4 Dezember 2007

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

# Quartalsheft

# Schweizerische Nationalbank
# Quartalsheft

Dezember 4/2007 25. Jahrgang

# Inhalt

# Übersicht

**Bericht über die Geldpolitik (S. 6)**

Die Weltwirtschaft präsentierte sich zu Beginn des zweiten Halbjahres 2007 weiterhin in guter Verfassung, so dass das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts in den meisten Industrieländern seinen langfristigen Trend übertraf. Eine Reihe von Indikatoren deutet indessen in den USA und in Europa auf eine deutliche Wachstumsverlangsamung im vierten Quartal hin. Neben der schwelenden Krise auf den Finanzmärkten trug auch der weitere massive Anstieg des Erdölpreises zur Eintrübung des Konjunkturklimas bei. Für die Konjunktur in Europa ergeben sich überdies aus dem starken Kursrückgang des Dollars gegenüber dem Euro zusätzliche Risiken. Infolge dieser Entwicklungen revidierte die SNB ihre Wachstumsprognosen für 2008 sowohl für die USA als auch für die Eurozone leicht nach unten.

Wie die meisten Industrieländer wies die Schweiz im dritten Quartal ein kräftiges Wirtschaftswachstum auf. Das reale BIP stieg um 3,3% gegenüber der Vorperiode und lag damit 2,9% höher als vor Jahresfrist. Sowohl die Nachfrage- als auch die Produktionsseite des BIP zeigten weiterhin das Bild eines breit abgestützten Konjunkturaufschwungs. Die SNB rechnet für 2007 mit einem Zuwachs des realen BIP von gut 2,5%. Vor dem Hintergrund der leicht nachlassenden Weltkonjunktur dürfte sich das Wachstum in der Schweiz im nächsten Jahr etwas abschwächen und noch rund 2% betragen.

Die SNB beschloss am 13. Dezember im Anschluss an die vierteljährliche Lagebeurteilung vom Dezember das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen. Die erwartete Abflachung des Wirtschaftswachstums in der Schweiz hat eine Verbesserung der Inflationsaussichten für 2009 und 2010 zur Folge. Zwar ist diese wegen der anhaltenden Schwäche des Schweizer Frankens und der Erhöhung der Rohstoffpreise mit grossen Unsicherheiten behaftet. Sie erlaubt es der Nationalbank aber, ihren geldpolitischen Kurs unverändert weiterzuführen.

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

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten September bis November mit rund 170 Vertretern aus verschiedenen Branchen führten, vermittelten weiterhin ein erfreuliches Konjunkturbild. Während die Vertreter aus dem Detailhandel von deutlich anziehenden Umsätzen sprachen, meldeten diejenigen aus der Industrie einen bis zuletzt sehr guten Geschäftsgang. Die meisten Gesprächspartner sahen keine konkreten Verlangsamungstendenzen und blieben bezüglich 2008 zuversichtlich. Gleichwohl gehen viele davon aus, dass das nächste Jahr schwieriger sein wird als 2007, das häufig nochmals Rekordabschlüsse brachte. Eine deutliche Verunsicherung war insbesondere bei Vertretern der Finanzbranche zu spüren. Vor dem Hintergrund gestiegener konjunktureller Unsicherheiten bereiten vor allem die auf breiter Front steigenden Preise für Energie, industrielle und agrarische Rohstoffe und Vorprodukte Sorgen. Regelmässig zur Sprache kam auch die sich weiter verschärfende Personalknappheit.

**Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies (S. 44)**

Zusammenfassungen von fünf Aufsätzen: Franziska Bignasca und Enzo Rossi, «Applying the Hirose-Kamada filter to Swiss data: Output gap and exchange rate pass-through estimates», SNB Working Paper 2007-10; Angelo Ranaldo und Enzo Rossi, «The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication», SNB Working Paper 2007-11; Lukas Burkhard und Andreas M. Fischer, «Communicating policy options at the zero bound», SNB Working Paper 2007-12; Katrin Assenmacher-Wesche, Stefan Gerlach and Toshitaka Sekine, «Monetary factors and inflation in Japan», SNB Working Paper 2007-13; Jonas Stulz, «Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from vector autoregressions», SNB Economic Study No. 4 2007.

# Bericht über die Geldpolitik

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

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

## Inhalt

## 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 Dezember 2007 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums von Mitte Dezember 2007.

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

# Überblick

Die Weltwirtschaft präsentierte sich zu Beginn des zweiten Halbjahres 2007 weiterhin in guter Verfassung, so dass das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts in den meisten Industrieländern seinen langfristigen Trend übertraf. Eine Reihe von Indikatoren deutet indessen in den USA und in Europa auf eine deutliche Wachstumsverlangsamung im vierten Quartal hin. Neben der schwelenden Krise auf den Finanzmärkten und der damit verbundenen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen trug auch der weitere massive Anstieg des Erdölpreises zur Eintrübung des Konjunkturklimas bei. Für die Konjunktur in Europa ergeben sich überdies aus dem starken Kursrückgang des Dollars gegenüber dem Euro zusätzliche Risiken. Infolge dieser Entwicklungen revidierte die SNB ihre Wachstumsprognosen für 2008 sowohl für die USA als auch die Eurozone leicht nach unten.

Wie die meisten Industrieländer wies die Schweiz im dritten Quartal ein kräftiges Wirtschaftswachstum auf. Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) stieg um 3,3% gegenüber der Vorperiode und lag damit 2,9% höher als vor Jahresfrist. Sowohl die Nachfrage- als auch die Produktionsseite des BIP zeigten weiterhin das Bild eines breit abgestützten Konjunkturaufschwungs. Gleichzeitig nahm die Beschäftigung stark zu und die Arbeitslosigkeit bildete sich nochmals zurück. Eine Reihe von Indikatoren deutet auch für das vierte Quartal auf ein robustes Wirtschaftswachstum hin. So verzeichnete die Industrie eine weiter steigende Produktion und höhere Bestellungen. Wie aus den zwischen September und November 2007 geführten Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Vertretern verschiedener Branchen hervorgeht, äusserten sich zudem die meisten Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor zur Geschäftsentwicklung sehr zufrieden.

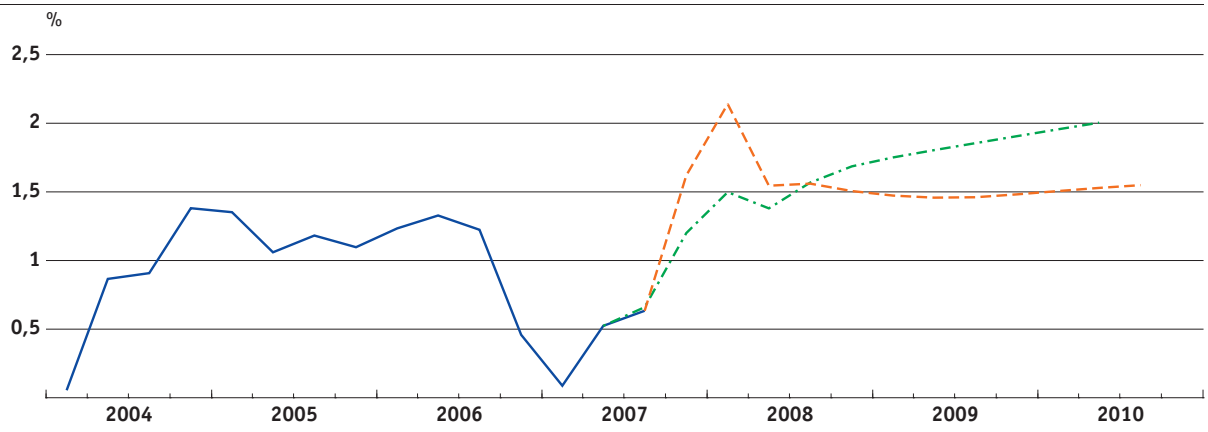
Die SNB rechnet für 2007 mit einem Zuwachs des realen BIP von gut 2,5%. Vor dem Hintergrund der leicht nachlassenden Weltkonjunktur dürfte das Wachstum in der Schweiz im nächsten Jahr etwas abflachen und noch rund 2% betragen. Bedeutende Impulse sind weiterhin vom privaten Konsum zu erwarten, der von der guten Arbeitsmarktlage und den steigenden Einkommen gestützt wird. Angesichts der hohen Kapazitätsauslastung und der guten Ertragslage bleiben die Ausrüstungsinvestitionen voraussichtlich eine wichtige Konjunkturstütze. Demgegenüber ist bei den Exporten mit einer Wachstumsverlangsamung zu rechnen, während die Bauinvestitionen erneut leicht sinken dürften. Infolge der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten ist dieses insgesamt günstige Konjunkturszenario allerdings mit einigen Risiken behaftet.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Dezember, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

Die erwartete Abflachung des Wirtschaftswachstums in der Schweiz hat eine Verbesserung der Inflationsaussichten für 2009 und 2010 zur Folge. Im ersten Halbjahr 2008 werden die Preisaufschläge auf dem Erdöl die Inflation jedoch vorübergehend ansteigen lassen. Es ist sogar mit einer Überschreitung der 2%-Grenze zu rechnen. Allerdings ist der Anstieg zeitlich begrenzt und vorwiegend auf den Preisauftrieb beim Erdöl zurückzuführen. Nach dem Überschreiten des Höhepunkts im ersten Halbjahr 2008 dürfte sich die Inflation auf einem Niveau unter 2% stabilisieren. Unter der Annahme eines unveränderten Dreimonats-Libor von 2,75% rechnet die SNB mit einer durchschnittlichen Teuerung von 0,7% im Jahre 2007, von 1,7% im Jahre 2008 und von 1,5% im Jahre 2009. Damit verläuft die Prognose mittel- und langfristig unter derjenigen vom September 2007. Zwar ist diese Verbesserung der mittelfristigen Inflationsaussichten wegen der anhaltenden Schwäche des Schweizer Frankens und der Erhöhung der Rohstoffpreise mit grossen Unsicherheiten behaftet. Sie erlaubt es der Nationalbank aber, ihren geldpolitischen Kurs unverändert weiterzuführen.

Inflationsprognose September 2007 mit Libor 2,75% und Dezember 2007 mit Libor 2,75%

Veränderung des Landesindexes der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in %




| **Inflationsprognose Dezember 2007, Libor 2,75%** | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|
| Durchschnittliche Jahresinflation in % | 0,7 | 1,7 | 1,5 |

# 1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

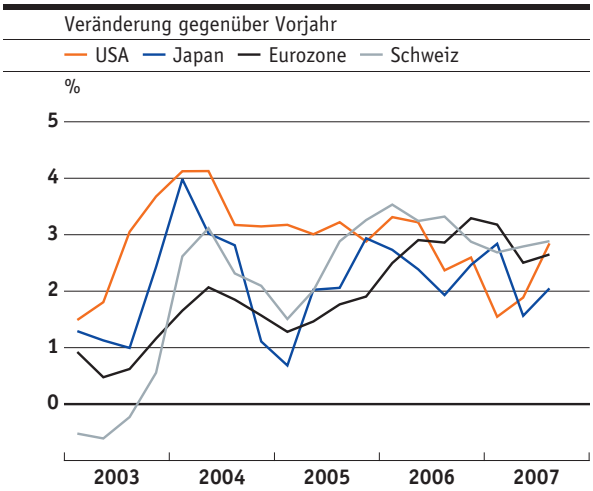
Die Weltwirtschaft präsentierte sich zu Beginn des zweiten Halbjahres 2007 in guter Verfassung, so dass das BIP-Wachstum in den meisten Industrieländern seinen langfristigen Trend übertraf. Eine Reihe von Indikatoren deutet indessen in den USA und in Europa auf eine deutliche Wachstumsverlangsamung im vierten Quartal hin. Neben der schwelenden Krise auf den Finanzmärkten und der damit verbundenen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen trug auch der weitere massive Anstieg des Erdölpreises auf über 90 Dollar pro Fass zur Eintrübung des Konjunkturklimas bei. Risiken ergeben sich überdies aus dem starken Kursrückgang des Dollars gegenüber dem Euro und anderen Währungen. Zwar trägt diese Entwicklung zum Abbau der internationalen Ertragsbilanzungleichgewichte bei, doch dämpft eine starke Kurskorrektur des Dollar die Konjunkturaussichten in Europa. Die Eintrübung der Wachstumsperspektiven widerspiegelte sich auch in den BIP-Konsensprognosen für das Jahr 2008, die im November sowohl für die USA als auch die Eurozone und Japan tiefer ausfielen als noch im August.

**Durch Kreditkrise beeinträchtigte Aussichten für die US-Wirtschaft**

Das amerikanische BIP wuchs im dritten Quartal um 4,9% gegenüber der Vorperiode. Mit Ausnahme des weiterhin schrumpfenden Wohnungsbaus trugen alle inländischen Nachfragekomponenten sowie der Aussenhandel zu diesem kräftigen Wachstum bei. Seit den Sommermonaten verschlechterten sich indessen die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen aufgrund der gestiegenen Risikoprämien auf Unternehmensobligationen, der restriktiveren Kreditvergabe der Banken und der massiven Verteuerung des Erdöls. Dies dürfte im vierten Quartal zu einer deutlichen Abschwächung des BIP-Wachstums führen. Während die sinkende Zahl der Baubeginne einen weiteren Rückgang der Wohnbauinvestitionen erwarten lässt, weisen das schwindende Konsumentenvertrauen, die anhaltend sinkenden Häuserpreise sowie die stark gestiegenen Benzinpreise auf eine spürbare Verlangsamung des privaten Konsums hin.

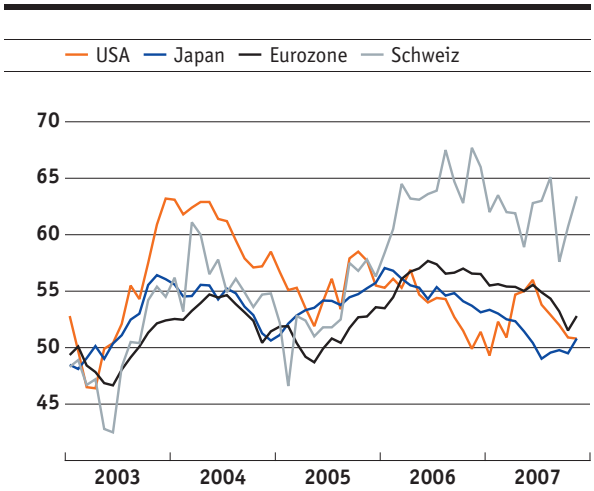
Die verschärften Kreditbedingungen und der hohe Erdölpreis dürften das Wachstum der amerikanischen Wirtschaft auch im nächsten Jahr belasten. Infolge der Dollarabwertung und der robusten Nachfrage seitens wichtiger amerikanischer Handelspartner kann indessen vom Aussenhandel mit positiven Impulsen gerechnet werden. Nachdem von den verschiedenen Instituten im August für das kommende Jahr ein Realwachstum von durchschnittlich 2,6% erwartet worden war, lautet die Konsensprognose von November auf einen BIP-Zuwachs von noch 2,3%.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt




Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Thomson Datastream

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie




Quelle: Thomson Datastream

### Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung auch in Europa

Wie die USA verzeichnete auch die Eurozone im dritten Quartal ein starkes Wirtschaftswachstum. Das reale BIP stieg um 2,9% gegenüber der Vorperiode, nach einer Zunahme von lediglich 1,2% im zweiten Quartal. Die Wirtschaftsaktivität zog in allen grösseren Volkswirtschaften der Eurozone mit Ausnahme Spaniens an. Das Wachstum war binnenwirtschaftlich breit abgestützt, wobei die wichtigsten Impulse vom privaten Konsum und von den Investitionen ausgingen. Die Kapazitäten blieben allgemein stark ausgelastet. Gleichzeitig mehrten sich die Anzeichen einer Verknappung auf dem Arbeitsmarkt, vor allem im Bereich der Fachkräfte.

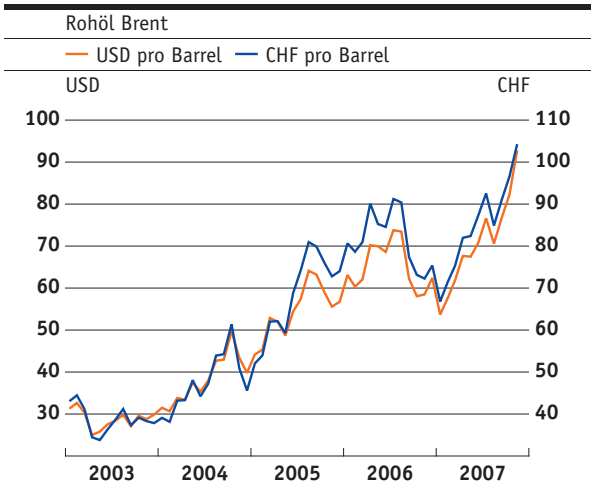
Im Laufe des vierten Quartals trübten sich indessen sowohl das Geschäftsklima als auch das Vertrauen der Konsumenten ein. Neben der massiven Verteuerung des Erdöls trug dazu die starke Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar bei, welche die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Exportwirtschaft zu beeinträchtigen droht. Gleichzeitig zeichnete sich als Folge der Finanzmarktturbulenzen eine restriktivere Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und Haushalte ab. Dies dürfte die Investitionstätigkeit dämpfen und in einigen Ländern, darunter vor allem Spanien und Irland, zu einer weiteren Abkühlung auf dem Immobilienmarkt führen. Moderate Lohnerhöhungen sowie eine steigende Beschäftigung dürften dagegen den Privatkonsum stützen. Die BIP-Konsensprognose für 2008 für die Eurozone sank von 2,3% im August auf 2,0% im November.

### Robuste Konjunktur in Asien

Der asiatische Wirtschaftsraum zeigte sich bis zuletzt in robuster Verfassung. In Japan wuchs das reale BIP um 1,5% gegenüber der Vorperiode, nachdem es im zweiten Quartal noch um 1,8% geschrumpft war. Zum Wachstum trugen ein starker Aussenbeitrag sowie höhere Ausrüstungs- und Konsumausgaben bei. Dämpfend wirkten dagegen die Bauinvestitionen, die als Folge einer restriktiveren Baugesetzgebung stark sanken. Insgesamt dürfte sich das Wirtschaftswachstum in moderatem Tempo fortsetzen, gestützt vor allem durch anhaltend kräftig steigende Exporte nach Ostasien. Demgegenüber scheint die Binnennachfrage an Schwung zu verlieren. Die BIP-Konsensprognose für 2008 betrug im November 1,8% und liegt damit leicht tiefer als im August (2,1%).

