

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



Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

September 3/2007 25. Jahrgang

Inhalt

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

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Das robuste Wachstum der Weltwirtschaft setzte sich im ersten Halbjahr 2007 fort, wobei die kräftigsten Impulse von Europa und Asien ausgingen. Demgegenüber entwickelte sich die amerikanische Wirtschaft über beide Quartale betrachtet in moderatem Tempo. Die Aussichten bleiben für alle drei Wirtschaftsräume grundsätzlich günstig. Aufgrund der Turbulenzen auf den Finanzmärkten vom August, die zu einem markanten Anstieg der Prämien auf risikoreichen Anlagen führten, dominieren allerdings die Abwärtsrisiken für das Wachstum.

In der Schweiz setzte sich der Konjunkturaufschwung im Sommerhalbjahr 2007 fort. Das reale BIP stieg im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 3% und lag damit 2,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Zum kräftigen Wirtschaftswachstum trugen sowohl die Binnen- als auch die Exportnachfrage bei. Bemerkenswert war der starke Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen. Die Beschäftigung erhöhte sich weiter und die Zahl der Arbeitslosen bildete sich zurück. Die SNB rechnet für das Jahr 2007 unverändert mit einem BIP-Wachstum in der Grössenordnung von gegen 2,5%, wobei allerdings die konjunkturellen Risiken infolge der Finanzmarkturbulenzen gestiegen sind.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom September, bis auf weiteres einen Dreimonats-Libor von rund 2,75% anzustreben, nachdem dieser Satz Anfang September aufgrund deutlich erhöhter Kreditrisikoprämien bis auf 2,9% gestiegen war. Mit dieser Entscheidung zielt die SNB auf eine Entspannung am Schweizerfranken-Geldmarkt. Das Zielband für den Dreimonats-Libor wurde um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25% bis 3,25% angepasst.

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 44)

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten Juni bis August mit rund 150 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, zeigen das Bild einer breit abgestützten Hochkonjunktur. Die meisten Gesprächspartner meldeten ein robustes bis starkes Umsatz- und Bestellwachstum; einige sprachen sogar von einem Rekordjahr. Auch die Aussichten wurden optimistisch beurteilt; von einer absehbaren Verlangsamung war kaum je die Rede. Mit Blick auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten vom August war in einigen Fällen allerdings eine gewisse Besorgnis zu spüren. Angesichts der hohen Kapazitätsauslastung und der guten Ertragslage tätigten viele Unternehmen Erweiterungsinvestitionen oder sahen solche vor. Regelmässig zur Sprache kam die Schwierigkeit, qualifiziertes Personal zu rekrutieren. Der Preissetzungsspielraum scheint sich insgesamt vergrössert zu haben, so dass die höheren Rohstoff- und Energiepreise vermehrt auf die Kunden überwältzt werden können. Als Hauptsorge wurden erneut Kapazitätsengpässe sowie Beschaffungsprobleme bei Rohstoffen und Vorprodukten genannt.

Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies (S. 48)

Zusammenfassungen von drei Aufsätzen: Hans-Jürg Büttler, «An orthogonal polynomial approach to estimate the term structure of interest rates», SNB Working Paper 2007-8; Raphael Auer, «The colonial origins of comparative development: Comment. A solution to the settler mortality debate», SNB Working Paper 2007-9; Ernst Baltensperger, Philipp M. Hildebrand und Thomas J. Jordan, «The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a 'principles-based' policy framework», SNB Economic Study No. 3 2007.

Bericht über die Geldpolitik

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

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

Inhalt

8	Zu diesem Bericht
9	Überblick
11	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
15	2.1 Übersicht
17	2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen
20	2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt
21	2.4 Kapazitätsauslastung
23	2.5 Güterpreise
28	3 Monetäre Entwicklung
28	3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen
31	3.2 Wechselkurse
34	3.3 Aktien-, Immobilien- und Rohwarenpreise
37	3.4 Geldaggregate
39	3.5 Kredite
41	4 Die Inflationsprognose der SNB
41	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
43	4.2 Inflationsprognose 3. Quartal 2007 bis 2. Quartal 2010
26	Wechselkursübertragung auf die Preise im Inland
32	Der Schweizer Franken – Tendenz zur Aufwertung bei einer Börsenbaisse und hoher Marktunsicherheit
42	Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Zu diesem Bericht

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

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

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom September 2007 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums von Mitte September 2007.

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

Überblick

Das robuste Wachstum der Weltwirtschaft setzte sich im ersten Halbjahr 2007 fort, wobei die kräftigsten Impulse von Europa und Asien ausgingen. Demgegenüber entwickelte sich die amerikanische Wirtschaft über beide Quartale betrachtet in moderatem Tempo. Die Aussichten bleiben für alle drei Wirtschaftsräume grundsätzlich günstig. Aufgrund der Turbulenzen auf den Finanzmärkten vom August, die zu einem markanten Anstieg der Prämien auf risikoreichen Anlagen führten, dominieren allerdings die Abwärtsrisiken für das Wachstum.

Die Wurzeln der Finanzmarkturbulenzen liegen in der bereits seit einiger Zeit schwelenden Hypotheken- und Immobilienkrise in den USA. Massive Kurskorrekturen auf Hypothekendarlehen mit geringer Bonität haben den Finanzsektor belastet. Einzelne amerikanische und europäische Banken gerieten in erhebliche Schwierigkeiten. Um eine drohende Liquiditätsverknappung auf dem Geldmarkt abzuwenden, erhöhten die meisten Zentralbanken im August vorübergehend die Liquiditätsversorgung. Mitte August senkte die amerikanische Zentralbank zudem den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 5,75% und untermauerte damit ihre Bereitschaft, für geordnete Verhältnisse am Geldmarkt zu sorgen. Zudem deutete sie im Hinblick auf die nächste planmässige Sitzung des Offenmarktausschusses von Mitte September die Möglichkeit einer Senkung ihres Tagesgeldsatzes an.

Die SNB geht im internationalen Konjunkturszenario, das ihrer Inflationsprognose vom September zugrunde liegt, davon aus, dass sich die Wachstumsdynamik in den USA infolge der Finanzmarkturbulenzen im nächsten Jahr abschwächen wird. In Europa dürfte sich dagegen das robuste Wachstum fortsetzen.

In der Schweiz setzte sich der Konjunkturaufschwung im Sommerhalbjahr 2007 fort. Das reale BIP stieg im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 3% und lag damit 2,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Zum kräftigen Wirtschaftswachstum trugen sowohl die Binnen- als auch die Exportnachfrage bei. Bemerkenswert war insbesondere der starke Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen. Die Beschäftigung erhöhte sich weiter und die Zahl der Arbeitslosen bildete sich zurück. Das Bild einer breit abgestützten Hochkonjunktur wird durch die Gespräche der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 150 Vertretern verschiedener Wirtschaftssektoren und Branchen gestützt. Als Hauptsorge wurden erneut Kapazitätsengpässe sowie Beschaffungsprobleme bei den Rohstoffen und Vorprodukten genannt. Der Preissetzungsspielraum scheint sich insgesamt vergrössert zu haben, so dass die höheren Rohstoff- und Energiekosten vermehrt weitergegeben werden

können. Auf die Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten vom August angesprochen, war in einigen Fällen allerdings Besorgnis zu spüren.

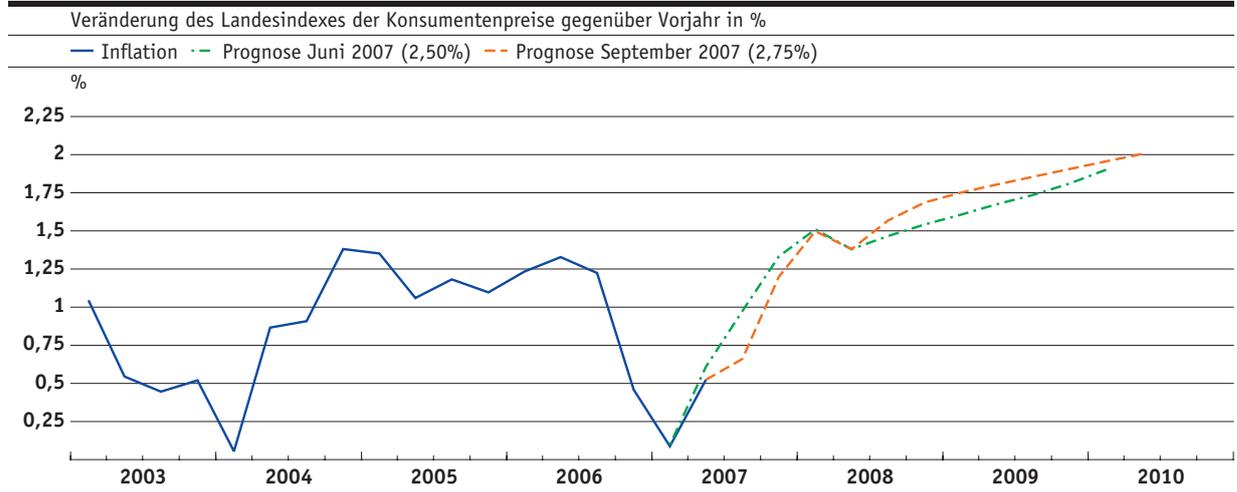
Die SNB rechnet für das Jahr 2007 unverändert mit einem BIP-Wachstum in der Grössenordnung von gegen 2,5%, wobei allerdings die konjunkturellen Risiken infolge der Finanzmarkturbulenzen gestiegen sind. Die wichtigsten Nachfrageimpulse dürften in den nächsten Quartalen weiterhin sowohl von den Exporten als auch von der Binnen- nachfrage ausgehen. Während der private Konsum durch die günstige Einkommensentwicklung gestützt wird, wirken beim Bau allerdings die höheren Zinssätze und Baukosten dämpfend. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften dagegen vor dem Hintergrund der hohen Kapazitätsauslastung und der guten Ertragslage der Unternehmen weiter deutlich zulegen.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom September, bis auf weiteres einen Dreimonats-Libor von rund 2,75% anzustreben, nachdem dieser Satz Anfang September aufgrund deutlich erhöhter Kreditrisikoprämien sogar bis auf 2,9% gestiegen war. Mit dieser Entscheidung zielt die SNB auf eine Entspannung am Schweizer-Franken-Geldmarkt. Das Zielband für den Dreimonats-Libor wurde um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25% bis 3,25% angepasst.

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten zeigten bis anhin kaum Auswirkungen auf die Inflationsaussichten. Die Inflationsaussichten haben sich indessen aufgrund der guten Wirtschaftsentwicklung, eines weiterhin hohen Erdölpreises und eines tiefen Frankenwechsellkurses leicht verschlechtert und sind mit grösseren Unsicherheiten verbunden. Dank der Verschiebung des Zielbandes nach oben bleiben die Teuerungsaussichten praktisch unverändert. Gemäss der Inflationsprognose vom September, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 2,75% beruht, steigt die prognostizierte Inflation weiterhin an, wenn auch nur leicht.

Die Einschätzung der Teuerungsaussichten ist mit grösseren Unsicherheiten als üblich behaftet. Verschiedene Risiken können die Entwicklung der Inflation in beiden Richtungen beeinflussen. Die Gefahr eines Anstiegs der Inflation wird durch die dynamische Gesamtnachfrage, den hohen Erdölpreis und das relativ tiefe Niveau des Frankenkurses genährt. Andererseits sind auch Entwicklungen zu verzeichnen, die einem Anstieg der Inflation entgegenwirken. Dazu zählt insbesondere die amerikanische Hypothekarkrise, die zu einer Verlangsamung der internationalen Konjunktur führen kann. Weiterhin preisdämpfend wirken ausserdem die Öffnung des schweizerischen Arbeitsmarktes und der durch den globalen Wettbewerb verursachte stärkere Druck auf die Margen.

Inflationsprognose Juni 2007 mit Libor 2,50% und September 2007 mit Libor 2,75%



Inflationsprognose September 2007, Libor 2,75%

	2007	2008	2009
Durchschnittliche Jahresinflation in %	0,6	1,5	1,8

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Das robuste Wachstum der Weltwirtschaft setzte sich im ersten Halbjahr 2007 fort, wobei die kräftigsten Impulse von Europa und Asien ausgingen. Demgegenüber entwickelte sich die amerikanische Wirtschaft über beide Quartale betrachtet in moderatem Tempo. Die Aussichten bleiben für alle drei Wirtschaftsräume grundsätzlich günstig. Aufgrund der Turbulenzen auf den Finanzmärkten vom August, die zu einem markanten Anstieg der Prämien auf risikoreichen Anlagen führten, dominieren allerdings die Abwärtsrisiken für das Wachstum.

Die Wurzeln der Finanzmarkturbulenzen liegen in der bereits seit einiger Zeit schwelenden Hypotheken- und Immobilienkrise in den USA. Massive Kurskorrekturen auf Hypothekendarlehen mit geringer Bonität haben den Finanzsektor belastet. Einzelne amerikanische und europäische Banken gerieten in erhebliche Schwierigkeiten. Um eine drohende Liquiditätsverknappung auf dem Geldmarkt abzuwenden, erhöhten die meisten Zentralbanken im August vorübergehend die Liquiditätsversorgung.

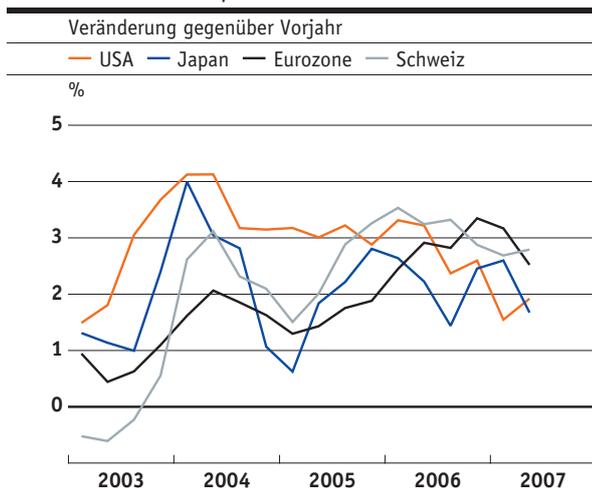
Amerikanische Wirtschaft auf moderatem Wachstumskurs

Nach dem ausgesprochen schwachen ersten Quartal expandierte die amerikanische Wirtschaft im zweiten Quartal mit 4,0% erstmals seit Beginn 2006 wieder kräftig. Gestützt wurde das Wachstum

insbesondere durch den Aussenhandel und den industriell-gewerblichen Bau. Dagegen hat sich der Zuwachs im privaten Konsum, der noch im vergangenen Winterhalbjahr – getragen durch kräftig steigende Einkommen – hoch ausfiel, deutlich abgeschwächt. Auch die Wohnbauinvestitionen dämpften das Wirtschaftswachstum, wenn auch in geringerem Ausmass als in den vier Quartalen zuvor.

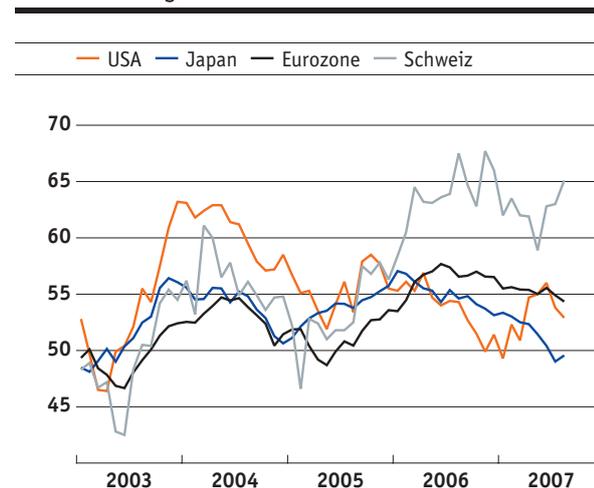
Die für das dritte Quartal vorliegenden Indikatoren deuten auf ein moderates Wachstum der US-Volkswirtschaft hin. So scheint zwar die Schwächephase im verarbeitenden Gewerbe überwunden, doch ist die Korrektur am Häusermarkt noch nicht ausgestanden. Die im Zuge der Hypothekarkrise schlechter gewordenen Finanzierungsbedingungen haben die Situation zusätzlich verschärft, so dass sich der Rückgang der Wohnbauinvestitionen bis ins nächste Jahr fortsetzen dürfte. Auch die Situation auf dem Arbeitsmarkt hat sich zuletzt etwas eingetrübt. Dennoch haben sich die Einkommenssteigerungen fortgesetzt, was den privaten Konsum weiter stützen und die negativen Auswirkungen ausbleibender Vermögensgewinne auf das Ausgabeverhalten begrenzen sollte. Vom Aussenhandel dürften angesichts der nach wie vor kräftig wachsenden Weltwirtschaft ebenfalls Wachstumsimpulse ausgehen. Insgesamt haben sich die konjunkturellen Aussichten aber verschlechtert und die konjunkturellen Risiken sind gestiegen. Dementsprechend sank die BIP-Konsensusprognose für 2007 zwischen Mai und August von 2,1% auf 1,9%.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Thomson Datastream

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

Vorübergehend langsamere Gangart in der Eurozone

Im Unterschied zu den USA schwächte sich das Wachstum in der Eurozone im zweiten Quartal ab, obwohl das konjunkturelle Umfeld grundsätzlich günstig blieb. Das BIP-Wachstum betrug noch 1,4%, nach 2,9% im ersten Quartal. Eine Abschwächung des Wachstums war in allen grösseren Volkswirtschaften der Eurozone festzustellen. Ins Gewicht fielen vor allem der Rückgang der Bauinvestitionen sowie ein negativer Wachstumsbeitrag seitens der Lager. Dagegen erholte sich der Privatkonsum, nachdem er im ersten Quartal infolge der Anhebung der deutschen Mehrwertsteuer stagniert hatte.

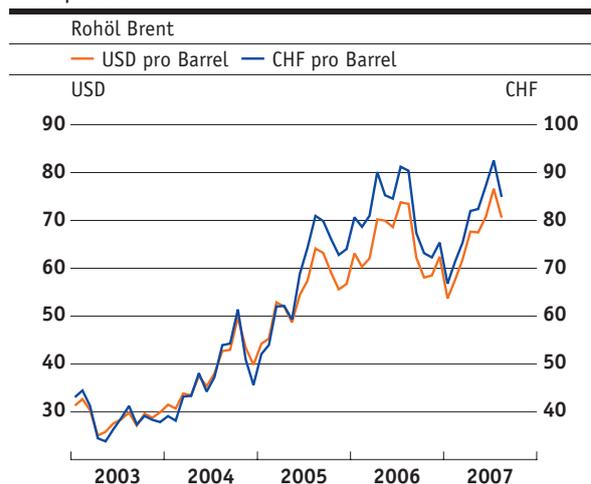
Eine Reihe von Indikatoren deutet für die Eurozone auf einen anhaltend robusten Konjunkturverlauf hin. Dazu gehören der steigende Bestellungseingang in der Industrie, die gute Ertragslage der Unternehmen sowie das bis zuletzt hohe Konsumenten- und Produzentenvertrauen. Der private Konsum dürfte dabei insbesondere von einem verstärkten Zuwachs der Löhne und der weiter steigenden Beschäftigung profitieren. Die BIP-Konsensusprognose für 2007 erhöhte sich weiter von 2,5% im Mai auf 2,7% im August.

Weiterhin günstige Konjunktur in Asien

In Japan nahm das reale BIP im zweiten Quartal um 1,2% ab, nachdem es in den beiden Vorquartalen sehr stark gewachsen war. Die Abschwächung erfolgte auf breiter Front, wobei vor allem der verstärkte Rückgang der Bauinvestitionen sowie die Wachstumsverlangsamung bei den Ausrüstungsinvestitionen dämpfend wirkten. Die Konjunkturaussichten für das zweite Halbjahr bleiben angesichts der anhaltend optimistischen Unternehmensstimmung, der robusten Gewinnentwicklung und der sinkenden Arbeitslosenquote günstig. Die Konsensusprognose für das BIP-Wachstum im Jahre 2007 stieg zwischen Mai und August von 2,2% auf 2,4%.

