geldpolitik in den grossen Industrieländern fiel entsprechend der unterschiedlichen Position der Länder im Konjunkturzyklus verschieden aus. So hob die Europäische Zentralbank ihren Leitzins im März nochmals an, um der Inflationsgefahr entgegenzuwirken. Die amerikanische Zentralbank liess dagegen den Tagesgeldsatz unverändert, nachdem sie ihre Geldpolitik bereits früher und stärker als die EZB gestrafft hatte.

Die SNB schätzte die internationale Konjunkturentwicklung ähnlich ein wie bei der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Dezember 2006. Sie rechnet weiterhin mit einem robusten Wachstum der Weltwirtschaft. Dies kommt auch in ihren weltwirtschaftlichen Annahmen, die der Inflationsprognose vom März zugrunde liegen, zum Ausdruck. Die Prognosen für das BIP-Wachstum in den USA wurden aufgrund der anhaltenden sektoralen Probleme für 2007 und 2008 leicht nach unten revidiert, während die Annahmen zur Konjunktur in Europa unverändert blieben.

Auch in der Schweiz setzte sich der Konjunkturaufschwung im Winterhalbjahr 2006/2007 fort. Das reale BIP stieg im vierten Quartal weiter und das Wachstum blieb breit abgestützt. Das vom SECO ausgewiesene Wirtschaftswachstum fiel jedoch schwächer aus, als die SNB aufgrund des allgemein günstigen Geschäftsverlaufs und des kräftigen Beschäftigungswachstums erwartet hatte. Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass die Wirtschaft auch im neuen Jahr kräftig expandierte. Dazu gehören die bis zuletzt günstigen Umfrageergebnisse in der Industrie, aber auch die weitere Verbesserung der Konsumentenstimmung.

Die SNB rechnet für das Jahr 2007 mit einem ausgewogenen Wirtschaftswachstum von rund 2%. Es liegt damit leicht über dem geschätzten Potenzialwachstum. Angesichts der erwarteten leichten Abflachung des weltwirtschaftlichen Wachstums muss zwar damit gerechnet werden, dass die schweizerischen Exporte etwas weniger zunehmen werden als im Vorjahr. Dagegen sollte die hohe Kapazitätsauslastung den Ausrüstungsinvestitionen weiteren Auftrieb ver-

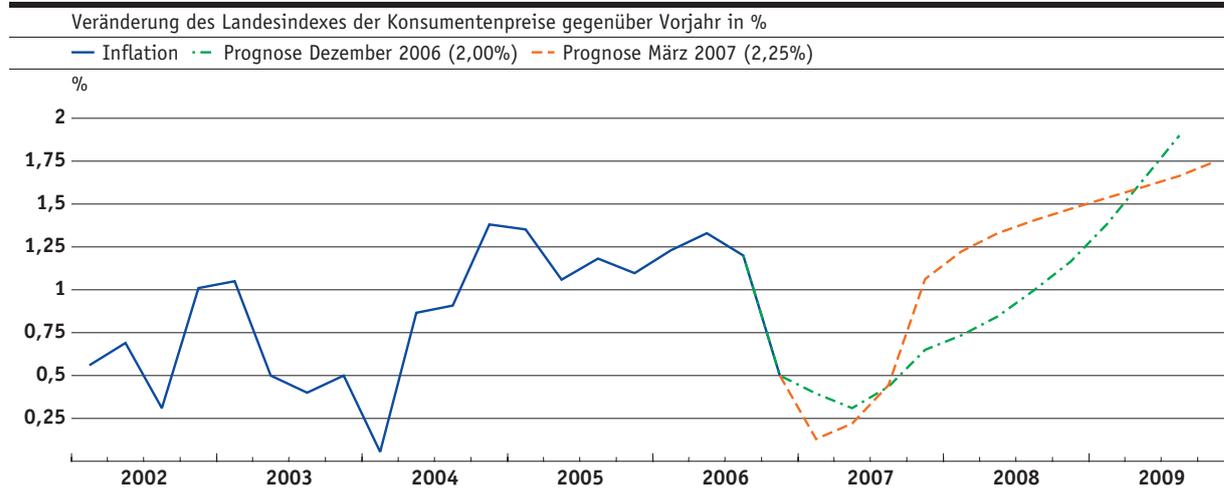
leihen. Auch der private Konsum dürfte angesichts der erwarteten günstigen Einkommensentwicklung und der rückläufigen Arbeitslosenquote eine wichtige Konjunkturstütze bleiben.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom März, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich dieses Bandes zu halten. Damit stellt sie sicher, dass die Inflationsaussichten günstig bleiben.

Gemäss der Inflationsprognose vom März, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 2,25% beruht, wird die Inflation in diesem Jahr etwas tiefer ausfallen, als bei der Lagebeurteilung vom Dezember 2006 erwartet worden war. Ab Mitte 2007 wird die Jahresinflation etwas stärker steigen, als die SNB damals angenommen hatte. Der Grund liegt in der Entwicklung des Frankenkurses, der die Wirkung der Zinserhöhung im Dezember zum Teil neutralisierte.

Mit der Anhebung des Dreimonats-Libor um weitere 0,25 Prozentpunkte setzte die SNB ihren geldpolitischen Kurs der graduellen Normalisierung fort. Sie wird diese Politik voraussichtlich noch weiterführen müssen, um die Preisstabilität längerfristig zu gewährleisten. Die Einschätzung der Inflationsaussichten ist jedoch mit grösseren Unsicherheiten behaftet. Zum einen wirken strukturelle Veränderungen in der Wirtschaft eher preisdämpfend. Zum anderen steigt angesichts der starken Auslastung der Kapazitäten und der Wechselkursentwicklung die Gefahr, dass höhere Produktionskosten zunehmend auf die Preise überwälzt werden. Bei Veränderungen der Inflationsaussichten wird die SNB entsprechend handeln.

Inflationsprognose Dezember 2006 mit Libor 2,00% und März 2007 mit Libor 2,25%



Inflationsprognose März 2007, Libor 2,25%

	2007	2008	2009
Durchschnittliche Jahresinflation in %	0,5	1,4	1,6

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Weltwirtschaft entwickelte sich im Winterhalbjahr 2006/2007 günstig. Das reale BIP nahm in der Eurozone und in Japan im vierten Quartal kräftig zu, während die amerikanische Wirtschaft verlangsamt weiter wuchs. Trotz stark ausgelasteter Produktionskapazitäten blieb die Inflation moderat. Allerdings deuteten die vielerorts rückläufigen Einkaufsmanager-Indizes wie auch die im zweiten Halbjahr 2006 nachlassenden vorlaufenden Indikatoren der OECD auf Verlangsamungstendenzen hin. Die bis Februar leicht steigenden monatlichen BIP-Konsensusprognosen für die USA und die Eurozone zeigten jedoch, dass die Konjunktorentwicklung als robust beurteilt wurde (vgl. Tabelle 1.1).

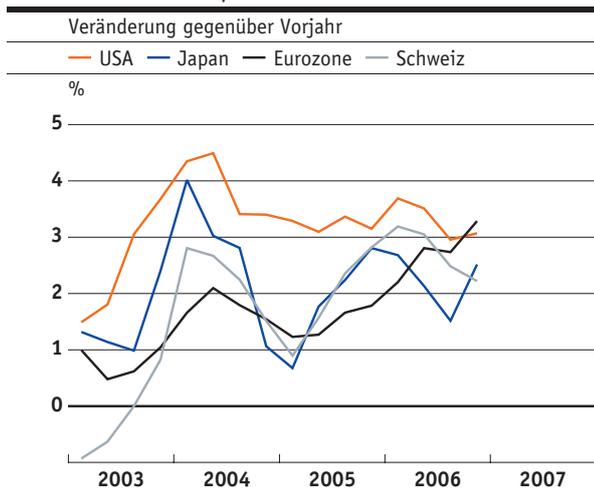
Ende Februar signalisierte indessen die heftige Reaktion der Anleger auf den Kurssturz an der Börse von Shanghai Befürchtungen, dass die Abflachung der Weltkonjunktur stärker ausfallen könnte als bisher erwartet. Dazu trugen insbesondere die anhaltenden sektoralen Probleme der amerikanischen Wirtschaft, aber auch der Wiederanstieg des Erdölpreises im Februar bei. In der Folge wurden auch die Risiken an den Finanzmärkten, die sich seit einiger Zeit durch eine ausgesprochen geringe Volatilität und tiefe Risikoprämien ausgezeichnet hatten, wieder stärker gewichtet.

Verlangsamtes Wirtschaftswachstum in den USA

In den USA setzte sich das verlangsamte Wirtschaftswachstum im vierten Quartal fort. Das reale BIP stieg gegenüber der Vorperiode um 2,2%, was ungefähr dem Zuwachs im dritten Quartal entsprach. Konjunkturdämpfend wirkten insbesondere die Rezessionen im Immobiliensektor und in der Automobilindustrie. Die Wohnbauinvestitionen und etwas weniger ausgeprägt die Unternehmensinvestitionen nahmen ab. Dagegen blieben der private Konsum, die Staatsausgaben – insbesondere im Militärbereich – sowie die Exporte bedeutende Konjunkturstützen.

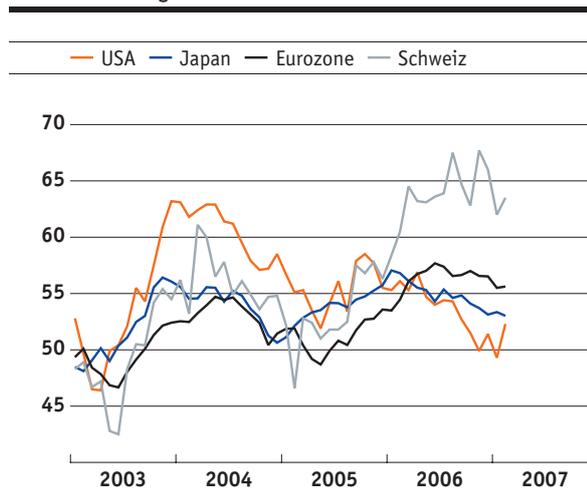
Die amerikanische Wirtschaft dürfte auch im ersten Quartal nur moderat wachsen, da vom Wohnungsbau und vom Industriesektor weiterhin negative Impulse ausgehen. Im Laufe des Jahres sollte das Wirtschaftswachstum jedoch wieder auf das langfristige Durchschnittsniveau von rund 3% steigen. Der private Konsum dürfte sich dank der günstigen Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung weiterhin positiv entwickeln. Auch kann damit gerechnet werden, dass sich die Unternehmensinvestitionen infolge der hohen Kapazitätsauslastung und der guten Gewinnlage wieder festigen.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

Europäische Konjunktur in Fahrt

In der Eurozone nahm das reale BIP im vierten Quartal mit 3,6% verstärkt zu, nach rund 2% im dritten Quartal. Die wirtschaftliche Expansion war breit abgestützt, wobei die Nettoexporte den grössten Beitrag leisteten. Nach Ländern gegliedert, wiesen vor allem Deutschland und Italien ein kräftiges BIP-Wachstum aus, wobei in Deutschland Vorzugseffekte infolge der bevorstehenden Anhebung der Mehrwertsteuer im Spiel waren. Zudem zog die Auslastung der Produktionsfaktoren in der Eurozone deutlich an. Im Januar 2007 sank die Arbeitslosenquote in der Eurozone auf 7,4%, was dem tiefsten Stand seit Beginn der von EUROSTAT berechneten Datenreihe entspricht (1996). Gleichzeitig erreichte die Kapazitätsauslastung der Industrie mit gut 84% den Stand des Hochkonjunkturjahres 2000.

Im ersten Quartal dürfte das Wirtschaftswachstum in der Eurozone leicht an Schwung verlieren, vor allem infolge der restriktiveren Fiskalpolitik in Deutschland und Italien. Optimistisch stimmt jedoch die bis zuletzt gute Stimmung der Unternehmer und der Konsumenten, die sich auch in einem anhaltend starken Kreditwachstum niederschlug.

Günstige Wirtschaftsentwicklung in Asien

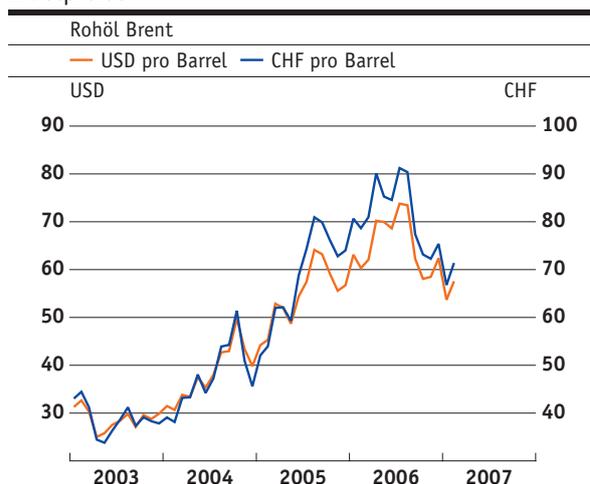
Auch die asiatische Wirtschaft entwickelte sich günstig. In Japan stieg das reale BIP im vierten Quartal um 5,5%, nach einer Flaute im Sommerhalbjahr 2006. Am stärksten trug der private Konsum zum Wirtschaftswachstum bei, aber auch die Exporte und die Unternehmensinvestitionen nahmen deutlich zu. Die Abschwächung des Yens und die kräftige Nachfrage aus Ostasien dürften die Konjunktur im laufenden Jahr weiter stützen.

In China expandierte das reale BIP im vierten Quartal unverändert stark und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 10,4%. Obschon sich die wirtschaftliche Dynamik seit Mitte 2006 leicht zum privaten Konsum hin verlagerte, leisteten die Investitionen und die Exporte weiterhin den grössten Wachstumsbeitrag.

Auch in den anderen wichtigen ostasiatischen Ländern setzte sich der Aufschwung fort.¹ Zwar bildeten sich die Exporte infolge einer rückläufigen Nachfrage nach IT-Gütern zurück, doch wurde dies durch die kräftige Binnennachfrage kompensiert. Im Januar zogen die Exporte wieder an, was zusammen mit einer Reihe weiterer Indikatoren auf eine robuste Wirtschaftsentwicklung im Jahre 2007 hindeutet.

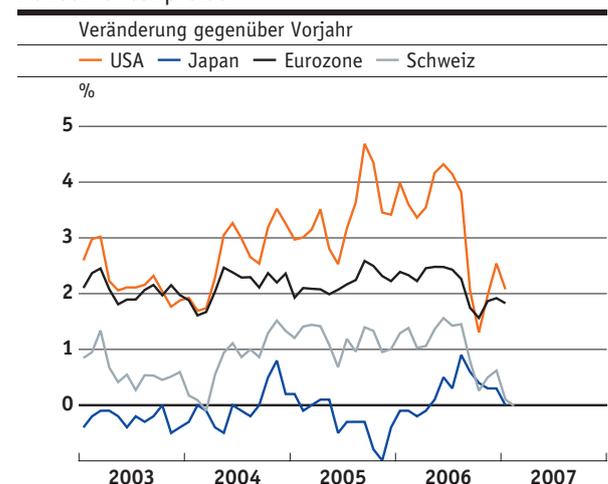
1 Die Angaben beziehen sich auf Hongkong, Korea, Taiwan und Singapur.

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

Leicht höhere Kernteuerung

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerung der G7-Länder stieg von Oktober bis Januar um 0,4 Prozentpunkte auf 1,7%, nachdem sie im Oktober infolge des rückläufigen Erdölpreises auf einen Jahrestiefstwert gesunken war. Die Kerninflation, welche die Erdöl- und Nahrungsmittelpreise aus dem Warenkorb ausschliesst, erhöhte sich leicht auf 1,9% und lag damit nur noch wenig unter dem Fünfjahreshoch vom September (2%).

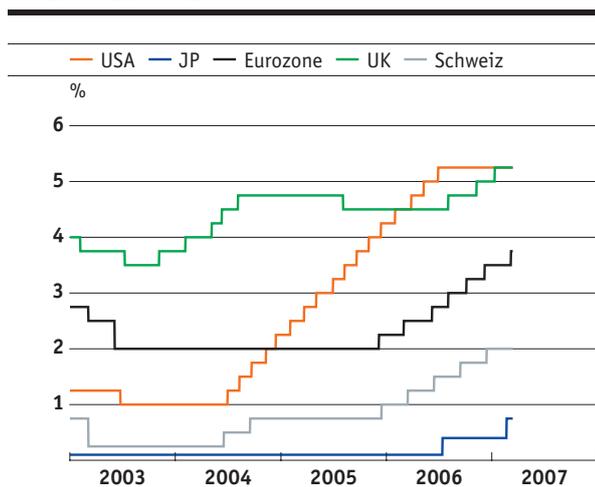
Die unbereinigte Jahresteuerung schwankte in den USA deutlich stärker als in der Eurozone. Nach einem Rückgang auf 1,3% stieg sie bis Januar um 0,8 Prozentpunkte auf 2,1%, wozu vor allem Basiseffekte beim Erdöl beitrugen. In der Eurozone erhöhte sie sich nur leicht auf 1,8% (Februar), während sie in Japan um 0,6 Prozentpunkte auf 0% sank. Auch die Kerninflation verlief unterschiedlich. Während sie in den USA um 0,2 Prozentpunkte auf 2,7% zurückging, erhöhte sie sich in der Eurozone auf 1,9% und verharrte in Japan im negativen Bereich (-0,2%).

Unterschiedliche Geldpolitik

Entsprechend der unterschiedlichen Position im Konjunkturzyklus fiel die Geldpolitik in den grossen Industrieländern verschieden aus. Die amerikanische Zentralbank liess den Tagesgeldsatz bei 5,25%, nachdem sie ihre Geldpolitik bereits früher und stärker gestrafft hatte als die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank von Japan. Sie begründete die leicht restriktive Geldpolitik vor allem mit der starken Auslastung des Arbeitsmarktes und der Tatsache, dass die Inflationsrate immer noch über dem angestrebten Bereich lag.

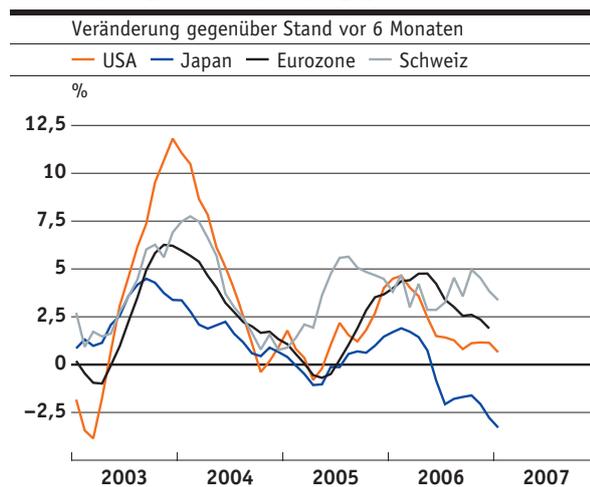
Die EZB hob dagegen ihren Hauptrefinanzierungssatz im März um 0,25 Prozentpunkte auf 3,75% an. Sie wies dabei auf erhöhte Inflationsgefahren hin, die sich unter anderem als Folge des steigenden Lohndrucks ergaben. Angesichts der robusten Konjunktorentwicklung erhöhte auch die japanische Zentralbank den Tagesgeldsatz im Februar um 0,25 Prozentpunkte auf 0,5%. Dies entsprach dem ersten Zinsschritt seit Juli 2006, als der Tagesgeldsatz auf 0,25% angehoben worden war. Die chinesische Zentralbank hob den Mindestreserve Satz zum fünften Mal in Folge leicht auf zuletzt 10% an, um den expansiven monetären Rahmenbedingungen entgegenzuwirken.

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	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
USA	2,5	-	2,7	3,0	2,3	-	1,7	2,3
Japan	2,0	-	1,9	2,3	0,4	-	0,2	0,6
Eurozone	1,9	-	2,1	2,1	2,1	-	2,0	1,9
Deutschland	1,3	-	1,7	2,0	2,2	-	1,9	1,5
Frankreich	2,0	-	1,9	1,9	1,6	-	1,5	1,7
Italien	1,3	-	1,3	1,5	1,9	-	1,9	2,0
Vereinigtes Königreich	2,4	-	2,6	2,4	2,2	-	2,3	2,0
Schweiz	2,0	-	2,0	1,9	1,0	-	0,6	1,0

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: Consensus Forecasts, November 2006, Februar 2007. 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

Günstige Konjunktorentwicklung

In der Schweiz entwickelte sich die Konjunktur weiterhin günstig. Gemäss Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) stieg das reale BIP im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode um 1,8% und lag damit 2,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Das BIP-Wachstum fiel allerdings schwächer aus, als die SNB aufgrund des allgemein guten Geschäftsverlaufs und des kräftigen Beschäftigungswachstums erwartet hatte.