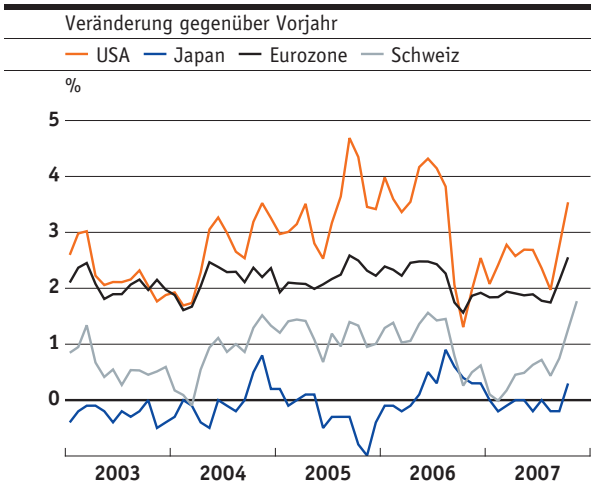
In China blieb die Konjunktur im dritten Quartal sehr dynamisch. Das reale BIP übertraf den Vorjahresstand um 11,5%, wobei die wichtigsten Impulse unverändert von den Investitionen und Exporten ausgingen. Vor dem Hintergrund des Booms am Immobilienmarkt zogen insbesondere die Bauinvestitionen weiter an. Der Handelsüberschuss wiederum erreichte im dritten Quartal mit 73 Mrd. Dollar bzw. 10% des BIP einen neuen Höchstwert. Trotz der von der Regierung eingeleiteten Massnahmen zur Konjunkturdämpfung beträgt die BIP-Konsensprognose für 2008 immer noch 10,5% und liegt damit nur wenig tiefer als die Prognose für 2007. Auch Hongkong, Korea, Taiwan und Singapur wiesen im dritten Quartal ein kräftiges Wirtschaftswachstum auf, teilweise als Folge der weltweit expandierenden IT-

Grafik 1.3
Erdölpreise




Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise




Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

Investitionen. Das reale BIP dieser Volkswirtschaften lag im Durchschnitt 6,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach 5,5% im zweiten Quartal. Dank der hohen Eigendynamik bleiben die konjunkturellen Aussichten für die Region günstig. Dennoch ist infolge der schwächeren Nachfrage aus den USA mit einer leichten Wachstumsabflachung zu rechnen.

### Steigende Teuerung

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerung zog in den USA und der Eurozone von Juli bis Oktober an. Ins Gewicht fiel ein Basiseffekt bei den Energiepreisen, die vor Jahresfrist deutlich gefallen waren. Dazu kamen steigende Preise für Nahrungsmittel. In den USA erhöhte sich die Jahresteuerung bis Oktober um 1,1 Prozentpunkte auf 3,5%. Die unter Ausschluss der Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnete Kernrate blieb dagegen bei 2,2%. In der Eurozone stieg die Jahresteuerung von Juli bis Oktober um 0,8 Prozentpunkte auf 2,6%, während die Kernrate bei 1,9% verharrte. Auch in Japan zog die Jahresteuerung bis Oktober um 0,3 Prozentpunkte auf 0,3% an, doch blieb die Kernrate im negativen Bereich (–0,3%). Im November dürfte die Teuerung infolge des weiteren markanten Anstiegs der Energiepreise in allen drei Wirtschaftsräumen weiter anziehen.

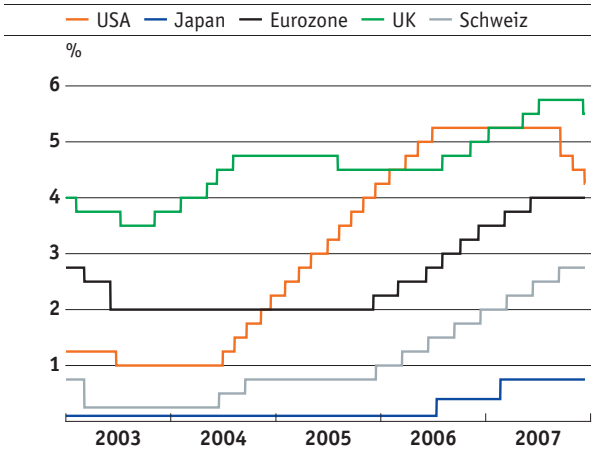
### Geldpolitik im Banne der Finanzmarktturbulenzen

Die Geldpolitik der Zentralbanken steht seit Anfang August 2007 im Banne der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten. Während die amerikanische Zentralbank die Leitzinsen senkte, verzichtete die Europäische Zentralbank (EZB) auf eine weitere Straffung ihrer Geldpolitik. Das Fed senkte den Tagesgeldsatz im September, Oktober und Dezember um insgesamt 1 Prozentpunkt auf zuletzt 4,25%. Gleichzeitig reduzierte es den Diskontsatz um weitere 100 Basispunkte auf zuletzt 4,75%. Begründet wurde diese Lockerung der Geldpolitik mit der Anspannung auf den Finanzmärkten und den gestiegenen Risiken für die Realwirtschaft.

Die EZB beliess den Hauptrefinanzierungssatz an ihren Sitzungen von November und Dezember unverändert bei 4,0%. Ausschlaggebend waren auch hier die Unsicherheiten, die sich aus der Neueinschätzung gewisser Risiken an den Finanzmärkten ergaben. Die Normalisierung auf dem europäischen Geldmarkt kam bis zuletzt nur schleppend voran und der 3M-Euribor verharrte gegenüber dem Hauptrefinanzierungssatz auf hohem Niveau. Die EZB schloss deshalb erneut zusätzliche Geldmarktgeschäfte mit relativ langen Laufzeiten ab.

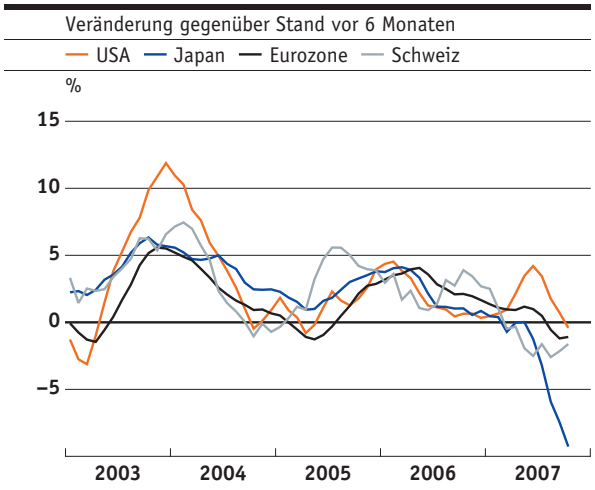
Auch die japanische Zentralbank beliess den Tagesgeldsatz unverändert (0,5%), nachdem sie ihn letztmals im Februar um 0,25 Prozentpunkte angehoben hatte. Demgegenüber straffte die chinesische Zentralbank ihre Geldpolitik durch weitere Zinsschritte und eine Erhöhung des Mindestreservesatzes um insgesamt 1,5 Prozentpunkte auf 13,5%. Auch andere Zentralbanken in der Region, darunter die Zentralbanken Taiwans und Singapurs, setzten ihre restriktivere Geldpolitik fort.

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze




Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD




Quelle: OECD

## Konsensprognosen

Tabelle 1.1

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

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %
2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %
Quelle: Consensus Forecasts, August 2007, November 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

**Kräftiges BIP-Wachstum im dritten Quartal**

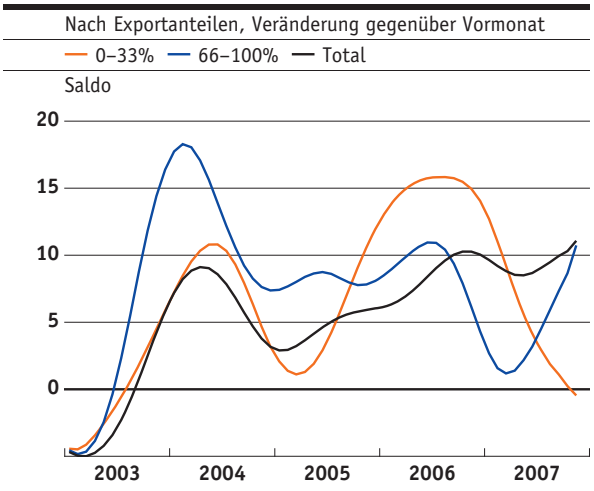
Wie die meisten Industrieländer wies auch die Schweiz im dritten Quartal ein kräftiges Wirtschaftswachstum auf. Gemäss Schätzungen des SECO stieg das reale BIP um 3,3% gegenüber der Vorperiode und lag damit 2,9% höher als vor Jahresfrist. Die wichtigsten Impulse gingen vom privaten Konsum und von den Exporten aus. Dagegen nahmen die Investitionen gegenüber der Vorperiode ab.

Die Produktionsseite des BIP zeigte weiterhin das Bild eines breit abgestützten Konjunkturaufschwungs. Zwar hinterliess der Ausbruch der amerikanischen Hypothekenkrise im Sommer 2007 bei den Schweizer Grossbanken deutliche Spuren in Form von hohen Abschreibungen und markanten Gewinneinbussen. Die Wertschöpfung des inländischen Bankensektors nahm dagegen weiter zu und leistete bei einem Wertschöpfungsanteil von rund 8% einen Beitrag zum BIP-Wachstum von knapp einem Drittel. Dabei trugen beide Komponenten der Bankenwertschöpfung, d. h. die Einnahmen aus dem Wertschriftenhandel und der Vermögensverwaltung wie auch die Einnahmen aus dem Einlagen- und Kreditgeschäft, zum Anstieg bei.

Obwohl Bewertungsgewinne und -verluste von Unternehmen nicht in die Berechnung der Wertschöpfung eingehen, sind sie für die Volkswirtschaft dennoch von Belang. Grundsätzlich gilt, dass die externe Finanzierung für Unternehmen, deren Bilanzen eine qualitative Verschlechterung erfahren, teurer wird. Handelt es sich beim Unternehmen um eine Bank, so kann dies zudem dazu führen, dass sie ihre Kredite verteuern oder rationieren muss. Da Haushalte und viele Unternehmen sich nicht über den Kapitalmarkt finanzieren können und deshalb bei der externen Finanzierung auf Banken angewiesen sind, trifft eine solche Verschärfung der Kreditpolitik letztlich weite Teile der Volkswirtschaft mit entsprechenden Risiken für das BIP-Wachstum.

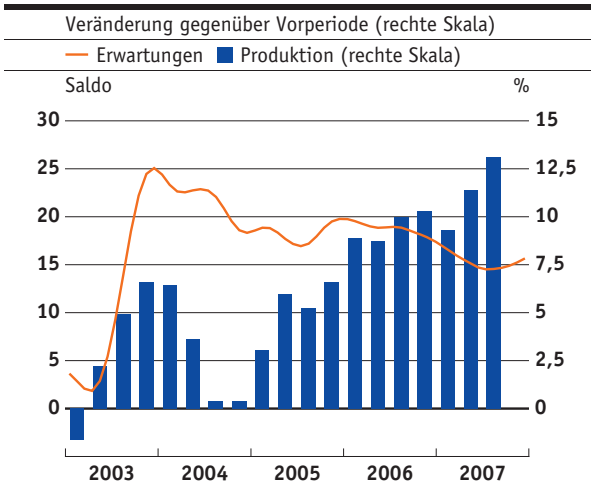
Eine Reihe von Indikatoren deutet auf ein robustes Wirtschaftswachstum auch im vierten Quartal hin. So verzeichnete die Industrie eine weiter kräftig steigende Produktion und höhere Bestellungen. Wie aus den zwischen September und November 2007 geführten Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Vertretern verschiedener Branchen hervorgeht, äusserten sich überdies auch die meisten Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor zur Geschäftsentwicklung sehr zufrieden.

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** Tabelle 2.1

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2005 | 2006 | | | | 2007 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. |
| Privater Konsum | 0,9 | 1,6 | 1,8 | 1,5 | 3,2 | –0,1 | 2,4 | –0,7 | 1,7 | 3,2 | 2,0 | 3,5 |
| Staatlicher Konsum | 1,9 | 0,8 | 0,5 | –1,4 | –0,7 | –0,0 | –6,4 | 1,9 | 0,3 | –2,0 | –0,6 | –1,2 |
| Anlageinvestitionen | –1,2 | 4,5 | 3,8 | 4,1 | 6,4 | –0,4 | 4,4 | 3,0 | 6,2 | 1,8 | 10,2 | –11,6 |
| Bau | 1,8 | 3,9 | 3,5 | –1,4 | –4,7 | –6,4 | –0,1 | 0,3 | 4,9 | –2,4 | –14,6 | –6,0 |
| Ausrüstungen | –3,6 | 5,0 | 4,0 | 8,9 | 16,7 | 5,1 | 8,3 | 5,2 | 7,3 | 5,4 | 33,2 | –15,5 |
| **Inländische Endnachfrage** | **0,6** | **2,1** | **2,1** | **1,7** | **3,4** | **–0,2** | **1,8** | **0,5** | **2,5** | **2,2** | **3,6** | **–0,8** |
| **Inlandnachfrage** | **0,5** | **1,9** | **1,8** | **1,4** | **6,1** | **–3,3** | **4,8** | **–4,7** | **8,0** | **–6,5** | **3,3** | **–1,3** |
| Exporte total | –0,5 | 7,9 | 7,3 | 9,9 | 6,9 | 17,3 | –0,5 | 12,1 | 17,1 | 10,2 | 3,8 | 9,7 |
| Waren | –0,1 | 7,3 | 5,8 | 11,1 | 7,6 | 21,6 | –0,2 | 14,8 | 16,1 | 12,5 | 0,0 | 9,2 |
| ohne EESKA[1] | 0,5 | 7,3 | 6,5 | 11,3 | 8,8 | 16,7 | 8,8 | 7,8 | 17,1 | 7,8 | 5,5 | 9,0 |
| Dienstleistungen | –1,4 | 9,7 | 11,2 | 6,8 | 5,1 | 6,6 | –1,3 | 4,9 | 19,9 | 4,2 | 14,9 | 11,0 |
| **Gesamtnachfrage** | **0,2** | **3,8** | **3,6** | **4,3** | **6,4** | **3,5** | **2,9** | **1,0** | **11,2** | **–0,6** | **3,5** | **2,8** |
| Importe total | 1,3 | 7,3 | 6,7 | 6,9 | 12,8 | 3,3 | 3,5 | –4,0 | 34,7 | –7,6 | 4,2 | 1,5 |
| Waren | 1,9 | 5,8 | 5,6 | 7,8 | 10,2 | 8,3 | 2,5 | –8,5 | 45,9 | –10,3 | 4,1 | –1,8 |
| ohne EESKA[1] | 2,4 | 5,9 | 5,3 | 7,4 | 7,0 | 10,8 | 1,1 | –5,3 | 31,5 | 4,3 | 1,5 | –0,0 |
| Dienstleistungen | –1,9 | 14,7 | 11,6 | 2,7 | 24,8 | –17,0 | 8,5 | 20,0 | –7,3 | 6,6 | 5,2 | 18,6 |
| **BIP** | **–0,2** | **2,5** | **2,4** | **3,2** | **3,8** | **3,5** | **2,6** | **3,2** | **2,2** | **2,7** | **3,1** | **3,3** |

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

Die Aussichten für 2008 wurden von den Vertretern der meisten Branchen zuversichtlich beurteilt. Gleichwohl scheinen sich viele Unternehmen auf ein schwierigeres Jahr einzustellen, nachdem das Jahr 2007 oftmals erneut Rekordergebnisse gebracht hatte. Eine deutliche Verunsicherung war überdies bei den Vertretern aus dem Finanzsektor zu spüren. Vor dem Hintergrund wachsender Unsicherheiten bereiten vor allem die steigenden Preise für Energie, Rohstoffe und Vorprodukte Sorgen (vgl. «Die Konjunktur aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte», Dezember 2007).

Die SNB rechnet für das Jahr 2008 mit einem BIP-Wachstum von rund 2%, nach einem Zuwachs von gut 2,5% im Jahre 2007. Bedeutende Impulse dürften weiterhin vom privaten Konsum ausgehen, der durch die gute Arbeitsmarktlage und die steigenden Einkommen gestützt wird. Angesichts der hohen Kapazitätsauslastung und der guten Ertragslage bleiben auch die Ausrüstungsinvestitionen voraussichtlich eine wichtige Konjunkturstütze. Demgegenüber ist bei den Exporten mit einer Wachstumsverlangsamung zu rechnen, während die Bauinvestitionen leicht sinken dürften. Infolge der anhaltenden Probleme auf den internationalen Finanzmärkten bestehen allerdings auch für die Schweiz beträchtliche konjunkturelle Risiken.

