

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

März

1/2008

26. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht über das Quartalsheft 1/2008
6	Bericht über die Geldpolitik
40	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
44	Exportorientierte KMU – Herausforderungen beim Aufbau neuer Märkte
52	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
58	Geld- und währungspolitische Chronik

Übersicht über das Quartalsheft 1/2008

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Vor dem Hintergrund der seit Sommer 2007 anhaltenden internationalen Finanzmarkturbulenzen hat sich das Wachstum der Weltwirtschaft Ende 2007 spürbar verlangsamt. Für die kommenden Monate ist mit einer weiteren Abschwächung zu rechnen. Dämpfende Effekte gehen von der Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen und den durch sinkende Aktien- und Immobilienpreise ausgelösten Vermögensverlusten aus. Zudem belasten die auf breiter Front steigenden Energie- und Rohstoffpreise die Konjunktur in den Industrieländern.

Im Unterschied zu den meisten anderen Industrieländern verstärkte sich in der Schweiz das Wirtschaftswachstum zwar im vierten Quartal. Auch die Beschäftigung nahm nochmals deutlich zu, während die Arbeitslosenquote weiter, wenn auch verlangsamt, zurückging. Eine Reihe von Indikatoren deutet indessen darauf hin, dass sich das BIP-Wachstum im Laufe des Jahres 2008 abschwächen wird. Die SNB rechnet für das Jahr 2008 mit einem Anstieg des realen BIP von 1,5–2,0% und revidierte damit ihre Prognose vom Dezember 2007 nach unten. Infolge der Finanzmarkturbulenzen haben zudem die konjunkturellen Risiken zugenommen.

Die SNB beschloss an der vierteljährliche Lagebeurteilung vom 13. März das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen.

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

Die rund 170 Vertreter aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten Dezember 2007 bis Februar 2008 Gespräche führten, sprachen mehrheitlich von einem anhaltend guten Geschäftsverlauf. Dies gilt vor allem für die Industrie sowie die konsumnahen Branchen wie Detailhandel und Tourismus. Infolge der stark ausgelasteten Kapazitäten sind auch in diesem Jahr bedeutende Investitionen vorgesehen. Im Vergleich zur Gesprächsrunde vom Herbst 2007 dämpften allerdings die Finanzmarkturbulenzen und deren ungewisse Auswirkungen die Stimmung, so dass von Euphorie kaum noch etwas zu spüren war.

Exportorientierte KMU – Herausforderungen beim Aufbau neuer Märkte (S. 44)

Die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte führten im Oktober 2007 eine Expertenbefragung bei exportorientierten Klein- und Mittelunternehmen über die Herausforderungen beim Aufbau neuer Märkte durch. Es zeigte sich dabei, dass die Integration in die Weltwirtschaft auch bei den KMU weit fortgeschritten ist und sich mit grosser Dynamik weiter entwickelt. Trotz ihres verstärkten Auslandengagements erhöhten indessen die befragten Unternehmen die Wertschöpfung, Zahl der Beschäftigten und Arbeitsproduktivität auch am Produktionsstandort Schweiz weiter. Dies deutet darauf hin, dass die Integration der Unternehmen in die Weltwirtschaft die Wachstumschancen der Schweizer Volkswirtschaft tendenziell erhöht.

SNB Working Papers (S. 52)

Zusammenfassungen von vier Aufsätzen: Jean-Marc Natal und Nicolas Stoffels, «Globalisation, markups and the natural rate of interest», SNB Working Paper 2007-14; Martin Brown, Tullio Jappelli und Marco Pagano, «Information sharing and credit», SNB Working Paper 2007-15; Andreas M. Fischer, Matthias Lutz und Manuel Wälti, «Who prices locally?», SNB Working Paper 2007-16; Angelo Rinaldo und Paul Söderlind, «Safe Haven Currencies», SNB Working Paper 2007-17.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank vom März 2008

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,
die bis Mitte März 2008 bekannt wurden.