Die Gesamtnachfrage (ohne Lager) nahm gegenüber der Vorperiode erneut kräftig zu, wobei die Exporte den stärksten Wachstumsbeitrag leisteten. Auch der private Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen blieben indessen bedeutende Konjunkturstützen, während die Bauinvestitionen und der Staatskonsum gegenüber dem dritten Quartal leicht sanken. Die kräftige Zunahme der Gesamtnachfrage widerspiegelte sich in massiv expandierenden Importen, die bewirkten, dass der Beitrag des Aussenhandels zum BIP-Wachstum stark negativ ausfiel.

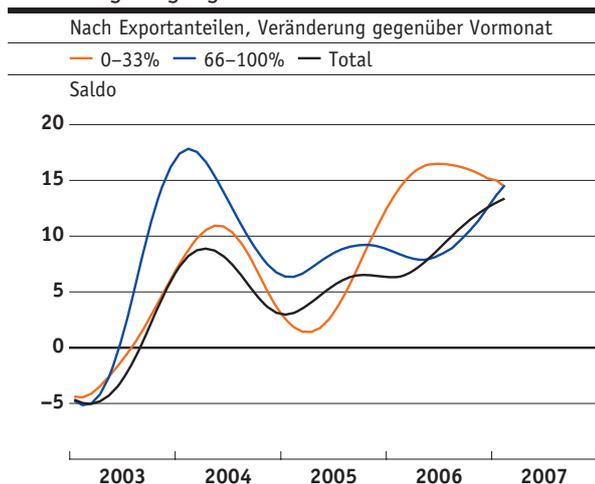
Banken als wichtigster Wachstumsträger

Die vom SECO berechnete BIP-Entwicklung nach Produktionssektoren zeigte eine kräftige Erholung der Wertschöpfung der Banken und Versicherungen. Positive Wachstumsimpulse gingen aber auch vom Transportsektor, Gastgewerbe und Bau-sektor aus. Demgegenüber dämpfte die rückläufige Wertschöpfung des Handels das BIP-Wachstum, während diejenige der Industrie auf hohem Niveau stagnierte.

Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass die Industriekonjunktur auch im vierten Quartal und zu Beginn des neuen Jahres auf Hochtouren lief. Gemäss der Produktionsstatistik des Bundesamtes für Statistik (BFS) nahm die Produktion in der verarbeitenden Industrie gegenüber dem dritten Quartal um 10,6% zu und übertraf damit den Vorjahresstand um 9,7%. Die Bestellungen stiegen bis zuletzt weiter und der Arbeitsvorrat wie auch die Kapazitätsauslastung erreichten im längerfristigen Vergleich Höchstwerte.

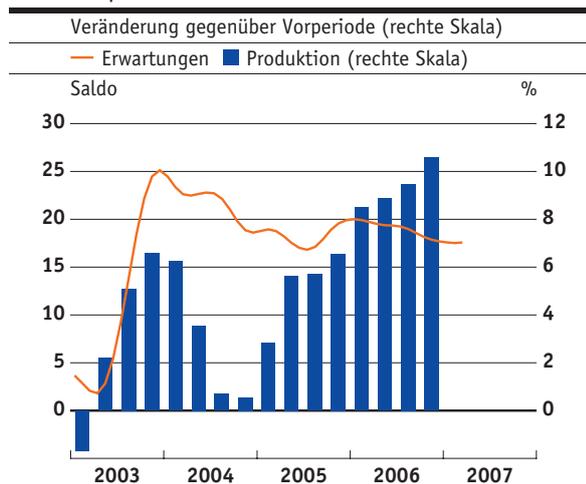
Die Aussichten für die folgenden Monate blieben günstig. Wie die Grafik 2.2 zeigt, nahmen zwar die Unternehmen ihre Erwartungen bezüglich des Bestellungseingangs und der Produktion leicht zurück. Die betreffenden Umfrageergebnisse bewegen sich aber nach wie vor deutlich im positiven Bereich, so dass weiter mit einer steigenden Industrieproduktion gerechnet werden kann.

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

	2003	2004	2005	2006	2005				2006			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	0,8	1,5	1,3	1,9	2,4	0,7	2,7	2,4	1,5	1,7	2,3	2,2
Staatlicher Konsum	2,6	-0,8	-1,6	-0,5	-2,3	-0,7	-2,6	0,2	2,1	-5,3	3,2	-0,9
Anlageinvestitionen	-1,4	4,5	3,2	3,7	6,8	15,6	-5,5	0,8	3,0	10,3	5,3	2,0
Bau	1,8	3,9	3,5	0,1	9,7	27,6	-11,1	-3,6	-2,9	7,6	3,2	-1,9
Ausrüstungen	-3,9	4,9	2,9	6,9	4,6	6,2	-0,3	4,6	8,5	12,7	7,1	5,2
Inländische Endnachfrage	0,5	1,9	1,4	2,1	2,8	3,8	0,1	1,7	1,9	2,8	3,1	1,8
Inlandnachfrage	0,4	1,5	1,1	2,2	0,9	-0,4	2,6	5,6	0,6	4,0	-6,3	12,7
Exporte total	-0,4	8,4	6,4	9,9	0,5	26,7	7,7	9,8	13,1	0,5	11,7	14,1
Waren	-0,1	7,8	5,8	11,6	-0,9	34,2	-1,4	9,9	22,7	-0,9	15,0	15,9
ohne EESKA ¹	0,7	7,6	6,3	11,1	-3,9	38,7	-3,7	8,7	19,8	5,4	8,1	16,2
Dienstleistungen	-1,4	10,0	8,0	5,4	4,4	9,0	35,6	9,5	-8,8	4,5	3,0	9,1
Gesamtnachfrage	0,1	3,7	2,9	4,8	0,8	8,0	4,3	7,0	4,8	2,7	-0,3	13,2
Importe total	1,0	7,4	5,3	9,9	-0,2	20,3	5,6	18,2	9,4	2,8	-4,6	43,5
Waren	2,2	6,4	5,5	10,6	-2,2	23,5	5,4	18,4	11,7	1,9	-5,8	50,2
ohne EESKA ¹	2,8	6,6	5,1	9,0	-1,0	20,3	5,3	16,1	14,0	0,0	-10,7	40,5
Dienstleistungen	-4,8	12,1	4,4	6,3	9,5	6,5	7,0	17,2	-1,5	7,6	1,3	13,6
BIP	-0,2	2,3	1,9	2,7	1,1	3,6	3,8	2,8	2,7	2,7	1,7	1,8

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

Günstige Konjunkturaussichten für 2007

Die rund 150 führenden Vertreter aus verschiedenen Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zwischen Dezember und Februar Gespräche führten, äusseren sich zur Geschäftslage und den Geschäftsaussichten optimistisch. Von einer Verlangsamung des Geschäftsgangs war kaum die Rede. Angesichts der hohen Kapazitätsauslastung stieg die Bereitschaft, Erweiterungsinvestitionen zu tätigen und den Personalbestand zu erhöhen. Als Hauptsorgen wurden die steigenden Lieferzeiten bei Rohstoffen und Vorprodukten sowie die Schwierigkeit, qualifizierte Arbeitskräfte zu rekrutieren, genannt (vgl. «Die Konjunktur aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte», März 2007).

Die SNB rechnet für das Jahr 2007 mit einem realen BIP-Wachstum von durchschnittlich rund 2%. Das Wirtschaftswachstum liegt damit weiterhin leicht über dem geschätzten Potenzialwachstum, so dass die Arbeitslosigkeit voraussichtlich weiter zurückgehen wird. Die Nachfrage bleibt breit abgestützt. Angesichts der prognostizierten leichten Abflachung des weltwirtschaftlichen Wachstums muss zwar damit gerechnet werden, dass die schweizerischen Exporte etwas weniger stark zunehmen werden als im Vorjahr. Dagegen sollte die hohe Kapazitätsauslastung den Ausrüstungsinvestitionen weiteren Auftrieb verleihen. Auch der private Konsum dürfte eine wichtige Konjunkturstütze bleiben.

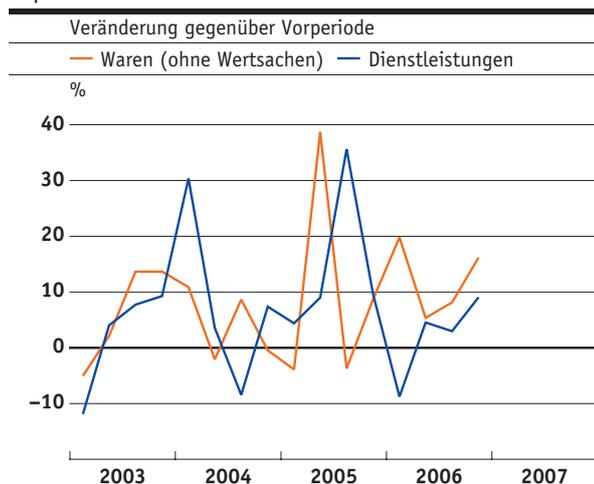
Kräftig steigende Exporte und Importe

Gestützt durch die günstige Auslandskonjunktur und die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro nahmen die realen Exporte sowohl von Waren als auch von Dienstleistungen im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode kräftig zu und übertrafen den Vorjahresstand um 9,3%. Bei den Dienstleistungen erhöhten sich die Kommissionserträge aus Bankgeschäften besonders stark. Positiv entwickelten sich aber auch die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr und dem Transithandel.

Im Warenbereich exportierten fast alle Branchen mehr als im dritten Quartal; Ausnahmen bildeten wenige Kategorien des Investitionsgüterbereichs. Auch regional blieb die Nachfrage breit abgestützt. Innerhalb der EU nahm dabei die Nachfrage aus Südosteuropa überdurchschnittlich stark zu. Im Januar zeigten sich Anzeichen einer verlangsamten Exportdynamik, und zwar vor allem bei den Ausfuhren von Halbfabrikaten.

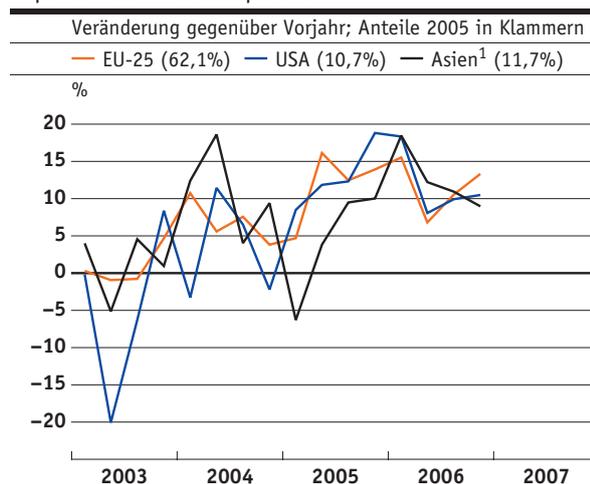
Die Importe von Waren und Dienstleistungen zogen im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode massiv an, nachdem sie sich im Sommerhalbjahr 2006 schwach entwickelt hatten. Im Vorjahresvergleich stiegen sie um 8,8%. Da die Importe deutlich stärker zunahmen als die Exporte, fiel der Beitrag des Aussenhandels zum BIP-Wachstum erstmals seit drei Quartalen wieder negativ aus. Darin widerspiegelte sich der anhaltende, breit abgestützte Konjunkturaufschwung. Der robuste private Konsum führte zu stark steigenden Einfuhren von Konsum-

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)

gütern sowie – bei den Dienstleistungen – zu deutlich höheren Tourismusausgaben. Im Januar verlangsamte sich zwar das Importwachstum, doch expandierten insbesondere die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten weiterhin kräftig.

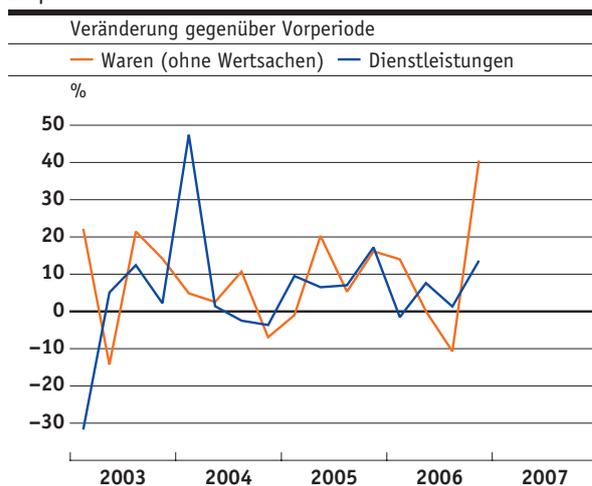
Robustes Konsumwachstum

Der private Konsum legte im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode deutlich zu und lag damit 2,0% höher als vor Jahresfrist. Sowohl der Waren- als auch der Dienstleistungskonsum leisteten einen positiven Beitrag. Die realen Detailhandelsumsätze übertrafen ihren Stand vor Jahresfrist um 1,5%, trotz einer geringeren Anzahl Verkaufstage. Hohe Umsätze erzielten insbesondere Luxusgüter (Uhren, Schmuck) und dauerhafte Konsumgüter (Wohnungseinrichtungen). Auch die Neuzulassungen von Personenzulassungen nahmen bis zuletzt stark zu. Die (bis

im Dezember) stark steigende Zahl von Hotelübernachtungen inländischer Gäste sowie die weiterhin optimistischen Erwartungen der Hotelleriebetriebe weisen auf einen ungebrochenen Aufschwung im Binnentourismus hin.

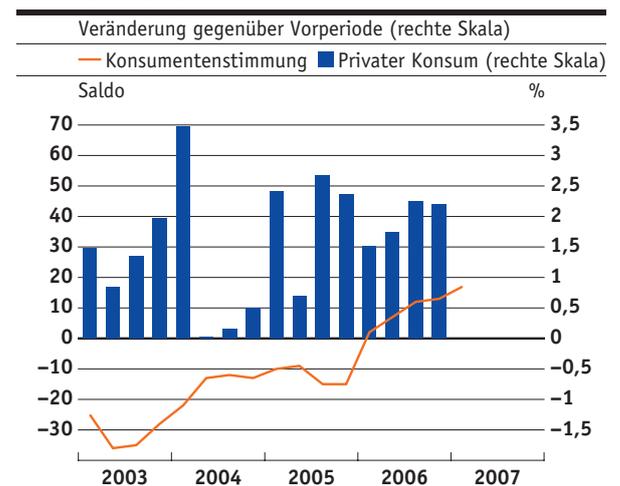
Im Januar stieg der Index der Konsumentenstimmung weiter und lag nahe beim Rekordstand von Anfang 2001. Zum guten Stimmungsbild trugen insbesondere die verbesserte Einschätzung der Arbeitsplatzsicherheit und der Einkommensaussichten bei. Die SNB geht davon aus, dass die realen Arbeitnehmerinkommen im laufenden Jahr – gestützt durch die steigende Beschäftigung und höheren Reallöhne – um 3,0% zunehmen werden. Dieser Anstieg liegt über der geschätzten Zunahme im vergangenen Jahr (+2,4%). Entsprechend dürfte sich der Aufwärtstrend beim privaten Konsum fortsetzen.

Grafik 2.5
Importe



Quelle: SECO

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: SECO

Leicht rückläufige Bauinvestitionen

Die Bauinvestitionen bildeten sich im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht zurück und übertrafen den Vorjahresstand um 1,4%. Im Jahresdurchschnitt blieben sie nahezu unverändert, nachdem sie während vier Jahren deutlich stärker als das reale BIP gestiegen waren. Die Stagnation ist vor allem auf geringere Investitionen im Tiefbau und schwächer wachsende Investitionen im Geschäftsbau zurückzuführen, während der Wohnungsbau weiter expandierte.

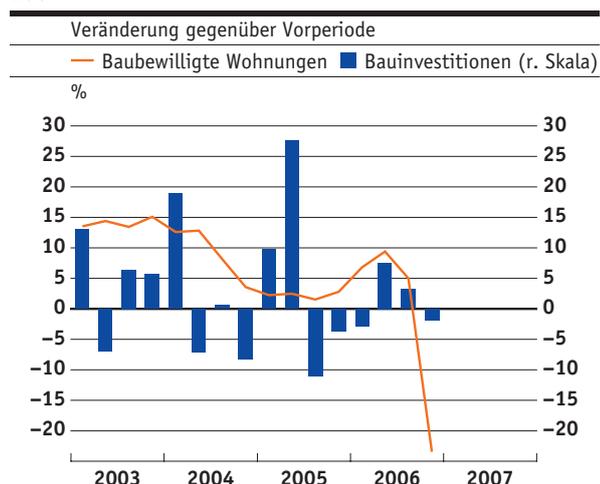
In den nächsten Quartalen dürften sich die Bauinvestitionen auf hohem Niveau konsolidieren. Die Indikatoren des Schweizerischen Baumeisterverbandes deuten auf ein nachlassendes Wachstum im Geschäftsbau hin, der von der anhaltend hohen Leerstandsquote bei den Bürogebäuden belastet wird, während im Tiefbau mit einer weiteren Verrin-

gerung des Bauvolumens zu rechnen ist. Die Wohnbauinvestitionen dürften sich auf hohem Stand stabilisieren, nachdem die Zahl der Baubewilligungen im zweiten Halbjahr 2006 abgenommen hatte.

Steigende Ausrüstungsinvestitionen

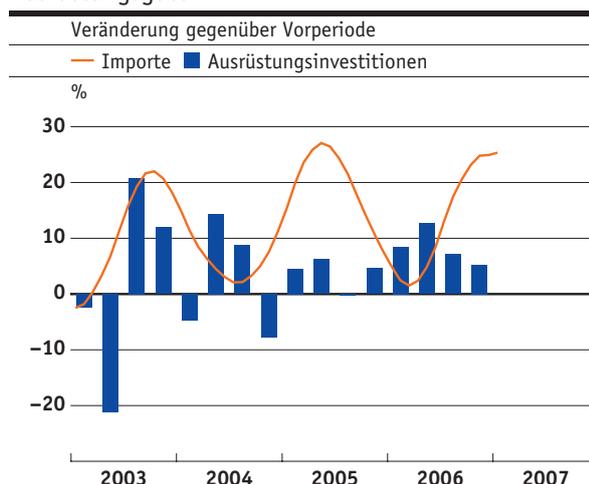
Die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen im vierten Quartal ungefähr gleich stark wie in der Vorperiode und etwas schwächer als in der ersten Jahreshälfte. Im Jahresdurchschnitt stiegen sie um 6,9%. Trotz dieser robusten Zunahme dürfte der Kapitalbestand im Verhältnis zur Produktion immer noch tief sein. Dies steht im Einklang mit der hohen Kapazitätsauslastung in der Industrie. Angesichts des guten Geschäftsgangs der Unternehmen und der günstigen Finanzierungsbedingungen ist in den kommenden Quartalen mit kräftig steigenden Ausrüstungsinvestitionen zu rechnen.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

2.2 Kapazitätsauslastung

Weitere Zunahme der Kapazitätsauslastung

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie betrug im vierten Quartal gemäss der vierteljährlichen Umfrage der KOF/ETH 88%, was dem höchsten Stand seit über 15 Jahren entspricht (Grafik 2.9). Dementsprechend bezeichneten die befragten Firmen die technischen Kapazitäten als grösseres Produktionshemmnis als das Angebot an Arbeitskräften. Eine wachsende Mehrheit der Unternehmen gab an, ihre Kapazitäten zu erweitern (Grafik 2.9). Daher ist zu erwarten, dass die Kapazitätsauslastung kaum mehr weiter steigen wird. Im Unterschied zur Industrie betrachteten die befragten Bauunternehmen in der vierteljährlichen KOF-Umfrage das Angebot an Arbeitskräften als grösseres Produktionshemmnis als die technischen Kapazitäten. Die Banken und das Gastgewerbe meldeten dagegen keine Kapazitätsengpässe.

Weiterhin leichter Produktionsüberhang

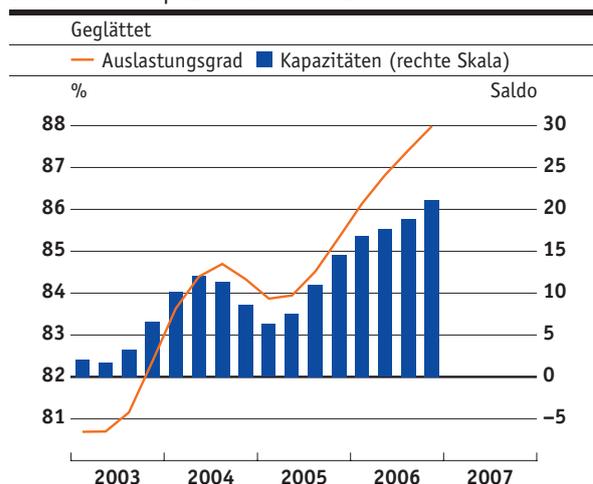
Als umfassenderes Mass der Auslastung der Wirtschaft dient die Produktionslücke, die als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial berechnet wird. Dieses Mass berücksichtigt neben der Indus-

trie auch die anderen Wirtschaftssektoren und neben der Auslastung der technischen Kapazitäten auch die Anspannungssituation auf dem Arbeitsmarkt. Grafik 2.10 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die auf verschiedenen Verfahren zur Bestimmung des Produktionspotenzials basieren (Produktionsfunktion, Hodrick-Prescott-Filter (HP) und multivariater Filter (MV)).