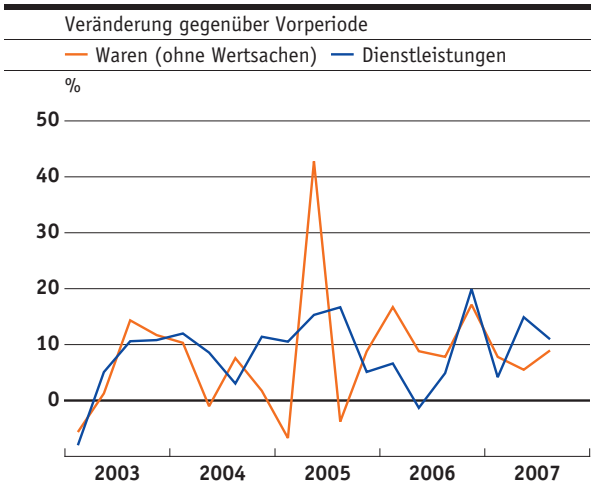
## 2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

**Anhaltend steigende Exporte...**

Die schweizerische Exportwirtschaft profitierte im dritten Quartal weiterhin von der guten Verfassung der Weltwirtschaft und einem tief bewerteten Franken gegenüber dem Euro. Während die Warenausfuhren gegenüber der Vorperiode zulegten, verlangsamten sich die Exporte von Dienstleistungen. Am deutlichsten schwächte sich das Wachstum der Kommissionserträge aus Bankgeschäften mit ausländischen Kunden ab. Insgesamt lagen die Exporte gut 10% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

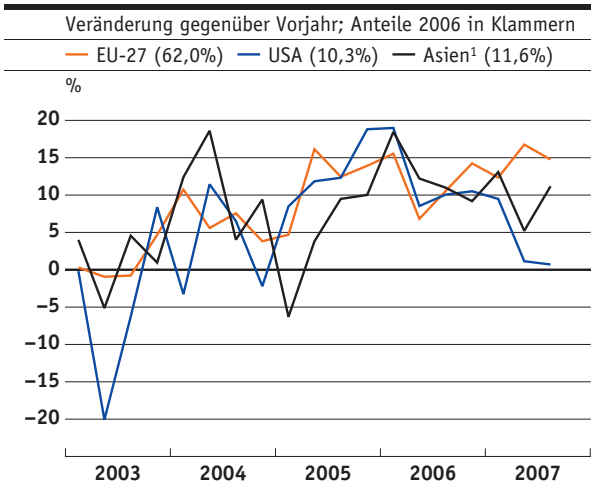
Bei den Waren nahmen die Ausfuhren von Investitions- und Konsumgütern überdurchschnittlich stark zu, während diejenigen von Halbfabrikaten – darunter vor allem chemische Roh- und Grundstoffe – schleppend verliefen. Nach Regionen gegliedert, entwickelte sich die Auslandsnachfrage unterschiedlich. Die Warenlieferungen nach Europa und Asien sowie in die meisten Erdöl exportierenden Länder stiegen weiter. Dagegen bildeten sich die Exporte in die USA und nach Japan zurück. Im Oktober wuchsen die Warenexporte zwar weiter, doch verlor insbesondere der Investitionsgüterbereich an Schwung.

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)

**...und Importe**

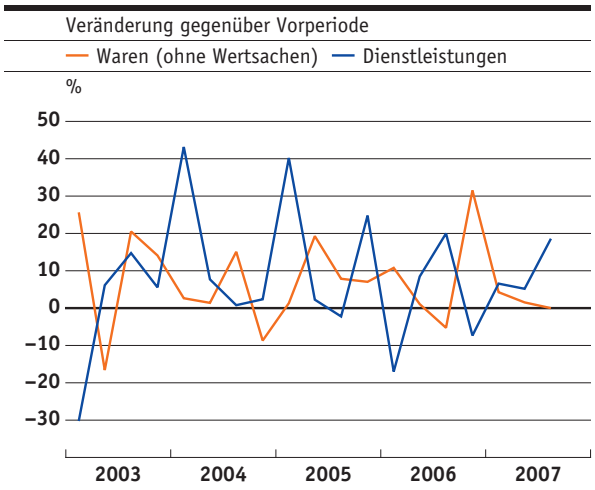
Die realen Einfuhren nahmen im dritten Quartal dank kräftig steigender Dienstleistungsimporte verstärkt zu und lagen damit 7,6% höher als vor Jahresfrist. Besonders stark erhöhten sich die Tourismus- und Transportausgaben. Die Wareneinfuhren stagnierten dagegen. Während die Importe von Konsumgütern sowie erstmals seit drei Quartalen auch diejenigen von Energieträgern stiegen, sanken die Einfuhren von Investitionsgütern nach dem kräftigen Anstieg im zweiten Quartal deutlich. Auch die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten waren leicht rückläufig.

**Kräftiges Konsumwachstum**

Der private Konsum wuchs im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode kräftig (3,5%) und lag damit 2,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Auf der Warenseite erhöhten sich die Detailhandelsumsätze um fast 4% und die Neuzulassungen von Personenwagen um fast 9% gegenüber der Vorperiode. Verhaltener entwickelte sich die Zahl der Hotelübernachtungen inländischer Gäste, ein Gradmesser für den Dienstleistungskonsum. Dabei dürften sich insbesondere die ungünstigen Witterungsbedingungen im Sommer negativ ausgewirkt haben. Demgegenüber deutet der bereits im Herbst hohe Buchungsstand auf eine gute Wintersaison hin.

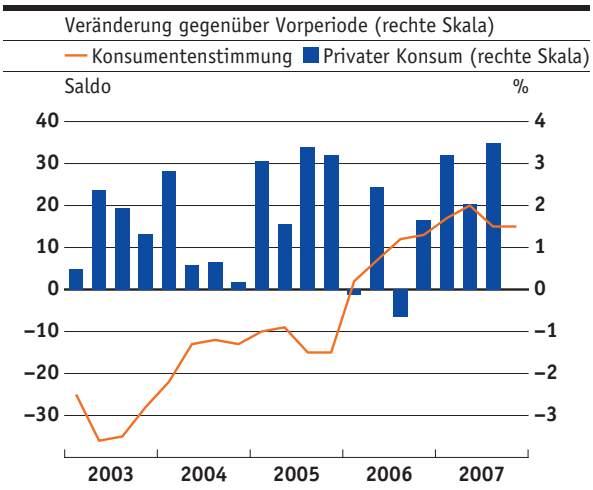
Trotz der Turbulenzen an den Finanzmärkten hielt sich das am Index der Konsumentenstimmung gemessene Konsumentenvertrauen im Herbst auf hohem Niveau. Die befragten Haushalte schätzten zwar die allgemeine Wirtschaftslage etwas pessimistischer ein, beurteilten aber auf der anderen Seite ihre eigene finanzielle Lage und die Arbeitsplatzsicherheit optimistischer als in der Vorperiode. Die realen Arbeitnehmereinkommen stiegen im Jahre 2007 um insgesamt 5,3%, nach einem Zuwachs von 2,9% im Vorjahr. Zum Anstieg trugen vor allem die gestiegene Beschäftigung und in etwas geringerem Mass die höheren Reallöhne bei.

Grafik 2.5
Importe




Quelle: SECO

Grafik 2.6
Privater Konsum



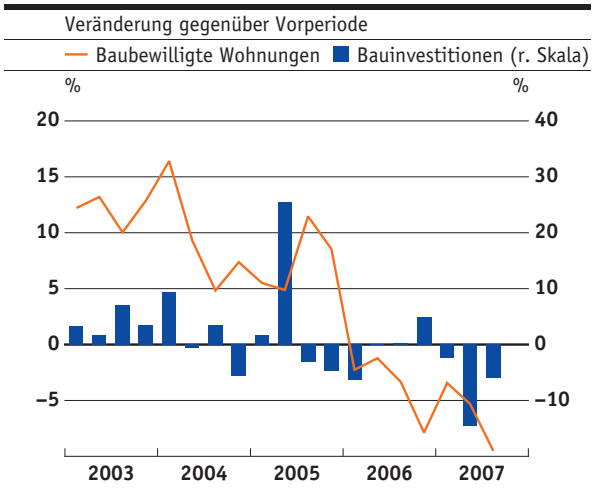

Quelle: SECO

**Rückläufige Ausrüstungs- und Bauinvestitionen**

Nach dem kräftigen Anstieg im zweiten Quartal bildeten sich die Ausrüstungsinvestitionen im dritten Quartal zurück und lagen damit noch 6,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Während die Investitionen im Transportbereich nach der starken Zunahme der Flugzeugkäufe im zweiten Quartal erwartungsgemäss sanken, überraschten die sinkenden IT-Investitionen und stagnierenden Käufe von Industriemaschinen. Die Aufteilung nach Herkunft der Investitionsgüter zeigt, dass die Importe schrumpften, während die Käufe inländischer Investitionsgüter weiter expandierten. Die rückläufige Nachfrage nach importierten Investitionsgütern ist möglicherweise auf den hohen Eurokurs zurückzuführen, der die Investoren zuwarten lässt.

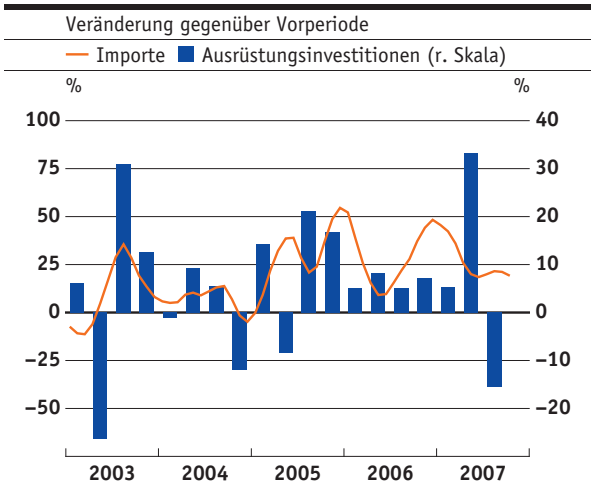
Die Bauinvestitionen setzten ihren seit Anfang 2007 beobachteten rückläufigen Trend im dritten Quartal fort und lagen damit 5,1% tiefer als vor Jahresfrist. Der Rückgang betraf sowohl den Wohnungs- als auch den Tiefbau, während der Geschäftsbau stagnierte. Infolge der seit einigen Quartalen sinkenden Wohnbaubewilligungen ist insbesondere im Wohnungsbau mit einem weiter abnehmenden Bauvolumen zu rechnen.

Grafik 2.7
Bau




Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter




Quellen: EZV, SECO

## 2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

**Kräftig steigende Beschäftigung**

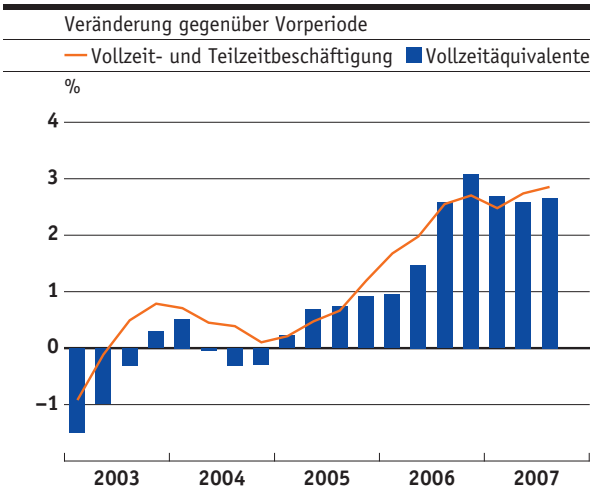
Die Beschäftigung nahm im dritten Quartal erneut kräftig zu. Gegenüber der Vorperiode stieg die Zahl der Beschäftigten um 2,9% und übertraf damit den Vorjahresstand um 2,7%. Dabei leistete der Dienstleistungssektor den grössten Beitrag. Besonders stark fiel der Stellenzuwachs im Handel und im Gastgewerbe aus. Demgegenüber schwächte sich das Beschäftigungswachstum im Finanzsektor ab, wobei die Versicherungen sogar Stellen abbauten. Auf Vollzeitstellen umgerechnet erhöhte sich das Arbeitsvolumen um 2,7% gegenüber der Vorperiode und lag damit 2,7% höher als vor Jahresfrist.

Gemäss der erstmals im dritten Quartal 2007 veröffentlichten Umfrage des BFS nahm der Anteil der Unternehmen, die Schwierigkeiten bei der Rekrutierung von qualifizierten Arbeitskräften meldeten, stark zu. Wie aus den Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte hervorging, besteht vor allem ein ausgeprägter Mangel an Technikern und IT-Spezialisten. Dabei sind diese Qualifikationen auch im EU-Raum sehr gesucht, was die Rekrutierungsmöglichkeiten im Ausland begrenzt.

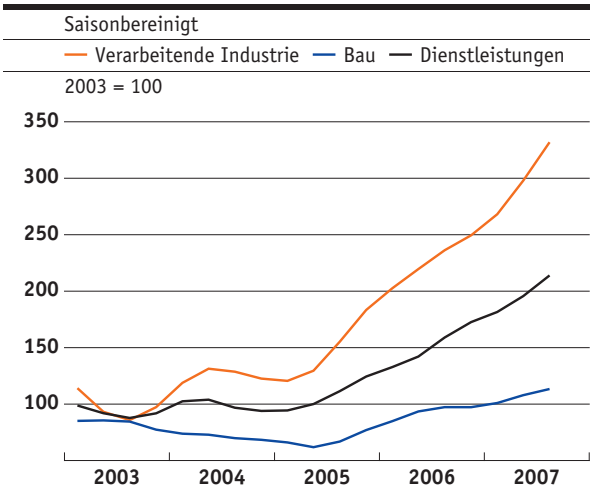
**Weiter sinkende Arbeitslosigkeit – gute Beschäftigungsaussichten**

Die um Saisoneinflüsse bereinigte Zahl der bei den regionalen Arbeitsämtern gemeldeten Arbeitslosen sank von August bis November auf 103 350 Personen, was einem Rückgang der Arbeitslosenquote von 2,7% auf 2,6% entspricht. Auch die Zahl der Stellensuchenden bildete sich zurück, so dass die entsprechende Quote auf 4,0% fiel. Der vom BFS erhobene Index der offenen Stellen stieg im dritten Quartal über alle Branchen hinweg deutlich, was auf eine anhaltend kräftige Nachfrage nach Arbeitskräften hinweist. Damit dürfte auch die Zahl der Arbeitslosen tendenziell weiter sinken.

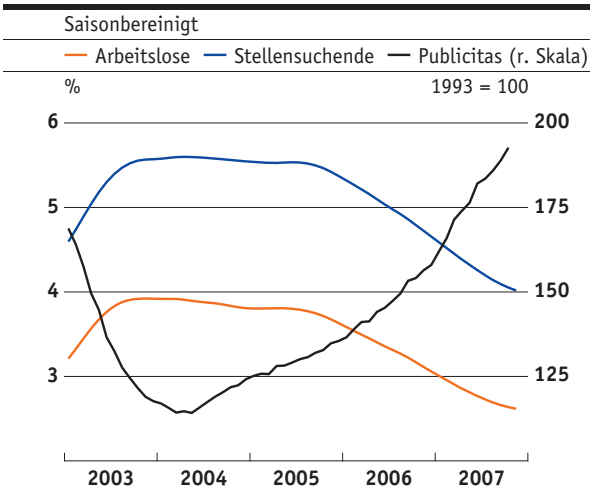
Grafik 2.9
Beschäftigung




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

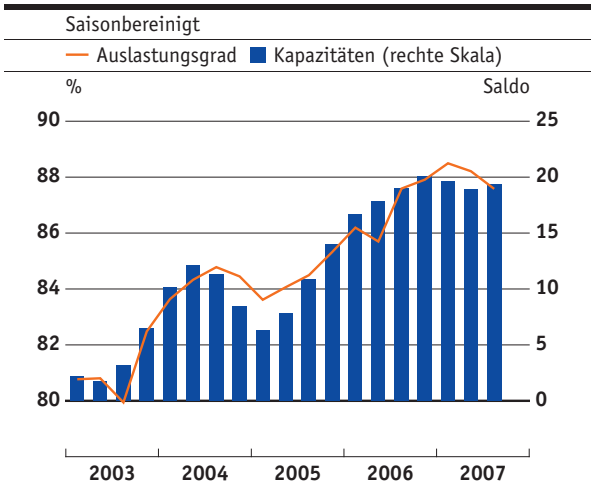
## 2.4 Kapazitätsauslastung

Erfolgt die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage nicht im Gleichschritt mit dem gesamtwirtschaftlichen Angebot, können sich daraus inflationäre oder deflationäre Tendenzen ergeben. Das gesamtwirtschaftliche Angebot, das durch die Verfügbarkeit von Arbeitskräften und Kapital sowie den technischen Fortschritt bestimmt wird, wächst normalerweise in der kurzen Frist relativ gleichmässig. Veränderungen im Wachstum der Nachfrage schlagen sich deshalb in Schwankungen der Auslastung der technischen und personellen Kapazitäten nieder. Steigt deren Auslastung signifikant über ihr normales Niveau hinaus, deutet dies auf einen Nachfrageüberhang und damit einen steigenden Inflationsdruck hin. Umgekehrt signalisiert ein Angebotsüberhang einen fallenden Inflationsdruck.

**Weiter sinkende Auslastung der technischen Kapazitäten**

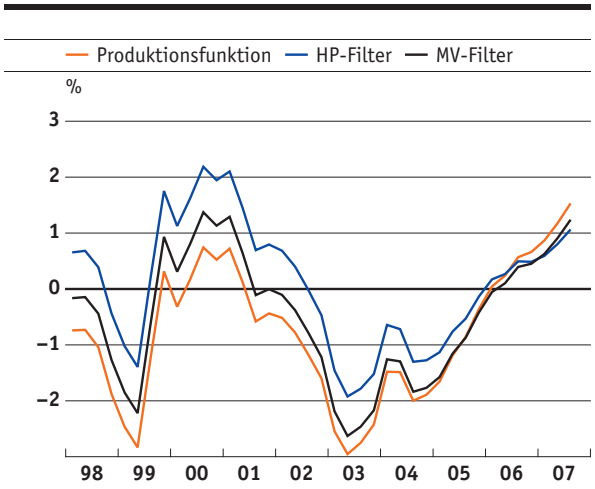
Zu den Indikatoren, die einen Hinweis über die Kapazitätsauslastung der Wirtschaft im dritten Quartal geben, gehören die entsprechenden Umfragen der KOF/ETH. Demnach verringerte sich die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie leicht (Grafik 2.12), doch lag sie mit 87,6% immer noch deutlich über dem langfristigen Durchschnitt (84%). Gleichzeitig sank der Anteil an Unternehmen, welche unzureichende technische Kapazitäten meldeten. Darin widerspiegelt sich die in den letzten Quartalen erfolgte kräftige Ausweitung der Kapazitäten (Grafik 2.12). Im Unterschied zur Industrie wies die Bauwirtschaft eine weiter steigende Auslastung auf. In beiden Sektoren vergrösserte sich zudem der Anteil an Unternehmen, die einen Mangel an Arbeitskräften registrierten. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei den Dienstleistungsbranchen. Im Gastgewerbe, bei den Versicherungen und im Front-Office-Bereich des Bankensektors meldete eine wachsende Anzahl von Firmen, ihr Bestand an Arbeitskräften sei zu tief. Einzig im Detailhandel scheint sich die Lage etwas entspannt 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 berechnet wird. Grafik 2.13 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die auf verschiedenen Verfahren zur Bestimmung des Produktionspotenzials basieren (Produktionsfunktion ‹PF›, Hodrick-Prescott-Filter ‹HP› und multivariater Filter ‹MV›). Das reale BIP stieg im dritten Quartal mit 3,3% deutlich stärker als das Produktionspotenzial, so dass die Produktionslücke gemäss allen drei Schätzverfahren weiter zunahm: Gemäss PF betrug der Produktionsüberhang 1,5%, gemäss den beiden Filterverfahren 1,1% (HP) bzw. 1,3% (MV).