Inhalt des Berichts über die Geldpolitik

8	Zu diesem Bericht
9	Geldpolitischer Entscheid
11	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
15	2.1 BIP-Entwicklung und Aussichten
17	2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen
20	2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt
21	2.4 Kapazitätsauslastung
23	2.5 Güterpreise
27	3 Monetäre Entwicklung
27	3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen
30	3.2 Wechselkurse
32	3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise
34	3.4 Geldaggregate
36	3.5 Kredite
37	4 Die Inflationsprognose der SNB
37	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
39	4.2 Inflationsprognose 1. Quartal 2008 bis 4. Quartal 2010
38	Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Zu diesem Bericht

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

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

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom März 2008 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums von Mitte März 2008.

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

Geldpolitischer Entscheid

Seit der letzten vierteljährlichen Lagebeurteilung der SNB vom Dezember 2007 haben sich die internationalen Rahmenbedingungen verschlechtert. Während sich in der Eurozone der BIP-Zuwachs im vierten Quartal 2007 gegenüber der Vorperiode halbierte, kam das Wachstum in den USA beinahe zum Erliegen. Vor dem Hintergrund der seit Sommer 2007 anhaltenden Finanzmarkturbulenzen muss in den kommenden Monaten mit einer weiteren Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums gerechnet werden. Dämpfende Effekte gehen von der Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen und den durch sinkende Aktien- und Immobilienpreise ausgelösten Vermögensverlusten aus. Zudem belasten die auf breiter Front steigenden Energie- und Rohstoffpreise die Konjunktur in den Industrieländern.

Vor diesem Hintergrund revidierte die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihr internationales Konjunkturszenario, das ihrer mittelfristigen Inflationsprognose zugrunde liegt, nach unten. Sie rechnet nun für die USA mit einem deutlich geringeren Wirtschaftswachstum für das Jahr 2008 als noch im Dezember und passte – etwas weniger ausgeprägt – auch die Prognosen für Europa nach unten an. Gleichzeitig erwartet die SNB infolge der steigenden Erdölpreise eine höhere Teuerung in den Industrieländern.

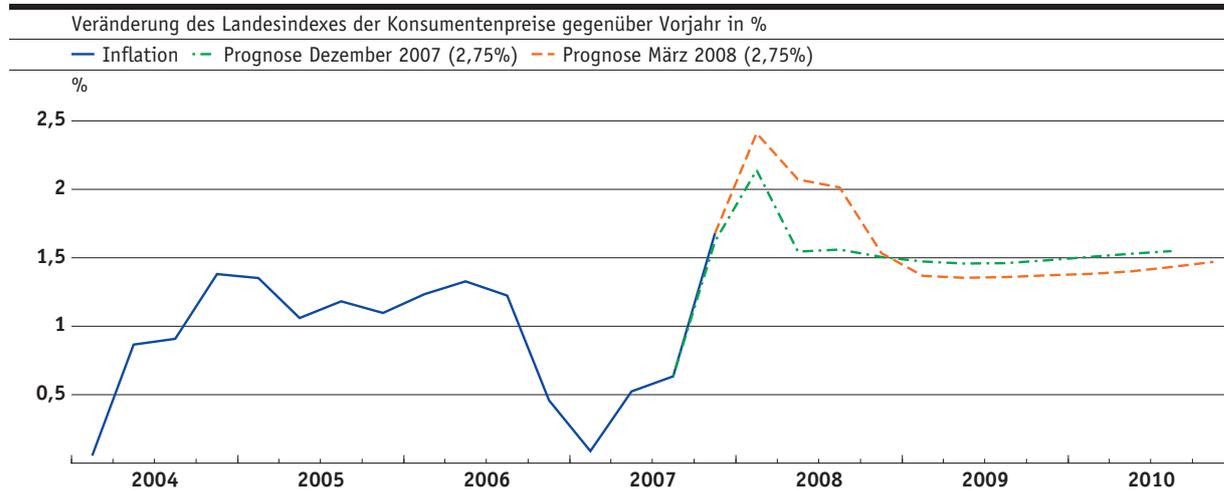
Im Unterschied zu den meisten anderen Industrieländern verstärkte sich in der Schweiz das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal und auch die Beschäftigung nahm nochmals deutlich zu. Infolge der erwarteten Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums und des Wiederanstiegs des Frankenkurses dürfte indessen das BIP-Wachstum auch in der Schweiz nachlassen. Die SNB rechnet für 2008 mit einem Zuwachs des realen BIP von 1,5–2,0% und senkte damit ihre Prognose vom Dezember 2007. Auch nahmen die konjunkturellen Risiken deutlich zu.