Im vierten Quartal nahm das reale BIP mit 1,8% ungefähr gleich stark zu wie das Produktionspotenzial, so dass die Produktionslücke unverändert blieb. Die Zerlegung der Produktionslücke gemäss dem Produktionsfunktionsansatz zeigt, dass lediglich die hohe Auslastung des Kapitalbestandes einen positiven Beitrag leistete.

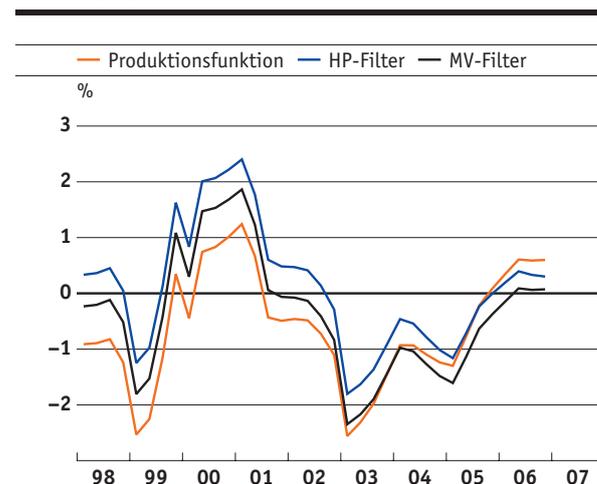
In den nächsten Quartalen dürfte sich der Produktionsüberhang kaum mehr vergrössern. Zum einen ist zu erwarten, dass sich das BIP-Wachstum in Richtung Potenzialwachstum abschwächen wird. Zum anderen wird das Potenzialwachstum vermutlich aus zwei Gründen leicht steigen. Erstens dürfte der Kapitalbestand infolge der kräftigen Investitionstätigkeit verstärkt zunehmen. Zweitens sollten die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte, der Anstieg der Partizipationsrate und der Rückgang der Arbeitslosigkeit dazu führen, dass die potenziellen Arbeitsstunden steigen.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Kräftig steigende Beschäftigung

Die Zahl der Beschäftigten nahm im vierten Quartal erneut kräftig zu. Gegenüber der Vorperiode stieg sie um 2,5% und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 1,6%. Zum Beschäftigungswachstum trugen alle Wirtschaftssektoren bei, am stärksten jedoch die Industrie. Einen erheblichen Stellenzuwachs verzeichneten auch die Bauindustrie und der Dienstleistungssektor. Innerhalb des Dienstleistungssektors erhöhte insbesondere der Finanzsektor sowie – erstmals seit langem wieder – der Gross- und Detailhandel den Personalbestand.

Grafik 2.11 zeigt die Entwicklung der Beschäftigung nach Beschäftigungsgrad. Die Nachfrage nach Arbeitskräften nahm zwar erneut in allen drei Kategorien zu, am stärksten jedoch im Vollzeitbereich. Auf Vollzeitstellen umgerechnet erhöhte sich das Arbeitsvolumen im vierten Quartal um 2,9% und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 1,6%.

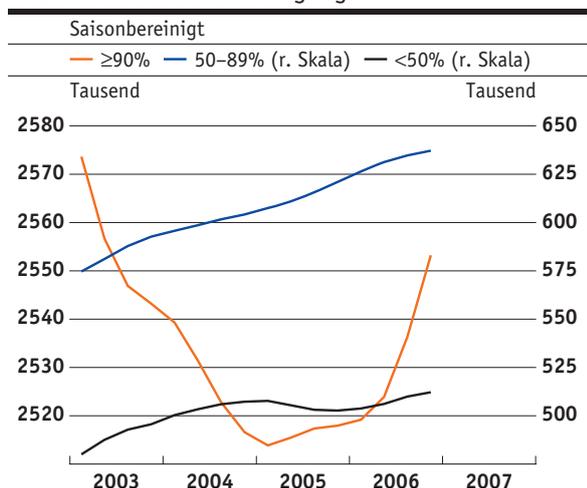
Im Jahre 2006 stieg die Zahl der Erwerbstätigen um insgesamt 100 000 Personen. Zwei Fünftel davon waren ausländischer Nationalität, so dass der Anteil ausländischer Arbeitskräfte von 25,2% auf 25,5% stieg. Neben der Immigration trugen auch die höhere Partizipationsrate sowie die sinkende Arbeitslosenquote zur Zunahme der Zahl der Erwerbstätigen bei.

Leicht rückläufige Arbeitslosigkeit und mehr offene Stellen

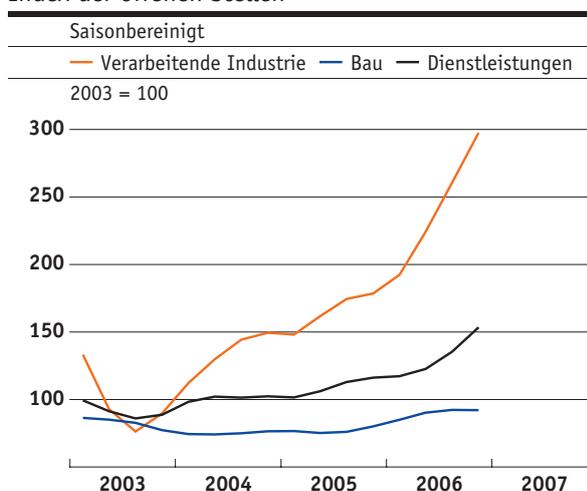
Die um Saisoneinflüsse bereinigte Arbeitslosenquote sank von November bis Februar um 0,1 Prozentpunkte auf 3,0%. Damit waren im Februar 116 800 Personen bei den Arbeitsämtern als arbeitslos gemeldet. Die Quote der Stellensuchenden sank im gleichen Zeitraum ebenfalls um 0,1 Prozentpunkte auf 4,5% bzw. 179 200 Personen.

Wie aus den Grafiken 2.12 und 2.13 hervorgeht, stieg die Zahl der offenen Stellen sowohl gemäss der vom BFS publizierten Statistik als auch gemäss den Angaben von Publicitas.

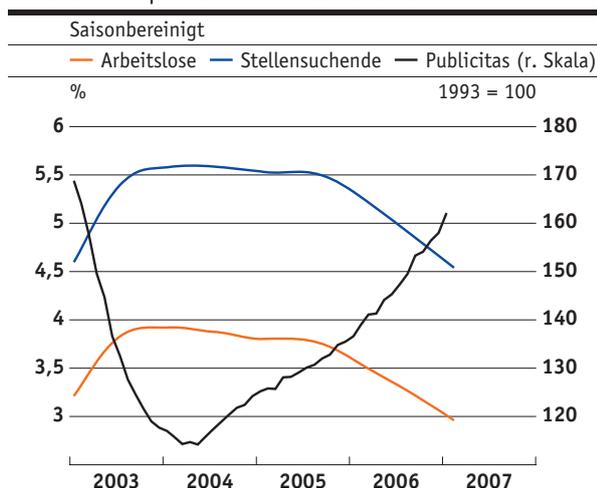
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



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

Nachlassender Preisdruck seitens der Produzenten- und Importpreise

Der Preisdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerten Konsumentenpreise ausgeht, verringerte sich zwischen Oktober und Januar weiter. Die Jahresteuerung der im Inland produzierten Güter sank von 2,0% auf 1,7%, während diejenige der importierten Güter bei rund 3% blieb. Nach Güterarten gegliedert, verringerte sich der Preisauftrieb bei den Agrar-, Vorleistungs- und Konsumgütern, während er bei den Investitionsgütern leicht zunahm. Die Preise der Energieträger lagen im Januar verglichen mit Oktober nur noch wenig unter dem Vorjahresniveau.

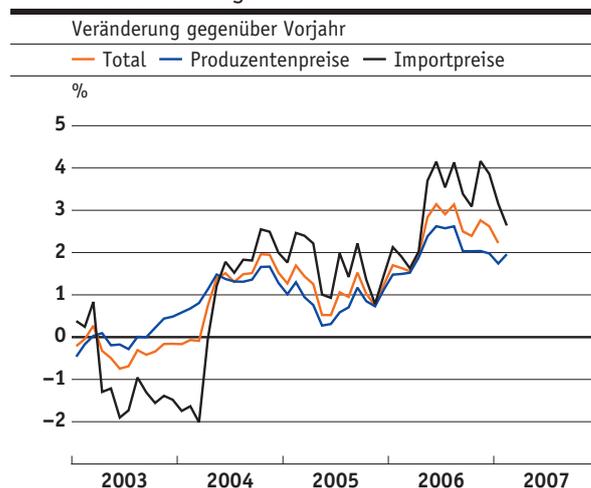
Weiterer Rückgang der Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung sank zwischen November und Februar von 0,5% auf 0,0% und erreichte damit den tiefsten Stand seit März 2004. Insgesamt verlief die Teuerung unter der Inflationsprognose der SNB von Mitte Dezember 2006. Ins Gewicht fiel der unerwartet starke Rückgang des Erdölpreises.

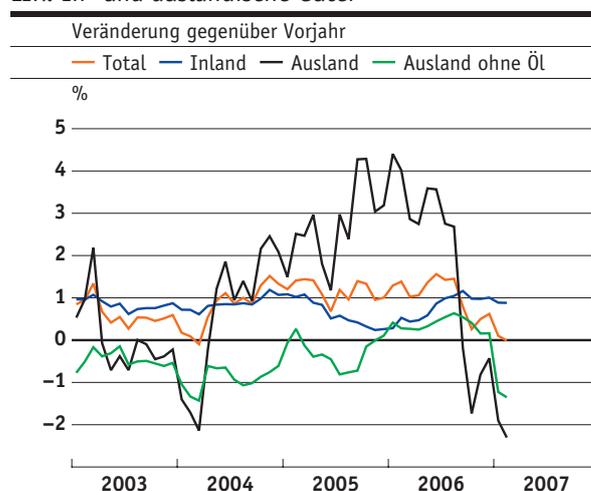
Leicht tiefere Binnenteuerung

Die Binnenteuerung bildete sich von November bis Februar um 0,1 Prozentpunkte auf 0,9% zurück. Preisdämpfend wirkten erneut die inländischen Waren, die sich gegenüber dem Vorjahr verstärkt verbilligten (Februar: -0,7%), vor allem aufgrund tieferer Preise bei verarbeiteten Nahrungsmitteln und Elektrizität. Der Preisindex der vierteljährlich erhobenen Wohnungsmieten stieg im Februar gegenüber November um 1,0%, so dass die jährliche Mietteuerung um 0,1 Prozentpunkte auf 2,3% anzog. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen lag die Teuerung im Februar mit 0,6% geringfügig tiefer als im November, vor allem als Folge sinkender Preise für Telekomdienste und Linienflüge. Demgegenüber zogen die Preise in der Gastronomie und Hotellerie sowie bei den öffentlichen Dienstleistungen die Preise für Spitalleistungen und Verkehr an.

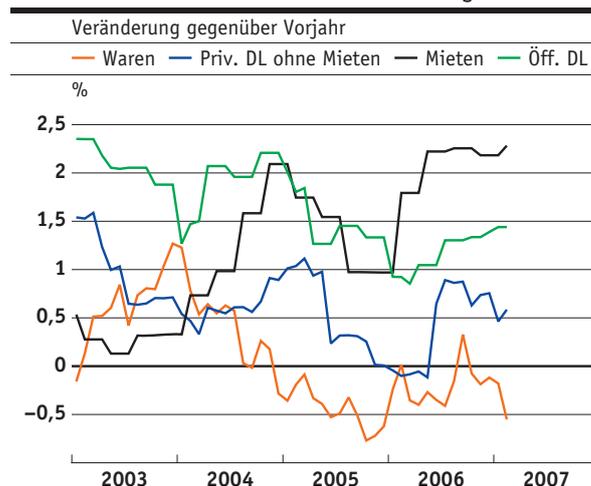
Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.15
LIK: In- und ausländische Güter



Grafik 2.16
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Grafik 2.14:
Quelle: BFS

Grafiken 2.15 und 2.16:
Quellen: BFS, SNB

Preisrückgang bei Konsumgütern mit hohem Auslandanteil

Die Preise von Konsumgütern, die vorwiegend importiert werden, bildeten sich deutlich zurück. Im Februar lagen sie 2,3% unter dem Stand vor Jahresfrist, verglichen mit -0,8% im November. Zum verstärkten Rückgang trugen vor allem die ausgeprägten Preisabschläge für Bekleidung, Schuhe, Unterhaltungselektronik und Medikamente bei.

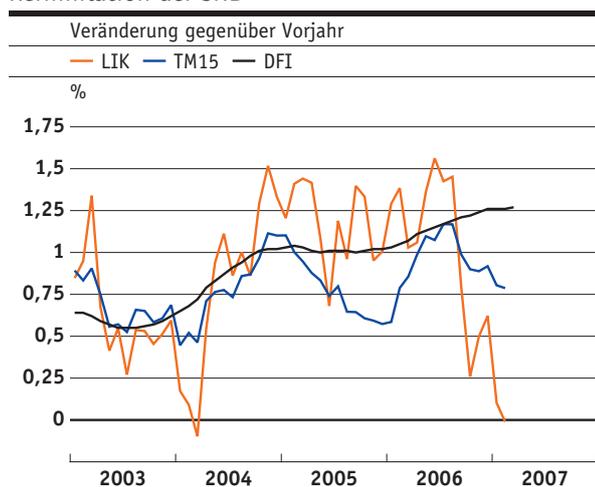
Unterschiedliche Signale seitens der Kerninflationsraten

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig Schwankungen, welche die Sicht auf den allgemeinen Inflationstrend verstellen können. Aus diesem Grund werden sogenannte Kerninflationsraten berechnet, welche die längerfristige Preisentwicklung abbilden sollen. Die SNB berechnet zwei Messgrößen der Kerninflation, die in Grafik 2.17 abgebildet sind. Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat die 15% der Güterpreise mit der höchsten und die 15% der Güterpreise mit der tiefsten Jahresänderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen. Demgegenüber berücksichtigt die Dynamic Factor Inflation (DFI) neben den Preisen auch real-

wirtschaftliche Daten, Finanzmarktindikatoren und monetäre Variablen. Die beiden Kerninflationsraten des BFS schliessen in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.18). Bei der Kerninflation 1 (BFS1) sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 (BFS2) ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt.

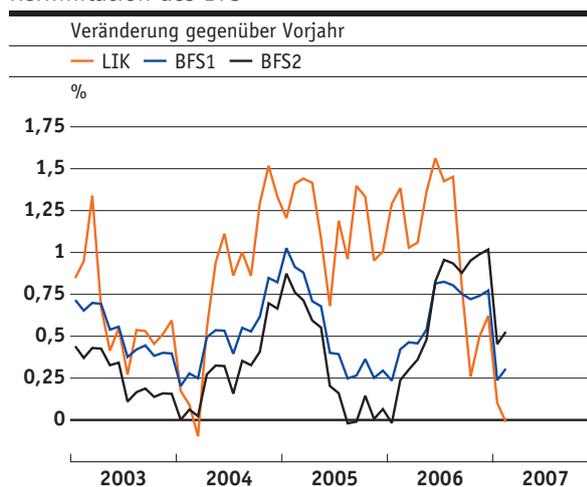
Die als getrimmtes Mittel berechnete Kerninflationsrate schwächte sich zwischen November und Februar um 0,1 Prozentpunkte auf 0,8% ab und lag damit 0,4 Prozentpunkte tiefer als im August. Die Dynamic Factor Inflation setzte dagegen ihren leicht steigenden Trend fort und lag Mitte März bei 1,3%, gegenüber 1,2% im November. Wesentlich ausgeprägter fiel dagegen der Rückgang der beiden vom BFS berechneten Kerninflationsraten aus, die bis Februar um 0,4 bzw. 0,5 Prozentpunkte auf 0,3% bzw. 0,5% zurückbildete. Die deutliche Differenz zwischen den Kerninflationsraten des BFS und der als getrimmtes Mittel berechneten Kerninflationsrate lässt sich darauf zurückführen, dass Letztere die starken Preisänderungen bei Bekleidung und Schuhen, Elektrizität und Telekomdienste aus der Berechnung ausklammert.

Grafik 2.17
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.18
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2006	2006			2006		2007	
		2. Q.	3. Q.	4. Q.	November	Dezember	Januar	Februar
LIK total	1,1	1,3	1,2	0,5	0,5	0,6	0,1	-0,0
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,8	0,6	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9
Waren	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6
Dienstleistungen	1,1	0,9	1,4	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,4	0,2	0,9	0,7	0,7	0,8	0,5	0,6
Mieten	2,0	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3
öffentliche Dienstleistungen	1,2	1,0	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4	1,4
Ausländische Waren und Dienstleistungen	1,9	3,3	1,7	-1,0	-0,8	-0,4	-1,9	-2,3
ohne Erdölprodukte	0,4	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	-1,2	-1,4
Erdölprodukte	9,3	18,1	7,7	-6,3	-5,2	-3,3	-5,2	-6,9

Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

An der Lagebeurteilung vom Dezember 2006 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 1,50%–2,50% zu erhöhen. Sie kündigte an, sie werde ihre Strategie der graduellen Zinsnormalisierung weiterverfolgen, falls die wirtschaftliche Entwicklung wie erwartet verlaufen sollte.

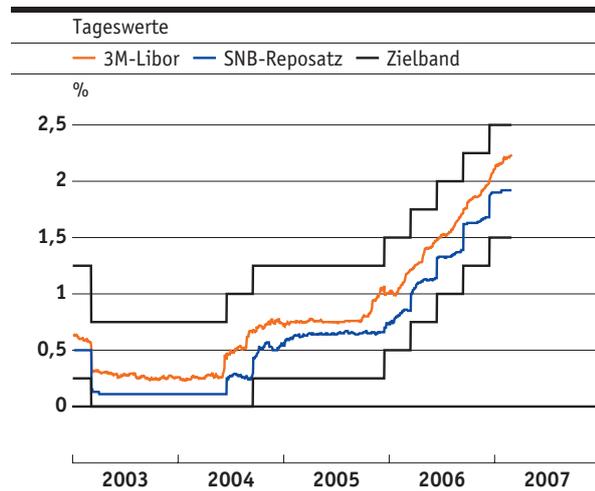
Weitere Straffung der Geldpolitik erwartet

Die Entwicklung am Geldmarkt zwischen Mitte Dezember 2006 und Mitte März 2007 zeigte, dass mit einer weiteren Anhebung des Zielbandes gerechnet wurde. So stieg der 3M-Libor kontinuierlich an – von 2,0% nach dem letzten Zinsentscheid bis auf 2,25% Mitte März. Die Erwartungen einer bevorstehenden Erhöhung des Zinszielbandes zeigten sich auch am Futures-Markt (Grafik 3.2). Ende Februar lag der Zinssatz für Futures-Kontrakte mit Verfall Mitte März bei 2,26%, was einem erwarteten Zinsschritt von 25 Basispunkten entspricht. Die Futures-Sätze der im Juni, September und Dezember 2007 verfallenden Kontrakte zogen seit der letzten Lagebeurteilung leicht an und lagen bei 2,46%, beziehungsweise 2,56% und 2,61%. Die Marktteilnehmer rechneten folglich mit mindestens zwei Anhebungen des Zinszielbandes um je 25 Basispunkte bis Ende Jahr.