Die positive Produktionslücke ist vor allem auf die überdurchschnittlich hohe Auslastung der technischen Kapazitäten zurückzuführen. Demgegenüber ist das Arbeitskräfteangebot inzwischen normal ausgelastet, nachdem lange Zeit Unterbeschäftigung geherrscht hatte. Die SNB geht davon aus, dass der Produktionsüberhang seinen Höhepunkt erreicht hat und sich in den nächsten Quartalen stabilisieren wird. Diesem Szenario liegt die Erwartung zugrunde, dass das BIP leicht weniger stark wächst als das Potenzialwachstum. Letzteres wird weiterhin etwas höher geschätzt als im langfristigen Durchschnitt (1,6%). Dies ist vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen. Erstens wächst der Kapitalbestand infolge der kräftigen Investitionstätigkeit zurzeit relativ stark. Zweitens sollten die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte sowie der Anstieg der Partizipationsrate dazu führen, dass das Wachstum der potenziellen Arbeitsstunden über dem langfristigen Durchschnitt liegt.

## 2.5 Güterpreise

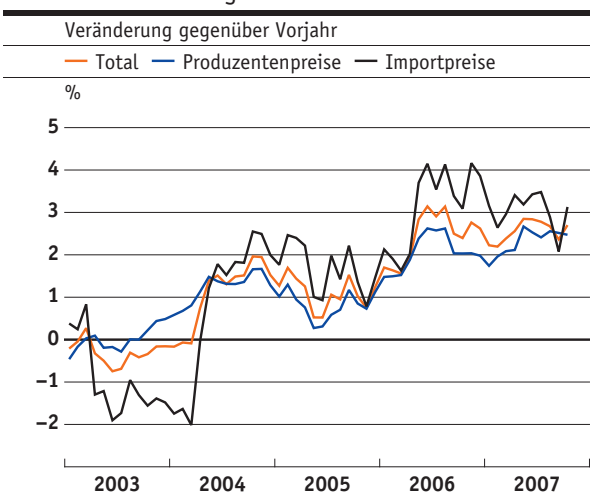
### Anhaltend steigende Produzenten- und Importpreise

Zwischen Juli und Oktober ging von den Produzenten- und Importpreisen weiterhin ein ausgeprägter Teuerungsdruck auf die nachgelagerten Konsumentenpreise aus. Die Jahresteuerung der inländischen Produzentenpreise, die bereits im Juli 2,4% betragen hatten, belief sich im Oktober auf 2,5%. Gleichzeitig stieg die Importteuerung nach einem vorübergehenden Rückgang auf 2,1% im August wieder auf 3,1%. Nach Güterarten gegliedert zeigt sich ein uneinheitliches Bild. Der Preisauftrieb bei den Energieträgern und Agrargütern verstärkte sich, während die Teuerung bei den Investitionsgütern weitgehend stabil blieb und bei den Vorleistungsgütern nachliess. Die Jahresteuerung bei den auf der Produzenten- und Importstufe erfassten Konsumgütern stieg indessen weiter. Dies deutet auf eine allmähliche Übertragung vergangener Preiserhöhungen bei Energieträgern und Rohstoffen, teilweise aber auch auf die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro hin.

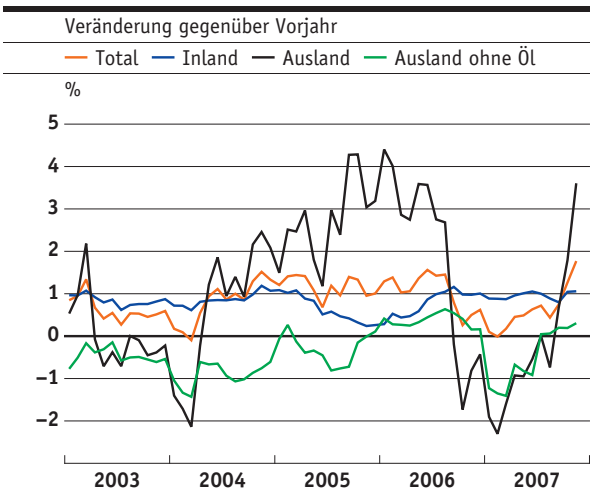
### Deutlich höhere Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung erhöhte sich zwischen August und November von 0,4% auf 1,8%. Damit lag die Konsumteuerung über der Inflationsprognose der SNB von Mitte September. Ins Gewicht fiel vor allem der starke Anstieg des Erdölpreises, der sich unmittelbar auf die im LIK erfassten Heizöl- und Treibstoffpreise auswirkte. Unter Ausschluss der Erdölkomponenten nahm die Konsumteuerung zwischen August und November von 0,7% auf 0,9% zu. Dieser Anstieg deutet darauf hin, dass die Anbieter angesichts der starken Konsumnachfrage und der hohen Kapazitätsauslastung vermehrt über Spielräume verfügen, um ihre Kostensteigerungen an die Verbraucher weiterzureichen.

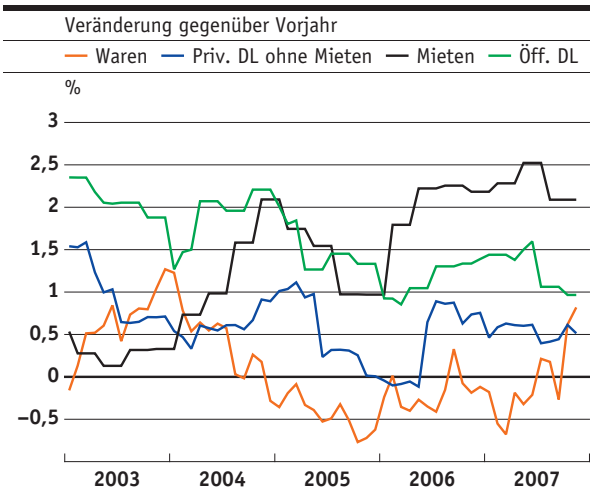
Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots




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

**Zunahme der Binnenteuerung**

Die Jahresteuerung der inländischen Konsumgüter lag im November bei 1,1% und lag damit leicht höher als im August (0,9%). Während sich die Jahresteuerung bei den Dienstleistungen kaum veränderte, erhöhte sich diejenige der Waren von 0,2% im August auf 0,8% im November. Die Zunahme ist fast ausschliesslich auf die Verteuerung der Nahrungsmittel zurückzuführen, die rund 50% des inländischen Warenkorbs ausmachen. Im November betrug die Jahresteuerung der Nahrungsmittel 1,5%, gegenüber 0,2% im August. Besonders stark stiegen die Preise für Brot, Gemüse und Fleisch. Im Vergleich zu anderen Ländern liegt die Teuerung bei den Nahrungsmitteln immer noch tief, doch dürfte sie in den kommenden Monaten weiter anziehen. Die Indexziffer der vierteljährlich erhobenen Wohnungsmieten nahm im November um 0,5% zu, so dass die jährliche Mietteuerung bei 2,1% verharrte. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen lag die Teuerung im November mit 0,5% nur leicht höher als im August, während sich die Jahresteuerung bei den öffentlichen Dienstleistungen als Folge leicht rückläufiger Tarife für Spitalleistungen auf 1,0% verringerte.

**Erdölbedingter Anstieg der importierten Teuerung**

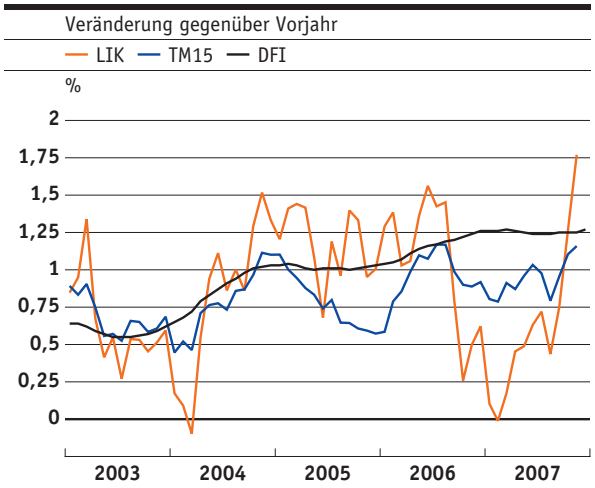
Nachdem die Konsumgüter ausländischer Herkunft zwischen September 2006 und August 2007 insgesamt negativ zur Konsumteuerung beigetragen hatten, kletterte die Teuerungsrate dieser Warengruppe im September in den positiven Bereich und erreichte im November 3,6%. Dies war fast ausschliesslich auf die Preise der Erdölprodukte (Heizöl und Treibstoffe) zurückzuführen, die ihren Vorjahresstand im November um 19,9% übertrafen, verglichen mit –4,4% im August. Die Teuerung der übrigen ausländischen Konsumgüter nahm demgegenüber zwischen August und November nur geringfügig auf 0,3% zu. Preissteigerungen waren vor allem bei Bekleidungsartikeln und einzelnen Nahrungsmitteln festzustellen.

**Kerninflationsraten signalisieren anziehenden Inflationstrend**

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig Schwankungen, welche die Sicht auf den allgemeinen Preistrend verstellen können. Aus diesem Grund werden sogenannte Kerninflationsraten berechnet, welche den zugrunde liegenden Preistrend abbilden sollen. Die SNB berechnet zwei Messgrössen der Kerninflation, die in Grafik 2.17 abgebildet sind. Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat die 15% der Güterpreise mit der höchsten und die 15% der Güterpreise mit der tiefsten Jahresänderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen. Demgegenüber berücksichtigt die Dynamic Factor Inflation (DFI) neben den Güterpreisen auch realwirtschaftliche Daten, Finanzmarktindikatoren und monetäre Variablen (vgl. Quartalsheft 2, 2006, S. 24). Die beiden Kerninflationsraten des BFS schliessen in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.18). Bei der Kernrate 1 (BFS1) sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kernrate 2 (BFS2) ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt.

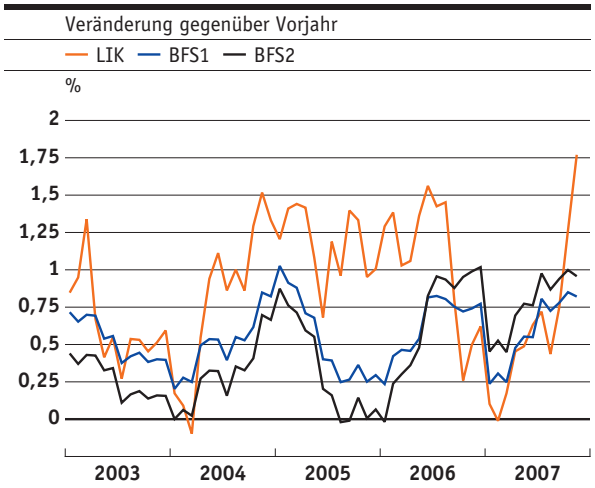
Die als getrimmter Mittelwert berechnete Kernrate stieg zwischen August und November von 0,8% auf 1,2% und deutete damit auf einen zwar anziehenden, aber nach wie vor mässigen allgemeinen Preistrend hin. Dasselbe Bild vermitteln auch die beiden vom BFS berechneten Kernraten, die sich je um 0,1 Prozentpunkte auf 0,8% bzw. 1,0% erhöhten. Auf einen unveränderten Preistrend deutet hingegen die Dynamic Factor Inflation hin, die nur marginal auf 1,25% zunahm.

Grafik 2.17
Kerninflation der SNB




Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.18
Kerninflation des BFS




Quelle: BFS

**Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten** Tabelle 2.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

| | 2006 | 2007 | | | 2007 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | August | September | Oktober | November |
| **LIK total** | **1,1** | **0,1** | **0,5** | **0,6** | **0,4** | **0,7** | **1,3** | **1,8** |
| Inländische Waren und Dienstleistungen | 0,8 | 0,9 | 1,0 | 0,9 | 0,9 | 0,8 | 1,0 | 1,1 |
| Waren | –0,2 | –0,5 | –0,2 | 0,0 | 0,2 | –0,3 | 0,6 | 0,8 |
| Dienstleistungen | 1,1 | 1,3 | 1,4 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,1 |
| private Dienstleistungen ohne Mieten | 0,4 | 0,6 | 0,6 | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,6 | 0,5 |
| Mieten | 2,0 | 2,2 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 2,1 | 2,1 | 2,1 |
| öffentliche Dienstleistungen | 1,2 | 1,4 | 1,5 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 1,0 |
| Ausländische Waren und Dienstleistungen | 1,9 | –1,9 | –0,8 | –0,0 | –0,7 | 0,7 | 1,8 | 3,6 |
| ohne Erdölprodukte | 0,4 | –1,3 | –0,8 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 |
| Erdölprodukte | 9,3 | –4,9 | –1,0 | –0,8 | –4,4 | 2,6 | 9,5 | 19,9 |

Quellen: BFS, SNB

# 3 Monetäre Entwicklung

## 3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

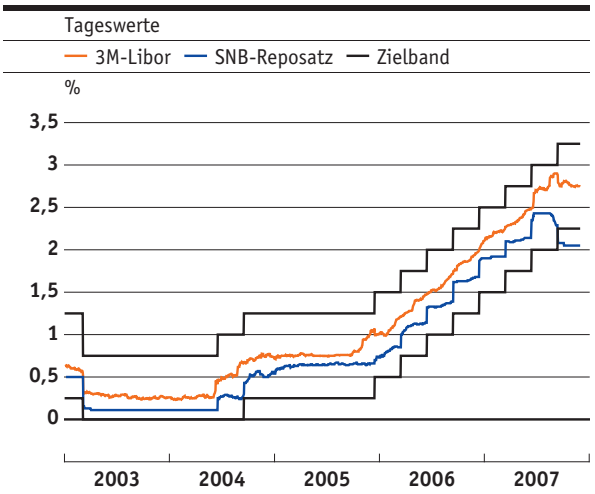
Die Lagebeurteilung der Schweizerischen Nationalbank von September 2007 stand im Zeichen der weltweiten Finanzmarktturbulenzen, die durch die Krise am amerikanischen Hypothekarmarkt ausgelöst worden waren. Konkrete Auswirkungen auf die realwirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz waren bis zum Zeitpunkt des Zinsentscheides zwar nicht auszumachen, dass ein Risiko für eine spürbare konjunkturelle Abkühlung bestand, war aber nicht von der Hand zu weisen. Umgekehrt war nicht auszuschliessen, dass die anhaltende Frankenschwäche die Konjunktur stimulieren und die Inflation nach oben treiben würde. Zudem war die Nationalbank auf dem Geldmarkt mit einer unüblichen Situation konfrontiert: Der Dreimonats-Libor (3M-Libor) war nämlich in den Wochen vor dem Zinsentscheid bis auf 2,9% und damit weit über die bisherige Zielbandmitte von 2,5% hinaus angestiegen. Dass der 3M-Libor als Marktzins auf erwartete geldpolitische Entscheidungen reagiert, ist eine normale und im Allgemeinen nicht unerwünschte Erscheinung. Der Anstieg auf 2,9% reflektierte aber darüber hinaus die damals akute Vertrauenskrise auf den Geldmärkten und die damit verbundenen Liquiditätsengpässe. Die monetären Bedingungen waren somit auch ohne aktives Dazutun der SNB restriktiver geworden.

Vor diesem Hintergrund strebte die Nationalbank von zwei Seiten eine Normalisierung an. Einerseits sollte mit einer grosszügigen Liquiditätsversorgung des Bankensystems eine Zinssenkung herbeigeführt werden. Andererseits wurde der seit Juni erfolgte Anstieg des 3M-Libor von der Nationalbank insoweit als geldpolitisch richtig bestätigt, als sie das Zielband um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25–3,25% anhob und ankündigte, die neue Zielbandmitte von 2,75% anzupeilen.

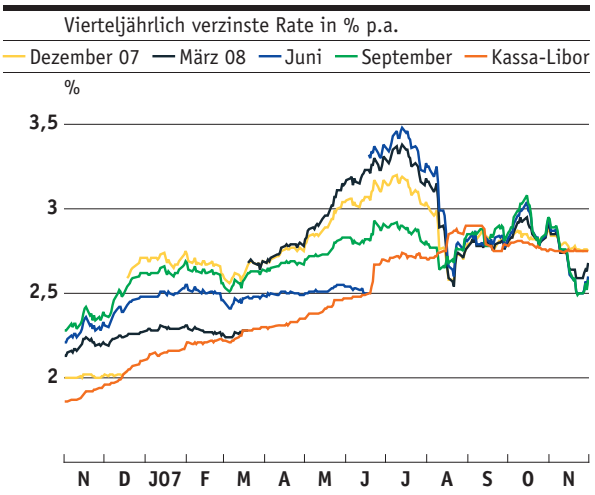
**Zinssenkung im kommenden Jahr erwartet**

Nach Bekanntgabe des geldpolitischen Entscheids fiel der 3M-Libor rasch auf die angestrebte Zielgrösse der SNB von 2,75% und verharrte bis Mitte Dezember ungefähr auf diesem Niveau (Grafik 3.1). Gemäss der regelmässig veröffentlichten Umfrage «Konsensusprognose» rechneten die

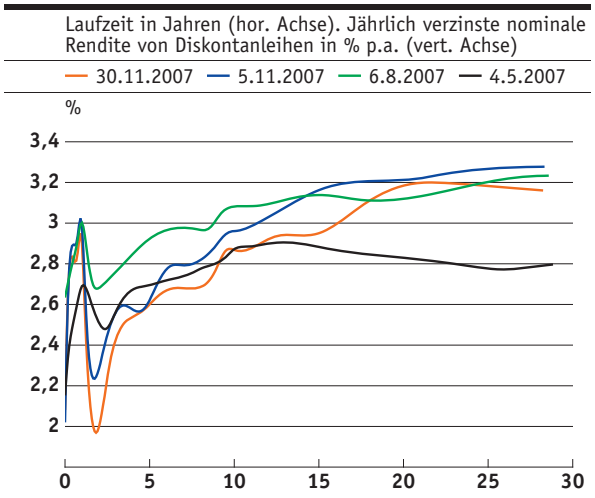
Grafik 3.1
Geldmarktsätze




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

Marktteilnehmer zum Zeitpunkt der letzten Lagebeurteilung mit einem 3M-Libor von 2,9% für Ende Dezember. Die Zinssätze von Futures mit Verfall im März, Juni und September 2008 lagen Mitte Oktober ebenfalls bei rund 3%. Danach verringerten sie sich und notierten Ende November bis zu rund 25 Basispunkten unter dem 3M-Libor (Grafik 3.2). Die Marktteilnehmer rechneten somit Ende November mit einer Senkung des Zielbandes um 25 Basispunkte bis Mitte September nächsten Jahres.