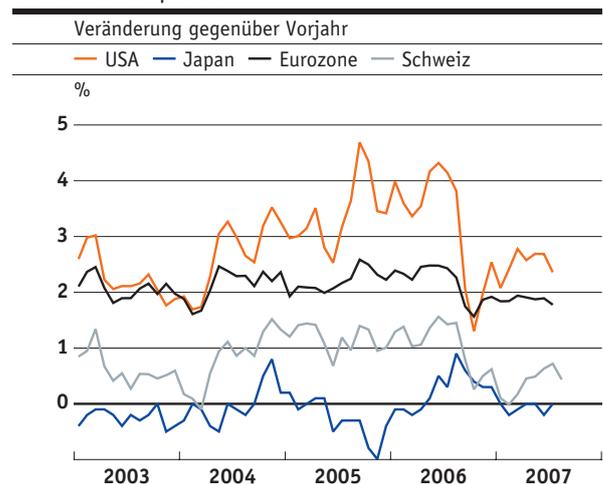
In China herrscht unverändert Hochkonjunktur. Das reale BIP lag im zweiten Quartal fast 12% höher als vor Jahresfrist. Wichtige Auftriebskräfte gingen weiterhin von der Investitionstätigkeit aus, die durch eine hohe Liquiditätsversorgung und steigende Unternehmensgewinne getrieben wurde. Zwar ergriff die Regierung mittlerweile eine Reihe von Massnahmen, um die stark expandierende Investitionstätigkeit zu bremsen, doch zeigten diese bislang kaum Wirkung. So fiel die Konsensusprognose für das BIP-Wachstum 2007 im August mit 11,3%

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

sogar höher aus als im Mai (10,3%). In anderen aufstrebenden Ländern Ostasiens (Hongkong, Korea, Singapur und Taiwan) zog das Jahreswachstum des BIP im zweiten Quartal auf 5,5% an. Dazu trug vor allem der Industriesektor bei, nachdem sich das Wachstum der industriellen Produktion zuvor seit Mitte 2006 kontinuierlich abgeschwächt hatte.

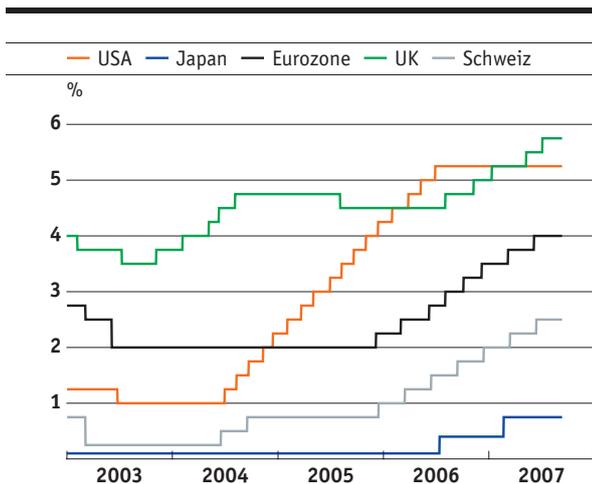
Kaum veränderte Teuerungsraten

Trotz robusten Wirtschaftswachstums und steigender Energiepreise verstärkte sich der Inflationsdruck in den grossen Industrieländern nicht mehr weiter. In den USA bewegte sich die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuernung bis Juni zwar auf einem hohen Stand, doch sank sie im Juli infolge nachlassender Benzinpreise auf 2,4%. Auch die unter Ausschluss der Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnete Kernteuerung reduzierte sich leicht auf 2,2%. In der Eurozone bildete sich die Jahresteuernung im Juli geringfügig auf 1,8% zurück, nachdem sie seit Februar 1,9% betragen hatte. Die Kerninflation liegt in der Eurozone mit 1,9% praktisch gleich hoch wie die gesamte Konsumteuerung. In Japan verharren die Konsumentenpreise zwischen April und Juli trotz steigender Erdölpreise auf ihrem Vorjahresstand, während sich die Kernteuerung weiterhin im negativen Bereich bewegte (-0,5%).

Rasche Reaktion der Zentralbanken auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten

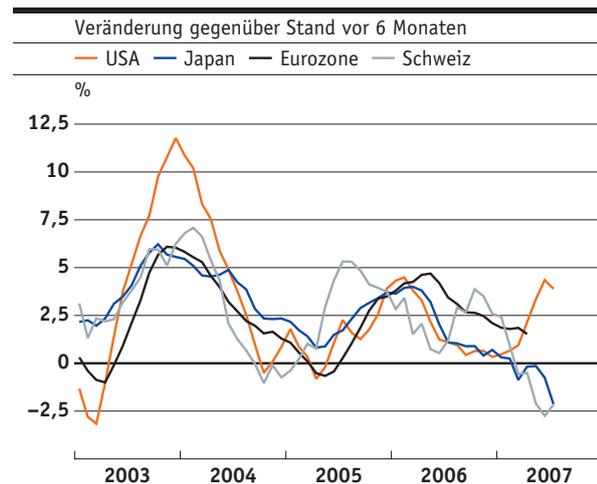
Die Geldpolitik der Zentralbanken stand im dritten Quartal im Zeichen der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten. Sowohl die amerikanische Zentralbank als auch die Europäische Zentralbank (EZB) und die Bank von Japan erhöhten im August vorübergehend die Liquiditätsversorgung des Bankensystems, um Anspannungen am Geldmarkt entgegenzuwirken. Mitte August senkte die amerikanische Zentralbank zudem den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 5,75% und untermauerte damit ihre Bereitschaft, für geordnete Verhältnisse am Geldmarkt zu sorgen. Zudem deutete sie im Hinblick auf die nächste planmässige Sitzung des Offenmarktausschusses von Mitte September die Möglichkeit einer Senkung ihres Tagesgeldsatzes an. Die EZB belies ihren Hauptrefinanzierungssatz Anfang September unverändert bei 4%, nachdem sie im August noch eine Zinserhöhung signalisiert hatte. Sie begründete ihren Entscheid mit den erhöhten Unsicherheiten, die mit den Turbulenzen an den Finanzmärkten verbunden sind. Auch die japanische Zentralbank liess den Tagesgeldsatz unverändert (0,5%). Dagegen setzte die chinesische Zentralbank ihre restriktivere Geldpolitik mit weiteren Zinsschritten und einer erneuten Erhöhung des Mindestreservesatzes um 0,5 Prozentpunkte auf zuletzt 12,0% fort.

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

	Wirtschaftswachstum ¹				Teuerung ²			
	Mai		August		Mai		August	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
USA	2,1	2,8	1,9	2,6	2,4	2,3	2,8	2,4
Japan	2,2	2,2	2,4	2,1	0,1	0,5	0,0	0,4
Eurozone	2,5	2,2	2,7	2,3	1,9	1,9	2,0	2,0
Deutschland	2,4	2,3	2,7	2,4	1,8	1,5	1,9	1,6
Frankreich	2,1	2,1	2,1	2,3	1,4	1,6	1,4	1,7
Italien	1,8	1,6	1,9	1,7	1,8	1,9	1,8	1,9
Vereinigtes Königreich	2,7	2,3	2,8	2,2	2,3	1,9	2,4	2,0
Schweiz	2,2	2,0	2,5	2,2	0,5	1,1	0,6	1,2

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: Consensus Forecasts, Mai 2007, August 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 Übersicht

Anhaltend kräftiges BIP-Wachstum

In der Schweiz setzte sich der Konjunkturaufschwung im Sommerhalbjahr fort. Gemäss Schätzung des SECO stieg das reale BIP im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 3,0% und lag damit 2,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Zum kräftigen Wirtschaftswachstum trugen sowohl die Binnen- als auch die Exportnachfrage bei. Bemerkenswert war insbesondere der starke Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen.

Im August publizierte das Bundesamt für Statistik (BFS) die BIP-Jahresschätzung für 2006. Demnach war das BIP im Jahre 2006 um 3,2% gestiegen. Bisher war man aufgrund der Quartalschätzung des SECO von einem Anstieg von 2,7% ausgegangen. Auch die Jahreswerte für 2004 und 2005 wurden nach oben revidiert. Aufgrund der neuen Werte erhöhte sich das BIP im Durchschnitt der Jahre 2004 bis 2006 um 2,7%. Dies entspricht dem stärksten Wachstum seit den Jahren 1988 bis 1990, als das BIP um durchschnittlich 3,9% pro Jahr zunahm.

Breit abgestützte Hochkonjunktur

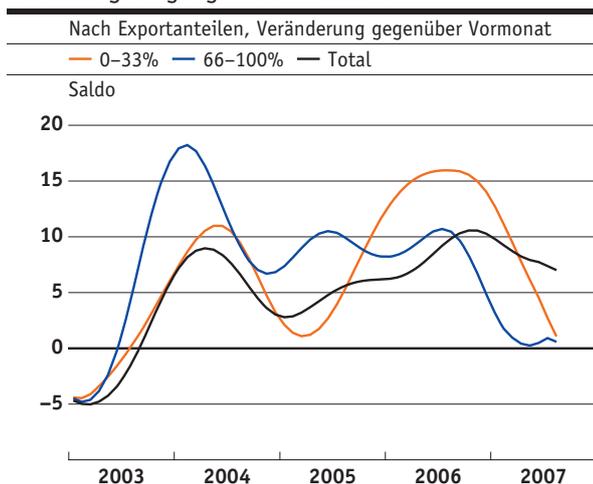
Die Entwicklung der Produktionsseite des BIP bestätigt das Bild einer breit abgestützten Hochkonjunktur. Den bedeutendsten Wachstumsbeitrag leistete erneut der Bankensektor, der gut einen Prozentpunkt zum BIP-Wachstum beitrug. Wichtige Impulse gingen aber auch von der Industrie sowie von den übrigen Dienstleistungsbranchen wie dem Handel, Gastgewerbe und Transport aus.

Die gute Industriekonjunktur spiegelt sich in der Produktionsstatistik des BFS. Die Produktion in der verarbeitenden Industrie stieg im zweiten Quartal um 9,0% gegenüber der Vorperiode. Sie lag aber immer noch 10,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Auch entwickelte sich die Nachfrage weiterhin robust, was insbesondere in einem hohen Arbeitsvorrat zum Ausdruck kam. Für die kommenden Monate rechnen die Unternehmen im Industriesektor mit weiter steigenden Bestellungen und einer höheren Produktion.

Günstige Aussichten

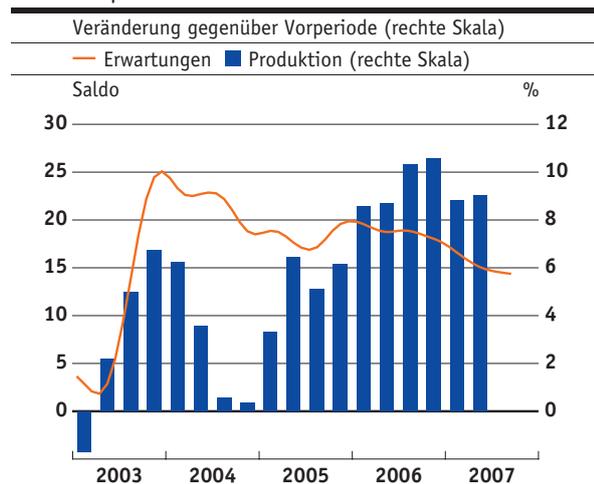
Die zwischen Juni und August geführten Gespräche der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 150 Vertretern verschiedener Wirtschaftssektoren und Branchen deuten darauf hin, dass die schweizerische Wirtschaft in den Sommermonaten über alle Branchen hinweg kräftig wuchs. Als Hauptsorge wurden erneut Kapa-

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				2007	
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	0,9	1,6	1,8	1,5	3,9	2,9	-0,2	2,2	0,2	1,1	3,0	1,9
Staatlicher Konsum	1,9	0,8	0,5	-1,4	-2,7	-0,7	0,0	-6,1	1,4	0,3	-1,9	-0,3
Anlageinvestitionen	-1,2	4,5	3,8	4,1	7,4	7,3	-0,0	5,1	0,9	7,3	-2,4	11,0
Bau	1,8	3,9	3,5	-1,4	-4,4	-4,1	-5,9	0,5	-2,0	5,9	-1,5	-13,8
Ausrüstungen	-3,6	5,0	4,0	8,9	18,9	17,9	5,3	8,9	3,2	8,4	5,7	34,0
Inländische Endnachfrage	0,6	2,1	2,1	1,7	3,8	3,5	-0,2	1,8	0,5	2,4	2,3	3,7
Inlandnachfrage	0,5	1,9	1,8	1,4	2,9	6,6	-2,6	5,0	-5,9	8,6	-8,3	4,0
Exporte total	-0,5	7,9	7,3	9,9	2,6	7,6	16,9	-0,2	12,1	15,7	10,2	1,9
Waren	-0,1	7,3	5,8	11,1	-2,3	8,5	21,1	0,3	14,2	14,9	13,0	-2,0
ohne EESKA ¹	0,5	7,3	6,5	11,3	-3,1	8,5	15,8	8,5	9,3	17,3	8,5	3,5
Dienstleistungen	-1,4	9,7	11,2	6,8	16,7	5,1	6,6	-1,4	6,4	18,1	3,0	13,0
Gesamtnachfrage	0,2	3,8	3,6	4,3	2,8	6,9	3,8	3,1	0,2	11,1	-1,8	3,2
Importe total	1,3	7,3	6,7	6,9	1,7	14,9	4,6	4,4	-6,9	34,6	-10,9	3,6
Waren	1,9	5,8	5,6	7,8	2,3	13,0	9,9	4,0	-12,5	46,1	-13,4	3,6
ohne EESKA ¹	2,4	5,9	5,3	7,4	3,9	8,4	10,9	3,0	-7,9	36,7	2,2	2,1
Dienstleistungen	-1,9	14,7	11,6	2,7	-1,1	23,6	-16,7	6,4	23,6	-8,0	1,7	3,5
BIP	-0,2	2,5	2,4	3,2	3,2	3,8	3,4	2,6	3,4	2,2	2,6	3,0

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

zitätsengpässe sowie Beschaffungsprobleme bei den Rohstoffen und Vorprodukten genannt. Die konjunkturellen Aussichten wurden weiterhin optimistisch beurteilt. Mit Blick auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten im August war in einigen Fällen allerdings Besorgnis zu spüren (vgl. «Die Konjunktur aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte», September 2007).

Die SNB rechnet für das Jahr 2007 unverändert mit einem BIP-Wachstum in der Grössenordnung von gegen 2,5%. Infolge der Turbulenzen auf den Finanzmärkten sind die Risiken einer ungünstigeren Konjunktorentwicklung jedoch gestiegen.

Die wichtigsten Nachfrageimpulse dürften in den nächsten Quartalen weiterhin sowohl von den Exporten als auch von der Binnennachfrage ausgehen. Während der private Konsum durch die günstige Einkommensentwicklung gestützt wird, wirken beim Bau allerdings die höheren Zinssätze und Baukosten dämpfend. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften dagegen vor dem Hintergrund der hohen Kapazitätsauslastung und der guten Ertragslage der Unternehmen weiter deutlich zulegen.

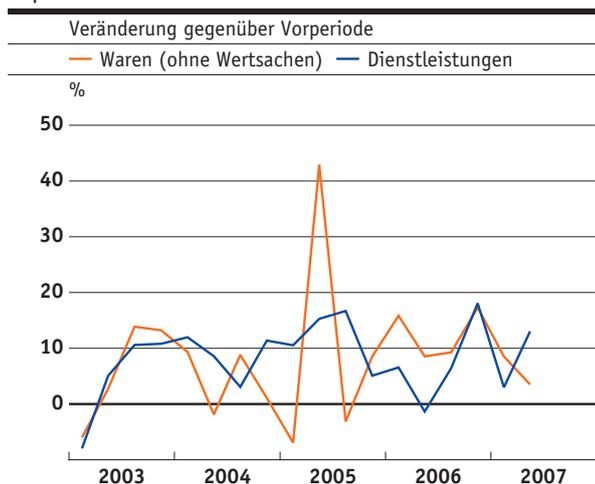
2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

Steigende Exporte...

Die schweizerische Wirtschaft profitierte weiterhin von der guten Verfassung der Weltwirtschaft und vom günstigen Wechselkurs des Franks gegenüber dem Euro. Die Ausfuhren sowohl von Waren als auch von Dienstleistungen nahmen im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode zu und übertrafen den Vorjahresstand insgesamt um 10,5%, nach 9,3% im Vorquartal. Bei den Dienstleistungen expandierten vor allem die Kommissionserträge aus Bankgeschäften mit ausländischen Kunden sowie die Erträge aus dem Transithandel. Positiv entwickelten sich aber auch die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr und dem Transportgeschäft.

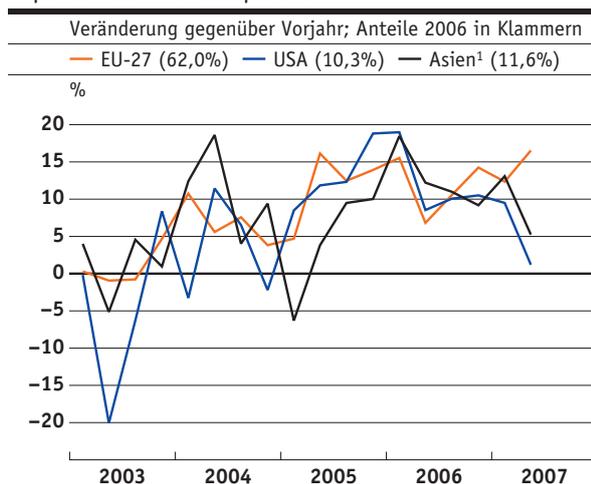
Während die Dienstleistungsexporte gegenüber der Vorperiode verstärkt zunahmen, verloren die Warenexporte – nach fast zwei Jahren kräftiger Zuwachsraten – an Schwung. Dabei wuchsen die Ausfuhren von Industriemaschinen und Präzisionsinstrumenten verlangsamt, während die Exporte von chemischen Roh- und Grundstoffen erneut deutlich abnahmen. Demgegenüber setzten die übrigen Ausfuhren von Halbfabrikaten und von Konsumgütern ihren Aufwärtstrend fort, bei den Uhrenexporten sogar leicht verstärkt. Nach Regionen gegliedert stiegen die Warenlieferungen in den EU-Raum unverändert kräftig, wobei die Exporte

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)

nach Deutschland, Frankreich und Italien wie auch in die mitteleuropäischen Staaten überdurchschnittlich zulegen. Dagegen wuchsen die Warenexporte in die asiatischen Staaten, insbesondere nach Japan, verlangsamt, während diejenigen in die USA schrumpften.

...und Importe

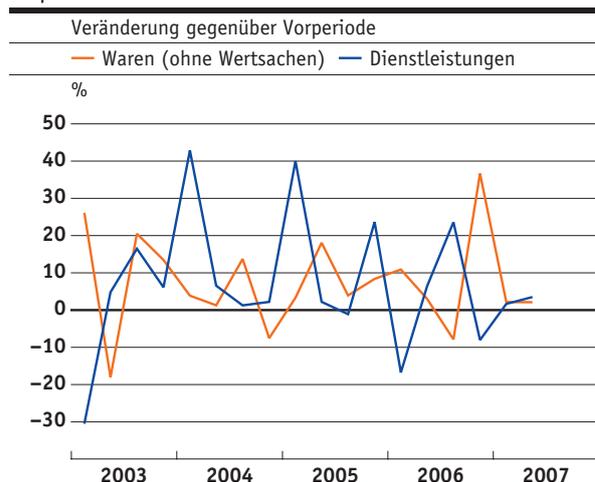
Die Importe sowohl von Waren als auch von Dienstleistungen setzten im zweiten Quartal ihren Aufwärtstrend fort. Insgesamt lagen sie 6,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Bei den Dienstleistungseinfuhren zogen die Ausgaben vor allem in den Bereichen Tourismus, Transporte sowie Lizenzen und Patente an. Bei den Wareneinfuhren (ohne Wertsachen) expandierten die Importe von Investitionsgütern verstärkt, wobei die Entwicklung allerdings durch umfangreiche Einfuhren von Flugzeugen etwas überzeichnet wurde. Auch die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten wuchsen deutlich, während die Konsumgütereinfuhren auf hohem Niveau stagnierten und die Importe von Energie erneut sanken.