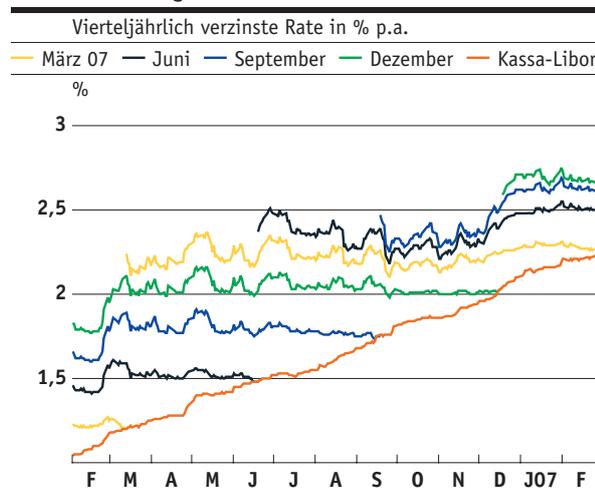
Unterschiedliche Entwicklung der Kurzfristzinsen

Während die kurzfristigen Zinsen in der Schweiz seit der letzten Lagebeurteilung um 25 Basispunkte zulegten, stieg der 3M-Libor für Euroanlagen um 22 Basispunkte von 3,68% Mitte Dezember auf 3,90% Mitte März. Die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Franken- und Euroanlagen verringerte sich somit leicht von 1,68 Prozentpunkten Mitte Dezember auf 1,65 Prozentpunkte Mitte März. Den ansteigenden kurzfristigen Frankenanlagen standen leicht rückläufige US-Kurzfristzinsen gegenüber, obschon die amerikanische Notenbank den Leitzins seit Anfang August 2006 unverändert bei 5,25% beliess. So verringerte sich die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Franken-

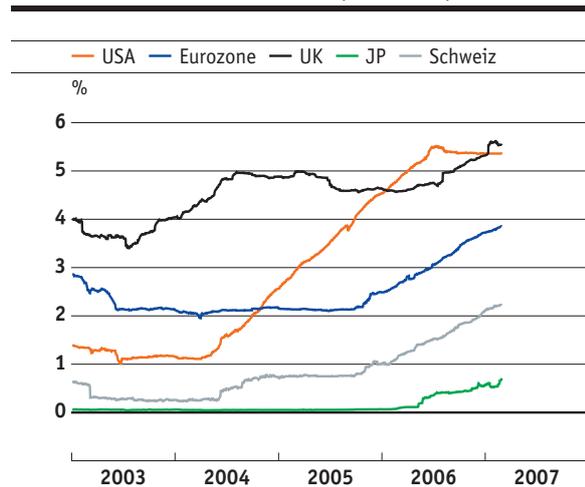
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafiken 3.1, 3.2 und 3.3:
Quelle: SNB

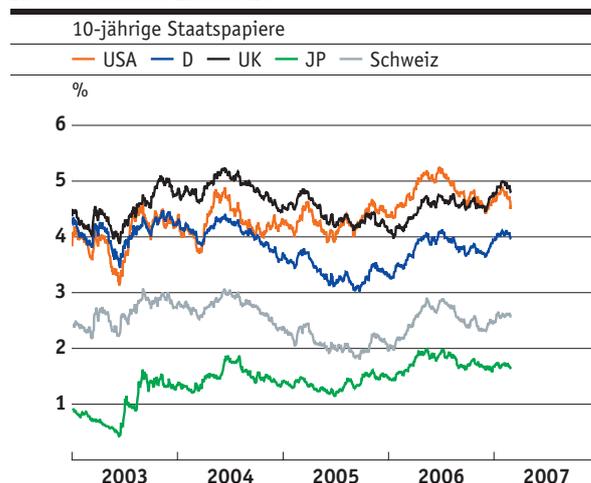
und Dollaranlagen weiter von 3,36 Prozentpunkten Mitte Dezember auf 3,10 Prozentpunkte Mitte März.

Uneinheitliche langfristige Zinsen

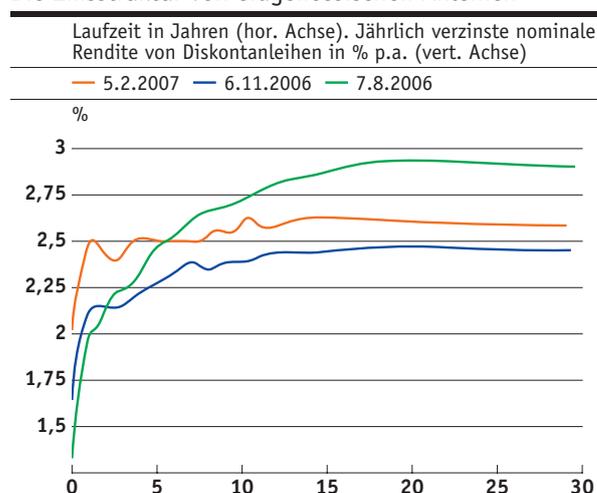
Im Gegensatz zum zweiten Halbjahr 2006 erhöhten sich die langfristigen Renditen in der Schweiz und in Deutschland zwischen Mitte Dezember 2006 und Mitte März 2007 (Grafik 3.4). Die Rendite einer 10-jährigen Bundesobligation stieg im Vergleich zu Mitte Dezember 2006 um 17 Basispunkte und notierte Mitte März bei 2,61%, während diejenige einer deutschen Staatsanleihe im gleichen Zeitraum um 13 Basispunkte auf 3,94% zunahm. Demgegenüber lag die Rendite einer 10-jährigen US-Staatsanleihe Mitte März bei 4,53%, d. h. 7 Basispunkte tiefer als Mitte Dezember. Das robuste Konjunkturmilieu dürfte insbesondere in der Schweiz und der Eurozone die Zinsen ansteigen lassen, während die Kursverluste an den Aktienmärkten und eine darauf zurückzuführende höhere Nachfrage nach Obligationen in die entgegengesetzte Richtung wirken.

Grafik 3.6 illustriert die Renditen nominaler Diskontanleihen unterschiedlicher Laufzeiten der Eidgenossenschaft. Daraus kann entnommen werden, dass die Renditen über das ganze Laufzeitenspektrum stiegen. Grafik 3.5 zeigt, dass die Zinskurve ab Laufzeiten von einem Jahr sehr flach verläuft.

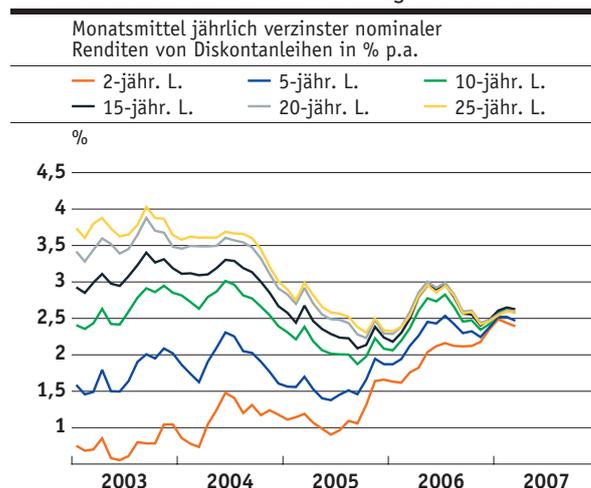
Grafik 3.4
Internationale Zinssätze



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

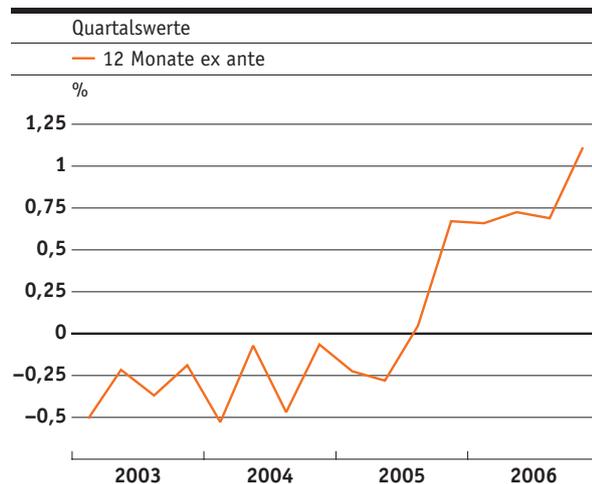
Anstieg des kurzfristigen realen Zinssatzes

Grafik 3.7 bildet die Entwicklung des einjährigen Realzins ab. Dieser ist als Differenz zwischen dem 12-monatigen Nominalzinssatz und dem über diese Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen den Durchschnitt der Prognosen verschiedener Institute widerspiegeln («Konsensusprognose»: Februar 2007).² Der so gemessene Realzins lag im vierten Quartal 2006 bei 1,1% und damit deutlich höher als im Vorquartal (0,7%). Für den Anstieg waren zum einen die anziehenden Nominalzinsen, zum anderen die aufgrund eines sinkenden Rohölpreises tieferen kurzfristigen Inflationserwartungen verantwortlich. Damit liegt der einjährige Realzins noch 50 Basispunkte unter dem historischen Durchschnitt von 1,6%.

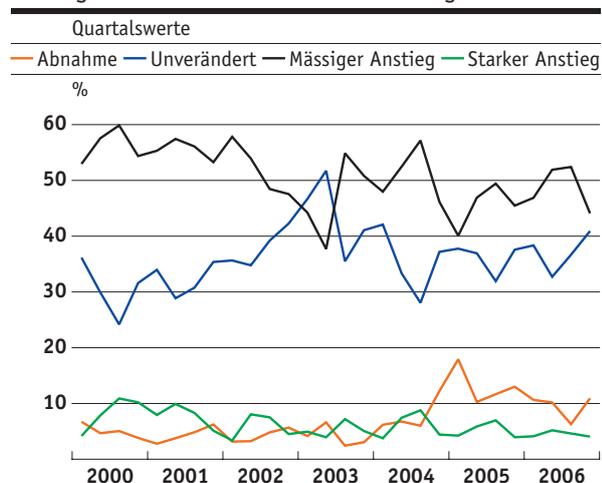
Tiefere kurzfristige Inflationserwartungen widerspiegeln sich auch in den vom SECO im Februar veröffentlichten Daten zur Konsumentenstimmung. Im Vergleich zum Vorquartal ist der Anteil der Konsumenten, die in den nächsten zwölf Monaten mit steigenden Preisen rechnen, gesunken (Grafik 3.8).

² Vgl. Tabelle 1.1

Grafik 3.7
Geschätzter Realzinssatz



Grafik 3.8
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafik 3.7:
Quelle: SNB

Grafik 3.8:
Quellen: SECO, SNB

3.2 Wechselkurse

Volatiler Devisenmarkt

Seit der Lagebeurteilung vom Dezember 2006 blieb der Euro gegenüber dem US-Dollar praktisch unverändert. Der Schweizer Franken verlor gegenüber dem Euro in der Berichtsperiode zunächst an Boden und verzeichnete Mitte Februar das schwächste Kursverhältnis seit Einführung des Euros 1999. Danach setzte eine Gegenbewegung ein, und der Franken wertete sich auf. Die Kursrelation des Frankens zum Euro betrug 1.607 Mitte März, gegenüber 1.597 Mitte Dezember. Der Dollar notierte Mitte März leicht stärker bei CHF/USD 1.218, gegenüber 1.207 Mitte Dezember.

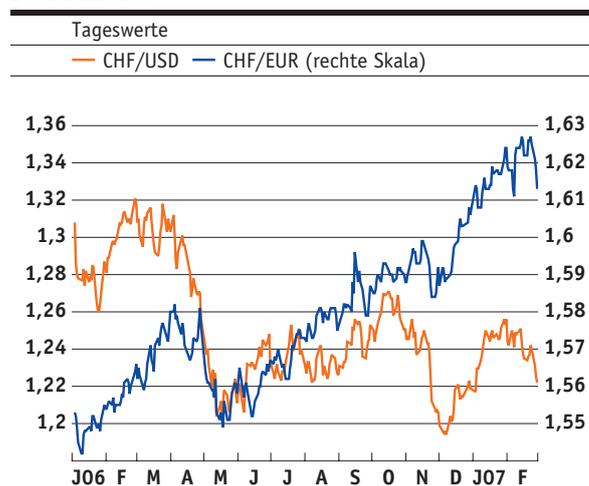
Der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens, der die internationalen Inflationsdifferenzen berücksichtigt, büsste seit der letzten Lagebeurteilung an Terrain ein. Im Vergleich zur Eurozone befand er sich auf dem gleichen Stand wie zu Beginn der neunziger Jahre. Allerdings hat sich der Franken real nicht gegenüber allen Währungen markant abgeschwächt. So ist er gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern auf dem gleichen Stand wie zuletzt Anfang 2000 (Grafik 3.10). Auch dürften insbesondere gegenüber der Eurozone das gute Konjunkturmilieu und die hohe Preisstabilität stützend wirken.

Expansivere monetäre Bedingungen

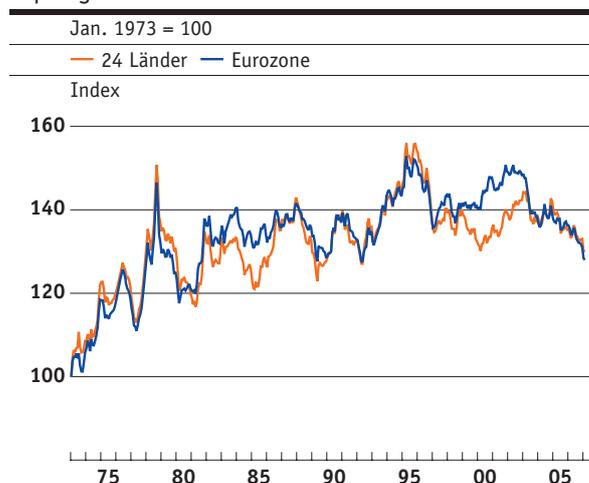
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor und den exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. Der Index wird jeweils unmittelbar nach der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt. Ein Anstieg zu positiven Werten (Rückgang zu negativen Werten) signalisiert eine Straffung (Lockerung) der monetären Bedingungen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27).

Bei einer Gewichtung der Veränderungen des 3M-Libor und des exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens im Verhältnis 3:1 verharrte der Index seit der Lagebeurteilung vom Dezember im negativen Bereich, was gleichbedeutend mit expansiveren monetären Bedingungen in der Schweiz ist (Grafik 3.11). Ende Februar lag der MCI bei -15 Basispunkten. Der kontinuierliche Anstieg des 3M-Libor wurde somit durch den Rückgang des exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens mehr als wettgemacht.

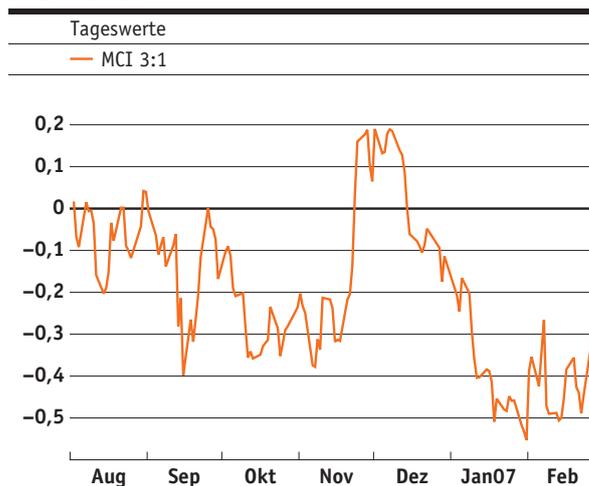
Grafik 3.9
Devisenkurse



Grafik 3.10
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.11
MCI nominal



Grafiken 3.9, 3.10 und 3.11:
Quelle: SNB

3.3 Aktien-, Immobilien- und Rohwarenpreise

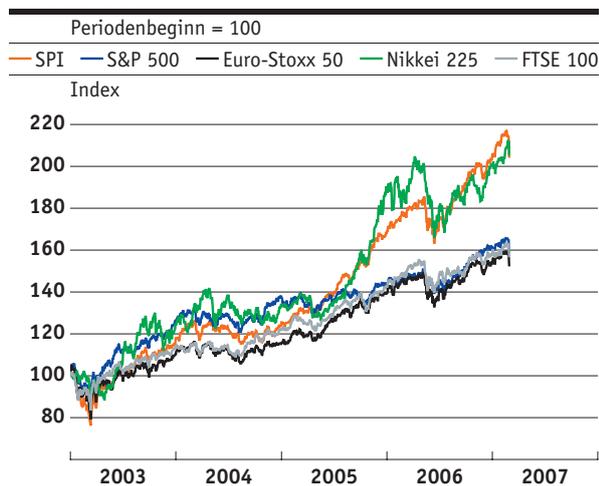
Die Entwicklungen an den Aktien-, Immobilien- und Rohwarenmärkten können Signale bezüglich der zukünftigen Inflationserwartungen aussenden. Auch können Preisschwankungen auf diesen Märkten zu Vermögenseffekten führen, die sich wiederum auf das Sparen und Investieren der Unternehmen und Haushalte auswirken. Seit der Lagebeurteilung vom Dezember 2006 dürften die Immobilien das Vermögen positiv beeinflusst haben. Dies könnte zu höherem Konsum und vermehrtem Preisdruck führen. Andererseits bildeten sich die meisten Rohwarenpreise inklusive Rohöl zurück, was dämpfend auf die Inflationserwartungen wirkte.

Höhere Unsicherheit an den Aktienmärkten

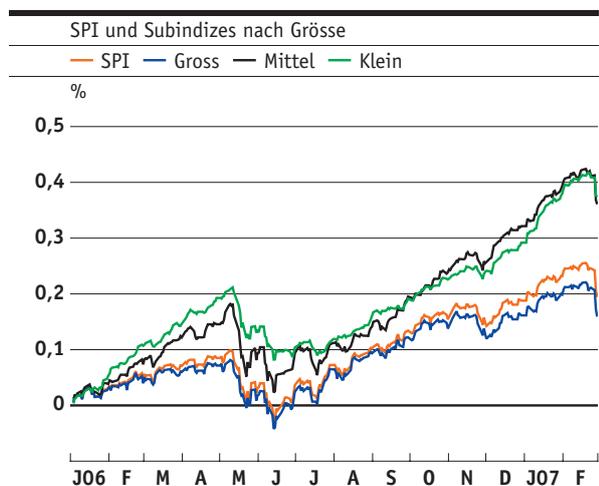
Zwischen Mitte Dezember 2006 und Mitte Februar 2007 legten die meisten Aktienmärkte infolge der guten Weltkonjunkturlage weiter zu und erreichten zwischenzeitlich neue historische Höchststände. Der amerikanische S&P 500 erhöhte sich zwischen Mitte Dezember und Mitte Februar um 2,2%, während der europäische Euro-Stoxx 50 rund 3,1% zulegen. Der Swiss Performance Index (SPI) entwickelte sich mit einer Zuwachsrate von 6,8% überdurchschnittlich kräftig, gestützt durch sämtliche Sektoren (Grafik 3.14). Am stärksten nahmen die Bewertungen im Baugewerbe und in der Industrie zu. Im Allgemeinen legten die Titel kleiner und mittlerer Unternehmen, welche bereits während 2006 die Kurssteigerungen der Titel grosser Unternehmen übertrafen, am meisten zu. Dies dürfte vor allem auf das prosperierende Exportgeschäft zurückzuführen sein. Der Schweizer Aktienmarkt profitierte allgemein von hohen Unternehmensgewinnen und Dividendenzahlungen, Fusionen und Übernahmen sowie einem tieferen Ölpreis.

Ende Februar setzte eine abrupte Gegenbewegung ein. Am 27. Februar brach Chinas Shanghai Composite Index um 8,8% ein – die grösste Korrektur seit einem Jahrzehnt, und die internationalen Aktienmärkte folgten. Sowohl der SPI wie auch der S&P 500 büssten an diesem Tag rund 3,5% ein, während der Euro-Stoxx 50 mit -2,7% etwas weniger nachgab. Die Kurskorrektur trieb auch die Volatilität an den Aktienmärkten, welche ein Zeichen der Unsicherheit ist, in die Höhe (Grafik 3.15). Von September 2006 bis Mitte Februar 2007 verharrte sie noch auf einem sehr tiefen Niveau. Gegen Ende Februar stieg sie jedoch deutlich an.

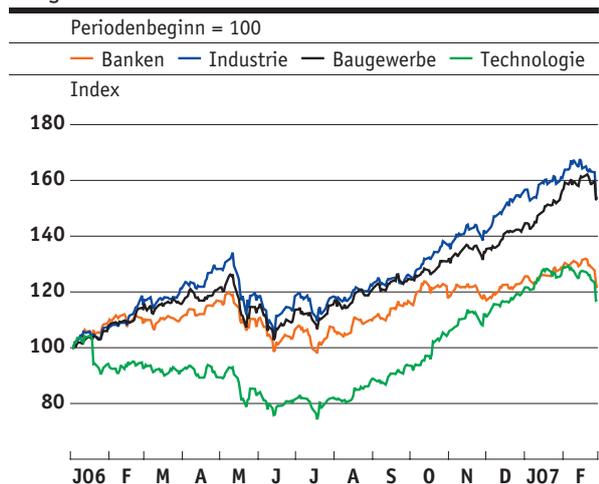
Grafik 3.12
Aktienkurse



Grafik 3.13
Performance der Schweizer Aktien



Grafik 3.14
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.12:
Quellen: Thomson Datastream, Bloomberg

Grafik 3.13:
Quelle: SWX Swiss Exchange

Grafik 3.14:
Quelle: Thomson Datastream

Moderate Preisentwicklung am Immobilienmarkt

Die Preise am Wohnungsmarkt entwickelten sich im vierten Quartal 2006 weiterhin moderat. Dies zeigte sich insbesondere bei den Wohnungsmieten, welche das grösste Segment des Schweizer Wohnungsmarkts darstellen. Auch sind die Mieten mit rund 20% die grösste Komponente im LIK. Sie verteuerten sich im Vorjahresvergleich im vierten Quartal 2006 real, d. h. im Verhältnis zum LIK, um 2,7%, gegenüber 2,1% im Vorquartal. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich die Messung weitgehend auf alte Wohnungen bezieht. Nachdem sich die Mieten neuer Wohnungen im dritten Quartal 2006 um 1,8% verringert hatten, nahmen sie im vierten Quartal leicht zu (0,2%). Des Weiteren kann die Entwicklung in den Segmenten Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen betrachtet werden, deren Anteil am Gesamtmarkt jedoch geringer ist. Die Preise für Einfamilienhäuser wie auch diejenigen für Eigentumswohnungen zeigten in die gleiche Richtung wie die Wohnungsmieten und lagen im vierten Quartal 1,2% über dem Stand vor Jahresfrist. Das Angebot am Wohnungsmarkt hielt bisher mit der konjunkturell bedingt kräftigeren Nachfrage Schritt. In den nächsten Quartalen wird weiterhin mit einer gemässigten Preisentwicklung gerechnet. Allerdings gibt es regionale Unterschiede.