### Leicht steilere Zinskurve am inländischen Kapitalmarkt

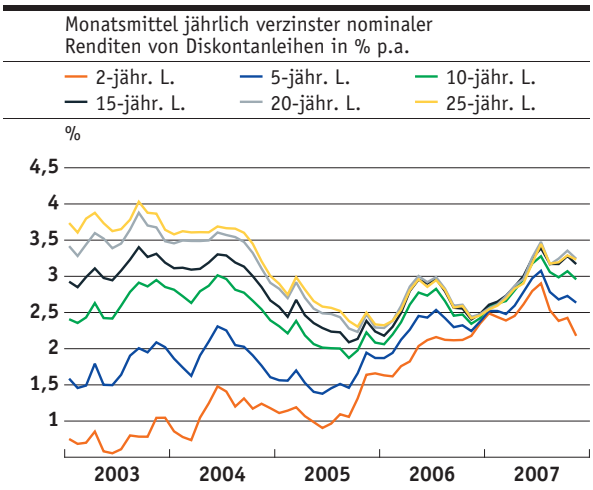
Wie in Grafik 3.3 abgebildet, haben sich die Renditen von Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft mit Laufzeiten von mehr als zehn Jahren in den letzten sechs Monaten deutlich erhöht, während sich jene mit Laufzeiten von unter zehn Jahren wenig veränderten. Die zuvor sehr flache Zinskurve ist somit wieder etwas steiler geworden. Im November betrug die Rendite einer Eidgenössischen Anleihe mit einer Laufzeit von fünf Jahren durchschnittlich 2,6%, jene mit einer Laufzeit von zehn Jahren 3,0% und jene mit einer Laufzeit von 20 Jahren 3,2%.

Der Anstieg der Anleihensrenditen schlug sich auch in den Zinssätzen von Hypotheken und Spareinlagen nieder. Der aufgrund der noch geltenden gesetzlichen Bestimmungen für die Mietpreisbildung massgebende Zinssatz für Althypotheken der Kantonalbanken und der flexiblere Zinssatz für Neuhypotheken zogen seit September an und lagen Mitte Dezember bei 3,24% bzw. 3,27%. Die Zinssätze von Spareinlagen stiegen etwas weniger an, sodass sich die für die traditionelle Refinanzierung der Hypothekarkredite relevante Zinsdifferenz zwischen Althypotheken und Spareinlagen leicht ausweitete. Die Spanne liegt nach wie vor deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt.

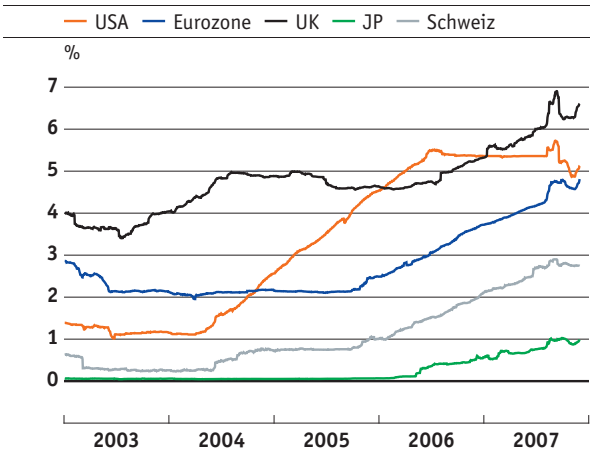
### Sinkende kurzfristige Zinssätze in den USA

Die Lage an den ausländischen Geldmärkten entspannte sich nach der letzten Lagebeurteilung von Mitte September vorübergehend. Dazu trug insbesondere die Bereitschaft der Zentralbanken bei, zusätzliche Liquidität zur Verfügung zu stellen. Das Fed senkte zudem den Leitzinssatz dreimal auf zuletzt 4,25%. Der dreimonatige Zinssatz für Dollaranlagen fiel seit der letzten Lagebeurteilung und erreichte Mitte Dezember den Wert von 5,11% (Grafik 3.5). Die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Dollar- und Frankenanlagen, die sich seit Mitte

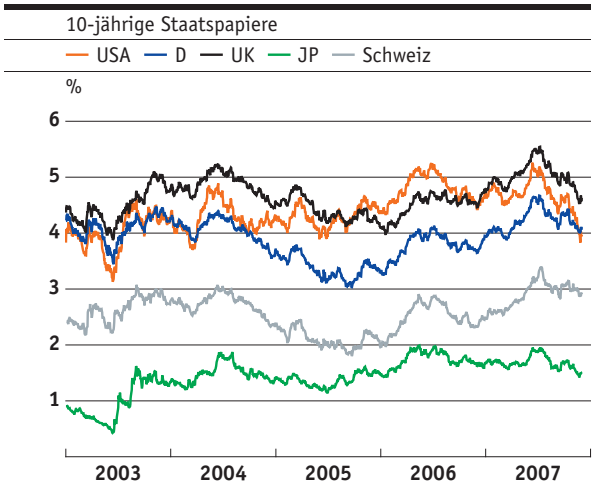
Grafik 3.4
Anleihensrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft




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

letzten Jahres tendenziell verringert, sank weiter. Zwischen Mitte September und Mitte Dezember schrumpfte sie von 285 auf 233 Basispunkte.

Der dreimonatige Zinssatz für Euroanlagen notierte Mitte Dezember höher als Mitte September. Da sich der 3M-Libor in der Schweiz in der gleichen Zeit verringerte, weitete sich die Zinsdifferenz zwischen Euro- und Frankenanlagen aus und betrug Mitte Dezember 215 Basispunkte.

### Tiefere ausländische langfristige Zinssätze

Im Wechselspiel mit der Stimmung auf den internationalen Aktienmärkten stiegen die Renditen risikoloser Staatsanleihen zwischen Mitte September und Mitte Oktober zunächst an, bevor sie anschliessend wieder fielen (Grafik 3.6). Die Rendite einer zehnjährigen Anleihe des amerikanischen Schatzamtes betrug im November durchschnittlich 4,1% und damit rund 40 Basispunkte weniger als im September. Zehnjährige Anleihen der Bundesrepublik Deutschland wurden im November ebenfalls durchschnittlich mit 4,1% verzinst gegenüber 4,2% im September. Da sich die Rendite zehnjähriger Bundesobligationen der Eidgenossenschaft im gleichen Zeitraum kaum änderte, verengten sich die Differenzen zu Dollar- und Euroanlagen bis im November auf durchschnittlich rund 1,1 Prozentpunkte.

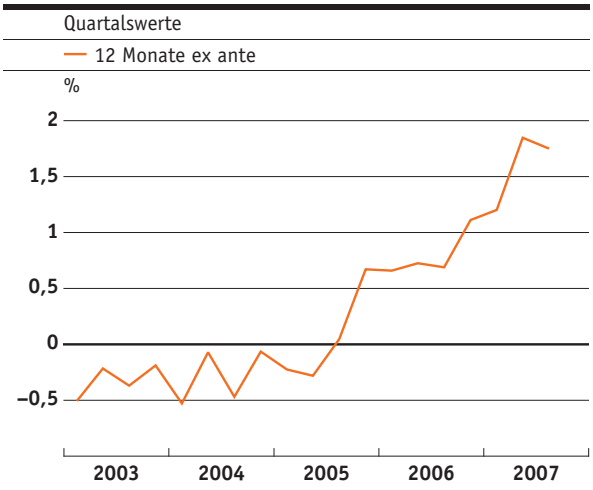
### Stabilisierung des kurzfristigen realen Zinssatzes auf hohem Niveau

Grafik 3.7 bildet die Entwicklung des einjährigen Realzinses in der Schweiz ab. Dieser ist als Differenz zwischen dem zwölfmonatigen Nominalzinssatz und dem über diese Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen den Durchschnitt der Prognosen verschiedener Institute widerspiegeln («Konsensusprognose»: November 2007).[1] Der so gemessene Realzins lag im dritten Quartal 2007 bei 1,75% gegenüber 1,85% im zweiten Quartal. Der Rückgang widerspiegelt hauptsächlich die nach oben angepassten kurzfristigen Inflationserwartungen. Der einjährige Realzinssatz stabilisierte sich leicht über dem historischen Durchschnitt von 1,6%.

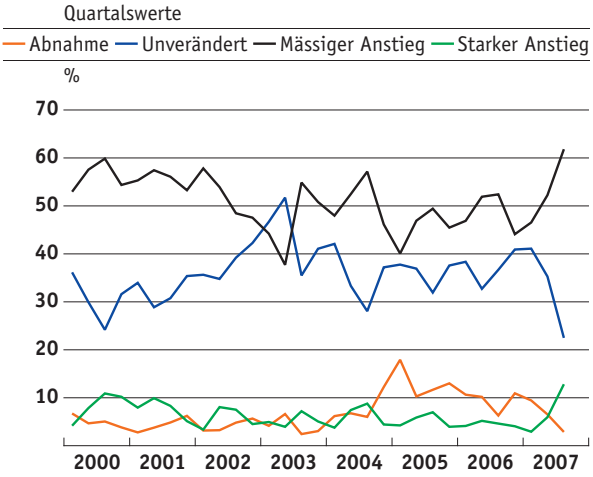
Auch die vom SECO im November veröffentlichten Daten zur Konsumentenstimmung bestätigen das Bild von nach oben revidierten Inflationserwartungen. Im Vergleich zum Vorquartal erhöhte sich der Anteil der Konsumenten, die in den nächsten zwölf Monaten mit steigenden Preisen rechnen (Grafik 3.8).

1 Vgl. Tabelle 1.1.

Grafik 3.7
Geschätzter Realzinssatz




Grafik 3.8
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung




Grafik 3.7:
Quelle: SNB

Grafik 3.8:
Quellen: SECO, SNB

## 3.2 Wechselkurse

### Abschwächung des Dollars

Seit Mitte August 2007 verzeichnete der Dollar gegenüber dem Euro einen stetigen Kursrückgang, der sich auch nach der letzten Lagebeurteilung von September fortsetzte. So wurden im November neue historische Tiefststände verzeichnet. Auch gegenüber dem Schweizer Franken fiel der Dollar seit der Lagebeurteilung von September deutlich. Nach einer kurzfristigen Erholung beschleunigte sich der Kursrückgang nach Mitte Oktober. Im November wurde der bis dahin verzeichnete historische Tiefststand von 1.11 CHF/USD aus dem Jahre 1995 vorübergehend unterschritten.

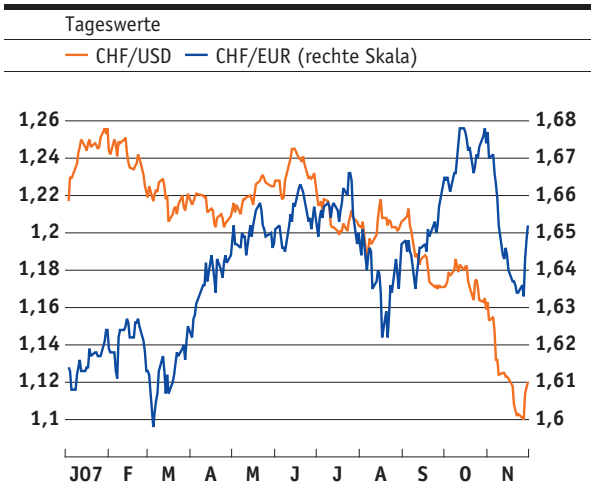
Der Kurs des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro fluktuierte im gleichen Zeitraum. Zunächst gab der Schweizer Franken stetig nach und erreichte Mitte Oktober sowie Anfang November Tiefstwerte. Anschliessend notierte der Schweizer Franken wieder höher und lag Mitte Dezember bei 1.66 CHF/EUR. Wie im letzten Quartalsheft (3/2007, S. 32) beschrieben, tendiert der Schweizer Franken dazu, sich bei einer Börsenbaisse und einer Zunahme der Marktrisiken aufzuwerten.

### Längerfristige Trends

Der Wechselkurs USD/EUR verhielt sich zwischen Anfang 2004 und Anfang 2007 weitgehend stabil. Er fluktuierte zwischen 1.2 und 1.3 USD/EUR und brach nur selten aus diesem Band aus. Danach verlor der Dollar jedoch deutlich an Wert. Auch gegenüber dem Schweizer Franken zeigte sich der Dollar zunächst stabil und bewegte sich zwischen 1.2 und 1.3 CHF/USD. Diese Bandbreite wurde nur selten und für relativ kurze Zeit über- oder unterschritten. Seit September 2007 wird der Dollar jedoch zu immer tieferen Kursen gehandelt.

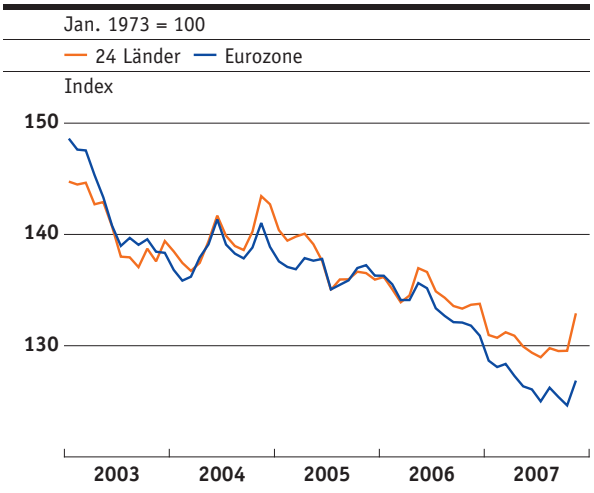
Die jüngste Dollarschwäche ist konsistent mit den wichtigsten konjunkturellen Eckdaten. Während sich die Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung in den USA wegen der geringeren Konsumnachfrage, der Korrektur am Immobilienmarkt und der hiervon verursachten Turbulenzen verdichten, dürfte die Konjunktur in der Eurozone wie auch in der Schweiz etwas robuster ausfallen. Zudem sind die Zinssätze in den USA im September und Oktober deutlich gesunken, so dass sich die Zinsdifferenz zwischen den USA und anderen Industrieländern verringerte. Zusammen mit der im Vergleich zur Eurozone oder zur Schweiz höheren Inflation und dem hohen Handelsbilanzdefizit belasten diese Entwicklungen den Dollar.

Grafik 3.9
Devisenkurse




Quelle: SNB

Grafik 3.10
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens




Quelle: SNB

### Unveränderter realer Aussenwert des Frankens gegenüber der Eurozone

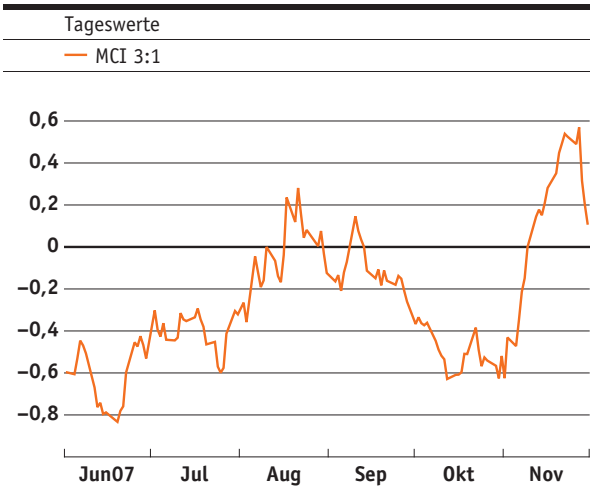
Grafik 3.10 zeigt den exportgewichteten realen Aussenwert des Schweizer Frankens, der Unterschiede in der Preisentwicklung zwischen den Währungsräumen berücksichtigt. Der Anteil der Eurozone an den Schweizer Exporten beträgt 60%, während die USA 15% der Exporte aufnehmen und ein Grossteil der restlichen 25% nach Asien geht, d. h. in eine Region, in der zahlreiche Währungen an den Dollar gekoppelt sind. Der exportgewichtete reale Aussenwert des Schweizer Frankens stabilisierte sich gegenüber der Eurozone zwischen Mitte September und Mitte Dezember. Zwar ging der Schweizer Franken real im Oktober zuerst zurück, da sein Nominalwert gegenüber dem Euro deutlich an Wert einbüsste. Dieser Rückgang wurde aber im November wieder wettgemacht, als der Schweizer Franken gegenüber dem Euro wiederum stärker notierte. Gegenüber dem Dollar bzw. den Währungen des Dollarraums wertete sich der Franken im Berichtszeitraum nominal auf, sodass der exportgewichtete reale Aussenwert des Schweizer Frankens insgesamt gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern zulegte.

### Restriktivere monetäre Bedingungen

Grafik 3.11 zeigt den Monetary Conditions Index (MCI) für die Schweiz. Dieser Index kombiniert den 3M-Libor und den exportgewichteten nominalen Aussenwert des Schweizer 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 (Rückgang) signalisiert somit eine Straffung (Lockerung) der monetären Bedingungen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27).