Moderateres Konsumwachstum

Der private Konsum stieg gegenüber der Vorperiode um knapp 2%, nach 3% im ersten Quartal, und lag damit 1,5% über dem Stand vor Jahresfrist. Die Konsumnachfrage blieb breit abgestützt. Auf der Wareseite stiegen die Detailhandelsumsätze gegenüber dem Vorquartal um 4,7%, wobei sowohl mehr Verbrauchsgüter als auch mehr dauerhafte Güter umgesetzt wurden. Die bis und mit Juli kräftig steigende Zahl neu zugelassener Personenwagen bestätigt das Bild einer robusten Konsumnachfrage. Auf der Dienstleistungsseite, wo die Indikatoren lückenhafter sind, zog die Zahl der Hotelübernachtungen inländischer Gäste nach einer Schwächephase zu Beginn des Jahres wieder an. Gemäss der vierteljährlichen Umfrage der KOF/ETH im Gastgewerbe schätzen die Hotelleriebetriebe die Geschäftsentwicklung in den kommenden Monaten weiterhin optimistisch ein.

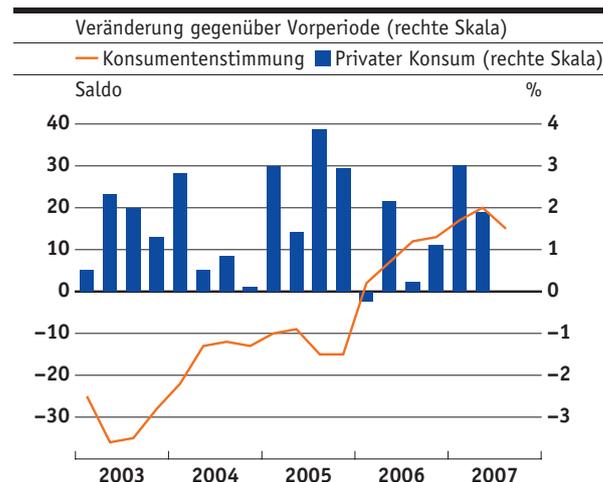
Der private Konsum wird zurzeit stark durch die Einkommensentwicklung gestützt. Die Arbeitnehmerinkommen dürften im laufenden Jahr real um 3,1% steigen, wobei diese Zunahme praktisch zu gleichen Teilen auf einen Anstieg der Reallöhne

Grafik 2.5
Importe



Quelle: SECO

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: SECO

(inkl. Bonuszahlungen) und der Beschäftigung zurückgeht. Beim Konsumentenvertrauen zeichnete sich dagegen eine gewisse Normalisierung ab. Nachdem der Index der Konsumentenstimmung in den vergangenen anderthalb Jahren stetig zugenommen hatte, sank er im Juli erstmals wieder leicht. Die befragten Haushalte schätzten die allgemeine Wirtschaftslage wie auch ihre persönliche finanzielle Lage etwas weniger optimistisch ein als in der Vorerhebung. Entsprechend nahm auch die Sicherheit der Arbeitsplätze im Urteil der Umfrageteilnehmer nicht mehr weiter zu.

Kräftig steigende Ausrüstungsinvestitionen

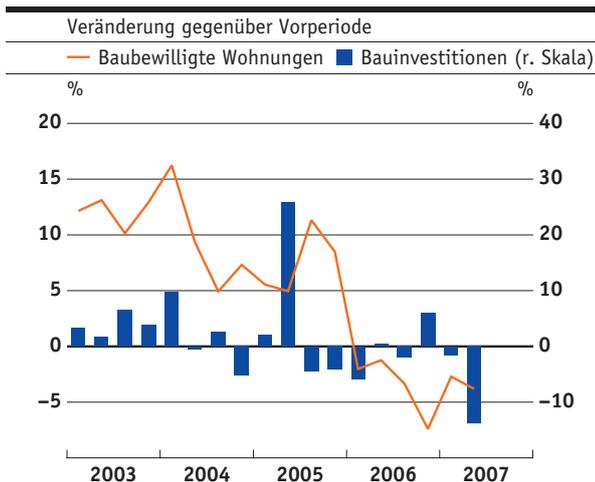
Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode kräftig (34%) und lagen damit 12,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Auch die Werte für die Vorquartale wurden nach oben revidiert. Damit ergibt sich eine deutlich stärkere Investitionstätigkeit, als es bisher den Anschein hatte. Diese steht in Einklang mit dem robusten Wirtschaftswachstum und der hohen Kapazitätsauslastung der letzten Jahre. Angesichts der guten Ertragslage der Unternehmen und der

stark ausgelasteten Produktionskapazitäten kann in den kommenden Quartalen mit anhaltend kräftig steigenden Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden. Im Zuge der damit verbundenen Ausweitung der Produktionskapazitäten dürfte sich der Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten, der im Industriesektor schon seit drei Jahren über seinem langjährigen Durchschnitt liegt, allmählich normalisieren.

Rückläufige Bauinvestitionen

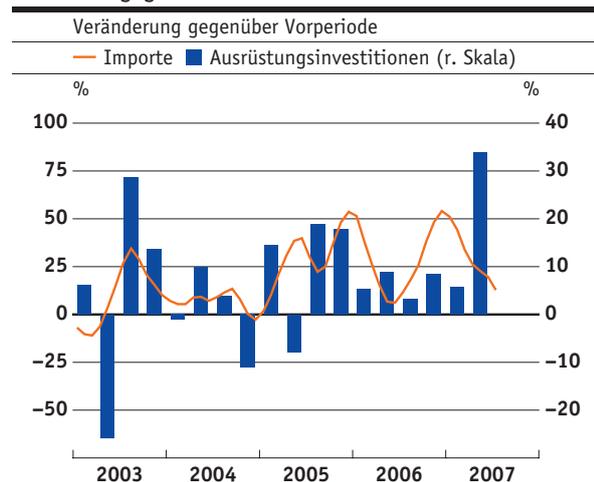
Als einzige Nachfragekomponente nahmen die Bauinvestitionen im zweiten Quartal ab, womit sich der seit einem Jahr beobachtete Trend fortsetzte. Gegenüber der Vorperiode sanken sie um fast 14% und lagen damit 3,4% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Gemäss der Quartalsumfrage des Baumeisterverbandes nahm die Investitionstätigkeit im Wohnungsbau sowie im Tiefbau ab, während der Wirtschaftsbau expandierte. Auch in den kommenden Quartalen ist mit tendenziell rückläufigen Bauinvestitionen zu rechnen. Dies gilt vor allem für den Wohnungsbau, wo die Anzahl neu bewilligter Wohnungen seit Anfang 2006 sinkt.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Höhere Beschäftigung

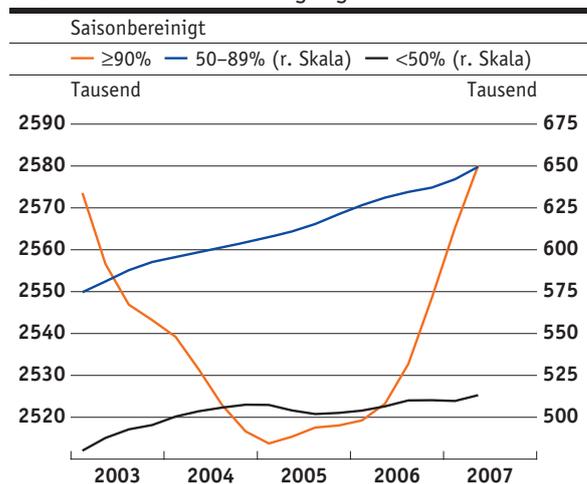
Die Zahl der Beschäftigten nahm im zweiten Quartal erneut kräftig zu. Sie erhöhte sich gegenüber der Vorperiode um 2,1% und lag damit 2,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Im Vorjahresvergleich entspricht dies einem Zuwachs von 19 000 Arbeitsplätzen. Die Beschäftigung stieg dabei im Vollzeit- wie auch im Teilzeitstellenbereich. Auf Vollzeitstellen umgerechnet erhöhte sich das Arbeitsvolumen um 2,2% gegenüber der Vorperiode und übertraf damit den Vorjahresstand um 2,5%.

Branchenmässig war das Beschäftigungswachstum breit abgestützt, wobei der grösste Teil der zusätzlichen Stellen im Dienstleistungssektor geschaffen wurde. Ein verstärkter Stellenausbau war insbesondere im Grosshandel, im Gastgewerbe und im Finanzsektor zu verzeichnen. Die zunehmende Zahl der offenen Stellen deutet auf eine weiter steigende Nachfrage nach Arbeitskräften hin. Auch im zweiten Halbjahr 2007 dürften die bedeutendsten Beschäftigungsimpulse vom Dienstleistungssektor ausgehen, doch ist auch von der Bauwirtschaft und von der Industrie ein positiver Beitrag zu erwarten.

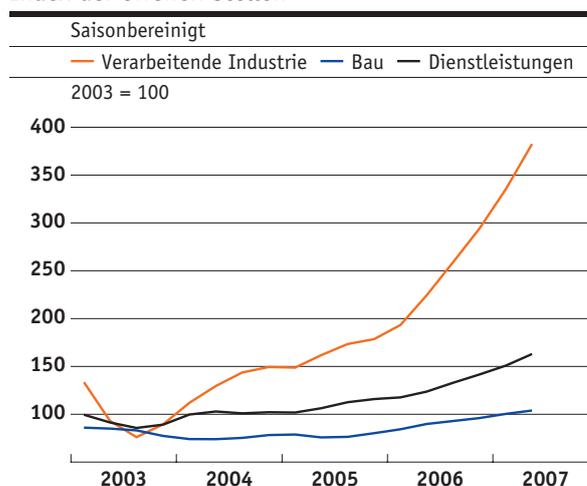
Rückgang der Arbeitslosenquote

Die um Saisoneinflüsse bereinigte Zahl der bei den regionalen Arbeitsämtern gemeldeten Arbeitslosen bildete sich zwischen Mai und August auf 105 900 Personen zurück, was einem Rückgang der Arbeitslosenquote von 2,8% auf 2,7% entspricht. Parallel dazu verringerte sich auch die Zahl der Stellensuchenden, die neben den registrierten Arbeitslosen auch diejenigen Personen umfasst, welche an Weiterbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen. Die Quote der Stellensuchenden sank von Mai bis August um 0,2 Prozentpunkte auf 4,1%. Bis Ende Jahr kann mit einem weiteren Rückgang der saisonbereinigten Quoten der Arbeitslosen und der Stellensuchenden auf rund 2,5% bzw. 4,0% gerechnet werden.

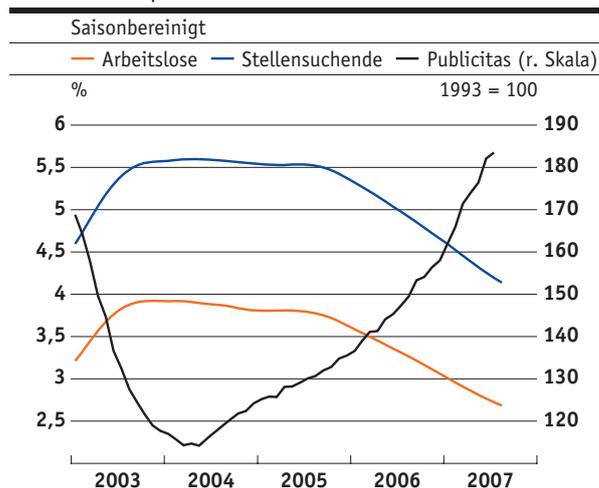
Grafik 2.9
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



Grafik 2.10
Index der offenen Stellen



Grafik 2.11
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafiken 2.9 und 2.10:
Quelle: BFS

Grafik 2.11:
Bei den regionalen Arbeitsämtern registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quellen: Publicitas, SECO

2.4 Kapazitätsauslastung

Die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage muss in der mittleren Frist im Gleichschritt mit dem gesamtwirtschaftlichen Angebot erfolgen, damit eine inflationäre oder deflationäre Entwicklung vermieden werden kann. Das gesamtwirtschaftliche Angebot, das durch die Verfügbarkeit von Kapital und Arbeitskräften sowie den technischen Fortschritt bestimmt wird, ist normalerweise in der kurzen Frist relativ starr. Veränderungen der Nachfrage schlagen sich deshalb in einer Veränderung der Auslastung der technischen und personellen Kapazitäten nieder. Steigt deren Auslastung während längerer Zeit über ihr normales Niveau hinaus, signalisiert dies einen Nachfrageüberhang und dementsprechend einen steigenden Inflationsdruck. Umgekehrt deutet ein Angebotsüberhang auf einen Deflationsdruck hin.

Leichte sinkende Kapazitätsauslastung in Industrie und Bauwirtschaft

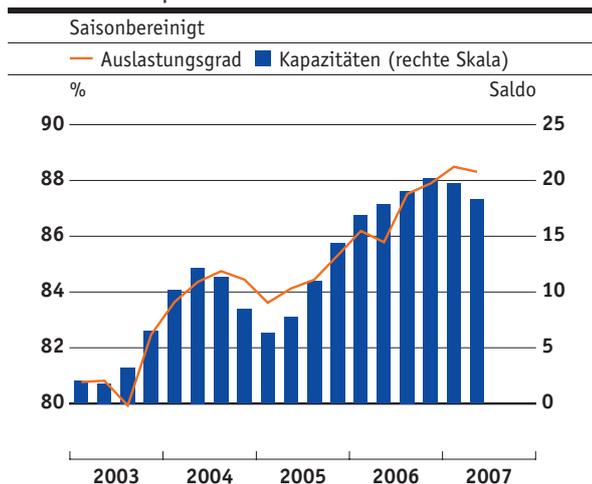
Eine erste Gruppe von Indikatoren, die zur Beurteilung der Kapazitätsauslastung herangezogen werden kann, stammt aus den Umfragen der KOF/ETH. Demnach sank die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie im zweiten Quartal leicht auf 88,3%, was immer noch klar über dem langfristigen Durchschnitt liegt. Gleichzeitig

erhöhte sich aber der Anteil an Unternehmen, die unzureichende technische Kapazitäten meldeten, nicht mehr weiter. In der Bauwirtschaft war dieser Anteil sogar rückläufig. Dies deutet darauf hin, dass die verstärkte Investitionstätigkeit allmählich zu einer Entspannung bei den technischen Kapazitäten führt. Demgegenüber sah ein wachsender Anteil von Industrie- und Baufirmen im Mangel an Arbeitskräften ein Produktionshemmnis.

Auch bei den Dienstleistungsbranchen zeigten die verfügbaren Umfrageergebnisse der KOF/ETH insgesamt stark ausgelastete Kapazitäten, doch bestehen zwischen den Branchen erhebliche Unterschiede. So wurde im Gastgewerbe, im Detailhandel und im Bankensektor der Personalbestand als ausreichend beurteilt, während die Versicherungen Personalknappheit meldeten.

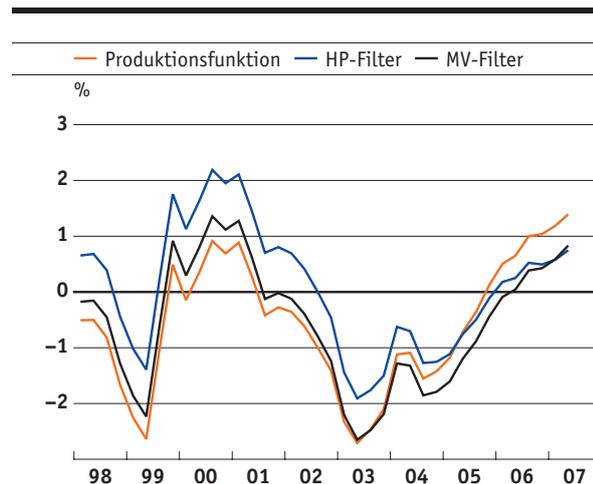
Die von den SNB-Delegierten von Juni bis August geführten Gespräche mit Vertretern verschiedener Branchen ergeben ein ähnliches Bild wie die Umfrageergebnisse der KOF. Insgesamt signalisierten die Unternehmensvertreter weiterhin eine hohe Auslastung der Kapazitäten. Gleichzeitig war immer wieder von einem Mangel an qualifizierten Arbeitskräften die Rede. Vor dem Hintergrund voll ausgelasteter Kapazitäten scheint sich der Preissetzungsspielraum der Unternehmen vergrößert zu haben.

Grafik 2.12
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.13
Produktionslücke



Quelle: SNB

Ausweitung der positiven Produktionslücke

Ein umfassenderes Mass der Auslastung der Wirtschaft ist die Produktionslücke, welche als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial der Schweiz berechnet wird. Grafik 2.10 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die auf verschiedenen Verfahren zur Bestimmung des Produktionspotenzials basieren (Produktionsfunktion (PF), Hodrick-Pre-scott-Filter (HP) und multivariater Filter (MV)). Alle drei Schätzungen deuten darauf hin, dass sich die seit Anfang 2006 positive Produktionslücke weiter vergrössert hat. Gemäss Produktionsfunktionsansatz betrug der Produktionsüberhang im zweiten Quartal 1,4%, gemäss den beiden Filterverfahren 0,7% bzw. 0,8%. In dieser Entwicklung kommt zum Ausdruck, dass das reale BIP im zweiten Quartal mit 3% erneut stärker stieg als Produktionspotenzial. Zum Anstieg der Produktionslücke trug aber auch das nach oben korrigierte BIP-Wachstum im Jahre 2006 bei.

Die positive Produktionslücke widerspiegelt die überdurchschnittlich hohe Auslastung der technischen Kapazitäten. Demgegenüber ist das Arbeitskräfteangebot inzwischen nahezu normal ausgelastet, nachdem lange Zeit Unterbeschäftigung geherrscht hatte. Die SNB geht davon aus, dass sich der Produktionsüberhang in den nächsten Quartalen ungefähr auf dem gegenwärtigen Stand stabilisieren wird, da das erwartete BIP-Wachstum von rund 2% ungefähr dem erwarteten Potenzialwachstum entspricht. Letzteres liegt mit rund 2% weiterhin leicht höher als im langfristigen Durchschnitt (1,6%). Dies ist vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen. Erstens dürfte der Kapitalbestand infolge der kräftigen Investitionstätigkeit verstärkt zunehmen. Zweitens sollten die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte, der Anstieg der Partizipationsrate sowie der weitere leichte Rückgang der Arbeitslosigkeit dazu führen, dass das Angebot an Arbeitskräften überdurchschnittlich stark steigt.

2.5 Güterpreise

Anhaltender Preisdruck seitens Produzenten- und Importpreisen

Zwischen April und Juli verstärkte sich der Preisdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerten Konsumentenpreise ausgeht. Die Jahreststeuerung der inländischen Produzentenpreise erhöhte sich von 2,1% im April auf 2,4% im Juli. Im gleichen Zeitraum legte die Jahreststeuerung bei den importierten Gütern um 0,1 Prozentpunkte auf 3,5% zu. Die Betrachtung der Güterarten zeigt ein uneinheitliches Bild. Während sich die Preissteigerungen der Vorleistungsgüter, ausgehend von einem hohen Niveau, etwas abschwächten, zogen die Preise der Energieträger und Agrargüter an. Bei den Investitions- und Konsumgütern nahm die Jahreststeuerung weiter zu, was auf eine allmähliche Übertragung vergangener Preis erhöhungen im Bereich Energie und Rohstoffe hindeutet.