Im gewerblichen Bereich entwickelten sich die Mieten unterschiedlich. Während sie für gewerbliche Bauten um 3,3% expandierten, schrumpften sie für Büroflächen zum dritten Mal in Folge leicht.

Sinkende Rohwarenpreise

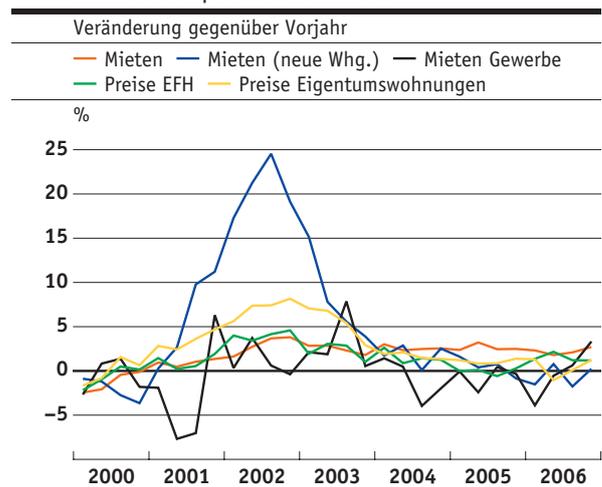
Die meisten Rohwarenpreise waren sehr volatil. Im Dezember 2006 fielen die Preise. Dieser Trend hielt bis Mitte Januar 2007 an. Seitdem haben sie sich teilweise wieder erholt. Der Goldman-Sachs-Commodity-Index lag Mitte März 2,7% tiefer als unmittelbar nach der Lagebeurteilung vom Dezember. Insbesondere leistete Gold einen positiven Beitrag mit einer Zuwachsrate im Berichtszeitraum von 2,5%, während sich die Energiepreise negativ entwickelten. Der Rohölpreis betrug Mitte Dezember noch 62 Dollar pro Fass, fiel im Januar zwischenzeitlich auf 51 Dollar und stieg bis Mitte März wiederum auf 61 Dollar pro Fass an.

Grafik 3.15
Aktienrenditevolatilität



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 3.16
Reale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

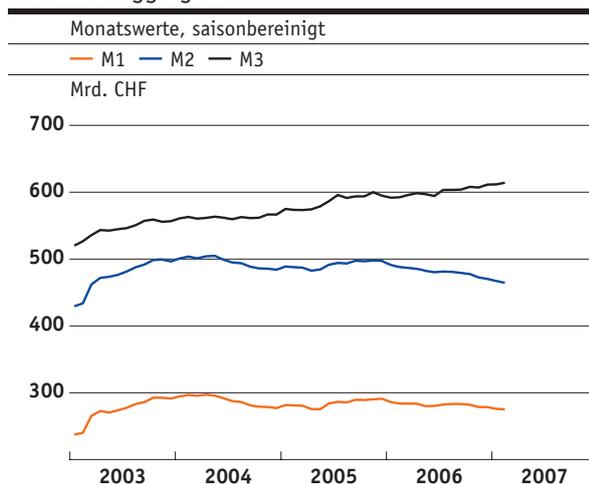
Höheres Wachstum von M3

Die Geldmenge M3 zeigte im Februar 2007 im Vergleich zum Vorjahr ein Wachstum von 3,6%, was überwiegend auf den Anstieg der Termineinlagen um 44,9% zurückgeht. Die Sichteinlagen, Transaktionskonti und die Spareinlagen verringerten sich hingegen, was auf Portfolioumschichtungen in einem Umfeld steigender Zinsen schliessen lässt. Wie in den vergangenen Monaten sind die Geldmengen M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) und M2 (M1 plus Spareinlagen) auch im Februar 2007 weiter gefallen und lagen -3,0% beziehungsweise -4,9% unter dem Vorjahresstand. Während M1 seit Mitte 2005 mehr oder weniger konstant blieb, befindet sich M2 mittlerweile deutlich unter dem Stand vor zwei Jahren (Grafik 3.17).

Zur Einschätzung möglicher Inflationsgefahren aufgrund einer zu grosszügigen Liquiditätsversorgung der Wirtschaft kann ein Geldüberhang geschätzt werden. Hierzu gibt es verschiedene Möglichkeiten. Im vorliegenden Fall wird das ECM-Konzept verwendet (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik 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 effektive Geldmenge über dieser Gleichgewichtsgeldmenge, so ist die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft

zu reichlich und es besteht die Gefahr höherer Inflationsraten in den folgenden vier bis sechs Quartalen. Grafik 3.18 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge M3 vom berechneten Gleichgewichtswert. Um der statistischen Unsicherheit Rechnung zu tragen, wird der Geldüberhang als Band mit einer Weite von einer Standardabweichung dargestellt. Da sich die Nulllinie seit Anfang 2004 zwischen dem oberen und dem unteren Geldüberhang befindet, geht gemäss diesem Indikator von der monetären Seite in den nächsten Quartalen kein Preisdruck aus.

Grafik 3.17
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

	2005	2006	2005	2006					2007		
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar	
Notenbankgeldmenge²	41,9	43,1	42,7	43,3	43,3	42,3	43,6	45,5	45,2	44,2	
Veränderung ³	0,4	3,0	2,0	3,0	4,2	2,6	2,2	1,8	3,7	2,6	
M1²	284,2	282,2	290,9	286,4	281,6	280,1	280,6	277,9	278,8	278,8	
Veränderung ³	-1,5	-0,7	4,3	1,3	1,1	-1,5	-3,6	-4,3	-3,5	-3,0	
M2²	491,6	481,4	497,5	491,7	483,1	476,9	473,7	470,0	471,0	469,2	
Veränderung ³	-0,8	-2,1	2,5	0,1	-0,7	-2,9	-4,8	-5,4	-4,9	-4,9	
M3²	585,9	600,6	595,9	595,4	597,7	600,7	608,5	611,3	615,1	616,7	
Veränderung ³	4,2	2,5	5,5	3,3	2,9	1,7	2,1	2,8	3,4	3,6	

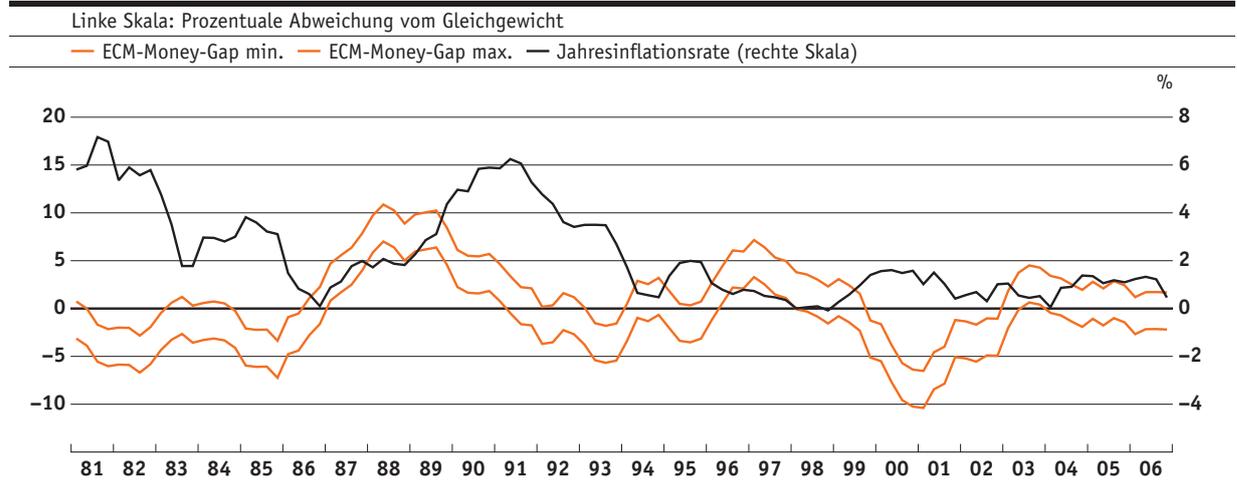
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.18
 Money-Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

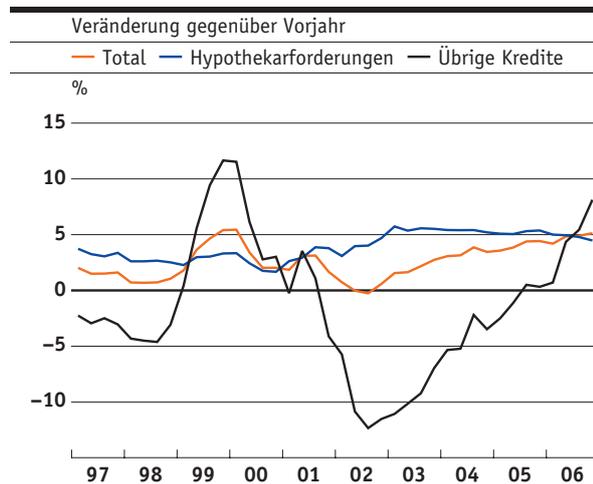
3.5 Kredite

Stärkeres Kreditwachstum

Die Kredite entwickelten sich im vierten Quartal 2006 je nach Verwendungszweck unterschiedlich. Grafik 3.19 illustriert, dass die Hypothekarkredite, die mit über 80% den Grossteil der gesamten Bankkredite ausmachen, mit einer Jahreswachstumsrate von 4,5% weniger ausgeprägt anstiegen als noch im dritten Quartal 2006 (4,8%). Dabei expandierte das Wachstum bei den Haushalten wiederum deutlich, wenn auch etwas geringer als noch im Vorquartal, während die Unternehmenshypothehen weiterhin nur bescheiden zunahmen (0,7%). Die übrigen Kredite, welche bis Mitte 2005 geschrumpft waren, erhöhten sich im vierten Quartal kräftig um 8,1%, wobei dies vor allem auf die Ausdehnung von ungedeckten Krediten zurückzuführen ist. Diese stiegen 13,4%, gegenüber 9,3% im Vorquartal und negativen Wachstumsraten vom dritten Quartal 2001 bis ins erste Quartal 2006. Das rasche Wachstum der ungedeckten Kredite deutet auf die erhöhte Bereitschaft von Banken hin, im gegenwärtigen positiven Wirtschaftsumfeld Kredite ohne Sicherheiten zu vergeben.

Gesamthaft betrachtet, expandierten die Kredite im vierten Quartal mit 5,1% leicht kräftiger als noch im Vorquartal. Aus Tabelle 3.2 ist ersichtlich, dass dieses Wachstum sowohl auf eine Ausdehnung der Kredite an Haushalte als auch auf schneller ansteigende Unternehmenskredite zurückzuführen ist.

Grafik 3.19
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2005		2006		2007					2007
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	November	Dezember	Januar
Total	4,1	4,8	4,4	4,2	4,8	4,9	5,1	5,2	5,2	5,0
Haushalte	6,5	6,1	7,2	6,0	6,6	5,8	5,9	6,6	5,5	5,2
Unternehmen	0,9	1,6	0,2	0,2	1,0	2,4	3,4	3,0	4,1	3,5
Hypothekarforderungen	5,2	4,8	5,4	5,0	4,9	4,8	4,5	4,5	4,3	4,2
davon Haushalte	6,9	5,5	6,9	5,7	5,7	5,4	5,3	5,4	5,0	4,8
davon Unternehmen	3,1	1,2	2,8	1,8	1,5	1,3	0,7	0,2	0,6	0,8
Übrige Kredite	-0,7	4,6	0,3	0,7	4,4	5,4	8,1	8,7	9,6	8,9
davon gedeckt	2,6	2,5	4,0	3,5	4,4	0,6	1,5	1,1	3,2	8,0
davon ungedeckt	-3,1	6,3	-2,4	-1,4	4,3	9,3	13,4	14,8	14,9	9,6

Quelle: SNB

Verzögerung zwischen Geldmengen- und Kreditwachstum

In der Eurozone verzeichneten die Geldmengenaggregate sowie die Kreditvergabe in den letzten Quartalen einen stark positiven Zuwachs. Demgegenüber waren die Geldmengenaggregate in der Schweiz rückläufig (M1 und M2) oder expandierten nur noch geringfügig (M3), während das Kreditwachstum weiterhin zunahm. Der Zusammenhang zwischen der Geldmenge und den Krediten kann anhand von Korrelationen eingehender bestimmt werden.

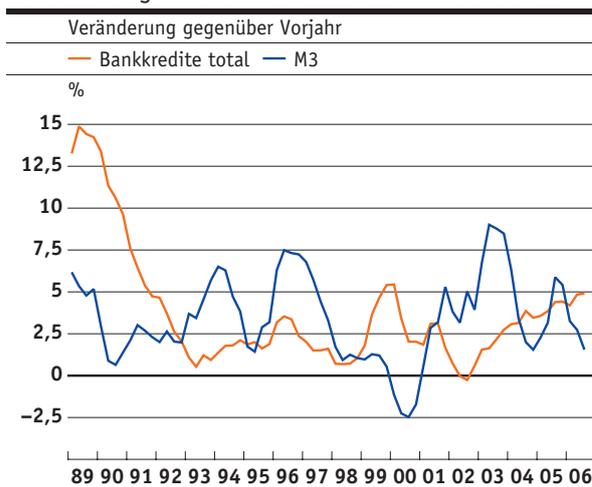
Grafik 3.21 zeigt die Kreuzkorrelationen zwischen dem Geldmengenwachstum M3 und der Zunahme der Kreditvergabe jeweils für die Schweiz als auch für die Eurozone.³ Wir beschränken uns dabei auf das Geldmengenaggregat M3, da dieses der EZB neben der Definition der Preisstabilität als Referenzgrösse dient. Eine Zunahme der Geldmenge sollte unmittelbar zu ansteigenden Einlagen bei den Geschäftsbanken führen und damit deren Aktiv- und Passivseite in der Bilanz erhöhen. Die Geschäftsbanken könnten die umfangreicheren liquiden Mittel auf der Aktivseite sofort in Kredite umwandeln. Der Bestand an Krediten reagiert jedoch rigider, da die Kredite Finanzkontrakte mit unterschiedlichen Laufzeiten und mit geringer

Liquidität darstellen. Grafik 3.21 illustriert, dass in der Tat keine positive gleichzeitige Korrelation zwischen dem Geldmengen- und dem Kreditwachstum besteht. Vielmehr kommt zum Ausdruck, dass die Geschäftsbanken mehrere Monate warten, bevor sie ihre Kreditvergabe anheben. Die Kreuzkorrelationen deuten darauf hin, dass das Geldmengenwachstum einen verzögerten Effekt auf die Kreditvergabe hat: Ein zunehmendes Wachstum von M3 in der Schweiz und der Eurozone geht erst zwölf Quartale später mit einer vermehrten Kreditvergabe einher. Spiegelbildlich bedeutet dies, dass sich ein verlangsamtes Wachstum von M3 erst zwölf Quartale später in ein vermindertes Kreditwachstum niederschlägt.

Die derzeit unterschiedlichen Entwicklungen in der Eurozone und der Schweiz könnten sich darauf zurückführen lassen. Die Eurozone verzeichnete in den letzten drei Jahren ein ausgeprägtes Wachstum von M3. Daher sollte auch die Kreditvergabe weiterhin zunehmen. In der Schweiz stieg M3 zwar seit Mitte 2006 weniger kräftig an, der oben beschriebene Verzögerungseffekt deutet jedoch an, weshalb die Kredite über die Zeit betrachtet trotzdem noch schneller expandieren.

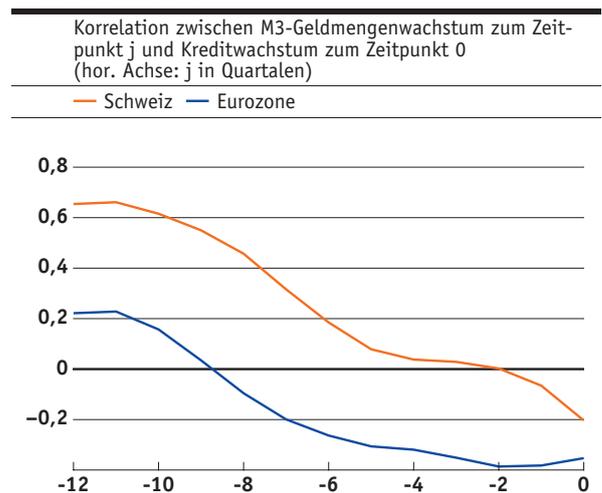
³ Daten für die Kreditvergabe in der Eurozone stehen erst seit 1998 zur Verfügung. Die Berechnungen basieren auf Daten vom dritten Quartal 1998 bis zum dritten Quartal 2006.

Grafik 3.20
M3 Geldmengen- und Kreditwachstum in der Schweiz



Quelle: SNB

Grafik 3.21
Kreuzkorrelationen



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 ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den 3M-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.

Weltkonjunktur weiterhin robust

Im Vergleich zur Lagebeurteilung vom Dezember hat sich das weltwirtschaftliche Umfeld nur leicht verändert. Die Prognosen für das BIP-Wachstum in den USA wurden aufgrund der anhaltenden Schwäche im Immobilienmarkt und im Automobilsektor für 2007 und 2008 leicht nach unten korrigiert, während die Annahmen zur Konjunktur in Europa unverändert blieben. Mittelfristig wird in beiden Wirtschaftsräumen weiterhin mit einem robusten Wachstum gerechnet, welches bis zum Ende des Prognosezeitraums gegen das Potenzial von rund 3% (USA) und 2% (EU) tendiert. Die Annahme zum Erdölpreis wurde leicht nach unten angepasst. Für den Dollar/Euro-Wechselkurs wird neu von einem konstanten Wert von 1.30, gegenüber 1.27 im Dezember ausgegangen.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2007	2008	2009
Inflationsprognose März 2007			
BIP USA ¹	2,8	3,1	3,0
BIP EU-15 ¹	2,3	2,2	2,1
Wechselkurs USD/EUR ²	1,30	1,30	1,30
Ölpreis in USD/Barrel ²	55,0	55,0	55,0
Inflationsprognose Dezember 2006			
BIP USA ¹	2,9	3,2	3,0
BIP EU-15 ¹	2,3	2,2	2,1
Wechselkurs USD/EUR ²	1,27	1,27	1,27
Ölpreis in USD/Barrel ²	58,0	58,0	58,0

1 Veränderung in %

2 Niveau

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

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 Schweizer Frankens 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 2007 bis 4. Quartal 2009

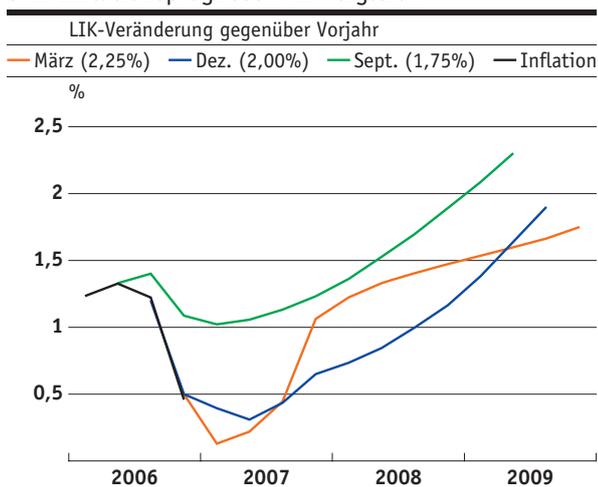
Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Sie zeigt die künftige Preisentwicklung unter der Annahme, der 3M-Libor bleibe während des Prognosezeitraumes konstant. In Grafik 4.1 ist die Inflationsprognose vom März 2007 zusammen mit den Inflationsprognosen vom Dezember und September 2006 abgebildet. Die neue Prognose erstreckt sich vom ersten Quartal 2007 bis zum vierten Quartal 2009. Sie zeigt den Inflationsverlauf bei einem konstanten 3M-Libor von 2,25%. Dieser Zinssatz entspricht dem Mittelwert des am 15. März von der SNB um 0,25 Prozentpunkte angehobenen Zielbandes für den Dreimonatssatz von 1,75% bis 2,75%. Die Prognosen vom Dezember und September beruhten noch auf einem Dreimonatssatz von 2,00% beziehungsweise 1,75%.