Im Vergleich zur letzten Lagebeurteilung im September ist der MCI leicht gestiegen. Nachdem er bis Ende Oktober rückläufig war, führte anschliessend die Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro und dem Dollar bei gleichzeitig stabilem Kurzfristzins zu einem deutlichen Anstieg. Ende November lag der MCI bei 10 Basispunkten, was gleichbedeutend mit restriktiveren monetären Bedingungen ist.

Grafik 3.11
MCI nominal




Quelle: SNB

## 3.3 Aktien-, Immobilien- und Rohwarenpreise

Aktien, Rohstoffe und Immobilien sind Vermögensanlagen. Ihre Preise sind für die Analyse der Wirtschaftslage vor allem aus zwei Gründen relevant. Zum einen führen Schwankungen dieser Preise zu Veränderungen des Vermögens von Haushalten und Firmen. Dies wiederum wirkt sich auf deren Kreditwürdigkeit sowie auf das Konsum- und Investitionsverhalten aus. Zum anderen führen Veränderungen in den Inflationserwartungen zu einer Neubewertung von Aktien, Immobilien und Rohwaren. Aus Preisbewegungen dieser Anlagen können somit Rückschlüsse auf die Inflationserwartungen gezogen werden. Rohstoffe sind überdies aus einem dritten Grund von Interesse. Sie gehen als Kostenfaktoren in den Produktionsprozess vieler Güter ein und können so Druck auf das allgemeine Preisniveau ausüben.

**Volatile Aktienmärkte**

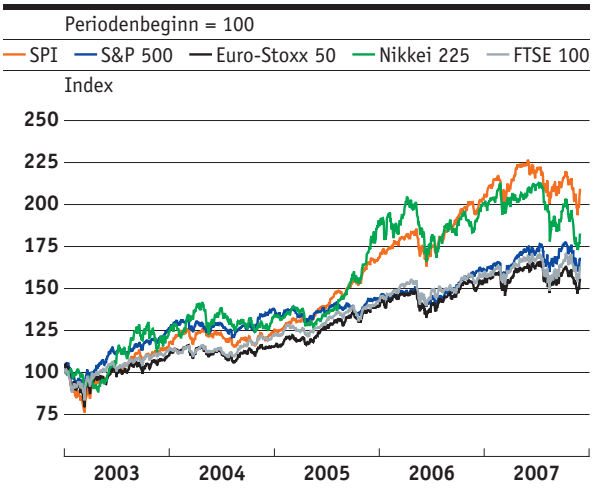
Die wichtigsten Aktienindizes wie der amerikanische S&P 500 und der europäische Euro Stoxx 50 stabilisierten sich nach dem Kurszerfall im Sommer 2007 und gewannen zwischen Mitte September und Mitte Oktober erneut deutlich an Boden. Danach setzte wiederum eine Korrektur ein. Auch der Swiss Performance Index (SPI) verzeichnete zwischen Mitte September und Mitte Dezember starke Schwankungen.

Betrachtet man die einzelnen Komponenten des SPI, so zeigt sich, dass sich die Krise an den Kreditmärkten bei den Finanzdienstleistern am deutlichsten niederschlug. Zwischen Mitte September und Ende November verloren Schweizer Bankaktien rund 11% ihres Werts. Die Titel der Sektoren Industrie und Technologie verzeichneten dagegen im gleichen Zeitraum einen Anstieg von rund 5% bzw. 4%. Darin widerspiegelt sich die gute Exportkonjunktur.

Die Marktkorrektur im Oktober/November 2007 lässt sich auf drei Hauptgründe zurückführen: Zunächst gaben zahlreiche internationale Banken Ergebnisse bekannt, die unter den Erwartungen lagen. Die Verluste auf Mortgage-Backed Securities bzw. Collateralized Debt Obligations zwangen zahlreiche Banken, darunter auch die UBS und die Credit Suisse, zu signifikanten Abschreibungen. Ausserdem erlitten die Banken Rückschläge in anderen Aktivitäten, wie etwa dem Investment Banking. Zweitens zeichnete sich eine Wirtschaftsverlangsamung in den USA zusammen mit dem Risiko eines Teuerungsanstiegs in verschiedenen Ländern ab. Drittens bewirkte die zunehmende Unsicherheit einen Anstieg der geforderten Risikoprämien, was die Aktienkurse belastete und zu abrupten Portfolioumschichtungen in sichere Anlagen führte.

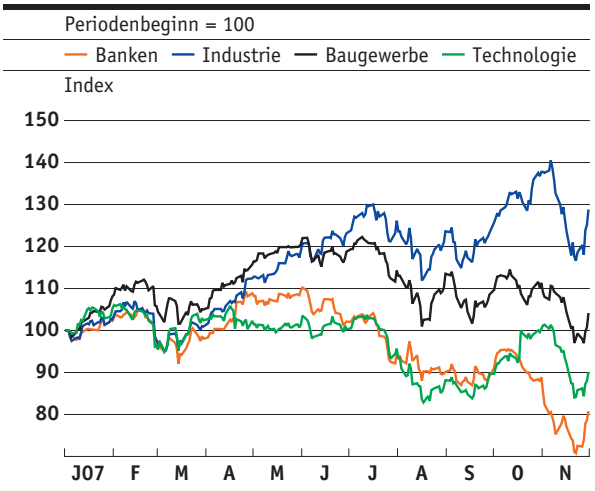
Die Unsicherheit an den Finanzmärkten widerspiegelt sich auch in erhöhten Volatilitäten. Dies gilt nicht nur für den Aktienmarkt, sondern auch für weitere Finanzmärkte wie Devisen-, Anleihen- und Rohstoffmärkte. Grafik 3.14 zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden dreissig Tage anhand des Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index (VIX) sowie die realisierte Volatilität gemessen als annualisierte Standardabweichung der monatlichen Renditen des SPI und des S&P 500. Im September liess die Volatilität im Vergleich zu den im August

Grafik 3.12
Aktienkurse




Quellen: Thomson Datastream, Bloomberg

Grafik 3.13
Ausgewählte SPI-Sektoren




Quelle: Thomson Datastream

registrierten Höchstwerten nach. Interventionen der Zentralbanken, insbesondere die Leitzinssenkung der US Federal Reserve, trugen zu einer optimistischeren Stimmung an den Aktienmärkten bei. Ab Mitte Oktober machten sich allerdings erneut Befürchtungen bemerkbar, dass die Kreditkrise möglicherweise heftigere und länger andauernde Folgen haben könnte als ursprünglich erwartet. Aus Grafik 3.14 ist ersichtlich, dass die Anlagerisiken auf den Aktienmärkten im November nur unwesentlich geringer eingeschätzt wurden als während der Kreditverknappung im Sommer 2007.

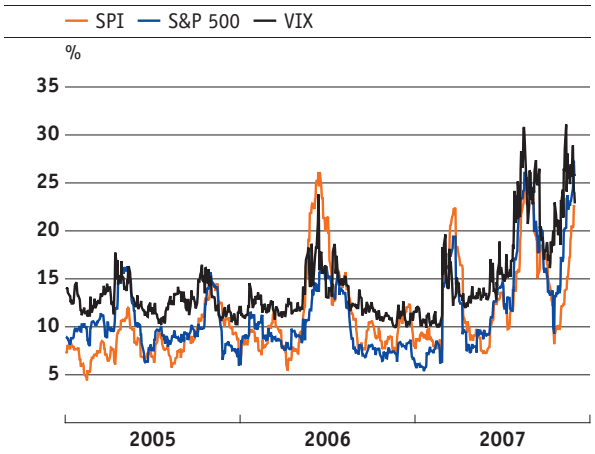
### Anstieg der Rohstoffpreise

Seit der Lagebeurteilung von Mitte September 2007 haben die Preise der meisten Rohstoffe zugelegt. Der Goldman-Sachs-Commodity-Index stieg zwischen Mitte September und Mitte Dezember um 10%. Dies ist vor allem auf die höheren Energie- und Edelmetallpreise zurückzuführen. Der Rohölpreis erreichte in der Berichtsperiode ein neues Allzeithoch und lag Mitte Dezember bei 89 Dollar pro Fass. Mögliche Gründe für diese Entwicklung sind Spekulationen, geopolitische Unsicherheiten, eine Verknappung der Lager und die Gefahr von Engpässen auf der Angebotsseite. Im Zuge der Dollarschwäche, der zunehmenden Inflationsangst und der instabilen Finanzmärkte stieg auch der Goldpreis deutlich an und verzeichnete neue Höchststände. Zwischen Mitte September und Mitte Dezember legte er 12% zu.

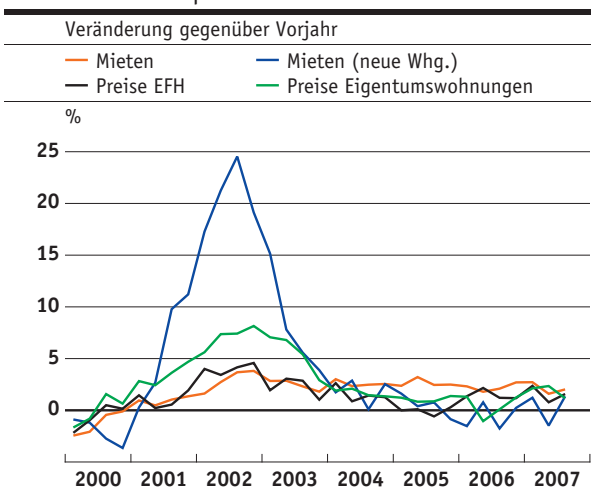
### Moderat steigende Immobilienpreise

Der kontinuierlich moderate Anstieg der Immobilienpreise setzte sich im dritten Quartal 2007 fort. Die Wohnungsmieten, welche das grösste Segment des Schweizer Wohnungsmarkts und mit einem Anteil von rund 20% die grösste Komponente im LIK darstellen, verteuerten sich im Vorjahresvergleich mit 2,0% real, d. h. im Verhältnis zum LIK, leicht ausgeprägter als noch im Vorquartal. Diese Aussage bezieht sich weitgehend auf alte Wohnungen. Die Mieten bei Erstvermietungen, welche die Marktkräfte besser abbilden, wuchsen mit 1,3% vergleichsweise moderat. Die Wachstumsraten liegen weiterhin deutlich unter denen der Jahre 2002 und 2003. Ein ähnliches Bild zeigen die Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen, deren Anteil am Gesamtmarkt jedoch geringer ist. Die Preise für Einfamilienhäuser legten 1,6% zu, während sich die Preise für Eigentumswohnungen um 1,2% erhöhten. Demgegenüber schrumpften die Büromieten weiterhin.

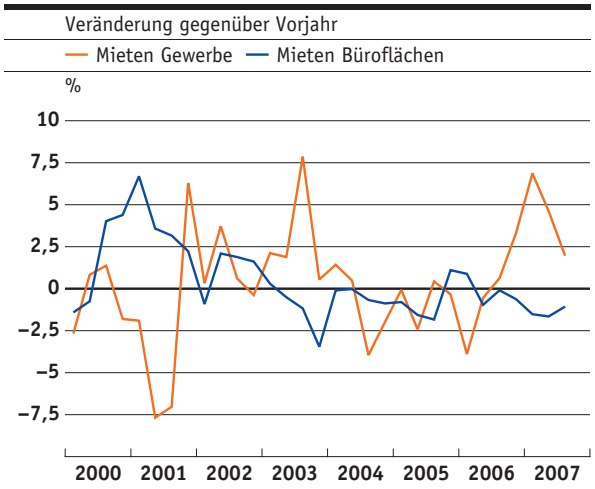
Grafik 3.14
Volatilität der Aktienrenditen




Grafik 3.15
Reale Immobilienpreise und -mieten




Grafik 3.16
Reale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen




Grafik 3.14:
Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 3.15:
Quelle: Wüest & Partner

Grafik 3.16:
Quelle: Wüest & Partner

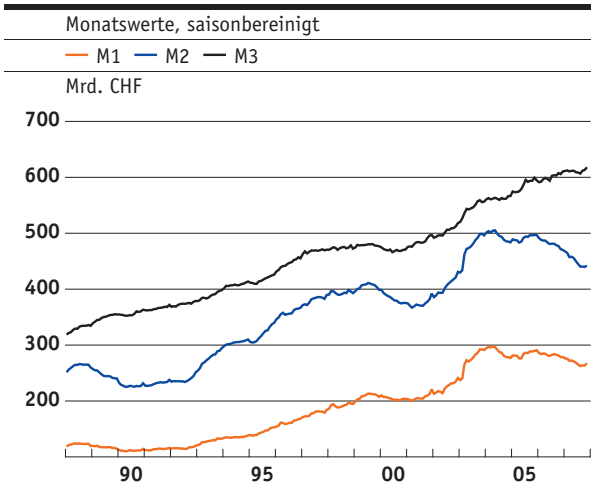
## 3.4 Geldaggregate

### Geldmengen M1 und M2 rückläufig

Wie in Grafik 3.17 illustriert, sind die Geldmengen M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) und M2 (M1 plus Spareinlagen) seit Anfang 2006 rückläufig. Im November 2007 lag M1 3,8% unter dem Vorjahresniveau, während M2 um 6,2% tiefer ausfiel. Das Geldaggregat M3 (M2 plus Termineinlagen) weitete sich dagegen im November um 2,0% aus. Wie Ende der achtziger/Anfang der neunziger Jahre oder auch Ende 1990/Anfang 2000 ist das verminderte oder negative Wachstum der Geldaggregate Ausdruck einer Straffung der Geldpolitik.

Zur Einschätzung möglicher Inflationsgefahren aufgrund einer übermässigen Liquiditätsversorgung der Wirtschaft kann ein Geldüberhang geschätzt werden. Hierzu gibt es verschiedene Möglichkeiten. Im vorliegenden Fall wird das EC-Konzept angewendet (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Quartalsheft 1/2005, S. 33). Die Gleichgewichtsgeldmenge wird mit Hilfe des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt. Grafik 3.18 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge M3 vom berechneten Gleichgewichtswert. Um der statistischen Unsicherheit Rechnung zu tragen, wird der Geldüberhang als Band mit einer Weite von einer Standardabweichung dargestellt. Liegt das Band unter der Nulllinie, wie dies aktuell der Fall ist, signalisiert dieser Indikator einen mittelfristig nachlassenden Teuerungsdruck.

Grafik 3.17
Monetäre Aggregate




Quelle: SNB

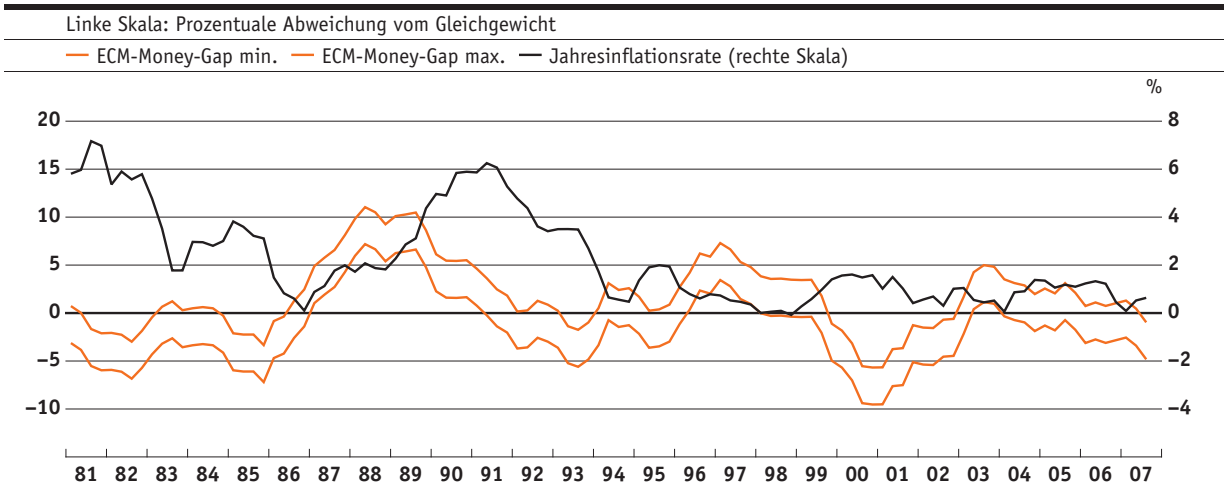
**Geldaggregate**[1]

Tabelle 3.1

| | 2005 | 2006 | 2006 | | 2007 | | | 2007 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 1. Q. | 3. Q. | September | Oktober | November |
| **Notenbankgeldmenge**[2] | **41,9** | **43,1** | **42,3** | **43,6** | **44,6** | **44,0** | **43,4** | **43,1** | **43,4** | **44,2** |
| *Veränderung*[3] | *0,4* | *3,0* | *2,6* | *2,2* | *3,1* | *1,5* | *2,7* | *2,1* | *2,0* | *3,4* |
| **M1**[2] | **284,2** | **282,4** | **280,5** | **281,0** | **276,0** | **270,0** | **261,5** | **262,1** | **263,9** | **271,9** |
| *Veränderung*[3] | *–1,5* | *–0,6* | *–1,4* | *–3,4* | *–3,6* | *–4,2* | *–6,7* | *–6,6* | *–6,4* | *–3,8* |
| **M2**[2] | **491,6** | **481,6** | **477,1** | **474,1** | **465,9** | **453,9** | **439,0** | **437,9** | **439,0** | **446,3** |
| *Veränderung*[3] | *–0,8* | *–2,0* | *–2,9* | *–4,7* | *–5,3* | *–6,1* | *–8,0* | *–7,9* | *–7,8* | *–6,2* |
| **M3**[2] | **585,9** | **600,3** | **600,4** | **607,9** | **613,4** | **611,6** | **606,4** | **609,2** | **612,1** | **619,1** |
| *Veränderung*[3] | *4,2* | *2,5* | *1,6* | *2,0* | *3,0* | *2,4* | *1,0* | *1,5* | *0,9* | *2,0* |

1 Definition 1995
2 Niveau in Mrd. Franken
3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %
Quelle: SNB

Grafik 3.18
Money-Gap und Jahresinflationsrate




Quelle: SNB

## 3.5 Kredite

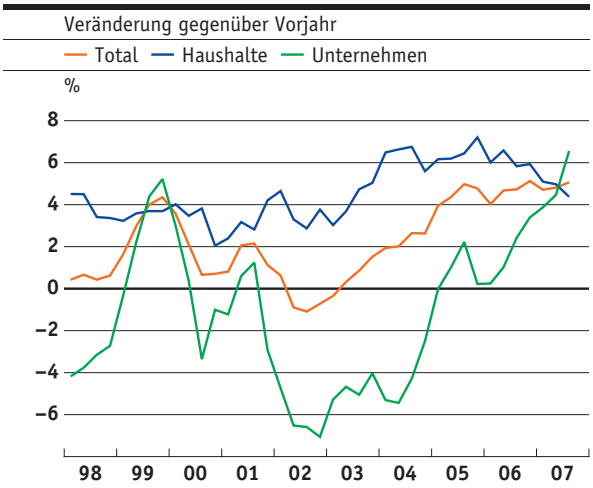
**Gemischte Signale bei den Krediten**

Das Kreditvolumen stieg im dritten Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 5,5% und damit leicht ausgeprägter als noch im Vorquartal. Die gegenläufige Entwicklung der Wachstumsraten der Haushalts- und Firmenkredite setzte sich fort. Grafik 3.19 zeigt, dass das Wachstum der Kredite an Haushalte von 5,0% im zweiten Quartal auf 4,4% im dritten Quartal sank, während das Wachstum der Firmenkredite von 4,5% auf 6,6% stieg.