Dies widerspiegelte sich auch in den Gesprächen, welche die SNB-Delegierten für Wirtschaftskontakte von Dezember bis Februar mit Vertretern verschiedener Branchen und Sektoren führten. Obwohl für die nächsten Quartale noch Zuversicht vorherrschte, rechneten die meisten Gesprächspartner mit einer Verlangsamung des Geschäftsgangs.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 13. März, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen und ihn bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

Mit diesem Entscheid trug die SNB kurz- und mittelfristigen Überlegungen Rechnung. Einerseits ist die Schweizer Wirtschaft zum Zeitpunkt des geldpolitischen Entscheids nach wie vor stark ausgelastet und der Teuerungsdruck hat sich verstärkt. Die Inflationsrate dürfte damit bis Ende Jahr leicht über 2% und damit über dem Bereich liegen, den die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Andererseits wird die erwartete Abflachung des Wirtschaftswachstums in der Schweiz den Nachfrageüberhang verringern, so dass sich die Inflationsaussichten mittelfristig wieder verbessern. Unter der Annahme eines unveränderten Dreimonats-Libor von 2,75% rechnet die SNB mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2% im Jahre 2008 und von je 1,4% in den Jahren 2009 und 2010. Damit verläuft die Prognose mittel- und langfristig unter derjenigen vom Dezember 2007. Die mit der Inflationsprognose verbundenen Risiken sind zwar für das laufende Jahr nach oben gerichtet, für die folgenden Jahre aber wieder ausgeglichener. Die mittelfristig günstigen Teuerungsaussichten erlauben es der Nationalbank, ihren geldpolitischen Kurs unverändert fortzusetzen.

Inflationsprognose Dezember 2007 mit Libor 2,75% und März 2008 mit Libor 2,75%



Inflationsprognose März 2008, Libor 2,75%

	2008	2009	2010
Durchschnittliche Jahresinflation in %	2,0	1,4	1,4

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Vor dem Hintergrund der seit Sommer 2007 anhaltenden internationalen Finanzmarkturbulenzen hat sich das Wachstum der Weltwirtschaft im vierten Quartal 2007 spürbar verlangsamt. Während sich in der Eurozone der BIP-Zuwachs gegenüber dem Vorquartal halbierte, kam das Wachstum in den USA beinahe zum Erliegen. Die asiatischen Volkswirtschaften expandierten dagegen weiterhin kräftig, gestützt vor allem durch das starke Wirtschaftswachstum in China.

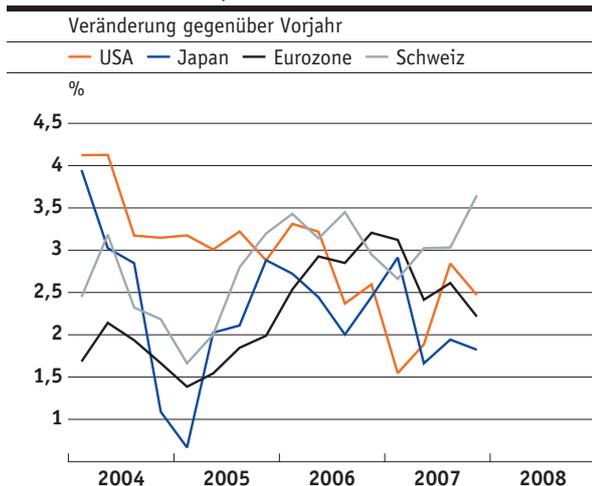
Für die kommenden Monate ist mit einer weiteren Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums zu rechnen. Dies zeigt sich auch in den BIP-Prognosen der verschiedenen Institute für 2008, die seit November 2007 sowohl für die USA als auch die Eurozone und Japan nach unten revidiert wurden. Dämpfende Effekte gehen von der Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen und den durch sinkende Aktien- und Immobilienpreise ausgelösten Vermögensverlusten aus. Zudem belasten die auf breiter Front steigenden Energie- und Rohstoffpreise die Konjunktur in den Industrieländern.