Die Teuerungsaussichten haben sich im Verhältnis zur Lagebeurteilung vom Dezember 2006 verändert. Im laufenden Jahr wird die Inflation tiefer ausfallen, als damals erwartet worden war. Nach dem Auslaufen des teuerungsdämpfenden Effektes, der vom Erdölpreisrückgang in der zweiten Hälfte von 2006 ausgeht, wird die Jahresinflation ab Mitte 2007 wieder steigen. Dieser Anstieg wird stärker ausfallen, als die SNB bei der letzten Lagebeurteilung erwartet hatte. Der Grund dafür liegt in der

Abschwächung des Schweizer Franks, welche die Wirkung der letzten Zinserhöhung teilweise neutralisiert hat. Diese Entwicklung des Franks erhöht die zukünftige Teuerung über eine Stimulierung der Konjunktur und steigende Importpreise. Im Laufe von 2009 kommt die neue Inflationsprognose wieder unter die alte Prognose zu liegen. Darin spiegelt sich der dämpfende Effekt des aktuellen Zinsentscheids. Die Inflationsrate verbleibt zwar bis zum Ende des Prognosehorizonts unter 2% und damit im Bereich, den die SNB mit der Preisstabilität gleichsetzt. Über die Zeit nimmt die Inflationsdynamik aber immer noch zu. Dies zeigt, dass die Geldpolitik auch mit einem 3M-Libor von 2,25% noch leicht expansiv wirkt.

Mit ihrem Entscheid, den 3M-Libor um 0,25 Prozentpunkte anzuheben, hat die SNB ihren geldpolitischen Kurs der graduellen Normalisierung fortgesetzt. Sie muss diese Politik voraussichtlich noch weiterführen, um die Preisstabilität längerfristig zu gewährleisten. Allerdings ist im Moment die Einschätzung der Inflationsaussichten mit grösseren Unsicherheiten behaftet als in der Vergangenheit. Zum einen wirken strukturelle Änderungen in der Wirtschaft tendenziell preisdämpfend. Zum anderen steigt angesichts der starken Auslastung der Ressourcen und der Wechselkursentwicklung die Gefahr, dass höhere Produktionskosten zunehmend auf die Preise überwältigt werden. Die SNB wird bei Veränderungen der Inflationsaussichten entsprechend handeln.

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 2007

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 2006 bis Februar 2007 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten Dezember 2006 bis Februar 2007 mit rund 150 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, waren von Optimismus geprägt. Fast alle Gesprächspartner bezeichneten den Start ins Jahr 2007 als geglückt, nach einem zumeist ausgezeichneten Vorjahr. Für 2007 wurde mehrheitlich mit einem weiteren substanziellen Umsatzwachstum gerechnet; von einer Verlangsamung des

Geschäftsgangs war kaum die Rede. An Zuversicht gewannen insbesondere die Vertreter des Detailhandels, die sich bis vor kurzem noch verhalten geäußert hatten.

Angesichts der hohen Kapazitätsauslastung nahm die Bereitschaft, die Kapazitäten und den Personalbestand auszuweiten, in vielen Branchen zu. Als Hauptsorge wurden erneut die steigenden Preise und Lieferfristen bei Rohstoffen und Vorprodukten genannt. Vermehrt kam aber auch die Schwierigkeit, qualifizierte Arbeitskräfte zu rekrutieren, zur Sprache.

1 Produktion

Industrie

Für die meisten Gesprächspartner aus der Industrie fiel der Jahresauftakt vielversprechend aus. Der hohe Bestellrhythmus setzte sich fort und der häufig als rekordhoch bezeichnete Auftragsvorrat sicherte die Produktion oft bis weit in das Jahr hinein. Die Nachfrage blieb breit abgestützt. Dabei entwickelte sich der Absatz nach Europa (Deutschland, Osteuropa), Asien und Lateinamerika besonders gut, während die Bestellungen aus den USA tendenziell an Schwung verloren. Regelmässig zur Sprache kam die sehr hohe Auslastung der Produktionskapazitäten. Sorge bereiteten insbesondere die steigenden Lieferfristen bei Rohstoffen und Vorprodukten, welche in den eigenen Betrieben zu Lieferverzögerungen führten.

Die ausgezeichnete Industriekonjunktur war in nahezu allen Branchen spürbar, besonders aber in der Kunststoffindustrie, der Medizinaltechnik und der Uhrenindustrie. Mit der Umsatzentwicklung sehr zufrieden waren aber auch die Vertreter baunaher Industriebetriebe. Der Aufschwung erfasste mittlerweile auch strukturschwache, stark auf den Binnenmarkt ausgerichtete Unternehmen. Erleichterung brachte dabei der Rückgang des Frankenkurses gegenüber dem Euro, der sie gegenüber der starken Auslandskonkurrenz wettbewerbsfähiger machte.

Dienstleistungen

Das Stimmungsbild im Detailhandel hellte sich auf. Nach einem mehrheitlich erfreulichen Weihnachtsgeschäft hielt der Schwung im neuen Jahr an. Von einer Januarflaute war kaum etwas zu spüren; Frequenzen und Ausgaben pro Kunde lagen mehrheitlich über dem Vorjahresstand. Die teilweise massiven, witterungsbedingten Umsatzeinbussen bei der Winterbekleidung wurden häufig durch höhere Umsätze bei der übrigen Sportbekleidung abgedeckt. Vereinzelt führten Umsatzeinbussen die Gesprächspartner zumeist auf die im Jahre 2006 massiv ausgeweiteten Verkaufsflächen zurück. Der Detailhandel in den Grenzgebieten profitierte von der Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro, welche Einkäufe im grenznahen Ausland unattraktiver machte. Die Expansion des Luxus- und Tiefpreissegments zulasten mittlerer Preislagen scheint mittlerweile ebenso akzeptiert wie der anhaltende Preisdruck bei vielen Gütern des täglichen Bedarfs.

Die Vertreter aus der Hotellerie und dem Gastgewerbe äusserten sich zur Wintersaison 2006/2007 mehrheitlich positiv und blieben für 2007 optimistisch gestimmt. Zwar bereitete der Schneemangel den Bergbahnen in tieferen Lagen grosse Probleme. Im Gastgewerbe waren die Einbussen aber oft weniger ausgeprägt als befürchtet, da die Gäste auf andere Aktivitäten auswichen. Allgemein nahmen nicht nur die Bettenauslastung, sondern auch die Ausgaben pro Gast deutlich zu. Nach einem hervorragenden vierten Quartal zeigten sich auch die Vertreter des Städtetourismus über die Entwicklung des Geschäfts- und Freizeittourismus im neuen Jahr sehr erfreut.

Ein positives Bild ergaben auch die Gespräche mit Vertretern aus dem unternehmensbezogenen Dienstleistungsbereich. Dazu gehörten das Verkehrs- und Transportgewerbe, der Beratungssektor und die Anbieter von Informatikdienstleistungen. Die Gesprächspartner aus dem Informatikbereich orteten sowohl bei der Hard- als auch bei der Software einen erheblichen Modernisierungsbedarf und damit verbunden eine verstärkte Nachfrage nach Schulung. Die Preise blieben indessen in allen Bereichen der Informatikbranche unter Druck.

Nach dem ausgezeichneten Jahr 2006 erwarteten die Vertreter der Banken ein weiteres gutes Geschäftsjahr. Von einer absehbaren Verlangsamung des Geschäftsgangs war auch hier keine Rede. Sowohl das Kredit- als auch das Vermögensverwaltungsgeschäft entwickelten sich bis zuletzt erfreulich. Der Konkurrenzdruck wurde bei den Hypothekar- wie auch den Unternehmenskrediten als unverändert stark eingeschätzt, so dass die Margen unter Druck blieben.

Bau

Die Gesprächspartner aus der Bauwirtschaft äusserten sich zur Geschäftsentwicklung weiterhin positiv. Der Auftragseingang und der Arbeitsvorrat bewegten sich auf hohem Niveau. Die Kapazitäten waren stark ausgelastet, was mitunter zu Verzögerungen führte. Zur guten Mengenentwicklung kam vermehrt ein grosszügigeres Ausgabeverhalten der Kunden, beispielsweise beim Innenausbau. Wohl sahen einige Gesprächspartner beim Wohnungsbau den Zenit erreicht, doch bereitete dies offenbar noch keine Sorgen. Einige Vertreter sprachen von einem anziehenden Industriebau, während die Lage im Tiefbau je nach Region unterschiedlich eingeschätzt wurde.

2 Arbeitsmarkt

Viele Gesprächspartner beabsichtigten, den Personalbestand auszuweiten, oft im Zusammenhang mit Erweiterungsinvestitionen. Häufig war von einem ausgeprägten Mangel an qualifizierten Arbeitskräften die Rede, der einer weiteren Expansion im Wege stand. Für Fachkräfte sahen sich die Gesprächspartner regelmässig auch im EU-Raum um.

Vermeht war die Lohnentwicklung ein Thema. Eine Reihe von Vertretern aus der Industrie und dem Dienstleistungssektor registrierte einen deutlichen Anstieg der Löhne, ausgelöst vor allem durch den starken Wettbewerb um Fachkräfte und Spezialisten. Die Unternehmen sahen in dieser Entwicklung mehrheitlich einen Anpassungsprozess, nach einer langen Phase schwach steigender Löhne.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Die meisten Gesprächspartner aus der Industrie sprachen von einer deutlich verbesserten Ertragslage, vor allem infolge der guten Mengenkongunktur. Demgegenüber blieben die Margen unter Druck, da insbesondere die stark gestiegenen Preise für Rohstoffe und Vorprodukte (Stahl und Kunststoffteile) sowie Energie nur teilweise auf die Verkaufspreise überwältzt werden konnten. Im Vergleich zu früheren Gesprächsrunden hoben gleichwohl mehr Unternehmen die Verkaufspreise an oder stellten Preiserhöhungen in Aussicht. Als Hauptgrund für den insgesamt immer noch geringen Spielraum für Preiserhöhungen wurde der starke internationale Wettbewerb genannt.

Im Detailhandel blieben die Preise unter Druck, vor allem im unteren Preissegment. Auf die Verteuerung des Euro reagierten die Grossverteiler mit tieferen Preisgeboten an den Beschaffungsmärkten. Verschiedene Vertreter aus dem Konsumgüterbereich waren zudem der Ansicht, dass sich in der Schweiz höhere Produktpreise gegenüber dem Ausland kaum mehr durchsetzen liessen und führten dies vor allem auf die massiv gestiegene Preistransparenz infolge des Internets zurück.

In der Industrie bildete der Rückgang des Frankenkurses gegenüber dem Euro eine Gelegenheit, die Marge aufzubessern. Importeure aus dem Euroraum bekamen indessen auch die Kehrseite der Frankenabwertung zu spüren.

70 Jahre nach dem endgültigen Zusammenbruch des Goldstandards der Zwischenkriegszeit im September 1936

Jean-Pierre Roth,
Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Einleitende Bemerkungen an der Konferenz «Seventy Years After:
The Final Collapse of the Gold Standard in September 1936»,
Universität Zürich, 15. Dezember 2006. Aus dem Englischen übersetzt.

Es ist mir eine Freude und Ehre, diese Konferenz über das Ende des Goldstandards der Zwischenkriegszeit im September 1936 zu eröffnen.¹ Dieses Ereignis – vor 70 Jahren – ist ein herausragendes Datum in der Geschichte der Schweizerischen Nationalbank.

In der Geld- und Währungsordnung der Schweiz hat Gold ab der Mitte des 19. Jahrhunderts eine bedeutende Rolle gespielt. Es war die Basis des internationalen Währungssystems und der Anker für den Schweizer Franken. Zudem ging man fest davon aus, dass diese auf Gold basierende Ordnung von Dauer sein würde. Nach dem Zweiten Weltkrieg begann die Bedeutung des Goldes zwar zu schwinden, doch verfügte der Schweizer Franken noch bis ins Jahr 2000 über eine Goldparität.

Als die Nationalbank im Jahr 1907 gegründet wurde, stand der internationale Goldstandard als mächtiges Symbol für eine Welt mit freien Märkten und freiem Kapital- und Personenverkehr. In den Worten von Keynes: «Der Bewohner Londons (...) konnte nach Wunsch sofort billige und bequeme Verkehrsgelegenheiten nach jedem Lande oder Klima ohne Pässe oder andere Förmlichkeiten bekommen, seinen Dienstboten zu einer benachbarten Bankstelle nach soviel Edelmetall schicken, wie er brauchte, und dann nach fremden Gegenden reisen (...) nur mit seinem gemünzten Reichtum in der Tasche, und sich bei dem geringsten Hindernis schwer beleidigt und höchlich überrascht dünken. Aber – und das ist wichtiger als alles – er betrachtete diesen Zustand der Dinge auch als normal, sicher und dauernd, es sei denn, dass er sich noch weiter verbessern liesse; jede Abweichung davon erschien ihm als abwegig, empörend und unnötig.»²

Als Keynes diese Sätze im Jahre 1919 schrieb, hatte der Erste Weltkrieg die alte Wirtschaftsordnung bereits zerstört. Das internationale Währungssystem war ein Scherbenhaufen, der Welthandel lag danieder und soziale wie politische Unruhen erschwerten jeglichen Fortschritt in Wirtschaftsfragen. Zu Beginn des Krieges hatte die Schweiz wie die meisten anderen Länder die Konvertierbarkeit ihrer Währung aufgehoben. Diese Massnahme stand im Einklang mit dem Goldstandard, vorausgesetzt die Konvertierbarkeit wurde umgehend wiederhergestellt, sobald der Grund für den Ausnahmezustand nicht mehr gegeben war. Nach Ende des Krieges machten es die Unterschiede in den Preisniveaus jedoch notwendig, die flexiblen Wechselkurse vorerst beizubehalten. Später gehörte die Schweiz

zu denjenigen Ländern, welche die Vorkriegsparität wiederherstellten. Im Jahre 1924 steuerte die Nationalbank den Wechselkurs in Richtung dieses Zieles und erreichte es gegen Ende des Jahres. Somit war die Schweiz Teil des Gold-Devisen-Standards, der das internationale Währungssystem von etwa 1925 bis 1931 bildete. Im Jahr 1929 wurde der gesetzliche Rahmen für die Rückkehr zu einem reinen Goldstandard mit Konvertierbarkeit der Banknoten in Goldmünzen geschaffen. Obwohl ein solcher reiner Goldstandard nie realisiert wurde, demonstriert dieser Schritt, dass die Schweiz Gold als natürliche Grundlage ihrer Geld- und Währungspolitik ansah.

Goldstandard und Weltwirtschaftskrise

Zu Beginn des weltweiten Konjunkturrückgangs im Jahre 1929, der schliesslich in die Weltwirtschaftskrise mündete, herrschte in schweizerischen Regierungskreisen und gewiss in der Nationalbank die Ansicht vor, dass Wirtschaftskrisen unvermeidbar waren. Solchen Krisen musste man ihren Lauf lassen, bis die guten Zeiten – worauf man zählen konnte – wieder zurückkehrten. Als sich die Krise jedoch zuspitzte, wurde eine solche passive Haltung immer schwieriger. Ab 1931 verschlechterte sich die Situation in der Schweiz dadurch, dass zahlreiche Länder den Goldstandard aufgaben. Im Herbst 1931 hob Grossbritannien die Konvertierbarkeit des Pfundes auf, worauf die Länder des Empire und die skandinavischen Staaten nachzogen. Im Jahr 1933 liessen die USA den Wechselkurs des Dollar frei schwanken und banden ihn erst ein Jahr später, zu deutlich tieferen Kursen, wieder ans Gold.

Der Schweizer Franken war damit gegenüber vielen wichtigen Währungen klar überbewertet. Man stand somit vor der Wahl zwischen einer Deflation und einer Abwertung. Später sollte die Schweiz feststellen, dass sie besser dem Beispiel Grossbritanniens gefolgt wäre. In den Jahren 1931 bzw. 1933 stand diese Option jedoch ausser Diskussion. Die Nationalbank betrachtete die Aufhebung der Konvertierbarkeit durch Grossbritannien als bedauerliche Entwicklung, die nicht lange währen konnte. Hinweise, dass es Grossbritannien und den anderen Staaten nach der Abwertung ihrer Währungen besser ging, wurden mit dem Argument abgetan, die Schweiz könne mit diesen Ländern nicht verglichen werden, da sie in hohem Masse von Importen abhängen. Nationalbank wie Bundesrat waren der Meinung, Gold sei in einer turbulenten

1 Mathias Zurlinden von der OE Konjunktur der Nationalbank trug zu diesen Bemerkungen bei.

2 John Maynard Keynes, «Die wirtschaftlichen Folgen des Friedensvertrages», Verlag Duncker & Humblot, 1920.

ten Welt das einzige stabile Element und der einzige gangbare Weg zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft führe daher über Kosten- und Preissenkungen im eigenen Land.

Wie die weitere Entwicklung zeigt, irrten sich die Befürworter der Deflation aber in mehrfacher Hinsicht. So sahen sie nicht voraus, dass die Deflation in den nächsten Jahren nur sehr langsam vorankommen würde. Deflationsmassnahmen stiessen bei den Gewerkschaften und anderen Interessengruppen auf heftigen Widerstand. Im Verbund mit der Referendumsdrohung schwächte dieser Widerstand die Bereitschaft von Regierung und Parlament kompromisslos vorzugehen. Stattdessen nahm der Staatsinterventionismus zu, die Selbstregulierungskräfte der Märkte wurden geschwächt und rigide Kosten- und Preisstrukturen verlängerten die Wirtschaftskrise. Zudem überschätzten die Befürworter von Deflationsmassnahmen offenbar die Auswirkungen einer Währungsabwertung auf die Inflation. Die Nationalbank warnte wiederholt vor den inflationären Wirkungen einer Abwertung, obwohl der Anstieg des Preisniveaus in Grossbritannien und den USA bescheiden ausfiel und der Konsumentenpreisindex – bis zum Zweiten Weltkrieg – in keinem der beiden Länder auf das Niveau vor der Weltwirtschaftskrise anstieg. Der Schweizer Franken blieb daher bis 1936 überbewertet, wobei sich das Ausmass der Überbewertung in diesem Zeitraum nur wenig veränderte.

Im Rückblick mag es erstaunen, dass die Finanzmärkte dem Bundesrat im Grossen und Ganzen zutrauten, den eingeschlagenen Weg trotz der erwähnten Probleme durchzuhalten. Die meisten Indikatoren deuten darauf hin, dass die Glaubwürdigkeit der Bindung der Schweiz an den Goldstandard auch nach 1933 noch intakt war. Die Goldreserven waren gestiegen – in den Jahren 1929 und 1930 zunächst in mässigem Umfang, dann massiv im Jahr 1931, als zahlreiche Währungen unter Druck gerieten und sich vom Gold abkoppeln mussten. Zwar gingen die Goldreserven zwischen 1933 und 1935 wieder deutlich zurück, doch waren sie im September 1936, als die Abwertung erfolgte, immer noch weit höher als vor 1931. Die Bewegung der Terminkurse an den Devisenmärkten stützt diese Interpretation ebenfalls. Der Terminabschlag des Schweizer Frankens gegenüber dem britischen Pfund blieb auch im Frühjahr und Sommer 1936 bescheiden. Eine Abwertung des Schweizer Frankens galt somit als relativ unwahrscheinlich.

Das Jahr 1936

Als der Schweizer Franken im September 1936 doch abgewertet wurde, erschien dieser Schritt in weiten Kreisen als eine von aussen aufgezwungene Massnahme. Auch traf sie viele gänzlich unvorbereitet, da Bundesrat und Nationalbank immer wieder betont hatten, eine Abwertung sei kein Heilmittel. Der Entscheid zu einer Abwertung von etwa 30 Prozent fiel am frühen Nachmittag des 26. September, einem Samstag, weniger als einen Tag nach der Abwertung des französischen Franc. Am Sonntag wandte sich der Bundespräsident am Radio an das Schweizer Volk. Der berühmte Satz «Ein Franken bleibt ein Franken» sollte das Vertrauen der Öffentlichkeit in den Wert des Geldes stärken. Am Montag und Mittwoch der darauf folgenden Woche unterstützten die beiden Kammern des Parlaments den Beschluss des Bundesrats. Nach teilweise heftigen Debatten in den Fraktionen widerspiegelten die Abstimmungen im Grossen und Ganzen die parlamentarischen Kräfteverhältnisse.

Aufschlussreich ist, wie die Kehrtwende der Öffentlichkeit erklärt wurde. Der Auslöser war natürlich die Abwertung in Frankreich gewesen. Daher wurde auf die zahlreichen Folgen des französischen Beschlusses hingewiesen. Erstens war die Abwertung des französischen Franc ein weiterer Rückschlag für die Exportindustrie und den Tourismus. Zweitens würde eine unveränderte Parität des Schweizer Frankens das Risiko spekulativer Angriffe erhöhen. Obwohl die Goldreserven als gross genug beurteilt wurden, um eine gewisse Zeit durchzuhalten, ging man davon aus, dass die Spekulation gegen den Schweizer Franken sogleich einsetzen würde. Daher sei es besser, die Goldreserven nicht für einen Kampf einzusetzen, der mit aller Wahrscheinlichkeit nicht zu gewinnen war. Auch räumten die Verantwortlichen ein, dass die Politik der Vorjahre die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber den Ländern, die bereits abgewertet hatten, nicht wieder herzustellen vermochte. Schliesslich wiesen sie darauf hin, dass das Dreimächte-Abkommen zwischen den USA, Grossbritannien und Frankreich den Weg für einen Neuanfang mit verbesserter internationaler Kooperation öffnete. Es mag vielleicht überraschen, dass dieses Argument in den ersten Stellungnahmen so stark betont wurde. Tatsächlich zeigte sich schon bald, dass die mit dem Dreimächte-Abkommen verknüpften Hoffnungen zu gross gewesen waren.