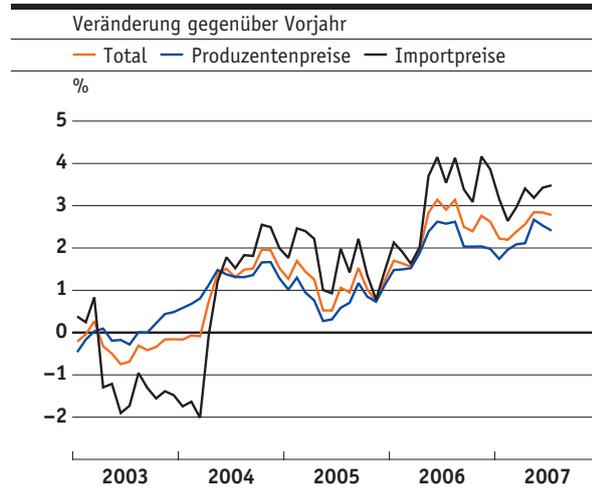
Weiterhin tiefe Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahreststeuerung erhöhte sich zwischen Mai und Juli zunächst von 0,5% auf 0,7% und ging im August auf 0,4% zurück. Insgesamt verlief die Konsumteuerung unter der Inflationsprognose der SNB von Mitte Juni. Ins Gewicht fiel vor allem der unerwartete Rückgang der Teuerung bei den Dienstleistungen und den Erdölprodukten.

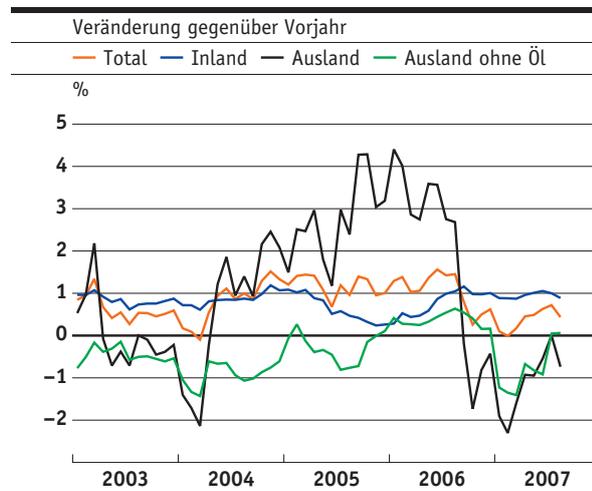
Leicht tiefere Binnenteuerung

Die Teuerung der inländischen Konsumgüter lag im August bei 0,9% und damit leicht tiefer als im Mai (1,0%). Die rückläufige Entwicklung der Binnenteuerung war jedoch das Ergebnis gegenläufiger Kräfte. Bei den Waren kam der Preisrückgang, der vor zweieinhalb Jahren eingesetzt hatte, zum Stillstand, und die Teuerung notierte im Juli und August mit jeweils 0,2% im positiven Bereich. Im Gegensatz zu manchen anderen Ländern gingen von den Nahrungsmitteln keine inflationstreibenden Impulse aus. Anders als erwartet verharnte die Indexziffer der vierteljährlich erhobenen Wohnungsmieten im August auf dem Stand vom Mai. In der Folge sank die jährliche Mietteuerung um 0,4 Prozentpunkte auf 2,1%. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen ging die Teuerung von 0,6% im Mai auf 0,4% im August zurück. Schliesslich schwächte sich die Teuerung der öffentlichen Dienstleistungen von 1,5% auf 1,1% ab, in erster Linie als Folge eines Rückgangs bei den Spitaltarifen.

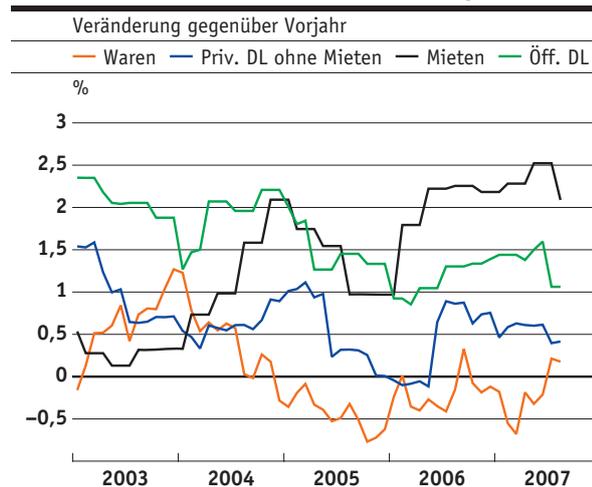
Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



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

Weiterhin preisdämpfende Effekte ausländischer Konsumgüter

Die Konsumgüter ausländischer Herkunft dämpften einmal mehr die Jahresteuering, wenn auch weniger ausgeprägt als im ersten Quartal. Der Preisrückgang belief sich im August auf $-0,7\%$, verglichen mit $-0,9\%$ im Mai. Zwar verstärkte sich der Preisrückgang beim Treibstoff und Heizöl bis August auf $4,4\%$, doch stieg das Preisniveau der übrigen ausländischen Konsumgüter im August leicht über den Vorjahresstand ($0,1\%$), nachdem es seit Januar gesunken war. Ins Gewicht fiel vor allem der Wegfall der negativen Teuerungsbeiträge in den Bereichen Bekleidung, Schuhe und Medikamente.

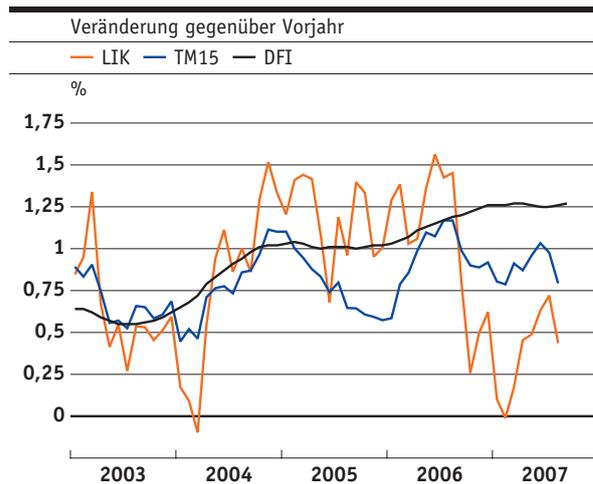
Unterschiedliche Entwicklung der Kerninflationen

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig Schwankungen, welche die Sicht auf den allgemeinen Inflationstrend verstellen können. Aus diesem Grund werden so genannte Kerninflationen berechnet, welche den zugrunde liegenden Inflationstrend 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. Bei der Dynamic Factor Inflation (DFI) werden diejenigen Veränderungen des LIK berücksichtigt, die sich sowohl in einer Vielzahl von LIK-Unterkomponenten als auch in realwirtschaftlichen Daten, Finanzmarktindikatoren und monetären Variablen widerspiegeln (vgl. Quartalsheft 2, 2006, S. 24). Die beiden Kerninflationen des BFS schliessen demgegenüber 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.

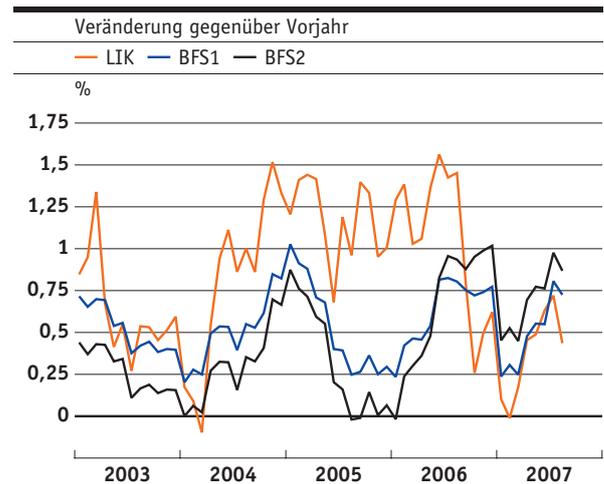
Die als getrimmtes Mittel berechnete Kerninflation lag zwischen Mai und Juli jeweils bei $1,0\%$, um sich im August auf $0,8\%$ abzuschwächen. Im Vergleich dazu blieb die Dynamic Factor Inflation praktisch unverändert bei knapp $1,3\%$ und vermittelte damit das Bild eines unveränderten allgemeinen Inflationstrends. Die beiden vom BFS berechneten Kerninflationen stiegen indessen um jeweils $0,1$ Prozentpunkte auf $0,7\%$ bzw. $0,9\%$.

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	2007		2007			
		4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli	August
LIK total	1,1	0,5	0,1	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,8	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9
Waren	-0,2	-0,1	-0,5	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Dienstleistungen	1,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,2	1,1
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,4	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,4
Mieten	2,0	2,2	2,2	2,4	2,5	2,5	2,5	2,1
öffentliche Dienstleistungen	1,2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,1	1,1
Ausländische Waren und Dienstleistungen	1,9	-1,0	-1,9	-0,8	-0,9	-0,5	0,0	-0,7
ohne Erdölprodukte	0,4	0,2	-1,3	-0,8	-0,8	-0,9	0,0	0,1
Erdölprodukte	9,3	-6,3	-4,9	-1,0	-1,7	1,0	-0,5	-4,4

Quellen: BFS, SNB

Wechselkursübertragung auf die Preise im Inland

Bei der Übertragung (Pass-through) von Wechselkursschwankungen auf die Preise im Inland werden oft zwei Stufen unterschieden: die Übertragung auf die Importpreise der Produzentenstufe und die Übertragung auf die Konsumentenpreise insgesamt.

Grafik 2.19 und 2.20 zeigen die Veränderungs-raten des nominalen effektiven Wechselkursindex des Schweizer Franks zusammen mit den Veränderungs-raten der Import- bzw. Konsumentenpreise im Zeitraum von Januar 1976 bis Dezember 2006. Der Wechselkursindex ist so definiert, dass eine positive Veränderungsrate eine Tieferbewertung des Franks an den Devisenmärkten anzeigt. Die Abbildung deutet auf eine zwar nicht vollkommene, aber enge Korrelation zwischen Veränderungen des Wechselkurses und der Importpreise hin. Demgegenüber ist der Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Konsumentenpreisindex, dessen Warenkorb neben importierten vor allem im Inland produzierte Waren und Dienstleistungen enthält, deutlich lockerer.

Die Resultate empirischer Schätzungen des Pass-through auf Import- und Konsumentenpreisen sind in Grafik 2.21 und 2.22 dargestellt.¹ Gezeigt wird die Wirkung einer unerwarteten Tieferbewertung des effektiven Frankenwechselkurses von 1% nach drei und zwölf Monaten. Zwölf Monate sind ungefähr der Zeitraum, nach dem die geschätzte kumulierte Wirkung der Wechselkursveränderung ihr Maximum erreicht. Um die Stabilität der Resultate im Zeitablauf zu beurteilen, werden zwei Teilperioden unterschieden: Januar 1976 bis April 1993 und Mai 1993 bis Dezember 2006, wobei die zweite Teilperiode mit der bis heute anhaltenden Phase tiefer und stabiler Inflation zusammenfällt.

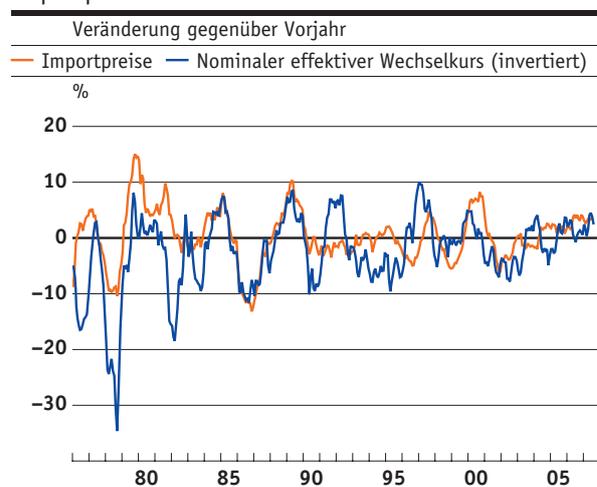
¹ Siehe J. Stulz (2007), «Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from Vector Autoregressions», SNB Economic Study 2007, forthcoming, für eine Beschreibung der Methode.

Die Resultate bestätigen, dass der Pass-through nicht vollständig ist: Veränderungen des Wechselkurses widerspiegeln sich selbst nach zwölf Monaten nicht voll in den Preisen. Zudem stellt sich wie erwartet heraus, dass der Pass-through auf die Importpreise deutlich höher ist als jener auf die Konsumentenpreise. In der ersten Teilperiode beispielsweise schlägt sich eine unerwartete Tieferbewertung des Franks nach drei und zwölf Monaten zu 33% bzw. 47% in einem Anstieg der Importpreise nieder. Die entsprechenden Raten für den Pass-through des Wechselkurses auf die Konsumentenpreise betragen demgegenüber lediglich 7% bzw. 13%.

Die Resultate deuten weiter darauf hin, dass der Pass-through des Wechselkurses auf die Konsumentenpreise in den letzten drei Jahrzehnten tendenziell gesunken ist. Nach drei und zwölf Monaten beträgt dieser Pass-through in der zweiten Teilperiode bloss noch 1% bzw. 3%. Zwar sind auch die Schätzungen des Pass-through auf die Importpreise nicht in beiden Teilperioden identisch, doch sind die Veränderungen im Verhältnis kleiner und zudem – anders als beim Pass-through auf die Konsumentenpreise – statistisch nicht signifikant. Dieser Unterschied lässt vermuten, dass sich die Übertragung von Veränderungen der Importpreise auf die Konsumentenpreise nach 1993 abgeschwächt hat. Empirische Schätzungen des Pass-through der Importpreise auf die Konsumentenpreise bestätigen diese Vermutung: Während sich ein unerwarteter Anstieg der Importpreise in der ersten Teilperiode nach zwölf Monaten zu 67% in den Konsumentenpreisen niederschlug, betrug die Überwälzung in der zweiten Teilperiode lediglich noch 14%.

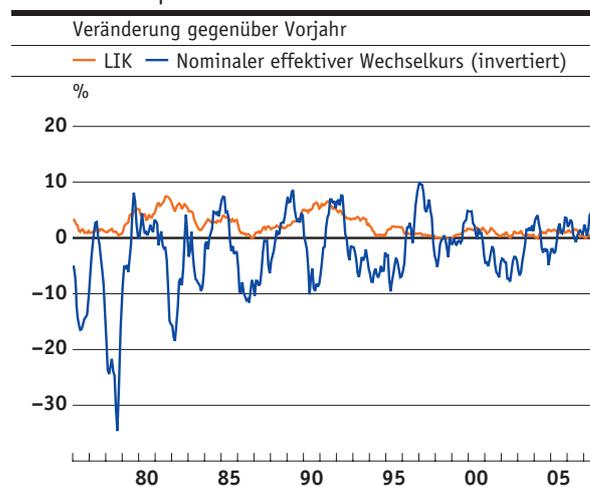
Insgesamt stehen die Resultate in Einklang mit dem Grossteil der Studien, die für andere Industrieländer gemacht worden sind. Dies gilt insbesondere

Grafik 2.19
Importpreise und Wechselkurse



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.20
Konsumentenpreise und Wechselkurse



Quellen: BFS, SNB

für den tieferen Wechselkurs bzw. Importpreis Pass-through auf die Konsumentenpreise. Für den Pass-through des Wechselkurses auf die Importpreise deuten dagegen die Ergebnisse nur bei den Entwicklungsländern eindeutig auf einen Rückgang hin. Bei den Industrieländern sind die entsprechenden Resultate von Land zu Land und von Sektor zu Sektor so verschieden, dass keine klare Richtung feststellbar ist.

Welche Erklärungen lassen sich für die verbreitete Abschwächung des Pass-through in den 1990er Jahren anführen? In den meisten Diskussionen stehen drei im Vordergrund:²

– **Veränderte Importstruktur:** In den 1990er Jahren ist der Anteil der Energie- und Rohwaren an den Importen der meisten Länder zurückgegangen. Damit hat sich die Zusammensetzung der Importe weg von standardisierten Produkten mit hohem Wechselkurs Pass-through und hin zu differenzierten Produkten mit tiefem Wechselkurs Pass-through verändert. Campa und Goldberg (2005) liefern empirische Evidenz, die diese Erklärung stützt.³

– **Tieferer Inflationstrend:** Den meisten Zentralbanken ist es in den letzten rund 15 Jahren gelungen, die Inflation deutlich zu reduzieren und die Inflationserwartungen auf tieferem Niveau zu verankern. Taylor (2000) argumentiert, dass mit dem Rückgang des Niveaus der Inflation auch deren Persistenz gesunken ist. Dies impliziert, dass Veränderungen des Wechselkurses und anderer Kostenfaktoren von den Firmen nicht mehr im gleichen Masse wie zuvor als permanent betrachtet werden. Als Folge davon werden die Preise nach einer Verände-

rung des Wechselkurses oder anderer Kosten schwächer angepasst, so dass der Pass-through sinkt.⁴

– **Strukturelle Reformen:** Viele Länder haben Reformen durchgeführt, die den Wettbewerb auf den Güter- und Faktormärkten stärkten. Der Preissetzungsspielraum der Unternehmen hat sich damit verringert. Diese Entwicklung lässt sich auch in der Schweiz beobachten, wo der Druck, das überhöhte inländische Preisniveau an das ausländische anzupassen, in den 1990er Jahren wuchs. Für viele Unternehmen wurde es schwieriger, die Preise zu erhöhen. Aus Sorge um Marktanteile verzichteten sie deshalb oft auf eine Preisanpassung.

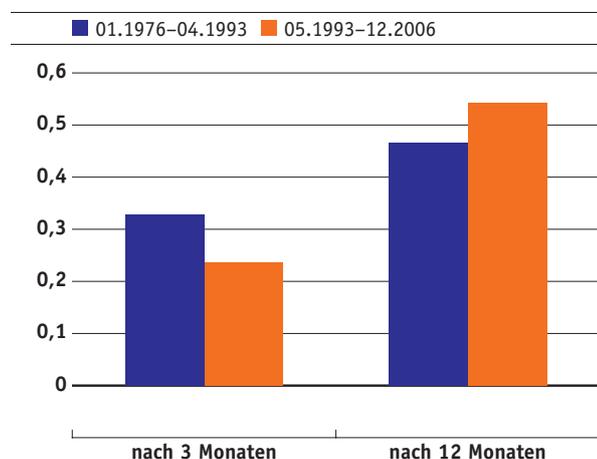
Wie wird sich der Pass-through in Zukunft verändern? Dies hängt zum einen davon ab, wie sich die erwähnten drei Faktoren weiter entwickeln. Zum anderen spielt aber auch eine Rolle, welcher Faktor als Bestimmungsgrund dominiert. Während Veränderungen des Inflationstrends eine permanente Wirkung auf den Pass-through ausüben, sind die entsprechenden Wirkungen von Veränderungen der Importstruktur und strukturellen Reformen wohl nur temporär. Die Stärkung des Wettbewerbs verkleinert die Profitmargen permanent. Dies führt dazu, dass die Unternehmen weniger gut in der Lage sind, Kostenveränderungen aus Rücksicht auf die Kundenbeziehung oder auf Marktanteile durch Anpassungen der Gewinnmarge aufzufangen. Falls also strukturelle Reformen oder die veränderte Zusammensetzung der Importe für den Rückgang des Pass-through in den 1990er Jahren verantwortlich waren, so ist damit zu rechnen, dass der Pass-through über kurz oder lang wieder ansteigt.