Werden die Kredite in Hypothekarkredite und übrige Kredite unterteilt, so zeigt sich, dass die Hypothekarkredite, die vor allem von Haushalten aufgenommen werden, langsamer wuchsen als im Vorquartal (3,8% gegenüber 4,2%). Darin widerspiegelt sich die Straffung der Geldpolitik. Indessen expandierten die übrigen Kredite, die in erster Linie an Unternehmen vergeben werden, rascher (13,1% gegenüber 10,3%).

Die Krise an den Finanzmärkten spiegelt sich bislang nicht in den Kreditzahlen wider. Die monatlichen Daten in Tabelle 3.2 zeigen ein weiterhin robustes Wachstum der Firmenkredite. Im Oktober expandierten die übrigen Kredite mit jährlichen 15,7% etwa so ausgeprägt wie im August. Insbesondere die ungedeckten Kredite legten kräftig zu (20,2%) und signalisieren, dass die Banken nach wie vor bereit waren, Kredite ohne Sicherheiten zu vergeben. Die in Anspruch genommenen ungedeckten Kredite beliefen sich im Oktober auf 100,7 Milliarden Franken, was dem Niveau von Juli 2001 entspricht und rund 16 Milliarden Franken unter dem Spitzenwert von April 2001 liegt.

Grafik 3.19
Bankkredite




Quelle: SNB

**Bankkredite**
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

| | 2005 | 2006 | 2006 | | 2007 | | | 2007 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | 3. Q. | August | September | Oktober |
| **Total**[1] | **4,1** | **4,8** | **4,9** | **5,1** | **5,2** | **5,3** | **5,5** | **6,1** | **5,5** | **6,0** |
| Haushalte[2] | 6,5 | 6,1 | 5,8 | 5,9 | 5,1 | 5,0 | 4,4 | 4,6 | 4,3 | 4,4 |
| Unternehmen[2] | 0,9 | 1,6 | 2,4 | 3,4 | 3,9 | 4,5 | 6,6 | 7,8 | 6,6 | 7,8 |
| Hypothekarforderungen[1] | 5,2 | 4,8 | 4,8 | 4,5 | 4,2 | 4,2 | 3,8 | 3,9 | 3,8 | 3,8 |
| davon Haushalte[1] | 6,9 | 5,5 | 5,4 | 5,3 | 4,9 | 4,8 | 4,0 | 4,1 | 3,9 | 3,8 |
| davon Unternehmen[1] | 3,1 | 1,2 | 1,3 | 0,7 | 0,8 | 1,2 | 3,0 | 3,0 | 3,1 | 3,4 |
| Übrige Kredite[1] | –0,7 | 4,6 | 5,4 | 8,1 | 9,6 | 10,3 | 13,1 | 15,6 | 12,5 | 15,7 |
| davon gedeckt[1] | 2,6 | 2,5 | 0,6 | 1,5 | 7,1 | 7,2 | 5,6 | 8,5 | 3,8 | 9,3 |
| davon ungedeckt[1] | –3,1 | 6,3 | 9,3 | 13,4 | 11,5 | 12,6 | 18,6 | 20,9 | 18,9 | 20,2 |

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 für die Dezember-Prognose sowie die entsprechenden Annahmen für September.

**Trotz erhöhter Unsicherheit an den Finanzmärkten weiterhin solide Weltkonjunktur**

Aufgrund der anhaltenden Turbulenzen an den amerikanischen Immobilien- und Finanzmärkten, die hohe Wachstumsrisiken für den Privatkonsum und die Investitionen bergen, wird im Vergleich zur Prognose von September in den USA für 2008 und 2009 eine abgeschwächte Wachstumsdynamik unterstellt. In Europa haben die Risiken einer Wachstumsverlangsamung ebenfalls zugenommen. Daher wird die aktuelle Prognose im Vergleich zur letzten Lagebeurteilung von September ebenfalls nach unten revidiert. Trotz der gestiegenen Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten wird in beiden Wirtschaftsräumen aber weiterhin ein solides Wachstum antizipiert, welches am Ende des Prognosezeitraums gegen das Potenzial von rund 3% (USA) und 2% (EU) tendiert.

Im aktuellen Szenario wird der Erdölpreis für die nächsten Quartale bei 94 Dollar, langfristig bei 82 Dollar pro Fass veranschlagt. Für die Jahre 2008 und 2009 werden international energiepreisbedingt leicht höhere Inflationsraten prognostiziert. Ein starker Euro sollte sich auf den Kostenschub im Euroraum jedoch dämpfend auswirken. In den USA wird dagegen die erwartete Inflation aufgrund einer schwachen Währung stärker angetrieben.

Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird im aktuellen Szenario leicht angehoben und 2008 und 2009 bei einem konstanten Wert von 1.42 veranschlagt.

**Annahmen für die Inflationsprognosen** Tabelle 4.1

| Inflationsprognose Dezember 2007 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|
| BIP USA [1] | 2,1 | 2,4 | 2,8 |
| BIP EU-15 [1] | 2,7 | 2,0 | 2,0 |
| | | Kurze Frist | Lange Frist |
| Wechselkurs USD/EUR [2] | | 1,42 | 1,42 |
| Ölpreis in USD/Fass [2] | | 94,0 | 82,0 |

| Inflationsprognose September 2007 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|---|---|---|
| BIP USA [1] | 1,9 | 2,9 | 3,1 |
| BIP EU-15 [1] | 2,7 | 2,2 | 2,1 |
| | | Kurze Frist | Lange Frist |
| Wechselkurs USD/EUR [2] | | 1,37 | 1,37 |
| Ölpreis in USD/Fass [2] | | 69,0 | 76,0 |

1 Veränderung in %
2 Niveau
Quelle: SNB

## 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.

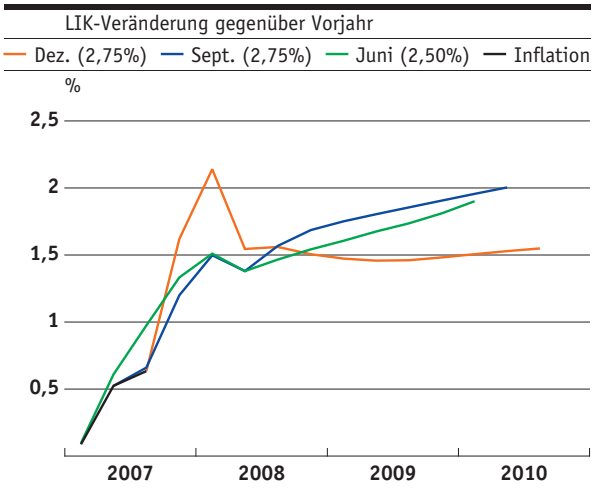
## 4.2 Inflationsprognose 4. Quartal 2007 bis 3. Quartal 2010

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 Dezember 2007 zusammen mit den Inflationsprognosen vom September und Juni abgebildet. Die neue Prognose erstreckt sich vom vierten Quartal 2007 bis zum dritten Quartal 2010. Sie zeigt den Inflationsverlauf bei einem konstanten 3M-Libor von 2,75%. Dieser Zinssatz entspricht dem mittleren Bereich des am 13. Dezember von der SNB bestätigten Zielbandes für den Dreimonatssatz von 2,25–3,25%. Die Inflationsprognose vom vergangenen September beruhte ebenfalls auf einem fixen 3M-Libor von 2,75%. Hingegen basierte die Juni-Prognose auf einem Dreimonatssatz von 2,50%. Dies entsprach dem Niveau, das die SNB anstrebte, solange das Zielband 2,00–3,00% betrug.

Die für das Jahr 2008 erwartete Verlangsamung der Weltkonjunktur und damit auch des Wirtschaftswachstums in der Schweiz hat eine Verbesserung der Inflationsaussichten für 2009 und 2010 zur Folge. Die Preisaufschläge auf dem Erdöl werden jedoch im ersten Halbjahr 2008 die Inflation vorübergehend ansteigen lassen. Nach dem Überschreiten des Höhepunkts im ersten Halbjahr 2008 dürfte die Inflation auf etwa 1,5% zurückgehen und tendenziell bis zum Ende des Prognosehorizonts leicht ansteigen. Unter der Annahme eines unveränderten 3M-Libor von 2,75% rechnet die SNB mit einer durchschnittlichen Teuerung von 0,7% im Jahre 2007, von 1,7% im Jahre 2008 und von 1,5% im Jahre 2009.

Die Einschätzung der Inflationsaussichten ist mit grösseren Unsicherheiten behaftet als sonst, da verschiedene gegensätzliche Entwicklungen zusammenfallen. Zum einen gibt es Faktoren, welche die Konjunktur in der Schweiz dämpfen und gleichzeitig die Inflation drosseln. Dazu gehört die erwartete Verschlechterung der internationalen Wachstumsaussichten in Verbindung mit einer Ausweitung der Folgen der Immobilienkrise in den USA. Zum anderen aber sind Entwicklungen möglich, welche die Konjunktur dämpfen und zugleich die Preisstabilität gefährden. Dazu zählt die Erhöhung der Erdölpreise, falls sie sich als dauerhaft erweisen sollte. In diesem Fall muss die SNB verhindern, dass sich dieser Preisauftrieb stark ausweitet. Schliesslich könnte die anhaltende Abschwächung des Schweizer Frankens die an sich schon dynamische Konjunktur in der Schweiz ankurbeln und das Inflationsrisiko vergrössern.

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 Dezember 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 September bis November 2007 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

## Zusammenfassung

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten September bis November mit rund 170 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, vermittelten weiterhin ein erfreuliches Konjunkturbild. Während vor allem die Vertreter aus dem Detailhandel von deutlich anziehenden Umsätzen sprachen, meldeten diejenigen aus der Industrie einen bis zuletzt sehr guten Geschäftsgang.

Mit Ausnahme der Vertreter der Bauwirtschaft sahen die meisten Gesprächspartner keine konkreten Verlangsamungstendenzen und bezüglich 2008 herrschte Zuversicht vor. Gleichwohl gehen viele davon aus, dass das nächste Jahr schwieriger sein wird als 2007, das häufig nochmals Rekordabschlüsse brachte. Eine deutliche Verunsicherung war überdies bei Vertretern der Finanzbranche zu spüren. Vor dem Hintergrund gestiegener konjunktureller Unsicherheiten bereiten vor allem die auf breiter Front steigenden Preise für Energie, industrielle und agrarische Rohstoffe und Vorprodukte Sorgen. Regelmässig zur Sprache kam die sich weiter verschärfende Personalknappheit.

# 1 Produktion

**Industrie**

Die meisten Gesprächspartner aus der Industrie meldeten weiterhin steigende Bestellungen. Die Auftragsbücher für 2008 sind oftmals bereits gut gefüllt und das Budget liegt mehrheitlich im Rahmen von 2007. Die Nachfrage aus der EU, insbesondere Deutschland, aus Osteuropa und Asien blieb bis zuletzt robust; teilweise war sogar von einer Beschleunigung die Rede. Skeptischer wurde die Nachfrage aus den USA beurteilt. Während die Zulieferer der Bauindustrie die amerikanische Baukrise bereits deutlich zu spüren bekamen, stellten sich die Anbieter von Konsumgütern auf eine nachlassende Nachfrage aus den USA ein. Über alle Branchen hinweg waren die technischen und personellen Kapazitäten nach wie vor stark ausgelastet. Lange Lieferfristen bei den Vorprodukten, Produktionsverzögerungen im eigenen Betrieb sowie durch Überlastung verursachte Qualitätseinbussen blieben denn auch ein häufiges Thema. Vor dem Hintergrund der hohen Kapazitätsauslastung plant eine Reihe von Gesprächspartnern Erweiterungsinvestitionen.

Von Branche zu Branche waren kaum Unterschiede auszumachen. Besonders günstig entwickelte sich der Geschäftsgang in der Uhrenindustrie, im Bereich Energietechnik und Verkehr sowie – vor dem Hintergrund des weltweiten Agrarbooms – bei den Landwirtschaftsmaschinen. Auch die Gesprächspartner aus den übrigen Branchen der Investitions- und Konsumgüterindustrie zeichneten indessen ein sehr positives Bild, wenn auch der Vertreter der als typischer Frühzykliker geltenden Textilmaschinenindustrie eine gewisse Verlangsamung des Geschäftsgangs registrierte.

**Dienstleistungen**

Sowohl die Vertreter aus den konsum- als auch aus den geschäftsbezogenen Dienstleistungen zeigten sich mit der Geschäftsentwicklung sehr zufrieden. Ein ausgesprochen positives Stimmungsbild zeichneten die Gesprächspartner aus dem Detailhandel. Die Konsumentenstimmung gilt als ausgezeichnet und kommt allen Geschäftssparten zugute. Häufig war von Rekordumsätzen die Rede. Überdurchschnittliche Umsätze werden insbesondere im Hochpreissegment erzielt, das auch von der hohen Ausgabebereitschaft der Touristen profitiert. Gelegentlich war indessen von einer Verunsicherung der Kunden aus dem Finanzsektor die Rede. Dem bevorstehenden Weihnachtsgeschäft wird insgesamt sehr optimistisch entgegengeblickt. In den Grenzgebieten profitierte der Detailhandel weiterhin von den sinkenden Einkäufen der Inländer im grenznahen Ausland.

Die Gesprächspartner aus Tourismus und Gastgewerbe waren mit der Entwicklung der Logiernächte und dem Ausgabeverhalten ebenfalls sehr zufrieden. Nach einer erfreulichen Sommersaison sorgte der frühe Wintereinbruch in den Feriendestinationen für einen sprunghaften Anstieg des Buchungsstandes. Das städtische Gastgewerbe profitierte unter anderem von der hohen Ausgabebereitschaft der Firmen. Einen ausgezeichneten Geschäftsgang meldeten auch die Betreiber von Flughäfen sowie die Fluggesellschaften, darunter vor allem die spezialisierten Anbieter von Businessflügen. Die Anbieter von IT-Dienstleistungen sprachen weiterhin von einer hohen Investitionsbereitschaft der Unternehmen.

Weniger günstig als noch vor drei Monaten präsentierte sich die Lage im Finanzsektor. Zwar entwickelte sich das Hypothekar- und Firmenkundengeschäft weiterhin positiv. Eine Verschärfung der Kreditkonditionen wurde durchwegs in Abrede gestellt. Vielmehr ständen einer Ausweitung des Firmenkundengeschäfts oft die hohe Liquiditäts- und Eigenkapitalausstattung der Unternehmen entgegen. Dies deckt sich mit den Aussagen von Gesprächspartnern aus allen Branchen, die ebenfalls keine Verschärfung der Kreditbedingungen ausmachten. Infolge der Börsenbaisse verlor indessen der Geschäftsgang der vorwiegend im Vermögensverwaltungsgeschäft tätigen Banken an Schwung. Die Aussichten für 2008 wurden bei einer insgesamt moderateren Stimmungslage unterschiedlich beurteilt.

**Bau und Immobilien**

Die Vertreter der Bauwirtschaft meldeten weiterhin einen guten Geschäftsgang und einen komfortablen Arbeitsvorrat, sahen aber den Zenit der Baukonjunktur zumeist als überschritten. Vor allem beim Wohnungsbau, dem bisherigen Zugpferd, war mehrheitlich von Verlangsamungstendenzen und Konsolidierung die Rede. Demgegenüber entwickelte sich der Industrie- und Gewerbebau zufrieden stellend. Das Ausbaugewerbe wies dank der vielen im Endausbau stehenden Neubauten und der anhaltend regen Renovationstätigkeit einen ausgezeichneten Geschäftsgang auf. Ein Sorgenkind blieb der Tiefbau; viele wichtige Infra-

strukturprojekte stehen vor dem Abschluss, während entsprechende Anschlussprojekte fehlen. Die Entwicklung des Immobilienmarktes wurde differenziert beurteilt. Während die Preise im Hochpreissegment unverändert stark steigen, wird bei den billigeren Objekten eine Verlangsamung des Preisauftriebs beobachtet.

## 2 Arbeitsmarkt

Eine Reihe von Gesprächspartnern plant eine weitere Erhöhung des Personalbestandes. Dabei bereitete der über alle Branchen hinweg zunehmend ausgetrocknete Arbeitsmarkt für qualifiziertes Personal einige Sorgen. Besonders ausgeprägt ist der Mangel an Technikern, IT-Spezialisten und Baufachleuten. In der Baubranche war von vermehrten Schwierigkeiten die Rede, ausländische Arbeitskräfte zu rekrutieren, da diese zunehmend in andere europäische Länder abwanderten. Eine Erschwernis bei der Anstellung von Arbeitskräften aus dem EU-Raum bildet die Tieferbewertung des Frankenkurses gegenüber dem Euro. Vor allem im Tieflohnsegment werden vermehrt Lohnforderungen in Euro gestellt oder ein Ausgleich des Kaufkraftverlusts des Frankens gefordert. Namentlich bei den Grenzgängern hat sich infolge der Frankenschwäche die Lohndifferenz zugunsten des Auslandes verringert, so dass das Arbeiten in der Schweiz an Attraktivität verloren hat.