Mit der Abwertung des Schweizer Frankens brachen die schweizerischen Währungsbehörden eine Verpflichtung. Ansonsten blieb die Geld- und

Währungsordnung aber weitgehend unverändert. Die Währung war weiterhin durch Gold gedeckt und die Goldparität war weiterhin zentral. Auch änderten sich weder die operativen Verfahren, noch wurde die Beziehung zwischen Regierung und Zentralbank – wie in anderen Ländern – zu Ungunsten der Zentralbank neu gestaltet. Die Abwertung galt somit zwar als schmerzhafter Rückschlag in der Währungsgeschichte der Schweiz, nicht aber als Beginn einer neuen Ära.

Feste Wechselkurse waren auch Bestandteil des nach dem Zweiten Weltkrieg geschaffenen Weltwährungssystems von Bretton Woods. Und obwohl sich Bretton Woods in verschiedener Hinsicht vom Goldstandard der Zwischenkriegszeit unterschied, hätte sich ein Zentralbankvertreter aus den 1930er Jahren ohne grosse Mühe in den 1960er Jahren zurechtgefunden. Der Zusammenbruch des Festkursystems von Bretton Woods und der Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahr 1973 waren deshalb weit einschneidendere Ereignisse in der hundertjährigen Geschichte der Nationalbank als die Abwertung von 1936. Tatsächlich veränderte die Krise des internationalen Währungssystems in den frühen 1970er Jahren die Aufgabe und den Handlungsspielraum der Nationalbank grundlegend. Die Schweiz gewann die Kontrolle über die Geldmenge, die Preisstabilität wurde zum vorrangigen Ziel der Geldpolitik und der gesetzliche Rahmen für die Tätigkeit der Nationalbank wurde nach und nach entsprechend angepasst.

Über den Goldstandard hinaus

Wie ich eingangs schon sagte, hat der Stellenwert des Goldes im Lauf der Jahre abgenommen. Dem Gold war aber noch lange, nachdem es für die Geldpolitik nicht mehr relevant war, ein Nachleben beschieden. Erstens bestand die gesetzliche Verbindung zwischen dem Schweizer Franken und dem Gold bis vor kurzer Zeit weiter. Die verfassungsrechtlichen Änderungen zur Abschaffung dieser Verbindung traten im Jahr 2000 in Kraft. Im selben Jahr wurden auch die entsprechenden Gesetzesänderungen vollzogen. Das neue Gesetz entband die Nationalbank von der Verpflichtung zur Rücknahme von Banknoten gegen Gold – eine Verpflichtung, der in der Praxis schon seit Jahrzehnten keine Bedeutung mehr zukam. Ausserdem wurden die Mindestgolddeckung der umlaufenden Banknoten und die Goldparität des Schweizer Frankens aufgehoben. Mit diesen Änderungen wurde Gold für die Nationalbank schliesslich zu einem normalen han-

delbaren Vermögenswert. Im Mai 2000 begann die Nationalbank mit dem Verkauf eines Teils ihrer Goldreserven. Bis heute wurden rund 50% des ehemaligen Goldbestandes verkauft. Ich möchte betonen, dass die Nationalbank auch weiterhin Gold als Währungsreserve halten wird. Die gesetzlichen Relikte aus der Zeit des Goldstandards blockieren diese Reserven aber nicht mehr, wie sie dies während Jahrzehnten taten.

Der Goldstandard lebt auch in den Diskussionen über nationale und internationale Währungssysteme fort. In den 1970er und 1980er Jahren mit ihrer hohen Inflation und volatilen Wechselkursen machte sich eine kleine, aber vernehmliche Gruppe für den Goldstandard als Alternative zum Papiergeldstandard der Ära nach Bretton Woods stark. Auf die Praxis hatte diese Gruppe allerdings keinen Einfluss. Anscheinend sind sich die meisten Ökonomen und Zentralbanker einig, dass ein Goldstandard nur wenige positive Wirkungen hat, die sich nicht auch mit anderen Mitteln erzielen lassen. Dafür hat er alle Nachteile fixer Wechselkurse. Dazu gehört, dass die Geldpolitik nicht zur Erreichung binnenwirtschaftlicher Ziele eingesetzt werden kann und die Paritäten durch spekulative Angriffe verwundbar sind. Weiter weist der Goldstandard auch alle Nachteile eines Warenstandards auf. Das System ist mit anderen Worten nicht nur teuer im Unterhalt, sondern es führt auch dazu, dass die Angebots- und Nachfragebedingungen für die betreffende Ware sich auf das allgemeine Preisniveau auswirken.

Einige Befürworter schlugen den Goldstandard nicht als internationales System, sondern als Mittel zur Lösung nationaler Probleme vor. Sie führten insbesondere an, dass die Bindung an Gold einen glaubwürdigen Anker liefere und damit die Teuerung in Schach halte. Dieses Argument hat etwas für sich; es vernachlässigt aber die Tatsache, dass ein Goldstandard mit eigenen Glaubwürdigkeitsproblemen behaftet ist. Wenn Länder ihre Währungen an Gold binden können, sind sie auch in der Lage, sie wieder zu entkoppeln. Genau dies geschah in den 1930er Jahren. Die Märkte wissen dies und bilden entsprechend ihre Erwartungen.

Aus diesen Gründen haben die Länder andere Wege gewählt. In jüngster Zeit erteilten viele ihren Zentralbanken eindeutige Mandate, bei denen die Preisstabilität im Zentrum steht. Diese versuchen dann, die Vorgabe mit Hilfe eines – impliziten oder expliziten – Inflationsziels umzusetzen. Die Ergebnisse sind bis anhin gut, auch wenn sie sich nicht nur einer verbesserten Geldpolitik zuschreiben las-

sen. Manche Beobachter sind der Ansicht, dass die Globalisierung und die Öffnung von Märkten den Teuerungsdruck abgebaut haben und die Inflationsziele daher leichter zu erreichen waren. Auch ohne Kenntnis der genauen Gründe lassen sich die Ergebnisse der letzten Jahre jedoch sehen. Solange dieser Trend anhält und die Zentralbanken die Inflation erfolgreich in Schach halten können, wird der Reiz des Goldstandards sicher begrenzt bleiben. Ich mache mir jedoch keine Illusionen: Sollten die Zentralbanken ihre Ziele einmal nicht mehr erreichen und die Teuerungsraten massiv ansteigen, werden Warenstandards wohl wieder als Alternative diskutiert werden.

Lassen Sie mich zum Schluss noch einmal festhalten, dass die Abwertung des Schweizer Frankens von 1936 in der Währungsgeschichte der Schweiz ein herausragendes Ereignis darstellt. Doch obwohl die Abwertung schon damals so wahrgenommen wurde, sah man sie nicht als Vorbote eines nahenden Endes des auf Gold basierenden Geld- und Währungssystems. Es sollte noch vierzig Jahre dauern, behaftet mit zahlreichen anderen Schwierigkeiten, bis flexible Wechselkurse als gangbarer Weg gesehen wurden, und sogar mehr als sechzig Jahre, bis die gesetzliche Goldparität des Schweizer Frankens aufgehoben wurde.

Die Erinnerung an die Abwertung von 1936 ist noch heute lebendig. Die Schweizer weisen gerne darauf hin, dass der im Jahre 1850 eingeführte Schweizer Franken nur einmal abgewertet worden ist. Die Geschichte der Nationalbank steht im Zeichen der Suche nach einer stabilen Verankerung der Währung – mit oder ohne Goldstandard. Um die Kaufkraft des Geldes zu erhalten und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines stark exportabhängigen Landes zu schützen, hat sich die Nationalbank in ihrer hundertjährigen Geschichte die monetäre Stabilität auf die Fahne geschrieben. Im Rückblick ist klar, dass Fehler gemacht wurden und Entscheidungen zu spät fielen – die Abwertung von 1936 lässt sich dafür als Beispiel anführen. Die Tatsache, dass wir immer noch dieselben Münzen haben wie bei der Schaffung des Schweizer Frankens im Jahr 1850 zeigt jedoch, dass die Schweiz, dank umsichtiger Politik, sich den geldpolitischen Verwerfungen erfolgreich entziehen konnte, die seit dem 19. Jahrhundert zahlreiche andere Länder Europas heimgesucht haben.

Preissetzungsverhalten von Unternehmen: Auswertung einer Umfrage der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Mathias Zurlinden, Konjunktur,
Schweizerische Nationalbank, Zürich

Die Preissetzung von Unternehmen ist in den letzten Jahren auf wachsendes Interesse gestossen. Dies steht im Zusammenhang mit zwei Entwicklungen. Zum einen hat der Trend zu mikrofundierten Modellen dazu geführt, dass man Kenntnisse über das Verhalten von Firmen benötigt, die in der Welt der traditionellen makroökonomischen Modelle noch kaum erforderlich waren. Zum anderen scheint der wachsende Wettbewerb, der durch Deregulierungen und die Globalisierung ausgelöst wurde, das Preissetzungsverhalten verändert zu haben, so dass man wissen möchte, wie sich die Situation heute darstellt.

Für die Geldpolitik ist die Frage des Preissetzungsverhaltens deshalb wichtig, weil die unvollkommene Flexibilität der Preise letztlich der Grund dafür ist, dass mit monetären Impulsen – wenigstens vorübergehend – die Produktion und die Beschäftigung beeinflusst werden können. Die Zentralbanken möchten wissen, wie sich ihre Geldpolitik auf die Wirtschaft auswirkt und – vor allem – wie rasch sich die Inflation nach einem geldpolitischen Schock an ihren neuen Gleichgewichtswert

anpasst. Zu den wichtigsten Bestimmungsgründen der Geschwindigkeit dieser Anpassung zählt das Preissetzungsverhalten der Unternehmen.

In der Praxis haben sich zwei Ansätze herausgebildet, um das Preissetzungsverhalten der Unternehmen zu untersuchen. Beim ersten Ansatz werden die einzelnen Preisbeobachtungen ausgewertet, welche zur Ermittlung des Konsumentenpreisindex oder des Produzentenpreisindex erhoben werden. Beim zweiten Ansatz werden die Firmen mit Fragebogen im Rahmen einer anonymen Umfrage direkt befragt. Die beiden Ansätze ergänzen sich gegenseitig und zu beiden sind zurzeit bei der SNB weiterführende Arbeiten im Gange.

Der vorliegende Bericht stützt sich auf Gespräche, die von den SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zwischen August und Oktober 2006 mit 67 Firmen geführt worden sind. Im Zentrum dieser Gespräche stand die Art und Weise, wie diese Firmen ihre Preise setzen. Um die Auswertung zu erleichtern, wurde ein kurzer Fragebogen erstellt, der als roter Faden für die Gespräche diente.

1 Firmenauswahl

Insgesamt wurden 67 Firmen des privaten Sektors aus allen Regionen der Schweiz befragt. Von diesen Firmen entfallen 9% auf das Baugewerbe. Der Rest gehört zu nahezu gleichen Teilen dem Industrie- und Dienstleistungssektor an. Gemessen an der Beschäftigtenzahl wurden am häufigsten mittelgrosse Firmen (101–500 Beschäftigte) befragt, gefolgt von Grossfirmen (über 500 Beschäftigte) und kleinen Firmen (unter 100 Beschäftigte). Im Vergleich zur Struktur der Schweizer Wirtschaft sind kleine Betriebe und Dienstleistungsfirmen in der vorliegenden Auswahl unter-, Grossbetriebe und Industriefirmen dagegen übervertreten.

Bei rund der Hälfte der befragten Firmen liegt der Exportanteil bei oder über 50% des Gesamtumsatzes. Etwas mehr als zwei Drittel der Firmen gaben zudem an, dass der Umsatzanteil, der auf langfristige Geschäftsbeziehungen entfällt, mehr als 50% beträgt. Die Wettbewerbsintensität wird von den meisten befragten Firmen als intensiv empfunden. Rund die Hälfte bezeichnete die Konkurrenz, mit der sie sich auf ihrem Hauptmarkt konfrontiert sieht, als «sehr stark», 39% antworteten mit «stark» und die restlichen 12% mit «schwach».

2 Ergebnisse

2.1 Häufigkeit von Preisüberprüfungen und -anpassungen

Um den Grad der Preisflexibilität zu untersuchen, wurden die Firmen zunächst gefragt, wie häufig sie die Preise ihres Hauptprodukts überprüfen bzw. anpassen. Bei beiden Fragen zeigen die Antworten eine grosse Spannweite. Die meisten Firmen (44%) überprüfen den Preis ihres Hauptprodukts einmal pro Jahr. Rund ein Fünftel gab an, ihre Preise täglich zu überprüfen. Grosse Firmen überprüfen dabei die Preise tendenziell etwas häufiger als kleinere. Der Wirtschaftssektor und der Grad der Wettbewerbsintensität scheinen demgegenüber keine wesentlichen Auswirkungen auf die Antworten gehabt zu haben. Als Grund für den gewählten Rhythmus wurde am häufigsten angegeben, dass eine zahlreichere Überprüfung die Beziehung zum Kunden stören würde (31%). Oftmals wurde auch erwähnt, der Rhythmus sei nicht selber gewählt und die Umstände änderten sich nicht so schnell, dass eine häufigere Überprüfung sinnvoll wäre.

Die effektiven Preisanpassungen erfolgen insgesamt seltener als die -überprüfungen. Gut die Hälfte der Firmen hat den Preis ihres Hauptprodukts in den zwölf Monaten vor der Befragung entweder nie oder nur einmal angepasst. Der Median liegt bei eins. Verschiedene Firmen gaben indessen an, ihre Preise häufiger anzupassen als zu überprüfen. Darunter fallen vermutlich einige, die ihr Preisgefüge vielleicht einmal pro Jahr einer vertieften Überprüfung unterziehen, in der dazwischen liegenden Zeit ihrem Personal an der Front bei der Stellung von Offerten aber einen Spielraum einräumen. Zudem kommt es vor, dass eine Firma eine Preiserhöhung beschliesst und diese in mehreren Schritten umsetzt.

Weiter wurde gefragt, ob die Firma ihre Preise in einem festen Rhythmus anpasst oder ob der Preissetzungsprozess durch spezifische Ereignisse in Gang gesetzt wird. Diese Fragen sind durch die Unterscheidung zwischen zeitabhängiger Preissetzung («time-dependent pricing») und zustandsabhängiger Preissetzung («state-dependent pricing») motiviert, die in der akademischen Literatur der letzten Jahre eine wichtige Rolle spielt. Wie diese

Literatur zeigt, hängt die Reaktion der Inflationsdynamik auf strukturelle Veränderungen davon ab, welche der beiden Preissetzungsformen vorherrscht. Ein Rückgang der Trendinflation beispielsweise führt unter zustandsabhängiger Preissetzung zu einer flacheren Phillipskurve; unter zeitabhängiger Preissetzung wird die Neigung der Phillipskurve durch die Trendinflation hingegen nicht beeinflusst (siehe Bakshi, Khan und Rudolf, 2005). Die Antworten der befragten Firmen deuten darauf hin, dass die meisten Preise periodisch angepasst werden. Immerhin gab aber ein Viertel der Befragten an, die Preise nicht ausschliesslich periodisch anzupassen, sondern auch auf Ereignisse zu reagieren, und ein knappes Viertel gab an, nur auf Ereignisse zu reagieren.

Auf die Frage, nach welchen Gesichtspunkten der neue Preis gesetzt wird, antworteten die meisten Firmen (43%), dass sie auf die Kosten eine Marge schlagen («mark-up pricing»). Ebenfalls häufig wurde die für wettbewerbsintensive Märkte typische Antwort gegeben, dass bei der Preisfestlegung die Preise der Konkurrenz die Hauptrolle spielten (38%). Bei Firmen, welche den Wettbewerb als «sehr stark» bezeichnen, ist dies die häufigste Antwort. Die restlichen Firmen bezeichneten den Preis entweder als reguliert oder als vom Kunden festgesetzt. In der ersten Gruppe finden sich vor allem Firmen aus dem Pharmasektor.

Preisabschlüsse gegenüber Listenpreisen werden unter bestimmten Voraussetzungen von nahezu allen Firmen gewährt. In der Regel sind es Mengenrabatte. In vielen Fällen werden aber auch je nach Jahreszeit oder Marktsituation Rabatte gewährt. Einige Firmen gaben zudem an, dass sie bei strategisch wichtigen Aufträgen bzw. Kunden einen Preisnachlass gewähren.

2.2 Auslöser von Preisanpassungen

Um die Motive von Preisanpassungen besser zu verstehen, wurde gefragt, was den Anstoss gibt, die Preise zu verändern. Die Antworten zeigen, dass die drei wichtigsten Faktoren die Preise der Konkurrenz, die Preise von Vorprodukten und die Nachfragesituation sind. Rund 82%, 74% bzw. 73% bezeichneten Veränderungen dieser drei Faktoren entweder als «sehr wichtig» oder als «wichtig» (siehe Tabelle 1). Auch der von Kundenseite ausgeübte Druck wurde noch von einer Mehrheit (62%) als «sehr wichtig» oder «wichtig» bezeichnet. Er liegt damit klar vor den Lohnkosten oder dem Wechselkurs. Die allgemeine Teuerung und die Zinssätze figurieren am Ende der Rangliste, was vor allem darauf zurückzuführen sein dürfte, dass sie sich gegenwärtig nahe bei historischen Tiefständen bewegen.

Die verschiedenen Faktoren haben nicht in allen Wirtschaftssektoren die gleiche Bedeutung. Veränderungen der Nachfrage scheinen als Auslöser von Preisanpassungen im Dienstleistungssektor wichtiger zu sein als in der Industrie. Dasselbe gilt für Veränderungen der Lohnkosten. Gerade umgekehrt ist es hingegen bei den Preisen von Vorprodukten, beim Wechselkurs oder beim Druck, der von wichtigen Kunden ausgeübt wird. Veränderungen dieser drei Faktoren sind als Auslöser von Preisanpassungen in der Industrie wichtiger als im Dienstleistungssektor.

Weiter zeigt die Aufgliederung nach Firmenmerkmalen, dass Firmen, die einem sehr starken Wettbewerb ausgesetzt sind, Veränderungen der Preise von Konkurrenzfirmen wie auch Veränderungen der Nachfrage stärker beachten als Firmen, die in einem weniger umstrittenen Markt operieren. Bei Veränderungen der Preise von Vorprodukten steht es gerade umgekehrt. Solchen Veränderungen wird von Firmen, die einem sehr starken Wettbewerb ausgesetzt sind, eine geringere Rolle zugemessen als von Firmen, die einem weniger intensiven Wettbewerb ausgesetzt sind.

Bei der Gewichtung der einzelnen Motive spielt auch der Anteil langfristiger Geschäftsbeziehungen am Gesamtumsatz eine Rolle. So zeigt sich, dass Firmen mit einem hohen Anteil langfristiger Geschäftsbeziehungen weniger geneigt sind, Veränderungen der Nachfrage als «sehr wichtiges» oder «wichtiges» Motiv für eine Preisanpassung zu nennen als Firmen mit einem tiefen Anteil langfristiger Geschäftsbeziehungen.

	Anteile «sehr wichtig» oder «wichtig»
Veränderung der Preise der Konkurrenten	82%
Veränderung der Preise von Vorprodukten	74%
Veränderung der Nachfrage	73%
Druck von wichtigen Kunden	62%
Veränderung der Lohnkosten	49%
Veränderungen der Qualität	48%
Veränderung der Wechselkurse	46%
Verkaufsaktionen	26%
Direktiven von Mutterhaus oder Behörden	18%
Veränderungen von Steuern und Abgaben	16%
Allgemeine Teuerung (z. B. Konsumentenpreisindex)	16%
Veränderung der Finanzierungskosten	12%

Erklärungen rigider Preise

Tabelle 2

Theorie	Beschreibung	Anteile «sehr wichtig» oder «wichtig»
«Customer relation»	Preise können nicht häufiger verändert werden, ohne dass damit die Kundenbeziehung Schaden nimmt.	69%
«Cost-based pricing»	Preise hängen von Kosten ab und verändern sich nicht, bevor sich die Kosten verändern.	66%
«Explicit contracts»	Verträge mit fixierten Preisen machen es schwierig die Preise häufiger anzupassen.	45%
«Kinked demand curve»	Firma verliert relativ viele Kunden, wenn sie die Preise erhöht und gewinnt nur wenige, wenn sie die Preise senkt.	42%
«Non-price adjustments»	Firmen passen eher andere Produktcharakteristika an als den Preis.	40%
«Coordination failure»	Firmen wollen nicht die ersten sein, welche den Preis erhöhen.	31%
«Pricing thresholds»	Es gibt psychologisch wichtige Preisschwellen.	21%
«Cash flow»	In einer Rezession müssen die Preise hoch gehalten werden, um genügend Cash-flow für Investitionen zu generieren.	12%
«External financing premium»	In einer Rezession müssen die Preise hoch gehalten werden, da die Kosten der externen Finanzierung steigen.	11%
«Menu costs»	Es wäre zu kostspielig, die Preise öfter zu ändern.	10%

2.3 Erklärungen rigider Preise

Zur Erklärung der unvollkommenen Flexibilität der Preise bietet die Wirtschaftstheorie verschiedene Hypothesen an. Um zu erfahren, welche dieser Theorien von den Firmen als relevant betrachtet werden, wurden die Theorien in einfacher Sprache umschrieben und den Gesprächspartnern vorgelegt. Die Frage lautete dann, ob die Firma das betreffende Argument als möglichen Grund für einen Verzicht auf eine Preisanpassung sieht. Dieses Vorgehen wurde zuerst von Alan Blinder (1991) in einer Interview-Studie mit US-Firmen angewendet. Mehrere Untersuchungen, die in den folgenden Jahren für andere Länder durchgeführt wurden, folgten diesem Beispiel. Unsere Auswahl und Umschreibung der Theorien lehnt sich an die Studien von Amirault et al. (2004) und Apel et al. (2005) an.