2 Siehe z.B. International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2006, 114–115.

3 J.M. Campa und L. S. Goldberg (2005), «Exchange rate pass-through into import prices», The Review of Economics and Statistics 87(4), 679–690

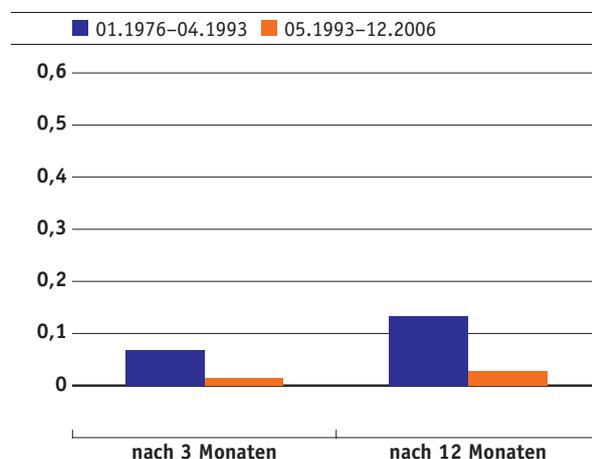
4 J.B. Taylor (2000), «Low inflation, pass-through and the pricing power of firms», European Economic Review 44(7), 1389–1408

Grafik 2.21
Wechselkurs Pass-through in die Importpreise



Quelle: SNB

Grafik 2.22
Wechselkurs Pass-through in die Konsumentenpreise



Quelle: SNB

3 Monetäre Entwicklung

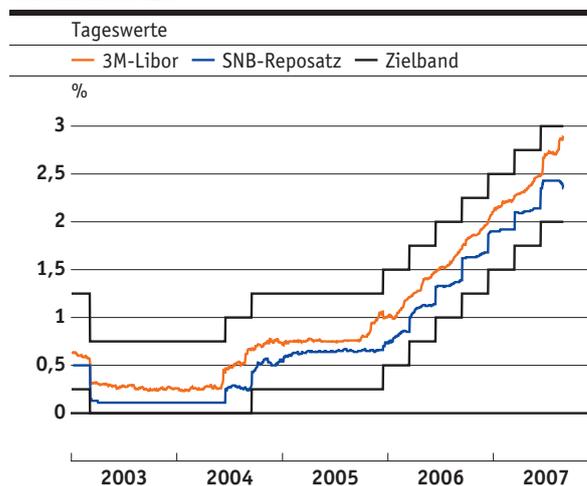
3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

An der Lagebeurteilung vom Juni 2007 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 2,00%–3,00% zu erhöhen. Sie wies darauf hin, dass weitere Zinserhöhungen in den nächsten Monaten wahrscheinlich seien, wenn die Konjunkturdynamik unverändert bleibe oder die Entwicklung des Franken die monetären Rahmenbedingungen weiter lockern sollte.

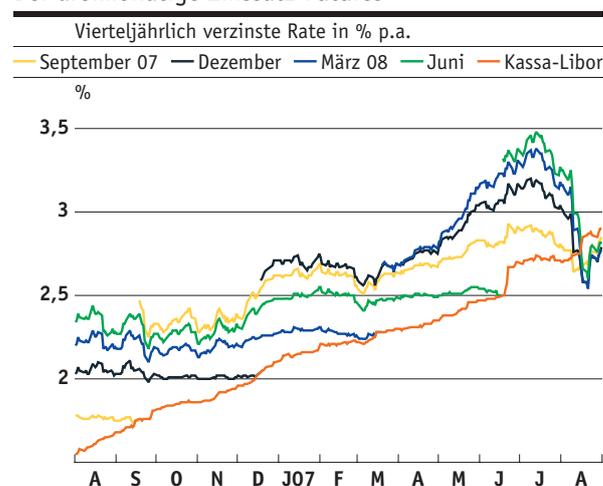
Kurz nach der letzten Lagebeurteilung von Mitte Juni stieg der 3M-Libor um rund 20 Basispunkte (Grafik 3.1). Einerseits war der deutliche Anstieg auf Markterwartungen eines möglichen ausserplanmässigen Zinsschrittes der SNB zurückzuführen. Andererseits hob die SNB den einwöchigen Reposat innerhalb von wenigen Tagen um rund 29 Basispunkte an.

Die Entwicklung an den Finanzmärkten wurde in den Monaten seit der letzten Lagebeurteilung von der Krise auf dem amerikanischen Hypothekarmarkt überschattet. Die Ausweitung der Krise auf dem amerikanischen Markt für «subprime» Hypotheken zeichnete sich im Juli ab: Zwei prominente Hedge-Funds von Bear Stearns gingen Konkurs und mehr als zwei Dutzend Finanzinstitute, die vor allem auf den subprime Hypothekarmärkten tätig waren, wurden wegen drohender Liquiditätsgpässe durch andere Institute übernommen. Als Ende Juli und Anfang August weltweit die Aktienkurse ins Rutschen gerieten und auf den Finanzmärkten ein Liquiditätsgpass auftrat, versorgten die Zentralbanken ihren Geldmarkt mit zusätzlicher Liquidität. Insbesondere stellte die EZB am 9. und 10. August Liquidität von insgesamt 156 Milliarden Euro zur Verfügung. Die SNB reagierte an diesen beiden Tagen mit zwei Overnight-Liquiditätsspritzen von 1,44 Mrd. bzw. 1,7 Mrd. Franken. Jedoch schöpfte sie diese zusätzliche Liquidität in der nachfolgenden Woche wieder ab. Mitte August griff die Krise auch auf die beiden grössten Anbieter von erstklassigen Hypotheken über, die von der Ratingagentur Moody's über Nacht deutlich herabgestuft wurden. Am 17. August senkte die US-Notenbank (Fed) in einer ausserplanmässigen Sitzung überraschend den Diskontsatz um 50 Basispunkte auf 5,75%, belies aber den Leitzinssatz, die Federal Funds Rate, unverändert bei 5,25%. Das Fed begründete diesen Schritt mit der sich zuspitzenden Finanzkrise und mit zunehmenden Wachstumsrisiken. Zur Beruhigung der Märkte verfügte das Fed, Liquidität durch Diskontgeschäfte bis zu 30 Tagen zu

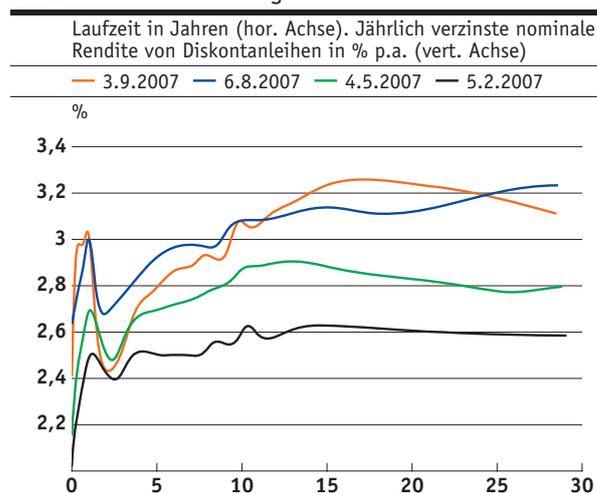
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafiken 3.1, 3.2 und 3.3:
Quelle: SNB

gewähren und eine breite Palette von Sicherheiten zu akzeptieren, unter anderem auch Hypotheken und hypothekargesicherte Wertpapiere (mortgage-backed securities).

Der 3M-Franken-Libor kletterte Anfang September aufgrund der höheren Liquiditätsnachfrage weiter bis auf 2,90%.

Kein weiterer Anstieg des 3M-Libor am inländischen Geldmarkt erwartet

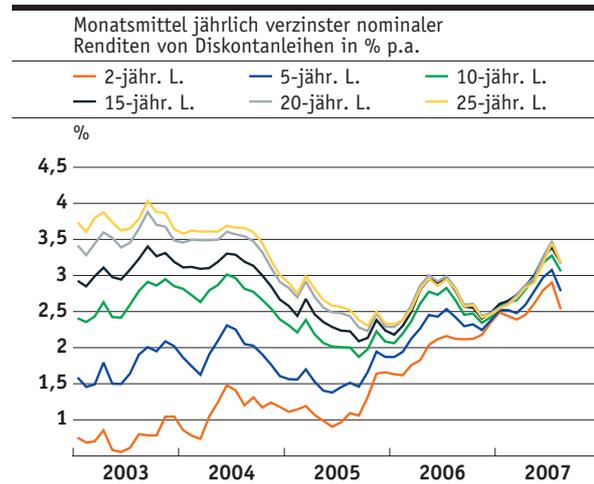
Zum Zeitpunkt der letzten Lagebeurteilung Mitte Juni rechneten die Marktteilnehmer gemäss der regelmässig veröffentlichten Umfrage «Consensus Forecast» mit einem Wert von 2,7% für Ende September. Die Zinssätze von Futures mit Verfall im Dezember 2007 sowie März und Juni 2008 reagierten auf den Sprung des 3M-Libor in der zweiten Junihälfte ebenfalls mit einem kräftigen Anstieg. Sie fielen dann aber ab Mitte Juli deutlich zurück, insbesondere nach der Zuspitzung der Krise auf dem amerikanischen Hypothekarmarkt (Grafik 3.2). Ende August lag der dreimonatige Futures-Zinssatz mit Verfall im Juni 2008 noch bei 2,8%, nach einem Höchststand von rund 3,5% in der zweiten Juliwoche. Die Futures-Zinssätze mit Verfall im Dezember und März 2008 lagen praktisch auf derselben Höhe. Die Marktteilnehmer rechneten somit bis Mitte Juni 2008 mit einem ungefähr auf dem momentanen Niveau stabilen 3M-Libor.

Tiefere langfristige Renditen in der Schweiz

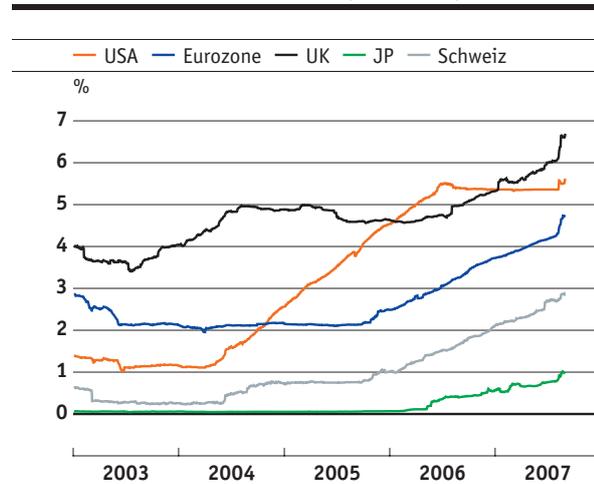
Bis Ende Juni schwand die Attraktivität von festverzinslichen Staatsanleihen stetig auch als Folge der noch günstigen Entwicklung der Aktienmärkte, wodurch die Rendite von zehnjährigen Staatsanleihen bis auf einen Wert von rund 3,4% kletterte. Als Folge der Ausweitung der Krise auf dem amerikanischen Hypothekarmarkt verschlechterten sich hingegen ab Juli die Aussichten auf den Aktienmärkten zunehmend. Zusammen mit einem erhöhten Risikobewusstsein hatte dies zur Folge, dass die festverzinslichen Wertpapiere mit guter Bonität weltweit wieder an Attraktivität gewannen. Dies drückte die Rendite von zehnjährigen Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft auf einen Durchschnittswert von 3% im Monat August. Gleichzeitig stiegen die Kreditrisikoprämien für Anleihen von Banken, Pfandbriefinstituten, Kantonen und ausländischen Anleihenschuldern an. Kaum betroffen von dieser Krise waren hingegen die Anleihen von Industrieunternehmen.

Der Anstieg der gesamten Zinsstruktur in den letzten zwölf Monaten blieb nicht ohne Folgen für den Hypothekarmarkt. Der aufgrund der gesetzlichen Bestimmungen für die Mietpreisbildung relevante Zinssatz für variable Althypotheken stieg im August zum ersten Mal seit Oktober 2005 deutlich an. Mitte September lag er bei 3,21%. Der Zinssatz für Neu-

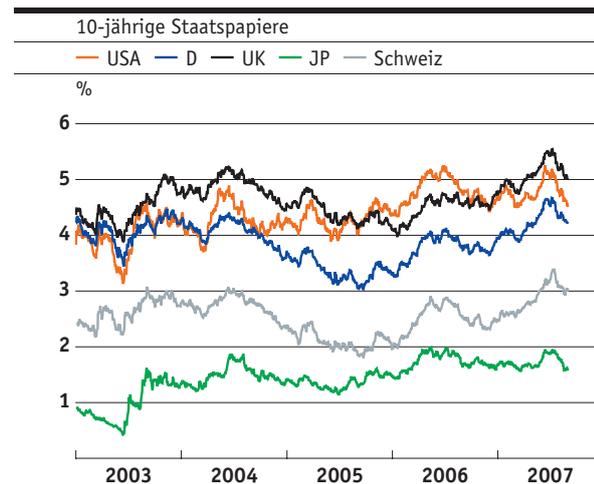
Grafik 3.4
Anleihsrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.5
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.6
Internationale Zinssätze



Grafiken 3.4 und 3.5:
Quelle: SNB

Grafik 3.6:
Quellen: Thomson Datastream, SNB

hypotheken begann schon seit der letzten Lagebeurteilung stetig zu klettern und lag Mitte September bei 3,23%. Da die Sparzinssätze weniger stark zulegten als jene von variablen Althypotheken, verbesserte sich die Marge der Banken im August, gemessen als Zinsdifferenz zwischen Althypotheken und Spareinlagen, zum ersten Mal seit rund drei Jahren leicht. Allerdings lag die Differenz immer noch deutlich unter ihrem zehnjährigen Durchschnitt.

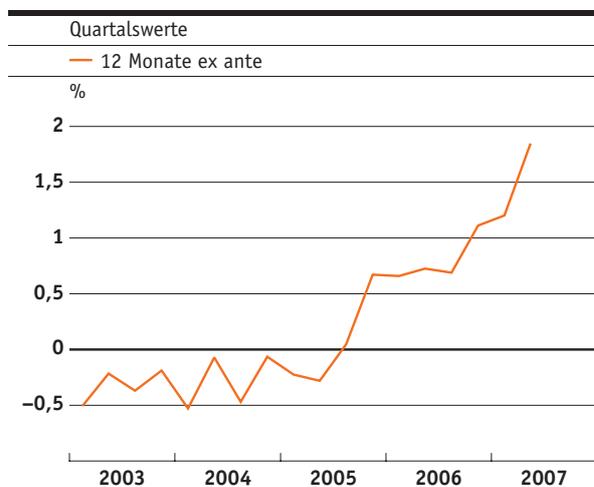
Anziehende kurzfristige Zinssätze im Ausland

Im Juli und August stabilisierte die EZB mit ihren Liquiditätsspritzen zwar den Tagesgeldsatz. Dies verhinderte jedoch nicht, dass der dreimonatige Zinssatz für Euroanlagen weiter stieg (Grafik 3.5). Die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Euro- und Frankenanlagen betrug Mitte September 185 Basispunkte gegenüber 166 Basispunkten Mitte Juni. Die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Dollar- und Frankenanlagen sank aber weiterhin tendenziell zwischen Mitte Juni und Mitte September. Sie betrug Mitte September noch 280 Basispunkte. Die grosse Unsicherheit auf den Geldmärkten schlug sich auch im dreimonatigen Dollarzinssatz von September-Futures nieder, der bereits Anfang August nahe dem Kassazinssatz lag.

Sinkende ausländische langfristige Renditen

Als Folge der Turbulenzen auf dem amerikanischen Markt für subprime Hypotheken stieg zwischen Juli und August die Attraktivität von risikolosen Staatsanleihen deutlich an (Grafik 3.6). Im August lag die Rendite von zehnjährigen Anleihen des amerikanischen Schatzamtes durchschnittlich bei 4,7% gegenüber 5,1% im Juni, während die Rendite von zehnjährigen Anleihen der Bundesrepublik Deutschland durchschnittlich im August 4,3% gegenüber 4,6% im Juni betrug.

Grafik 3.7
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

Zwischen Juni und August sank sowohl die Differenz zwischen zehnjährigen Renditen von Dollar- und Frankenleihen als auch zwischen Franken- und Euroanleihen. Die Differenz von Dollar- und Frankenleihen betrug im August durchschnittlich noch 164 Basispunkte und jene von Euro- und Frankenleihen durchschnittlich 126 Basispunkte.

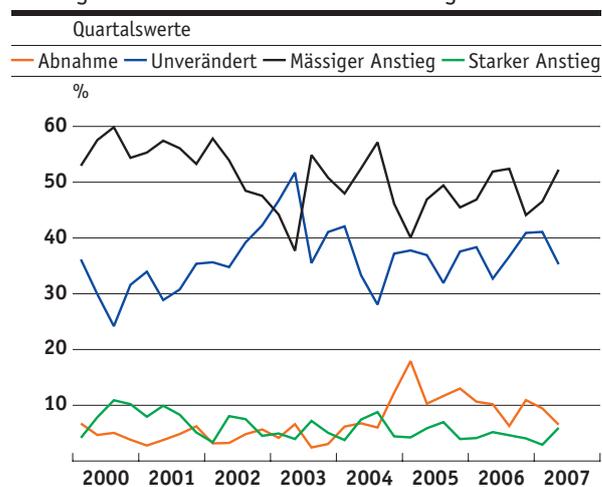
Weiterer Anstieg des kurzfristigen realen Zinssatzes

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»: August 2007).⁵ Der so gemessene Realzins lag im zweiten Quartal 2007 bei 1,85% und damit deutlich höher als im Vorquartal (1,2%). Dies ist auf die anziehenden Nominalzinsen zurückzuführen. Allerdings haben die aufgrund des höheren Rohölpreises nach oben angepassten kurzfristigen Inflationserwartungen den Anstieg leicht gedämpft. Der einjährige Realzinssatz liegt nun das erste Mal seit Anfang 2001 über dem historischen Durchschnitt von 1,6%. Allerdings ist der Sprung von 65 Basispunkten im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal in einer Phase der geldpolitischen Straffung nicht aussergewöhnlich.

Nach oben revidierte Inflationserwartungen widerspiegeln sich auch in den vom SECO im August veröffentlichten Daten zur Konsumentenstimmung. Im Vergleich zum Vorquartal erhöhte sich der Anteil der Konsumenten, die in den nächsten zwölf Monaten mit steigenden Preisen rechnen (Grafik 3.8). Gleichzeitig ist ein markanter Rückgang des Anteils der Konsumenten zu verzeichnen, die stabile Preise erwarten.

5 Vgl. Tabelle 1.1.

Grafik 3.8
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Quellen: SECO, SNB

3.2 Wechselkurse

Stärkerer Schweizer Franken

Ende Juli erreichte der Euro gegenüber dem Dollar und dem Schweizer Franken historische Höchststände. So notierte der Euro gegenüber dem Dollar bei 1.38 USD/EUR und gegenüber dem Schweizer Franken bei 1.67 CHF/EUR. Im Zuge der sich ausweitenden Krise am amerikanischen Hypothekemarkt schwächte sich der Euro kurzfristig sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Schweizer Franken ab, festigte sich indessen später wieder. Mitte September wurde der Euro gegenüber dem Dollar mehr als 4% über dem Wert von Mitte Juni gehandelt. Hatte der Franken zwischen Mitte 2006 und Mitte 2007 praktisch jeden Monat rund einen Rappen gegenüber dem Euro verloren, konnte er von Anfang bis Mitte August Boden gutmachen. Danach schwächte er sich aber wieder etwas ab und notierte Mitte September bei 1.64 CHF/EUR, rund einen Rappen tiefer als an der letzten Lagebeurteilung. Somit verharrt der Schweizer Franken gegenüber dem Euro weiterhin auf einem tiefen Niveau, was die Risiken importierter Inflation erhöht. Gegenüber dem Dollar wertete sich hingegen der Schweizer Franken um 5% seit der letzten Lagebeurteilung auf.