Die meisten Gesprächspartner rechnen für das Jahr 2008 mit höheren Lohnsteigerungen als im Vorjahr, wobei zumeist von einem Zuwachs in der Grössenordnung von 2–2,5% die Rede war. Darüber werden über alle Branchen hinweg häufig Bonuszahlungen geleistet. Gemäss Aussagen von Personalberatungsunternehmen sind vor allem bei den mittleren und oberen Funktionsstufen markant steigende Löhne zu beobachten.

## 3 Preise, Margen und Ertragslage

Ein regelmässiges Gesprächsthema waren die stark gestiegenen Beschaffungspreise. Zum Preisauftrieb bei Energie und Rohstoffen kommen nun die auf breiter Front steigenden Preise für Agrarprodukte und verarbeitete Nahrungsmittel hinzu. Zwar lassen sich die höheren Kosten in der heutigen Situation gut auf die Kunden überwälzen. Dennoch bereiten sie vor dem Hintergrund einer möglichen konjunkturellen Abflachung Sorgen. Der Detailhandel rechnet trotz teilweise markant gestiegener Preise im Nahrungsmittelbereich mit moderaten Preiserhöhungen auf dem Sortiment. Als Grund für die Zurückhaltung wurde der anhaltend starke Konkurrenzdruck angeführt. Auch gibt es weiterhin Unternehmen, die mit sinkenden Absatzpreisen konfrontiert sind. Dazu gehörten vor allem die Produzenten von Generika und anderen Produkten im Medizinalbereich, welche die Sparbemühungen im Gesundheitssektor spüren. Auch die Vertreter der Bauwirtschaft stellten sich im Hinblick auf die erwartete Verlangsamung des Geschäftsgangs auf sinkende Baupreise und Margen ein.

Wieder vermehrt zur Sprache kam die Währungssituation. Sorge bereitet dabei der starke Rückgang des Dollarkurses. Dieser erhöht unter anderem die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der asiatischen Anbieter. Verschiedene Gesprächspartner sprachen davon, im Falle einer anhaltenden Dollarschwäche Kostenblöcke in den Dollarraum verschieben zu wollen.

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

## Applying the Hirose-Kamada filter to Swiss data: Output gap and exchange rate pass-through estimates

**Franziska Bignasca and Enzo Rossi**
**Working Paper 2007-10**

Masszahlen des Produktionspotenzials und folglich der Produktionslücke – in Niveaus und Wachstumsraten – liefern wichtige Informationen. Insbesondere für die Währungsbehörden sind diese Informationen bei der Einschätzung des Inflationsrisikos von grossem Nutzen.

Das Produktionspotenzial und die Produktionslücke sind nicht direkt beobachtbar, sondern müssen anhand von makroökonomischen Daten geschätzt werden. Zu diesem Zweck sind viele verschiedene Modelle entwickelt worden. Doch obschon verschiedene Methoden verfügbar sind, herrscht hinsichtlich des Produktionspotenzials beträchtliche Unklarheit. Angesichts dieser Tatsachen werden in diesem Beitrag drei Filter für die Schätzung herangezogen. Filtermodelle lassen sich in zwei Kategorien unterteilen. Die erste umfasst univariate Verfahren. Diese schätzen das Produktionspotenzial, indem sie die Trendkomponente aus der Serie extrahieren. Ein oft verwendetes Verfahren ist der Hodrick-Prescott-Filter. Die zweite Kategorie beinhaltet Methoden, welche die Trendkomponente anhand von Informationen in der Outputreihe sowie von Informationen aus anderen Variablen, insbesondere der Inflation, abzuleiten versuchen. Dabei werden typischerweise empirische Zusammenhänge, wie beispielsweise die kurzfristige Phillips-Kurve, berücksichtigt. Diese Methoden werden als multivariate Filter bezeichnet. Indem die Schätzung der Produktionslücke anhand des Hodrick-Prescott-Filters von zusätzlichen relevanten Informationen abhängig gemacht wird, sollte eine genauere Schätzung des Produktionspotenzials und folglich auch der Produktionslücke erzielt werden.

In diesem Working Paper wird ein multivariater Filter, der von Hirose und Kamada vorgeschlagen wurde, auf Schweizer Quartalsdaten von 1981 bis 2005 angewandt, um das Produktionspotenzial und die Produktionslücke zu schätzen. Der Filter weist interessante Eigenschaften auf. Erstens bezieht er ökonomische Informationen in die Bestimmung des Produktionspotenzials mit ein. Zweitens ergibt er gute Resultate. Drittens erlaubt er, Konfidenzintervalle für das geschätzte Produktionspotenzial zu bilden. Die Ergebnisse werden mit denjenigen des multivariaten Laxton-Tetlow-Filters sowie des univariaten Hodrick-Prescott-Filters verglichen. Ab Mitte der 1990er Jahre weichen die Schätzungen des Hirose-Kamada-Filters von denjenigen der anderen beiden Filter ab, deren Verlauf sehr ähnlich ist. Der Hirose-Kamada-Filter zeigt insbesondere eine stärkere Unterauslastung der Produktionsfaktoren als die anderen zwei Filter. Abgesehen von einer kurzen Phase in 2000/2001, in der die Produktionslücke geschlossen war, wies diese seit 1994 negative Werte auf. Zwischen 1981 und 2005 wuchs das Produktionspotenzial um 1,9%.

Zum Schluss wird die Übertragung von Wechselkursbewegungen auf die inländischen Konsumentenpreise analysiert. Dazu wird eine modellkonsistente Phillips-Kurve für eine offene Volkswirtschaft von einfachen ökonomischen Zusammenhängen abgeleitet. Unter Anwendung des Hirose-Kamada-Filters wird nur eine schwache Transmission von Wechselkursbewegungen auf die Konsumentenpreise festgestellt.

## The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication

**Angelo Ranaldo und Enzo Rossi**
**Working Paper 2007-11**

Die Kommunikation stellt für die Währungsbehörden ein wirksames Instrument dar, um ihre Denkweise und ihre Entscheidungen zu erläutern. Sie gilt denn auch heute als Schlüssel zur Transparenz und als Voraussetzung für die Rechenschaftsablage. Ausserdem erhöht sie die Wirksamkeit der Geldpolitik, indem sie die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer beeinflusst.

Obschon der Zentralbankkommunikation grosse Bedeutung zukommt, sind ihre Auswirkungen auf die Finanzmärkte bisher nur wenig erforscht worden. Diese Studie leistet einen Beitrag zur Literatur, indem sie untersucht, ob die Kommunikation der Schweizerischen Nationalbank (SNB) die Finanzmärkte in der Schweiz beeinflusst. Zu diesem Zweck wurden hochfrequente Intraday-Daten für die Zeit von 2000 bis 2005 verwendet. Die Studie geht in dreierlei Hinsicht über bisherige Untersuchungen hinaus. Erstens analysiert sie nicht nur die Reaktionen der Finanzmärkte auf offizielle geldpolitische Ankündigungen, sondern auch auf Reden und Interviews. Zweitens untersucht sie die Auswirkungen auf drei Vermögenswerte: Devisen (Wechselkurs USD/CHF), Aktien und Obligationen. Drittens beruht sie auf einer neuen Datenbank, die sämtliche Meldungen von Nachrichtenagenturen über die Kommunikation bei der SNB umfasst.

Die Autoren der Studie gelangen zum Schluss, dass die Kommunikation der SNB die Finanzmärkte tatsächlich beeinflusst. Diese reagieren nicht nur auf offizielle geldpolitische Ankündigungen, sondern auch auf Reden und Interviews. Die Marktteilnehmer verfolgen die Kommunikation der SNB aufmerksam und reagieren unverzüglich. Am stärksten reagiert der Obligationenmarkt, gefolgt vom Devisenmarkt. Der Aktienmarkt zeigt die schwächsten Reaktionen.

Während die offiziellen geldpolitischen Ankündigungen an zeitliche Restriktionen gebunden sind, erlauben Reden und Interviews den Mitgliedern des SNB-Direktoriums, die Marktteilnehmer flexibel über den vergangenen und aktuellen Wirtschaftsverlauf sowie über die zukünftige Politik zu informieren.

## Communicating policy options at the zero bound

**Lukas Burkhard und Andreas M. Fischer**
**Working Paper 2007-12**

Die vorliegende Studie untersucht die Reaktion des Finanzmarkts auf dezidierte Äusserungen von Zentralbankern, die sich direkt auf Devisenmarktinterventionen beziehen (nachfolgend Interventionsäusserungen). Um zuverlässige Aussagen über eine solche Kommunikationsstrategie zu erhalten, testen die Autoren die folgenden Hypothesen: (1) Interventionsäusserungen von Zentralbanken beeinflussen die Wechselkurse; (2) die erste Äusserung ist wichtiger als nachfolgende Mitteilungen am gleichen Tag; (3) die Finanzmärkte reagieren abhängig vom währungspolitischen Umfeld unterschiedlich auf Äusserungen der Zentralbank zu möglichen Deviseninterventionen. Um diese Hypothesen zu testen, erstellen die Autoren zuerst aus Meldungen von Nachrichtenagenturen einen Index der Interventionsäusserungen. In einem nächsten Schritt wird anhand der Methode der «Event Study»-Analyse überprüft, ob eine Übereinstimmung zwischen den Interventionsäusserungen und den hochfrequenten Wechselkursbewegungen besteht.

Die empirische Analyse untersucht eine spezielle geldpolitische Episode zwischen 2002 und 2005, während der sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) wiederholt zur Möglichkeit von Devisenmarktinterventionen geäussert hat. Die Äusserungen der SNB beziehen sich auf die unkonventionelle Strategie der nicht sterilisierten Interventionen. Sie gelten als Ankündigung einer neuen geldpolitischen Option bei einem Nullzins. Der vorliegende Beitrag erweitert somit die empirische Literatur von Bernanke und Reinhart (2004) und Bernanke et al. (2004). Diese Studien beruhen u. a. auf der theoretischen Arbeit von Eggertsson und Woodford (2003). Sie zeigen auf, dass die Kommunikation ein wirksames Instrument zur Beeinflussung der Erwartungen über die zukünftige Geldpolitik ist, wenn die nominalen Zinssätze null oder fast null betragen. Bernanke et al. (2004) belegen, dass die Äusserungen des Fed zu möglichen Zinsstrategien den Wert von Anlagevermögen beeinflussen können. Der Beitrag erweitert diese empirische Literatur zur Wirksamkeit der Kommunikation in einer «zero bound»-Situation über die Länder USA und Japan hinaus. Die Autoren belegen, dass die Kommunikation auch in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz wirkungsvoll ist.

Die empirischen Resultate beruhen auf dem Richtungskriterium und verwenden Intraday-Daten für den Zeitraum von 2002 bis 2005. Sie zeigen klar, dass die dezidierten Äusserungen der SNB eine Marktreaktion hervorrufen können, die während einiger Stunden zu einer Abwertung des Schweizer Frankens führt. Auch sind die Resultate robust gegenüber saisonalen Änderungen und Mehrfachmeldungen. Die empirischen Ergebnisse sprechen damit für eine Kommunikationsstrategie, bei der Zentralbanker regelmässig und vor allem frühzeitig mit den Finanzmärkten kommunizieren – idealerweise schon bevor die Zinssätze die untere Grenzen erreichen.

**Literatur:**

Bernanke, Ben S. und Vincent R. Reinhart. 2004. Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates. *American Economic Review Papers and Proceedings* 94(2), Mai: 85–90.

Bernanke, Ben S., Vincent R. Reinhart und Brian P. Sack. 2004. Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 1–95.

Eggertsson, Gauti G. und Michael Woodford. 2003. The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. B*rookings Papers on Economic Activity* 1: 139–233.

## Monetary factors and inflation in Japan

**Katrin Assenmacher-Wesche, Stefan Gerlach and Toshitaka Sekine**
**Working Paper 2007-13**

Die Bank of Japan (BOJ) beschrieb kürzlich ihren geldpolitischen Handlungsrahmen als einen «Zwei-Perspektiven-Ansatz», welcher die Risiken für die Preisstabilität über verschiedene Zeithorizonte analysiert. Unter der Annahme, dass sich dieser Ansatz auf verschiedene Frequenzbänder bezieht, zeigen die Autoren anhand von Bandspektrum-Regressionen, dass die Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation je nach Frequenzband – oder vereinfacht ausgedrückt – je nach Zeithorizont, variiert.

Die Autoren weisen nach, dass die Inflation bei tiefen Frequenzen von mehr als vier Jahren einerseits vom Geldmengenwachstum abzüglich der Wachstumsrate des realen Bruttoinlandprodukts und andererseits von realen Zinsänderungen, welche Verschiebungen in der Geldnachfrage widerspiegeln, bestimmt wird. Ausserdem liegt der Korrelation zwischen Geldmengenwachstum und Inflation einseitige Granger-Kausalität vom Geldmengenwachstum zur Inflation zugrunde. Das Geldmengenwachstum enthält somit Informationen über die zukünftige Inflation, welche noch nicht in der Inflation selbst erfasst sind.

Bei hohen Frequenzen von weniger als vier Jahren korreliert die Inflation mit der Produktionslücke. Monetäre Faktoren spielen dagegen keine grosse Rolle. Zudem besteht einseitige Granger-Kausalität von der Produktionslücke zur Inflation.

Da die Bandspektrum-Regressionen je nach Frequenzband eine unterschiedliche Beziehung zwischen Inflation, Geldmengen- und Produktionswachstum und der Produktionslücke zeigen, wird ein Modell für die tatsächliche Inflationsrate (headline inflation) vorgeschlagen, welches auf die tieffrequenten Komponenten von Geldmengen- und Produktionswachstum sowie auf die Produktionslücke fokussiert. Die Resultate zeigen, dass eine Erhöhung der Wachstumsrate der Geldmenge von einem Prozentpunkt bei tiefen Frequenzen auf längere Sicht zu einem Anstieg der tatsächlichen Inflation in der gleichen Höhe führt. Wie von der Quantitätstheorie vorhergesagt wird, senkt eine Erhöhung der tieffrequenten Komponente des Produktionswachstums die Inflation proportional.

Zwar untermauern diese Resultate die These, dass Geldmengenwachstum nützliche Informationen zur Inflationsprognose beinhaltet. Da sie jedoch nichts darüber aussagen, ob das Geldmengenwachstum kontrollierbar ist, kann daraus nicht abgeleitet werden, dass die BOJ ein Geldmengenziel anstreben sollte. Ebenso implizieren sie nicht, dass das Geldmengenwachstum in der Geldpolitik einen besonderen Stellenwert einnehmen sollte. Wie bei anderen makroökonomischen Variablen sollte das ihm beigemessene Gewicht vermutlich davon abhängen, wie eng das Geldmengenwachstum mit der Inflation verknüpft ist.

## Exchange rate pass-through in Switzerland: Evidence from vector autoregressions

**Jonas Stulz**
**Economic Study No. 4 2007**

Die Frage, in welchem Ausmass sich Wechselkursveränderungen auf die Preise von Gütern und Dienstleistungen übertragen, stösst in der Makroökonomie seit dem Zerfall des Bretton-Woods-Systems im Jahre 1973 auf grosses Interesse. Für die Entscheidungsträger der Geldpolitik ist ein vertieftes Verständnis des so genannten Pass-through wichtig, da er sowohl auf den Übertragungsmechanismus der Geldpolitik als auch auf die Inflationsprognosen einen Einfluss hat.

Trotz der Relevanz dieser Frage ist die empirische Evidenz für die Schweiz lückenhaft. Diese Studie hat deshalb zum Ziel, das Ausmass des Pass-through in der Schweiz zu schätzen. Um die Wechselkursübertragung auf Import- sowie auf Konsumentenpreise zu schätzen, wertet sie Informationen aus makroökonomischen Zeitreihen aus. Die Untersuchung stützt sich auf Vektor-Autoregressive (VAR) Modelle. Der Grad des Pass-through über verschiedene Zeithorizonte wird durch Impuls-Antwort-Funktionen quantifiziert. In einem ersten Schritt wird die Übertragung von Wechselkurs- und Importpreisschocks auf verschiedene Preise über die gesamte Zeitspanne von Januar 1976 bis Dezember 2004 ermittelt. In einem zweiten Schritt werden die Veränderungen des Pass-through-Mechanismus analysiert. Dazu werden zwei Teilperioden untersucht: Januar 1976 bis April 1993 und Mai 1993 bis Dezember 2004. Der Zusammenhang zwischen dem Grad des Pass-through auf Konsumentenpreise und dem Inflationsumfeld, d. h. die mögliche Rolle der Geldpolitik bei der Übertragung, wird speziell unter die Lupe genommen.

Die Analyse über den gesamten Zeitraum zeigt eine erhebliche, jedoch unvollständige Überwälzung von Wechselkursveränderungen auf die Importpreise. Der Pass-through auf die Konsumentenpreise ist dagegen nur gering. Diese Resultate sind hinsichtlich unterschiedlicher Spezifikationen des empirischen Modells robust. Zudem zeigen Schätzungen der Teilperioden, dass der Pass-through in den 1990er Jahren geringer ist als in den 1970er und 1980er Jahren. Dies gilt insbesondere für den Pass-through auf die Konsumentenpreise, wobei der Rückgang zeitlich mit der Veränderung des Inflationsumfelds, d. h. dem Übergang zu tieferer und stabilerer Teuerung, zusammenfällt. Dieses Ergebnis steht in Einklang mit einer neueren Literatur, welche die These vertritt, dass ein schwächerer Wechselkurs-Pass-through auf die Konsumentenpreise auf die stärkere Gewichtung der Inflationsstabilisierung durch die Zentralbanken zurückzuführen ist.

# Geld- und währungspolitische Chronik

## Unverändertes Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss am 13. Dezember im Anschluss an die vierteljährliche Lagebeurteilung vom Dezember, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

# Inhaltsverzeichnis 25. Jahrgang, 2007

**Herausgeberin**
Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

**Gestaltung**
Weiersmüller Bosshard Grüninger WBG, Zürich

**Satz und Druck**
Neidhart + Schön AG, Zürich



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

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

**Internet**
www.snb.ch

ISSN 1423–3789