Die in Tabelle 2 zusammengefassten Ergebnisse zeigen, dass die Gefahr, die Kundenbeziehung könnte durch die Preisanpassung Schaden nehmen, als stärkstes Argument für einen Verzicht auf die Preisanpassung gesehen wird («customer relation»). Dies deutet darauf hin, dass implizite Kontrakte eine gute Erklärung für nominelle Rigiditäten liefern. In die gleiche Richtung weist auch das Ergebnis, dass auf eine Preisanpassung offenbar oft verzichtet wird, solange sich die Kosten nicht bewegt haben («cost-based pricing»). Dies zeigt, dass es für die Firmen wichtig ist, überprüfbare Gründe für eine Preisanpassung vorbringen zu können. Auch aus den ausführlicheren Berichten der SNB-Delegierten zu ausgewählten Firmen geht hervor, dass es für die Firmen leichter ist, eine Preiserhöhung unter Hinweis auf höhere Kosten vorzunehmen, als wenn sich bloss die Nachfrage verändert hat.

Weiter zeigt sich wie erwartet, dass die Rücksicht auf die Kundenbeziehung von Firmen, die einem weniger intensiven Wettbewerb ausgesetzt sind, häufiger als Grund für die relative Starrheit der Produktpreise angeführt wird als von Firmen, die sich mit einer sehr starken Konkurrenz konfrontiert sehen. Ähnliches gilt für die Firmen mit einem grossen Anteil langfristiger Geschäftsbeziehungen. Diese betrachten die Gefahr, dass die Kundenbeziehung Schaden nehmen könnte, als stärkeres Argument gegen eine Preisanpassung als Firmen, deren langfristige Geschäftsbeziehungen einen kleinen Anteil am Umsatz ausmachen.

Keine grosse Rolle scheinen in der Sicht der Firmen die Kosten zu spielen, die mit der Überprüfung und Anpassung der Preise verbunden sind («menu costs»). Dies ist insofern bemerkenswert, als die so genannten Menukosten in der Literatur (Allgemeine Gleichgewichtsmodelle) die beliebteste Art sind, nominelle Preisrigiditäten zu modellieren. Auch die Theorien, die Preisrigiditäten auf unvollkommene Finanzmärkte zurückführen («cash flow», «external financing premium» in Tabelle 2), finden nur wenig Unterstützung.

Fazit

Insgesamt ergibt sich aus den Gesprächen mit den Firmen zur Preissetzung ein sehr breites Verhaltensspektrum. Dennoch sind einige Tendenzen deutlich geworden. Die meisten Firmen passen ihre Preise in festen Zeitabständen an, wobei die durchschnittliche Unternehmung (Median) ihre Preise einmal pro Jahr verändert. Allerdings reagiert ein wesentlicher Teil auch oder sogar ausschliesslich auf spezielle Ereignisse. Dies bedeutet, dass die so genannte zeitabhängige Preissetzung («time-dependent pricing») zwar die Regel ist, zustandsabhängige Preissetzung («state-dependent pricing») aber ebenfalls eine wichtige Rolle spielt. Bei der Festsetzung des Preises dominiert nach wie vor das «mark-up pricing». Als Auslöser von Preisanpassungen werden dennoch Veränderungen der Preise durch Konkurrenten am häufigsten genannt. Nur wenig zurück folgen indessen Veränderungen der Preise von Vorprodukten und Veränderungen der Nachfrage, was deutlich macht, dass Angebots- ebenso wie Nachfragefaktoren einflussreich sind. Als Argumente für einen Verzicht auf eine Preisanpassung werden implizite und explizite Verträge sowie das «cost-based pricing» am häufigsten angeführt. Die Sorge um die Kundenbeziehung scheint in den Überlegungen der Firmen somit eine zentrale Rolle zu spielen und sich auch auf das Preissetzungsverhalten auszuwirken.

Insgesamt wird deutlich, dass die typische befragte Firma sich auf einem Markt mit unvollkommener Konkurrenz bewegt, was letztlich den Spielraum für ein individuelles Preisverhalten bietet. Veränderungen des Preissetzungsverhaltens über die Zeit standen zwar nicht im Zentrum der Befragung, wurden aber dennoch verschiedentlich angesprochen. Vieles deutet darauf hin, dass der Wettbewerb intensiver geworden ist. In der Preissetzung wirkt sich dies offenbar darin aus, dass das traditionelle «mark-up pricing» (mit konstantem «mark-up») tendenziell an Boden verliert. In einigen Fällen ist damit auch eine häufigere Überprüfung der Preise verbunden.

Ein Vergleich der Ergebnisse mit jenen verwandter ausländischer Studien zeigt ein grosses Mass an Übereinstimmung. Dies trifft nicht nur auf die durchschnittliche Anpassungshäufigkeit zu, die in vielen ausländischen Umfragen ebenfalls bei einmal pro Jahr liegt (Median). Es gilt auch für das «mark-up pricing» als dominierendes Preissetzungsverfahren sowie für die Faktoren, die als Auslöser von Preisanpassungen oder als Argumente für einen Verzicht auf eine Preisanpassung genannt werden. Auf den vorderen Plätzen rangieren in den ausländischen Studien die gleichen Faktoren, die auch in den Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte am häufigsten genannt wurden (siehe z. B. Apel et al., 2005, für Schweden oder Fabiani et al., 2005, für die Länder des Euro-Raums).

Literaturangaben

Amirault, D., C. Kwan und G. Wilkinson. 2004. A survey of the price-setting behaviour of Canadian companies. *Bank of Canada Review*, Winter 2004–2005: 29–40.

Apel, M., R. Friberg und K. Hallstein. 2005. Microfoundations of macroeconomic price adjustment: survey evidence from Swedish firms. *Journal of Money, Credit and Banking* 37(2): 313–38.

Bakhshi, H., H. Khan und B. Rudolf. 2005. The Phillips curve under state-dependent pricing. *Swiss National Bank Working Paper* 2005–01.

Blinder, A.S. 1991. Why are prices sticky? Preliminary results from an interview study. *American Economic Review* 81(2): 89–100.

Fabiani, S., M. Druan, I. Hernando, C. Kwapil, B. Landau, C. Loupias, F. Martins, T.Y. Mathä, R. Sabbatini, H. Stahl und A.C.J. Stokman. 2005. The pricing behaviour of firms in the euro area: new survey evidence. *European Central Bank Working Paper* 535.

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 (www.snb.ch) unter Publikationen/Ökonomische Publikationen 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.

Do FX traders in Bishkek have similar perceptions to their London colleagues? Survey evidence of market practitioners' views

**Andreas M. Fischer, Gulzina Isakova
und Ulan Termechikov
Working Paper 2007-1**

Bewerten Devisenhändler in einem finanziell wenig entwickelten Land mit geringem Pro-Kopf-Einkommen den Einfluss von Fundamentaldaten auf Wechselkursbewegungen gleich wie ihre Kollegen in den entwickelten Finanzzentren? Weshalb ist diese Frage relevant? Im Allgemeinen wird davon ausgegangen, dass Devisenhändler in unterentwickelten Finanzmärkten auf die kurze Frist fokussiert sind, wobei dieses Verhalten oft auf eine mangelhafte Wirtschaftspolitik sowie fehlende Glaubwürdigkeit der Zentralbanken in diesen Ländern zurückgeführt wird. Als indirekter Beleg dafür gilt die beobachtete Angst vor flexiblen Wechselkursen. Zahlreiche Schwellenländer koppeln ihre Währungen an eine Leitwährung, obwohl die Währungsbehörden behaupten, ihre Währungen seien frei handelbar. In einem solchen Umfeld gehen die Devisenhändler davon aus, dass (unvorhersehbare) langfristige Fundamentaldaten wenig hilfreich sind, um Trends in den Wechselkursen vorauszusagen. Eine andere Sicht ist, dass kurzfristiges Marktverhalten von der Marktstruktur herrührt. Diese so genannte Mikrostruktursicht der Wechselkurse betrachtet Devisenhändler als Intermediäre, die in erster Linie eingehende Kundenaufträge verteilen. Gemäss dieser Sichtweise wirken sich Variablen wie der Auftragszugang oder die Bid-Ask Spreads (die Differenzen zwischen Geld- und Briefkursen) stärker auf die Wechselkurse aus als makroökonomische Variablen.

In dieser Studie wird die Frage, ob sich Devisenhändler aus einem Land mit geringem Pro-Kopf-Einkommen gleich verhalten wie ihre Kollegen in den entwickelten Finanzplätzen, anhand von Umfragen unter Marktteilnehmern untersucht. Zudem wird versucht, die verschiedenen Beziehungen zwischen der Mikrostruktur des Devisenmarktes und makroökonomischen Variablen herauszuarbeiten. Zu diesem Zweck werden die Ergebnisse einer Umfrage unter kirgisischen Devisenhändlern im Interbankenmarkt den Ergebnissen aus fünf internationalen Finanzplätzen gegenübergestellt: New York, London, Tokio, Hongkong und Singapur. Die Umfrageergebnisse zeigen, dass sich die Teilnehmer am kirgisischen Interbankenmarkt tatsächlich anders verhalten als ihre Kollegen in den internationalen Finanzzentren. Insbesondere nehmen sie die Effizienz von Zentralbankinterventionen und den Einfluss von Spekulation grundlegend anders wahr. Die Unterschiede im Spot-Markt werden auf makroökonomische Faktoren in Kirgisien und auf die Struktur des Devisenmarkts in Bishkek zurückgeführt.

Federal Reserve policy viewed through a money supply lens

Ibrahim Chowdhury und Andreas Schabert
Working Paper 2007-2

Inhalt dieser Studie ist eine Neubewertung der Geldpolitik der US-Notenbank in der Nachkriegszeit. Anhand von ex post und Echtzeitdaten kann gezeigt werden, dass das Geldangebot des Federal Reserve auf Veränderungen in den Inflationserwartungen und der Produktionslücke reagierte.

Durch die Schätzung einer vorausschauenden Geldangebots-Reaktionsfunktion vor 1979 (vor Volcker) und nach 1979 (Volcker-Greenspan) kommt die vorliegende Studie zum Schluss, dass das Geldangebot in beiden Perioden negativ auf die Vergrößerung einer positiven Produktionslücke reagierte. Dagegen zeigt die empirische Analyse, dass die US-Zentralbank in den beiden Betrachtungszeiträumen unterschiedlich auf Veränderungen in den Inflationserwartungen reagiert hat. Die Ära Volcker-Greenspan war von einer starken antiinflationären Haltung geprägt, die durch ein deutlich negatives Feed-back auf Inflationserwartungen zum Ausdruck kommt. In der Ära vor Volcker lässt sich hingegen ein positives Feed-back auf Inflationserwartungen nachweisen, was auf eine weniger antiinflationäre Geldpolitik hindeutet. Die qualitative Veränderung des Geldangebots erweist sich für zahlreiche Spezifikationen der vorausschauenden Inflationskomponente und der Produktionslücke als robust. Diese Evidenz bestätigt Ergebnisse, die auf der Analyse der Federal Funds Rate beruhen. Danach legte die US-Zentralbank in der Ära vor Volcker weniger Gewicht auf die Preisstabilisierung als in der Volcker-Greenspan Ära.

Die Studie bietet ferner eine theoretische Analyse der Stabilisierungseigenschaften von vorausschauenden Geldangebots-Reaktionsfunktionen im Rahmen eines Standard neukeynesianischen Ansatzes. Es wird gezeigt, dass ein zentrales Prinzip darin besteht, dass das Geldangebot eine Restriktion bezüglich des Feed-backs auf die Inflation erfüllen sollte, was dem bekannten «Taylor-Prinzip» entspricht. Wendet man dieses Kriterium an, um die Folgen der geschätzten Geldangebots-Reaktionsfunktionen auf die Stabilitätspolitik zu beurteilen, zeigt sich, dass die US-Notenbankpolitik zu keinem Zeitpunkt makroökonomische Instabilität zuliess. Dies steht im Gegensatz zu Schlussfolgerungen aus der Analyse von Zins-Reaktionsfunktionen beruhend auf der Federal Funds Rate.

Segmentation and time-of-day patterns in foreign exchange markets

Angelo Ranaldo
Working Paper 2007-3

Diese Studie zeigt bemerkenswerte Bewegungen der Spot-Kurse für Devisen: Geben die Kurse einheimischer Währungen während der hier geltenden Bürozeiten systematisch nach, so legen sie während der Bürozeiten der ausländischen Gegenpartei zu. Die in dieser Studie beigezogene Hochfrequenz-Datenbank umfasst mehr als zehn Jahre und zahlreiche Währungspaare (einschliesslich CHF/USD). Die Studie zeigt, dass diese weit verbreiteten tageszeitabhängigen Muster sowohl in statistischer als auch in wirtschaftlicher Hinsicht hoch signifikant sind; ausserdem sind sie nicht nur mehrere Jahre zu beobachten, sondern gelten auch unter Berücksichtigung von Kalendereffekten.

Wie lässt sich dieses Phänomen erklären? Beruhend auf einem einfachen mikrostrukturellen Rahmen wird es auf die Kombination folgender zwei Faktoren zurückgeführt: auf die Übergewichtung einheimischer Währungen in den Portfolios der inländischen Anleger und auf Marktsegmentierung. Letztere bedeutet, dass Anleger tendenziell vor allem zu den in ihrem Land geltenden Bürozeiten handeln. In einem Handelsumfeld mit einem unvollkommen elastischen Angebot führt die Kombination dieser beiden Faktoren zu einer tendenziellen Abschwächung der einheimischen Währung während der inländischen Bürozeiten und einer Höherbewertung während der ausländischen Bürozeiten. Geographische Segmentierung und die Vorliebe für die einheimische Währung üben einen Verkaufsdruck (Kaufdruck) während der inländischen (ausländischen) Bürozeiten aus.

Die empirische Analyse stützt diese Erklärung weitgehend. Die Tatsache, dass Wechselkurse im Tagesverlauf zyklische Muster aufweisen, stellen die «Random-Walk»- und die Markteffizienzhypothese in Frage. Einerseits kann man diese Muster mit Liquiditätsprämien, dem «Herstatt-Risiko» oder mit Abrechnungsproblemen zu erklären versuchen. Andererseits lässt sich nicht überzeugend erklären, weshalb Händler systematisch höhere Transaktionskosten in Kauf nehmen, anstatt den rund um die Uhr verfügbaren, globalen und liquiden Markt zu nutzen. Zudem scheint diese Anomalie profitabel zu sein, selbst wenn man einigermaßen kompetitive Transaktionskosten und die Anwendung elementarer Handelsregeln einbezieht.

Forecasting Swiss inflation using VAR models

Caesar Lack

Economic Study No. 2 2006

Im Zentrum des geldpolitischen Konzepts der SNB steht die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose. Dabei handelt es sich um eine Prognose, die einen konstanten Leitzins der SNB unterstellt, d. h. eine so genannte bedingte Prognose. Die bedingten Inflationsprognosen werden mit Hilfe verschiedener struktureller Makromodelle der schweizerischen Wirtschaft erstellt.

Die SNB stützt sich in ihrem Entscheidungsprozess aber auch auf unbedingte Inflationsprognosen, d. h. Prognosen, welche die geldpolitische Reaktion der SNB einbeziehen. Neben den strukturellen Modellen kommen bei den unbedingten Inflationsprognosen auch nicht-strukturelle Modelle zum Zuge. Vektorautoregressive (VAR) Modelle bilden dabei eine populäre Klasse nicht-struktureller Prognosemodelle. Die vorliegende Studie stellt eine von der SNB verwendete Methode für die Erstellung unbedingter Inflationsprognosen mittels VAR-Modellen dar.

Um die Prognosequalität der VAR-Methode zu testen, wurden in dieser Studie rückwirkend vierteljährliche Inflationsprognosen von 1987 bis 2005 erstellt. Durch verschiedene Abwandlungen der Methode und einen Vergleich der Ergebnisse können Einsichten über die optimale Spezifikation von VAR-Modellen zur Inflationsprognose und die Bestimmungsgrößen der schweizerischen Inflation gewonnen werden.

Es stellt sich heraus, dass eine Kombination von Prognosen die Prognosequalität deutlich erhöht. Die wichtigsten erklärenden Variablen für die Inflation sind die Hypothekarkredite und die Geldmenge M_3 . Reale Variablen, wie zum Beispiel das Wirtschaftswachstum, Exporte, der Konsum oder die Industrieproduktion, enthalten kaum Informationen, die nicht schon in den Geldmengen, Hypothekarkrediten, Zinsen und den Wechselkursen enthalten sind. Ferner zeigt die Studie, dass eine Kombination von klassischen und bayesianischen VAR-Modellen klassischen VAR-Modellen überlegen ist.

Verglichen mit einer Benchmark-Prognose, die immer eine unveränderte Inflation voraussagt, weist die optimierte Prognosemethode eine um zwei Drittel geringere Fehlerquadratsumme auf. Die Verringerung des Prognosefehlers ist jedoch vor allem auf die erste Hälfte der Untersuchungsperiode zurückzuführen. Bei Inflationsraten zwischen 0% und 2%, wie sie die Schweiz seit 1995 aufweist, ist die Qualität der Inflationsprognose nur noch leicht besser als die Benchmark-Prognose.

Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss an der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 15. März 2007, das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75% anzuheben. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

Herausgeberin
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.
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
www.snb.ch

the 1990s, the number of people in the UK who are employed in the public sector has increased from 10.5 million to 12.5 million, and the number of people in the public sector who are employed in the health sector has increased from 2.5 million to 3.5 million (Department of Health 2000).

There are a number of reasons for this increase in the number of people employed in the public sector. One of the main reasons is the increasing demand for public services, particularly in the health sector. The population of the UK is increasing, and the number of people who are aged 65 and over is increasing rapidly. This has led to an increase in the number of people who are employed in the health sector, particularly in the areas of nursing and health care.

Another reason for the increase in the number of people employed in the public sector is the increasing demand for public services in other areas, such as education and social care. The number of people who are employed in the education sector has increased from 1.5 million in 1990 to 2.5 million in 2000, and the number of people who are employed in the social care sector has increased from 0.5 million in 1990 to 1.5 million in 2000.

There are a number of reasons for this increase in the number of people employed in the public sector. One of the main reasons is the increasing demand for public services, particularly in the health sector. The population of the UK is increasing, and the number of people who are aged 65 and over is increasing rapidly. This has led to an increase in the number of people who are employed in the health sector, particularly in the areas of nursing and health care.

Another reason for the increase in the number of people employed in the public sector is the increasing demand for public services in other areas, such as education and social care. The number of people who are employed in the education sector has increased from 1.5 million in 1990 to 2.5 million in 2000, and the number of people who are employed in the social care sector has increased from 0.5 million in 1990 to 1.5 million in 2000.

There are a number of reasons for this increase in the number of people employed in the public sector. One of the main reasons is the increasing demand for public services, particularly in the health sector. The population of the UK is increasing, and the number of people who are aged 65 and over is increasing rapidly. This has led to an increase in the number of people who are employed in the health sector, particularly in the areas of nursing and health care.

Another reason for the increase in the number of people employed in the public sector is the increasing demand for public services in other areas, such as education and social care. The number of people who are employed in the education sector has increased from 1.5 million in 1990 to 2.5 million in 2000, and the number of people who are employed in the social care sector has increased from 0.5 million in 1990 to 1.5 million in 2000.

There are a number of reasons for this increase in the number of people employed in the public sector. One of the main reasons is the increasing demand for public services, particularly in the health sector. The population of the UK is increasing, and the number of people who are aged 65 and over is increasing rapidly. This has led to an increase in the number of people who are employed in the health sector, particularly in the areas of nursing and health care.