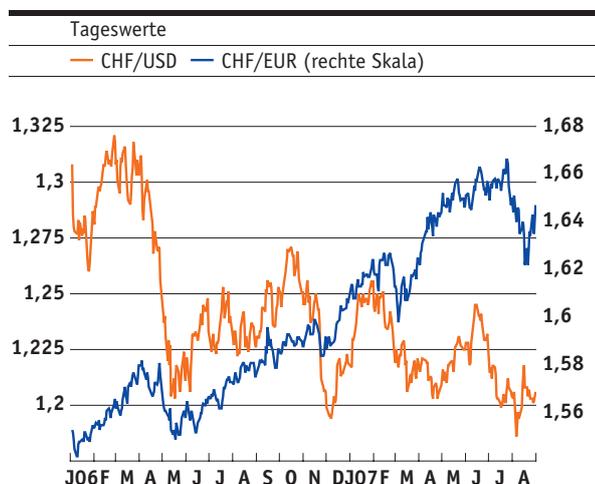
Grafik 3.10 zeigt den exportgewichteten realen Aussenwert des Frankens, der Unterschiede in der Preisentwicklung zwischen den Währungsräumen berücksichtigt. Der Franken hat sich sowohl gegenüber der Eurozone als auch gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern seit Anfang Jahr abgewertet. Gegenüber der Eurozone war diese Abwertung ausgeprägter als gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern. Dies bringt zum Ausdruck, dass die Frankenschwäche zum Teil auch eine Eurostärke war und sich der Franken mithin zu anderen Währungen besser behauptet hat. Gegen-

über dem Dollar hat der Schweizer Franken nominell seit Anfang Jahr sogar zugelegt. Rund 15% der Exporte gehen in die USA. Zudem haben verschiedene asiatische Länder, deren Anteil an Schweizer Exporten rund 10% beträgt, ihre Währung in unterschiedlichem Ausmass an den Dollar gebunden. In die Eurozone werden rund 60% der Schweizer Exporte geliefert.

Trends und Marktturbulenzen

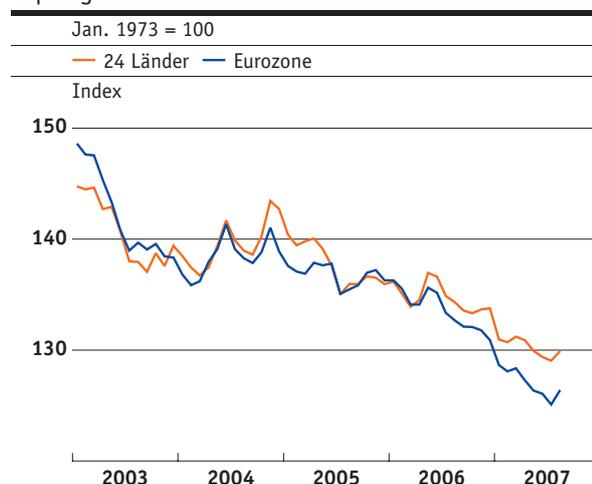
Seit Anfang 2006 wertete sich der Euro tendenziell gegenüber dem Dollar auf. Dieser Trend könnte auf das starke Wirtschaftswachstum bei gleichzeitig tiefen Inflationsraten in der Eurozone zurückzuführen sein, während sich die US-Wirtschaft aufgrund einer geringeren Konsumnachfrage und der Korrektur auf dem Immobilienmarkt verhaltener entwickelte. Zudem dürfte das US-Ertragsbilanzdefizit den Dollar belastet haben. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem Schweizer Franken scheint hingegen überraschender. Tiefere Inflationsraten und Zinsen in der Schweiz bei einer gleichzeitig ähnlichen Geldpolitik und Wachstumsentwicklung liessen eher eine Aufwertung des Schweizer Frankens erwarten. Auf Seite 32 wird unter dem Titel «Der Schweizer Franken – Tendenz zur Aufwertung bei einer Börsenbaisse und hoher Marktunsicherheit» gezeigt, dass der Schweizer Franken in Zeiten geringer Marktvolatilität und einer Börsenhausse zur Abwertung neigt. Ändern sich diese beiden Einflussfaktoren, so ist das Gegenteil der Fall. Dabei dürften Carry Trades die Abwertung des Schweizer Frankens verstärkt haben. Die Unsicherheit an den Finanzmärkten hat aber viele Anleger dazu veranlasst, ihre Carry Trade Positionen aufzulösen. Dies lässt sich auch in der jüngsten Entwicklung des Yen erkennen, welcher ebenfalls eine beliebte Finanzierungswährung für Carry Trades darstellte.

Grafik 3.9
Devisenkurse



Quelle: SNB

Grafik 3.10
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Quelle: SNB

Der Schweizer Franken – Tendenz zur Aufwertung bei einer Börsenbaisse und hoher Marktunsicherheit⁶

Das kurzfristige Verhalten des Schweizer Franken auf den Devisenmärkten ist häufig durch zwei Phänomene geprägt. Erstens tendiert er meistens dazu, sich bei einer Börsenhausse (-baisse) abzuwerten (aufzuwerten). Zweitens ist bei einer Zunahme der Marktrisiken (Volatilität der Aktienkurse) häufig eine Aufwertung zu beobachten. Dies hat sich beispielsweise nach der Russlandkrise und nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 abgespielt.

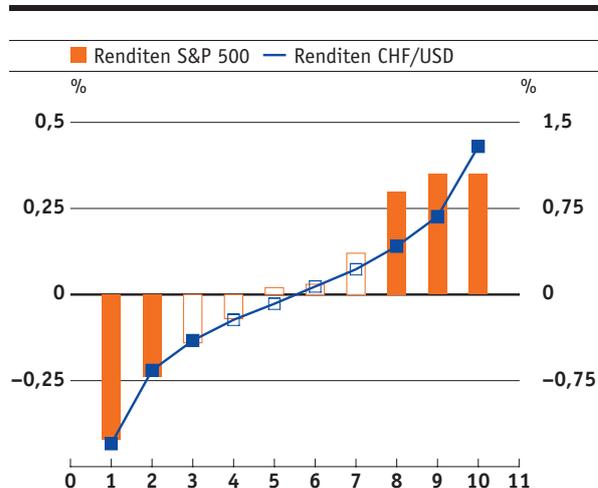
Das erste Phänomen lässt sich empirisch anhand des Verhältnisses zwischen den Wechselkursrenditen des Schweizer Franken zum US-Dollar und den Renditen des S&P 500 Index beobachten. Die Stichprobenperiode umfasst den Zeitraum von Anfang 1993 bis Ende 2005. Die täglichen Wechselkursrenditen werden von der stärksten Aufwertung zur stärksten Abwertung des Schweizer Franken geordnet und in zehn gleich grosse Gruppen unterteilt. Pro Gruppe werden die durchschnittliche Wechselkursrendite und die zugehörige durchschnittlich realisierte Rendite des S&P 500 Index berechnet. Ausserdem werden die t-Statistiken ausgewiesen, um signifikante Abweichungen der Durchschnittswerte einer Gruppe vom Gesamtdurchschnitt der Stichprobe auszumachen. In der Grafik 3.11 sind die Renditen des S&P 500 Index auf der linken, die Wechselkursrenditen auf der rechten Seite dargestellt. Wenn die zu einer bestimmten Gruppe zugehörigen S&P 500 Renditen signifikant vom Gesamtdurchschnitt auf dem 1%-Niveau abweichen, ist der Balken orange

ausgefüllt. Auf gleiche Weise sind signifikante Abweichungen bei den Wechselkursrenditen durch ausgefüllte blaue Kästchen dargestellt. Nicht ausgefüllte Balken oder Kästchen bedeuten statistisch nicht signifikante Abweichungen. Die Grafik zeigt klar, dass ein schwächerer Schweizer Franken Hand in Hand geht mit höheren S&P 500 Renditen, Aufwertungen des Schweizer Franken jedoch mit einem Abwärtstrend auf dem US-Aktienmarkt einhergehen. Dabei ist zu erwähnen, dass diese Beziehung eindeutig monoton verlaufend ist.

Grafik 3.12 stellt das zweite Phänomen der «Fluchtwährung» dar, indem die Wechselkursrenditen des Schweizer Franken zum US-Dollar mit dem Marktrisiko in Beziehung gesetzt werden. Als Mass für das Marktrisiko wird die täglich realisierte Volatilität des S&P 500 Index verwendet. Aus praktischen Gründen wird die realisierte Volatilität auf ein ganzes Jahr hochgerechnet. In der Grafik 3.12 sind die Wechselkursrenditen wiederum auf der rechten, die zu jeder Gruppe gehörende realisierte Volatilität des S&P 500 auf der linken Seite dargestellt. Wie zuvor bedeuten ausgefüllte orange Balken und blaue Kästchen signifikante Abweichungen der Durchschnittswerte. Nicht ausgefüllte Balken bedeuten normale Marktrisiko-Niveaus. Bei besonders hohem Marktrisiko wertet sich der Schweizer Franken eindeutig auf. Das Gegenteil gilt jedoch nicht. Die stärksten Abwertungen des Schweizer Franken treten bei normalem Marktrisiko-Niveau auf.

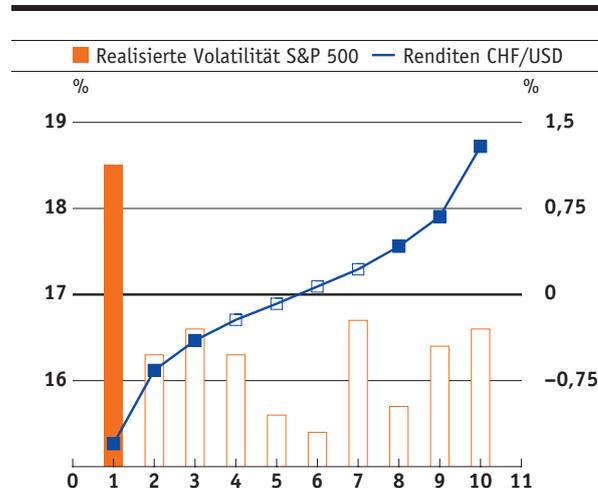
⁶ Siehe Angelo Ranaldo und Paul Söderlind, «Safe Haven Currencies», Swiss National Bank Working Papers, forthcoming und University of St. Gallen, May 2007 Discussion Paper no. 2007-22.

Grafik 3.11
Renditen CHF/USD und S&P 500



Quellen: Thomson Datastream, Swiss-Systematic Asset Management SA

Grafik 3.12
Renditen CHF/USD und realisierte Volatilität



Quellen: Thomson Datastream, Swiss-Systematic Asset Management SA

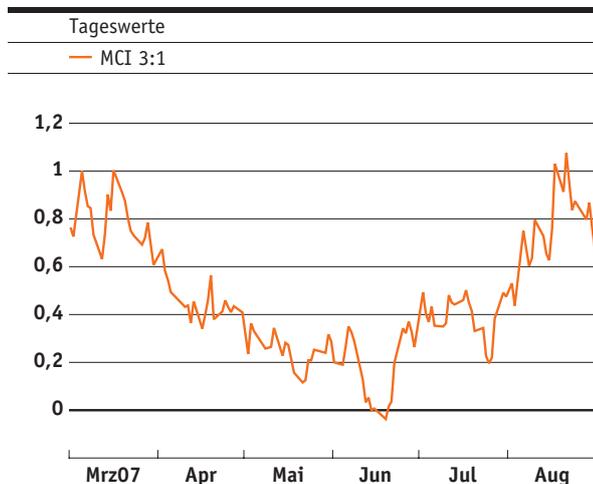
Diese zwei beschriebenen Phänomene scheinen spezifische Eigenschaften des Schweizer Frankens zu sein, die die Entwicklungen des Schweizer Frankens zumindest teilweise erklären können. So tendierte der Schweizer Franken schwächer im Umfeld einer zumindest bis vor wenigen Wochen dauernden Börsenhausse und einer geringen Volatilität. Verändern sich diese beiden Faktoren, wie dies in jüngster Zeit geschehen ist, so sollte sich der Schweizer Franken tendenziell aufwerten. Auch schmälert eine höhere Unsicherheit die Attraktivität von Carry Trades, welche ein zusätzlicher Faktor sind, die der Wiederaufwertung des Schweizer Frankens entgegenwirkten.

Restriktivere 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 somit eine Straffung (Lockerung) der monetären Bedingungen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27).

Unmittelbar nach der letzten Lagebeurteilung legte der MCI bei einer Gewichtung der Veränderungen des 3M-Libor und des exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens im Verhältnis 3:1 aufgrund des steigenden 3M-Libor deutlich zu. Ende Juli und Anfang August erhöhte sich der MCI weiter. Dies widerspiegelte den erstarkten Schweizer Franken aufgrund der Turbulenzen an den Kredit- und Finanzmärkten. Ende August lag der MCI bei 76 Basispunkten, was gleichbedeutend mit restriktiveren monetären Bedingungen in der Schweiz war (Grafik 3.13).

Grafik 3.13
MCI nominal



Quelle: SNB

3.3 Aktien-, Immobilien- und Rohwarenpreise

Aktien, Immobilien und Rohstoffe sind Vermögenanlagen. Ihre Preise sind für die Analyse der Wirtschaftslage vor allem aus zwei Gründen relevant. Zum einen führen Veränderungen dieser Preise zu Veränderungen des Vermögens von Firmen und Haushalten. Dies wiederum wirkt sich auf deren Kreditwürdigkeit und generell auf Sparen und Investieren aus. Zum anderen werden die Preise von Vermögenanlagen durch Inflationserwartungen beeinflusst. Da Veränderungen in den Inflationserwartungen zu einer Neubewertung von Aktien, Immobilien und Rohwaren führen, enthalten deren Preise ihrerseits Informationen über Inflationserwartungen. Rohstoffe sind überdies aus einem dritten Grund von Interesse. Sie gehen als Input in den Produktionsprozess vieler Güter ein, so dass ihre Preise die Kosten beeinflussen und damit Druck auf das allgemeine Preisniveau ausüben.

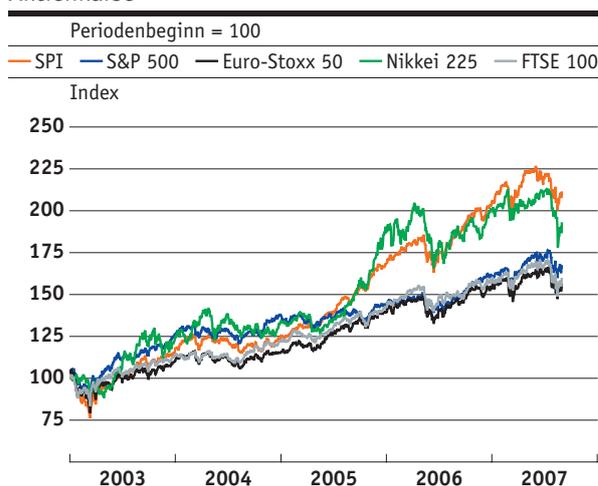
Turbulenzen an den Aktienmärkten

Bewegten sich die internationalen Aktienmärkte im Juni und Juli auf neue historische Höchststände, so wurde dieser Aufwärtstrend in der Woche vom 23. bis 27. Juli jäh gebrochen, ausgelöst durch die Krise am Hypothekar- und Kredit-

markt. Der amerikanische S&P 500 verzeichnete in dieser Woche die stärkste Korrektur seit fünf Jahren (-5%). Die Korrekturwelle schwappte auch international über. So verlor der Swiss Performance Index (SPI) in dieser Woche 5,4%. Insbesondere brachen die Kurse der grossen und mittleren Unternehmen ein. Diese beiden Segmente sind stark betroffen, da sie mit höheren Refinanzierungskosten konfrontiert sind. Am meisten verloren die Titel des Banken- und des Technologiesektors. Die Unruhe an den Märkten setzte sich auch in den nachfolgenden Wochen fort. Viele Zentralbanken sahen sich veranlasst, angesichts der Liquiditätsknappheit auf den Interbankenmärkten zusätzlich Liquidität bereitzustellen. Am 17. August verzeichnete der Nikkei mit -5% den grössten Tagesverlust seit April 2000. Am selben Tag intervenierte die US-Notenbank und senkte den Diskontsatz um 0,5 Prozentpunkte auf 5,75%. Diese Intervention bewirkte eine vorübergehende Richtungsänderung der Märkte. Mitte September lagen der S&P 500, der europäische Euro-Stoxx 50 sowie der SPI nur noch leicht über dem Stand von Anfang Jahr, während der Nikkei rund 9% tiefer notierte.

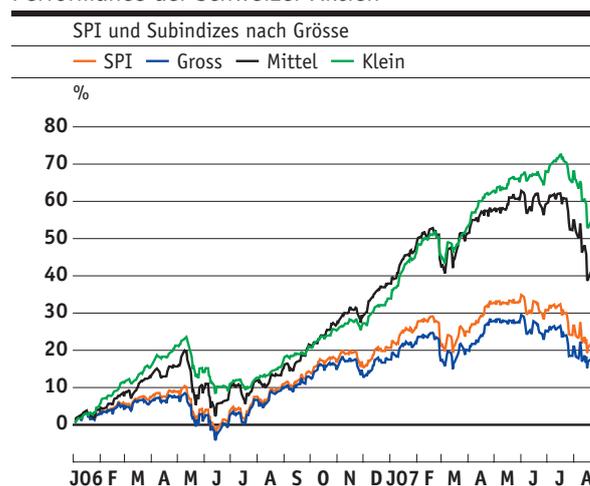
Die Unsicherheit an den Finanzmärkten widerspiegelt sich in erhöhten Volatilitäten. Grafik 3.17 zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden dreissig Tage anhand des Chicago-Board-Options-

Grafik 3.14
Aktienkurse



Quellen: Thomson Datastream, Bloomberg

Grafik 3.15
Performance der Schweizer Aktien



Quelle: SWX Swiss Exchange

Exchange-Volatility-Index (VIX) sowie die realisierte Volatilität gemessen als annualisierte Standardabweichung der monatlichen Renditen des SPI und des S&P 500. Sowohl die erwartete als auch die realisierte Volatilität stiegen Ende Juli signifikant an. Dies war nicht nur auf den Aktienmärkten der Fall, sondern konnte auch auf anderen Finanzmärkten wie Obligationen- und Devisenmärkten beobachtet werden. Eine höhere Volatilität bedeutet ein höheres Investitionsrisiko, was sich in einem Anstieg der Risikoprämien niederschlägt. Auch ist eine Flucht in sichere Anlagen zu beobachten.

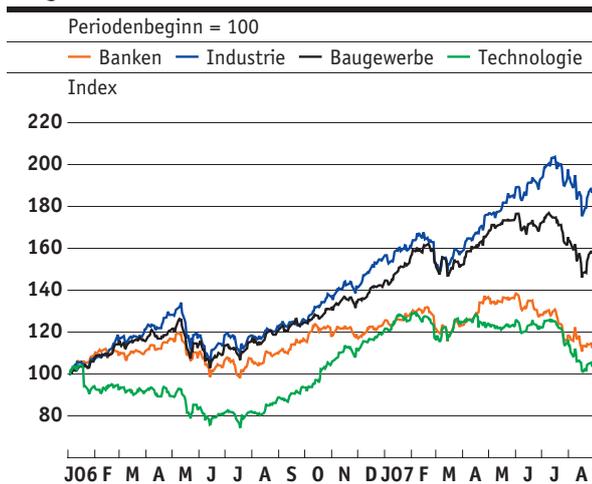
Stark schwankende Rohwarenpreise

Die Rohwaren haben sich seit der letzten Lagebeurteilung im Juni im Gleichschritt mit den Aktienmärkten entwickelt. Bis Ende Juli sind sie noch angestiegen, daraufhin trat eine Korrektur ein. Der Goldman-Sachs-Commodity-Index lag Mitte August wieder bei seinem Wert von Mitte Juni. Seit Anfang Jahr legte dieser Gesamtindex vor allem aufgrund von Blei zu, welches zur Herstellung von Autobatterien verwendet wird. Der Ölpreis entwickelte sich in ähnlicher Weise. Am 20. Juli wurden noch Rekordstände mit rund 79 Dollar pro Fass verzeichnet. Danach brach der Preis deutlich ein. Mitte August wurde das Öl unter 70 Dollar pro Fass gehandelt, was praktisch dem Preisstand zum Zeitpunkt

der letzten Lagebeurteilung entsprach. Im September nahm der Erdölpreis seinen Anstieg wieder auf. Mitte September kostete das Fass Öl 77 Dollar. Die Fundamentalfaktoren wie das Bevölkerungswachstum, die gute Konjunktur und die Globalisierung, die der Nachfrage nach Öl generell Auftrieb geben, blieben unverändert.

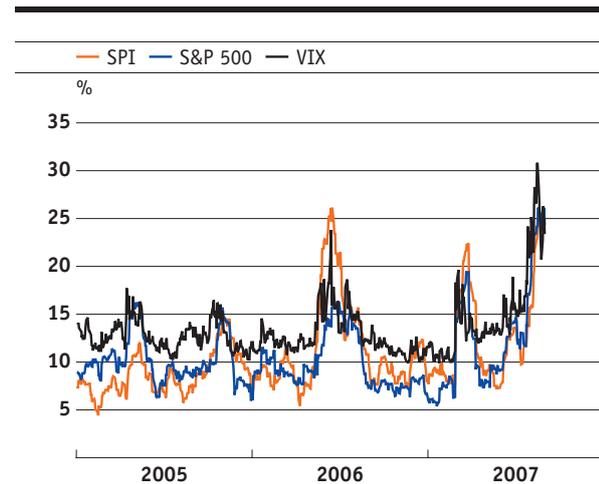
Entgegen der gängigen Ansicht, dass Gold ein «sicherer Hafen» sei, hat sich der Goldpreis während der Finanzmarkturbulenzen im laufenden Jahr ähnlich wie die Aktienkurse verhalten. So büsste der Goldpreis in Schweizer Franken ausgewiesen in der Woche vom 27. Februar bis 5. März rund 6% und in der Woche vom 23. bis 27. Juli rund 2% ein. Der SPI verlor im Vergleich im selben Zeitraum rund 6% bzw. rund 5%.

Grafik 3.16
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Thomson Datastream

Grafik 3.17
Aktienrenditevolatilität



Quellen: Thomson Datastream, SNB

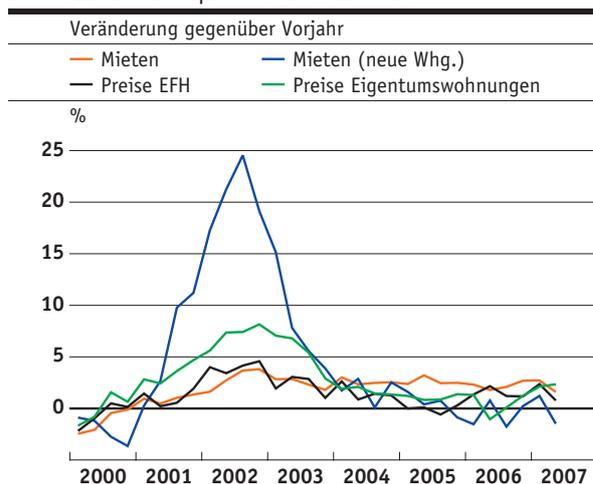
Stabiler Immobilienmarkt

Die gute Konjunkturlage und das volle Personenfreizügigkeitsabkommen mit der EU erhöhen die Nachfrage nach Wohnraum. Dies liesse steigende Preise am Immobilienmarkt erwarten.

Allerdings deuten die im zweiten Quartal 2007 ausgewiesenen Werte weiterhin auf einen moderaten Preisdruck hin. So verteuerten sich die Wohnungsmieten, welche das grösste Segment des Schweizer Wohnungsmarkts und mit einem Anteil von rund 20% die grösste Komponente im LIK darstellen, im Vorjahresvergleich real, d. h. im Verhältnis zum LIK, weniger ausgeprägt als noch im Vorquartal (1,6%). Diese Messung bezieht sich hin-

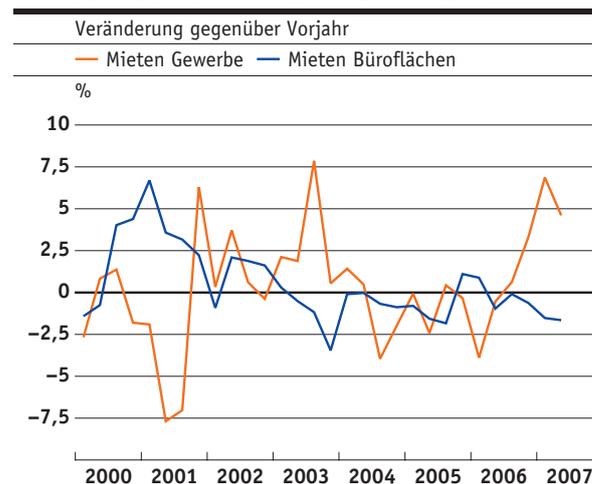
gegen weitgehend auf alte Wohnungen. Die Mieten bei Erstvermietungen schrumpften gar um 1,5%, nachdem sie zwei Quartale hintereinander angestiegen waren. Des Weiteren kann die Entwicklung in den Segmenten Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen betrachtet werden, deren Anteil am Gesamtmarkt jedoch geringer ist. Die Preise für Einfamilienhäuser expandierten deutlich verlangsamt mit 0,8%, während diejenigen für Eigentumswohnungen leicht stärker wuchsen als noch im Vorquartal. Bei den gewerblich genutzten Objekten steht einem anhaltenden Rückgang der Büromieten ein deutlicher Anstieg der Mieten im Gewerbe gegenüber (Grafik 3.19).

Grafik 3.18
Reale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

Grafik 3.19
Reale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

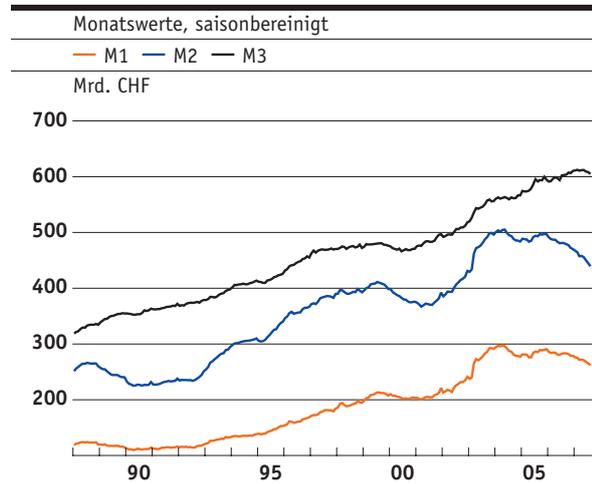
Geldmengen M1 und M2 weiterhin rückläufig

Wie in Grafik 3.20 illustriert, sind die Geldmengen M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) und M2 (M1 plus Spareinlagen) praktisch seit Anfang 2006 rückläufig und lagen im August 2007 7,5% beziehungsweise 8,6% unter dem Vorjahresstand. Das Geldaggregat M3 (M2 plus Termineinlagen) weitete sich dagegen in der gleichen Zeitspanne aus. Es expandierte im August mit 0,3% jedoch nur noch leicht. Wie Ende der achtziger/Anfang der neunziger Jahre oder auch Ende 1990/Anfang 2000 widerspiegelt das verminderte oder negative Wachstum der Geldaggregate eine restriktivere Geldpolitik.

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 EC-Konzept verwendet (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik 1/2005, S. 33). Die Gleichgewichtsgeldmenge wird mit Hilfe des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt. Grafik 3.21 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. Würde das Band über der Nulllinie liegen, so wäre mit einem Preisdruck in den nächsten Quartalen zu rechnen. Da sich jedoch die Nulllinie seit Anfang 2004 innerhalb des Bandes befindet, signalisiert dieser Indikator keine Inflationsrisiken in den nächsten Quartalen.

Grafik 3.20
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

	2005	2006	2006			2007		2007		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
Notenbankgeldmenge²	41,9	43,1	43,3	42,3	43,6	44,6	44,0	44,0	43,6	43,5
Veränderung ³	0,4	3,0	4,2	2,6	2,2	3,1	1,5	1,3	3,1	2,7
M1²	284,2	282,4	281,8	280,5	281,0	276,0	270,0	267,2	262,6	259,8
Veränderung ³	-1,5	-0,6	1,1	-1,4	-3,4	-3,6	-4,2	-4,4	-6,1	-7,5
M2²	491,6	481,6	483,3	477,1	474,1	465,9	453,9	448,4	441,8	436,9
Veränderung ³	-0,8	-2,0	-0,7	-2,9	-4,7	-5,3	-6,1	-6,4	-7,5	-8,6
M3²	585,9	600,3	597,5	600,4	607,9	613,4	611,6	609,3	606,0	603,1
Veränderung ³	4,2	2,5	2,8	1,6	2,0	3,0	2,4	2,6	1,0	0,3

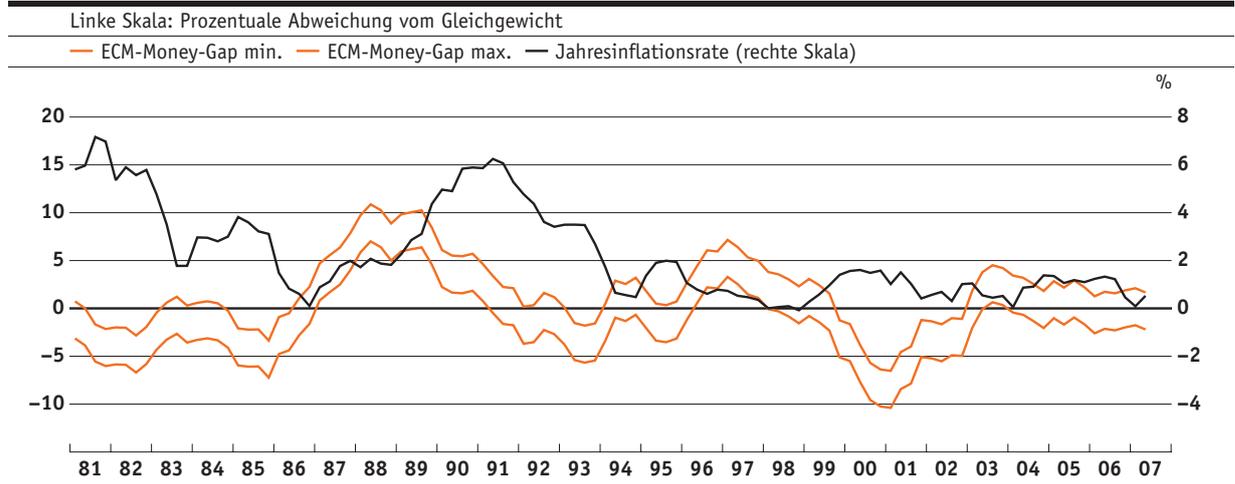
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.21
 Money-Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

3.5 Kredite

Ausgeprägteres Wachstum der übrigen Kredite

Das Kreditwachstum blieb im zweiten Quartal 2007 mit einer Jahreswachstumsrate von 5,3% robust. Wie im Quartal zuvor sind Unterschiede zwischen Haushalts- und Firmenkrediten festzustellen. Das Wachstum der Hypothekarkredite, die in erster Linie an Haushalte vergeben werden, verharrte wie im ersten Quartal bei 4,2%, d. h. 0,7 Prozentpunkte unter dem im zweiten Quartal 2006 ausgewiesenen Wert. Die weiterhin positiven Wachstumsraten bewirken, dass ein neuer Rekordstand der Hypothekarkredite erreicht wurde.

Die übrigen Kredite, die vor allem von Firmen in Anspruch genommen werden, wuchsen im zweiten Quartal mit 10,3%, gegenüber 9,6% im ersten Quartal, noch ausgeprägter. Sie haben damit allerdings erst etwa den Stand von Anfang 2002 erreicht. Die ungedeckten Kredite, die knapp 60% der Kategorie «übrige Kredite» ausmachen, stiegen im zweiten Quartal im Vergleich zum Vorjahr sogar um 12,6%; im ersten Quartal hatte ihre Wachstumsrate noch 11,5% betragen.

Die unterschiedlichen Kreditwachstumsraten der Haushalte und Firmen widerspiegeln, dass die Kreditnachfrage von Privatpersonen in erster Linie auf die Zinsentwicklung reagiert, während Firmen Kredite vor allem im Hinblick auf die künftige wirtschaftliche Entwicklung aufnehmen. Grafik 3.22 zeigt den 3M-Libor zusammen mit der jährlichen Wachstumsrate der Hypothekarkredite. Es ist ersichtlich, dass das Wachstum dieser Kredite sinkt (zunimmt), wenn die Zinsen steigen (fallen), so dass es wahrscheinlich ist, dass die beobachtete Verlangsamung des Hypothekenwachstums zu einem guten Teil auf die Straffung der Geldpolitik in der jüngsten Vergangenheit zurückzuführen ist.⁷

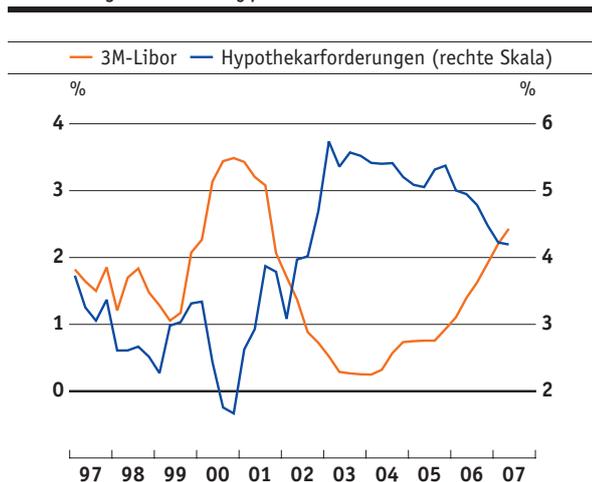
Grafik 3.23 zeigt den Output Gap, welcher mit dem Produktionsfunktionsansatz geschätzt wurde⁸, zusammen mit der jährlichen Wachstumsrate der ungedeckten Kredite. Es ist ersichtlich, dass einem rascheren Kreditwachstum typischerweise ein wirtschaftlicher Aufschwung folgt. Dies widerspiegelt vermutlich, dass Firmen investieren, wenn sie ein Anziehen der Konjunktur erwarten.⁹ Die aktuellen Daten deuten folglich darauf hin, dass Firmen und Banken die Konjunktorentwicklung über die nächsten Quartale positiv einschätzen.

7 Die Korrelation dieser beiden Variablen über die letzten zehn Jahre beträgt -0,79.

8 Vgl. Abschnitt 2.4.

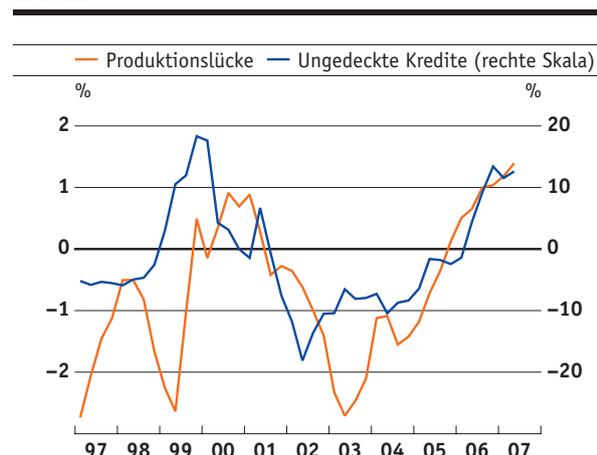
9 Kreuzkorrelationen zeigen, dass der Zusammenhang zwischen dem Wachstum der ungedeckten Kredite heute und dem Output Gap in drei Quartalen am stärksten ist (Korrelation von 0,59).

Grafik 3.22
Zins und jährliches Hypothekenwachstum



Quelle: SNB

Grafik 3.23
Konjunktur und jährliches Wachstum der ungedeckten Kredite



Quelle: SNB

Bankkredite

Tabelle 3.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2005	2006	2006			2007		2007		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli
Total¹	4,1	4,8	4,8	4,9	5,1	5,2	5,3	5,1	5,6	5,1
Haushalte ²	6,5	6,1	6,6	5,8	5,9	5,1	5,0	4,7	4,8	4,3
Unternehmen ²	0,9	1,6	1,0	2,4	3,4	3,9	4,5	4,5	6,0	5,3
Hypothekarforderungen ¹	5,2	4,8	4,9	4,8	4,5	4,2	4,2	4,1	4,0	3,8
davon Haushalte ¹	6,9	5,5	5,7	5,4	5,3	4,9	4,8	4,8	4,6	3,9
davon Unternehmen ¹	3,1	1,2	1,5	1,3	0,7	0,8	1,2	1,0	1,3	2,8
Übrige Kredite ¹	-0,7	4,6	4,4	5,4	8,1	9,6	10,3	9,7	13,1	11,2
davon gedeckt ¹	2,6	2,5	4,4	0,6	1,5	7,1	7,2	8,7	7,7	4,5
davon ungedeckt ¹	-3,1	6,3	4,3	9,3	13,4	11,5	12,6	10,5	17,1	16,0

1 Monatsbilanzen

2 Kreditvolumenstatistik

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 weitgehend 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 Juni-Prognose.

Weiterhin solide Weltkonjunktur

Aufgrund der Bereinigungen des amerikanischen Immobiliensektors und den jüngsten Turbulenzen an den Kredit- und Finanzmärkten, die gewichtige Risiken für den künftigen Wachstumsbeitrag des Privatkonsums und der Investitionen darstellen, ist in den USA im Vergleich zur letzten Lagebeurteilung mit einer abgeschwächten Wachstumsdynamik zu rechnen, und die Risiken nach unten haben zugenommen. In Europa wird dagegen weiterhin eine gute Wirtschaftsentwicklung erwartet. Grundsätzlich wird mit einer soliden weltwirtschaftlichen Entwicklung gerechnet.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2007	2008	2009
Inflationsprognose September 2007			
BIP USA ¹	1,9	2,9	3,1
BIP EU-15 ¹	2,7	2,2	2,1
Wechselkurs USD/EUR ²	1,35	1,37	1,37
Ölpreis in USD/Barrel ²	69,4	76,0	76,0
Inflationsprognose Juni 2007			
BIP USA ¹	2,2	3,0	2,9
BIP EU-15 ¹	2,6	2,2	2,0
Wechselkurs USD/EUR ²	1,34	1,35	1,35
Ölpreis in USD/Barrel ²	65,2	68,0	68,0

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 3. Quartal 2007 bis 2. Quartal 2010

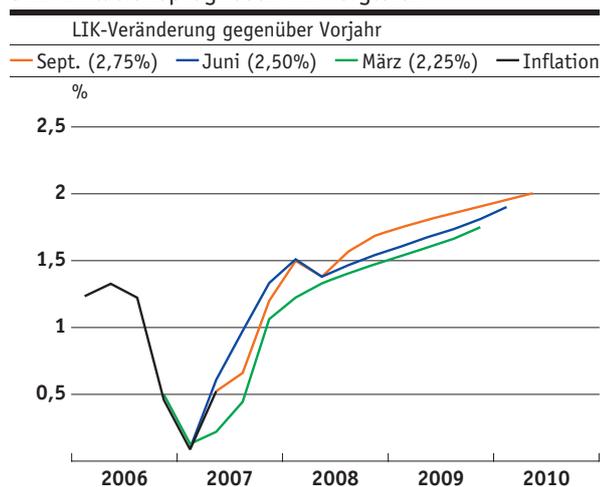
Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Sie zeigt die künftige Preisentwicklung unter der Annahme, der 3M-Libor bleibe während des Prognosezeitraumes konstant. In Grafik 4.1 ist die Inflationsprognose vom September 2007 zusammen mit den Inflationsprognosen vom Juni und März abgebildet. Die neue Prognose erstreckt sich vom dritten Quartal 2007 bis zum zweiten Quartal 2010. Sie zeigt den Inflationsverlauf bei einem konstanten 3M-Libor von 2,75%. Dieser Zinssatz entspricht dem mittleren Bereich des am 13. September von der SNB um 0,25 Prozentpunkte angehobenen Zielbandes für den Dreimonatssatz von 2,25% bis 3,25%. Die Prognosen vom Juni und März beruhten noch auf einem Dreimonatssatz von 2,50% bzw. 2,25%.

Die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten haben bisher kaum zu veränderten Inflationsaussichten geführt. Diese haben sich indessen aufgrund der guten Wirtschaftsentwicklung, eines weiterhin hohen Erdölpreises und des relativ schwa-

chen Frankens leicht verschlechtert. Die neue Inflationsprognose zeigt, dass die Teuerungsaussichten bei einem 3M-Libor von 2,75% praktisch unverändert bleiben. Die Inflation sollte bis zum ersten Quartal 2008 ansteigen und im zweiten Quartal 2008 leicht abnehmen. Dieser Verlauf erklärt sich im Wesentlichen durch die Entwicklung der Erdölpreise im entsprechenden Vorjahresquartal (Basiseffekte). Ab Mitte 2008 steigt die prognostizierte Inflation bei einem unveränderten 3M-Libor von 2,75% bis auf 2%.

Die Einschätzung der Inflationsperspektiven ist allerdings mit grösseren Unsicherheiten als üblich behaftet. Strukturelle Veränderungen in der Wirtschaft wirken sich weiterhin günstig auf die Teuerung aus. Eine durch die Hypothekar- und Kreditkrise ausgelöste Abschwächung der internationalen Konjunktur würde sich ebenfalls preisdämpfend auswirken. Ähnliche Wirkungen hätten ein Rückgang des Erdölpreises und eine Erstarkung des Frankens. Andererseits haben die hohe Auslastung der Ressourcen und die Verteuerung der Importe einen preistreibenden Effekt. Insgesamt sind die Risiken einer unerwartet höheren Inflation ebenso gross wie die Risiken, dass die Teuerung geringer ausfallen wird.

Grafik 4.1
SNB-Inflationsprognosen im Vergleich



Quelle: SNB

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 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 Juni bis August 2007 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten Juni bis August mit rund 150 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, zeigen das Bild einer breit abgestützten Hochkonjunktur. Die meisten Gesprächspartner meldeten ein robustes bis starkes Umsatz- und Bestellwachstum; einige sprachen sogar von einem Rekordjahr. Auch die Aussichten wurden optimistisch beurteilt; von einer absehbaren Verlangsamung war kaum je die Rede. Mit Blick auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten vom August war in einigen Fällen allerdings eine gewisse Besorgnis zu spüren.

Angesichts der hohen Kapazitätsauslastung und der guten Ertragslage tätigten viele Unternehmen Erweiterungsinvestitionen oder sahen solche vor. Regelmässig zur Sprache kam die Schwierigkeit, qualifiziertes Personal zu rekrutieren. Der Preissetzungsspielraum scheint sich insgesamt vergrössert zu haben, so dass die höheren Rohstoff- und Energiepreise vermehrt auf die Kunden überwältzt werden können. Als Hauptsorge wurden erneut Kapazitätsengpässe sowie Beschaffungsprobleme bei Rohstoffen und Vorprodukten genannt.

1 Produktion

Industrie

Im Industriesektor lief die Produktion auf Hochtouren und die Bestellungen expandierten kräftig. Die technischen und personellen Kapazitäten sind im Allgemeinen stark ausgelastet und der Auftragsvorrat sichert bis weit in das Jahr 2008 Vollbeschäftigung. Sowohl umsatz- als auch ertragsmässig zeichnet sich damit ein weiteres erfolgreiches Jahr ab. Die Nachfrage ist geographisch breit abgestützt, wobei die EU (vor allem Deutschland) meistens an erster Stelle genannt wurde. Die Gesprächspartner beurteilten aber auch die Geschäftsentwicklung in Asien (insbesondere in China und Indien) und in Osteuropa (Russland) positiv. Unterschiedlicher und insgesamt verhaltener fiel dagegen die Einschätzung bezüglich den USA aus. Um das Auftragsvolumen bewältigen zu können, mussten oftmals Zusatzschichten eingeführt oder auch die Betriebsferien gestrichen werden. Infolge anhaltender Beschaffungsprobleme und Lieferverzögerungen bei Rohstoffen und Vorprodukten wurde verschiedentlich eine (kostspielige) Aufstockung der Lager in Betracht gezogen. Einige Gesprächspartner registrierten bei den Vorprodukten und – vereinzelt – auch bei der eigenen Produktion eine Verschlechterung der Qualität.

Die gute Konjunkturlage war in nahezu allen Industriebranchen zu spüren; eine Abflachung der Geschäftstätigkeit war nicht in Sicht. Dies bestätigte sich auch in Gesprächen mit Vertretern der Gussindustrie, die als Vorlaufindikator für den Maschinen-sektor gilt und einen unverändert kräftigen Auftrags-eingang meldete. Zu den besonders prosperierenden Sparten gehörten die Energietechnik (inkl. Alternativ-energien), Klimatechnik, Medizinaltechnik sowie Produkte für die Luftfahrtindustrie. Aber auch die Zulieferer der Automobilindustrie, die in einem besonders wettbewerbsintensiven Bereich operieren, meldeten eine zufriedenstellende bis gute Geschäftsentwicklung. In der Konsumgüterindustrie stand weiterhin die Uhrenindustrie an der Spitze, doch profitierten auch andere Branchen wie die Möbel- und Textilindustrie von der kräftigen Nachfrage.

Dienstleistungen

Die Gespräche mit Vertretern des Detailhandels vermittelten ebenfalls ein optimistisches Stimmungsbild. Trotz anhaltenden Preisrückgangs auf gewissen Sortimentsteilen lagen die Umsätze der Grossverteiler und der Einkaufszentren mehrheitlich

über dem Vorjahresstand. Die Kunden sind ausgabe-freudig, was vor allem dem Tiefpreis- und dem Hochpreissegment zugute kommt. Der Detailhandel in den Grenzgebieten profitiert weiterhin von der Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro, welcher die Einkaufsströme zugunsten der inländischen Anbieter beeinflusste.

Auch die Gesprächspartner aus Tourismus und Gastgewerbe waren mit dem bisherigen Verlauf der Sommersaison zufrieden. Trotz teilweise schlechter Witterungsbedingungen meldeten die Hoteliers aus den verschiedenen Destinationen eine gute Auslastung und steigende Umsätze pro Gast. Dabei erwiesen sich die Gäste aus dem Inland als besonders ausgabe-freudig. Dies gilt auch für die Unternehmen, die wieder grosszügig Seminare und Events finanzieren. Die Frage nach dem Preis ist allgemein in den Hintergrund gerückt. Regelmässig verwiesen die Gesprächspartner auf den tiefen Franken-Eurokurs, der das Schweizer Tourismusangebot preislich wettbewerbsfähiger gemacht habe. Der kommenden Wintersaison sahen die Gesprächspartner durchwegs optimistisch entgegen. Die Gespräche mit Vertretern aus weiteren konsum- wie unternehmensbezogenen Dienstleistungsbranchen bestätigten den unverändert breit abgestützten Konjunkturaufschwung. Dazu gehören insbesondere die IT-Branche, aber auch Fluggesellschaften, Reiseveranstalter und Transportunternehmen.

Unverändert günstig fiel auch die Einschätzung der Gesprächspartner aus dem Bankensektor aus. Sowohl das Hypothekengeschäft als auch das Vermögensanlage- und Handelsgeschäft florierten. Verhaltener entwickelte sich das Firmenkundengeschäft, was die Bankenvertreter vor allem auf die sehr gute Liquiditätssituation ihrer Kunden zurückführten. Dementsprechend werden Kredite häufig amortisiert. Dank der guten Geschäftslage ihrer Kunden nahmen die Wertberichtigungen der Banken weiter ab. Kaum überraschend lösten die Finanzmarkt-turbulenzen im August vor allem bei den Bankenvertretern eine gewisse Besorgnis aus.

Bau und Immobilien

Die Vertreter der Bauwirtschaft meldeten mehrheitlich einen guten Geschäftsgang, wobei der Wohnungsbau die treibende Kraft bildet. Sowohl im Bauhauptgewerbe als auch im Ausbaugewerbe sind die Kapazitäten sehr gut ausgelastet und die Auftragsbücher voll. Infolge der kräftigen Nachfrage scheint der Konkurrenzdruck etwas nachgelassen zu haben, was vermehrt Preiserhöhungen ermöglicht.

Die Aussichten wurden indessen unterschiedlich beurteilt. Einige Gesprächspartner rechneten in den kommenden Monaten mit einer Verlangsamung der Bautätigkeit und machten insbesondere im Geschäftsbau bereits deutliche Anzeichen dafür aus. Andere Vertreter gehen weiterhin von einer robusten Baukonjunktur aus. Namentlich im Segment sehr gut gelegener Zweitwohnungen wird eine stark steigende Nachfrage aus dem Ausland registriert.

2 Arbeitsmarkt

Die meisten Gesprächspartner äusserten die Absicht, den Personalbestand weiter zu erhöhen. Regelmässig kam dabei die Schwierigkeit zur Sprache, qualifiziertes Personal zu rekrutieren. Dabei scheint die Personalknappheit in den Bereichen technische Berufe, Finanzmarktspezialisten und Projektmanagement besonders akut zu sein. Die Personenfreizügigkeit mit der EU schafft zwar eine gewisse Abhilfe, doch hat sich inzwischen das Angebot an geeignetem Personal auch in der EU verknappt. In diesem angespannten Umfeld hat die interne Aus- und Weiterbildung an Bedeutung gewonnen; dazu gehören auch Wiedereinstiegsprogramme für Frauen. Umgekehrt bestätigten Vertreter von Arbeitsämtern, dass die Vermittlung von ungelerten Stellensuchenden schwierig ist, da Arbeitsplätze mit geringen Qualifikationsanforderungen knapp sind.

Ein häufiges Thema war der gestiegene Lohn- und Druck, obwohl dieser noch keine grossen Sorgen zu bereiten scheint. Für 2008 rechnen die meisten Gesprächspartner mit substanziellen Lohnerhöhungen. Zugenommen hat auch die Fluktuationsrate, besonders ausgeprägt bei den vor kurzem in die Schweiz gezogenen Arbeitskräften aus der EU, die sich nun nach besser bezahlten Stellen umsehen. In gewissen Branchen wie dem Gastgewerbe fordern ausländische Arbeitnehmer zudem vermehrt Kompensationen für den schwächeren Franken.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Gemäss den meisten Gesprächspartnern entwickelte sich die Ertragslage erfreulich. In vielen Fällen gelang es inzwischen, die Preise anzuheben und damit die gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise zu überwälzen. Als Alternative zu Preiserhöhungen wurden verschiedentlich Rabatte und Spezialtarife gestrichen. Das Umfeld für Preiserhöhungen scheint nicht zuletzt deshalb günstiger geworden zu sein, weil die Konkurrenz heute in der Regel mitzieht und für die Kunden nicht mehr der Preis, sondern Verfügbarkeit und Lieferfrist im Vordergrund stehen. Eine Reihe von Unternehmensvertretern stellte für das nächste Jahr weitere Preiserhöhungen in Aussicht. Zu den Ausnahmen gehörte wiederum der Detailhandel, wo vor allem die Preise für Güter des täglichen Bedarfs infolge des starken Wettbewerbs unter Druck stehen. Die exportorientierten Unternehmen profitieren weiterhin vom tiefen Kurs des Frankens gegenüber dem Euro. Verschiedentlich wurde aber darauf hingewiesen, dass die Kalkulation nach wie vor auf einem deutlich höheren Frankenkurs beruhe.

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.

An orthogonal polynomial approach to estimate the term structure of interest rates

Hans-Jürg Büttler
Working Paper 2007-8

Der Zinsstruktur bzw. der Renditekurve kommt in der volkswirtschaftlichen Theorie und in der Finanztheorie eine zentrale Rolle zu. Sie beschreibt gemäss Definition die Beziehung zwischen Null-Coupon-Sätzen bzw. Kassazinssätzen und der Restlaufzeit von Null-Coupon-Anleihen bzw. Diskontanleihen. Leider lassen sich die Kassazinssätze ausser für kurze Laufzeiten selten beobachten. Die Aufgabe besteht daher darin, die Renditekurve unabhängig von einem Zinsstrukturmodell aus den Kursen von börsenkotierten coupontragenden Anleihen abzuleiten.

In der Literatur findet man dazu mehrere Ansätze, einschliesslich des «Bootstrapping», einer Regression von Anleihepreisen, verschiedener Spline-Funktionen zur Approximation der unbekanntes Kassazinssatz-Funktion, einer kleinen Anzahl von Exponentialfunktionen zur Approximation der unbekanntes Terminzinssatz-Funktion, Fourier-Reihen und der «Forward Rate»-Methode. Manche der bekannten Methoden sind eindeutig modellabhängig.

Diese Studie stellt einen neuen Algorithmus zur Schätzung der Zinsstruktur vor. Er ist unabhängig von jeglichen Zinsstrukturmodellen, d. h. der geschätzte Kassazinssatz konvergiert gegen den wahren, allerdings nicht zu beobachtenden Kassazinssatz. Der geschätzte Kassazinssatz wird durch eine Optimierung unter Nebenbedingungen ermittelt, deren Ziel es ist, das Integral des Quadrats der ersten Ableitung des augenblicklichen Terminzinssatzes unter der Bedingung zu minimieren, dass die geschätzten Anleihepreise innerhalb der beobachteten Geld- und Briefkurse liegen. In dieser Studie wird eine endliche Reihe von Laguerre-Polynomen verwendet, um die unbekanntes Funktion des augenblicklichen Terminzinssatzes anzunähern. Die Zielfunktion kann explizit als quadratische Form der Laguerre-Konstanten geschrieben werden und die nicht-linearen Restriktionen lassen sich durch eine Rekursionsbeziehung beschreiben. Die Lösung ist sowohl eindeutig als auch ein globales Minimum. Der Schätzfehler beträgt bei einer hinreichenden Zahl von Anleihen weniger als einen Basispunkt.

The colonial origins of comparative development: Comment. A solution to the settler mortality debate

Raphael Auer
Working Paper 2007-9

Die einflussreiche Arbeit von Acemoglu, Johnson und Robinson (2001) liefert beträchtliches Beweismaterial für die These, dass Einkommensunterschiede massgeblich vom Vorhandensein guter Institutionen zum Schutz des privaten Eigentums abhängen. Ihr wichtigster Beitrag ist die Berechnung einer instrumentellen Variablen als Mass für die Güte der Institutionen, nämlich der Sterblichkeitsrate europäischer Siedler in ehemaligen Kolonien. Die Sterblichkeitsraten haben zwar keinen direkten Einfluss auf die Einkommensunterschiede, korrelieren aber mit der Qualität von Institutionen. Albouy (2006) kritisiert, dass diese inkonsistent erfasst und hochgerechnet worden seien. Ferner seien die Sterblichkeitsraten von sehr unterschiedlichen Bevölkerungsgruppen gesammelt worden und somit nicht vergleichbar.

Die vorliegende Studie löst die Debatte über die Genauigkeit der aus historischen Quellen zusammengetragenen Sterblichkeitsraten von Siedlern. Dazu wird ein geographisches Modell der Determinanten des Krankheitsumfelds während der Kolonialzeit herangezogen. Es wird zunächst festgestellt, dass mit dem geographischen Krankheitsmodell die Sterblichkeitsraten gut prognostiziert werden können. Im Weiteren wird festgestellt, dass Geographie Institutionen nur durch die Sterblichkeitsraten beeinflusst. Danach wird die empirische Analyse von Acemoglu et al. unter Verwendung der geographischen Projektion des Krankheitsumfelds

wiederholt. Die instrumentierte Sterblichkeitsrate ist äusserst aussagekräftig für die Berechnung der Qualität von Institutionen. Dies trifft sowohl auf die ursprünglichen Daten wie auch auf die von Albouy revidierten Sterblichkeitsraten zu. Zwar wird das Modell des Krankheitsumfelds durch die Berücksichtigung der Untersuchungspopulation, aus der die historischen Daten stammen, verbessert. Der Zusammenhang zwischen der Siedler-Sterblichkeitsrate und den Institutionen bleibt indessen unverändert. Schliesslich zeigt die Studie auf, dass Institutionen der wichtigste Faktor zur Erklärung von Einkommensunterschieden im internationalen Vergleich sind. Die Studie kommt zum Schluss, dass die von Acemoglu et al. vorgelegten empirischen Daten in der Tat deren Hypothese über die frühe Errichtung von Institutionen untermauern und kein Berechnungsfehler vorliegt.

Literatur:

Acemoglu, Daron, Simon Johnson, and James A. Robinson. 2001. The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation. *American Economic Review* 91(5), December: 1369–1401.

Albouy, David. 2006. The Colonial Origins of Comparative Development: An Investigation of the Settler Mortality Data. Center for International and Development Research. University of California Berkeley, Working Paper C04'138, May.

The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a 'principles-based' policy framework

Ernst Baltensperger, Philipp M. Hildebrand und Thomas J. Jordan

Economic Study No. 3 2007

Die geldpolitische Praxis hat sich seit Anfang der 1990er Jahre erheblich weiterentwickelt. Grosse Fortschritte in der Theorie der Geldpolitik haben massgeblich dazu beigetragen. Direkte Inflationssteuerung (Inflation Targeting) wurde in den 1990er Jahren zur dominierenden theoretischen Grundlage und übte einen starken Einfluss auf das Verhalten der Zentralbanken aus. Das ursprüngliche Konzept der direkten Inflationssteuerung wurde als ein recht strikter «regelbasierter» geldpolitischer Rahmen definiert, um die Inflation tief zu halten und Transparenz sowie Rechenschaftsablage hervorzuheben. In jüngerer Zeit rückte ein flexiblerer Ansatz in den Vordergrund, der sich als ein «prinzipienbasierter» geldpolitischer Rahmen charakterisieren lässt. Diese neue Sichtweise verbindet den festen langfristigen Anker für die nominale Stabilität, der in der ursprünglichen Idee der direkten Inflationssteuerung begründet ist, mit der kurzfristigen Flexibilität, die auf einem mehr diskretionären und pragmatischen geldpolitischen Ansatz beruht.

Zwar weist das im Dezember 1999 eingeführte geldpolitische Konzept der SNB bedeutende Parallelen zu den Ideen und Prinzipien der direkten Inflationssteuerung auf, doch gibt es auch zahlreiche Unterschiede. Die SNB bezeichnet aus diesem Grunde ihr geldpolitisches Konzept nicht als direkte Inflationssteuerung. Dagegen besteht in vielerlei Hinsicht eine bemerkenswerte Ähnlichkeit zwischen

dem sich abzeichnenden Konsens über die «beste Praxis» in der Geldpolitik und dem Konzept der SNB. Die mit dem neuen Konzept einhergehende Flexibilität ermöglichte es der SNB, seit dem Jahr 2000 auf eine Reihe von negativen und positiven Schocks in der Weltwirtschaft angemessen zu reagieren, ohne von ihrem festen Bekenntnis zur Preisstabilität abzurücken. Mit seiner siebenjährigen Erfolgsbilanz könnte sich das Konzept der SNB mithin als eine interessante Fallstudie für eine Geldpolitik eignen, die einen Mittelweg zwischen voller Diskretion und starr definierten kurzfristigen Inflationszielen anstrebt. Voraussetzungen für den Erfolg eines solchen Ansatzes sind allerdings ein hohes Mass an Glaubwürdigkeit und eine hervorragende Reputation.

Die Studie gibt einen Überblick über die Entwicklung der Diskussion um die «beste Praxis» in der Geldpolitik seit den 1990er Jahren und den daraus erwachsenen Prinzipienkonsens. Anschliessend folgt eine Darstellung der Grundzüge des geldpolitischen Konzepts der SNB und der damit bislang gemachten Erfahrungen. Dann werden wichtige Parallelen zwischen dem Konzept der SNB und dem sich abzeichnenden Konsens über die «beste Praxis» analysiert und einige der offenen und kontroversen Themen behandelt.

Nationalbank strebt Entspannung am Geldmarkt an

Die Schweizerische Nationalbank zielte am 13. September 2007 im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung auf eine Entspannung am Schweizerfranken-Geldmarkt. Sie strebt einen Dreimonats-Libor von rund 2,75% an, nachdem dieser Satz zuvor bis auf 2,9% angestiegen war. Das Zielband wurde 0,25 Prozentpunkte auf 2,25%–3,25% angepasst.

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.

Sprachen

Das Quartalsheft erscheint in deutscher, französischer und
englischer Sprache, wobei die englische Ausgabe nur elektronisch
verfügbar ist.

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

ISSN 1423–3789 (Gedruckte Ausgabe)
ISSN 1662–2588 (Online-Ausgabe)