Steigende Rezessionsgefahr in den USA

In den USA fiel das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal auf 0,6%, nachdem es in der Vorperiode noch fast 5% betragen hatte. Dieser massive Rückgang ist vor allem auf einen stark negativen Lagerbeitrag sowie einen geringeren Exportüberschuss zurückzuführen. Daneben hat aber auch das Wachstum des privaten Konsums abgenommen und sich der Rückgang der Wohnbauinvestitionen verstärkt. Einzig der Wirtschaftsbau expandierte unverändert kräftig.

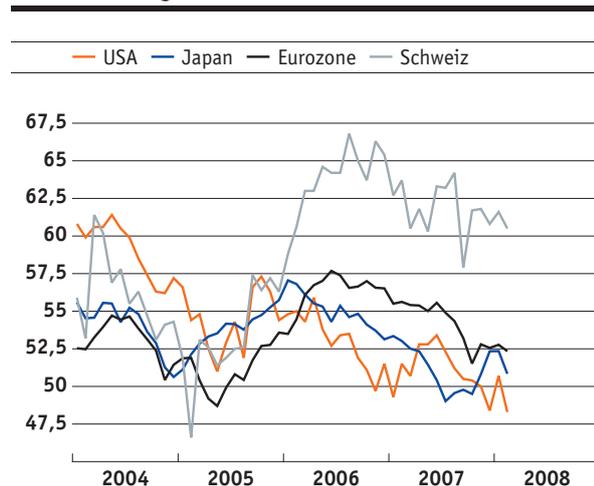
Seit Dezember haben sich die konjunkturellen Aussichten weiter eingetrübt. Bei den Wohnbauinvestitionen zeichnet sich noch kein Ende der Korrektur ab. Weiter hat sich auch die Lage am Arbeitsmarkt verschlechtert. So nahm die Beschäftigung im Januar und Februar erstmals seit gut vier Jahren ab. Zusammen mit den Vermögensverlusten dürfte dies den Privatkonsum belasten. Im Laufe des Jahres sollte jedoch die stimulierende Wirkung der amerikanischen Geld- und Finanzpolitik verstärkt zum Tragen kommen. Die im Rahmen des Finanzpakets vom Januar 2008 beschlossenen Steuerrückvergütungen dürften den privaten Konsum stützen, während die erhöhten Abschreibungsbeträge den Unternehmensinvestitionen Auftrieb geben sollten. Die BIP-Konsensprognose für 2008 sank zwischen November und Februar von 2,3% auf 1,6%, sieht aber für 2009 wieder ein stärkeres BIP-Wachstum in der Höhe von 2,6% voraus.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

Schwächeres Wachstum in der Eurozone

Auch in der Eurozone, die mit dem Beitritt von Malta und Zypern nun 15 Länder umfasst, schwächte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal ab, wenn auch weniger stark als in den USA. Das reale BIP wuchs um 1,5%, nach einem kräftigen Zuwachs im dritten Quartal (+3,0%). Infolge des schrumpfenden privaten Konsums und verlangsamt wachsender Investitionen stagnierte die Binnen- nachfrage. Aber auch das Exportwachstum schwächte sich ab. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt blieb dagegen robust und die Arbeitslosenquote erreichte im Januar mit 7,1% den tiefsten Stand seit 25 Jahren.

In den kommenden Quartalen dürfte das Wirtschaftswachstum in der Eurozone verhalten ausfallen. Zwar schätzen die Industrieunternehmen den Arbeitsvorrat und die Beschäftigungsentwicklung weiterhin positiv ein. Auch stützen die verstärkt steigenden Arbeitnehmereinkommen den privaten Konsum. Dagegen werden die Exporte und die Investitionen infolge des ungünstigeren internationalen Konjunkturfelds und der verschärften Finanzierungsbedingungen vermutlich weiter an Schwung verlieren. Dämpfend wirken zudem die Anfang Jahr in Deutschland in Kraft getretenen restriktiveren Abschreibungsregeln. Die geringere Investitionsneigung widerspiegelt sich auch in der halbjährlichen Investitionsumfrage der Europäischen Kommission, die für dieses Jahr von einem

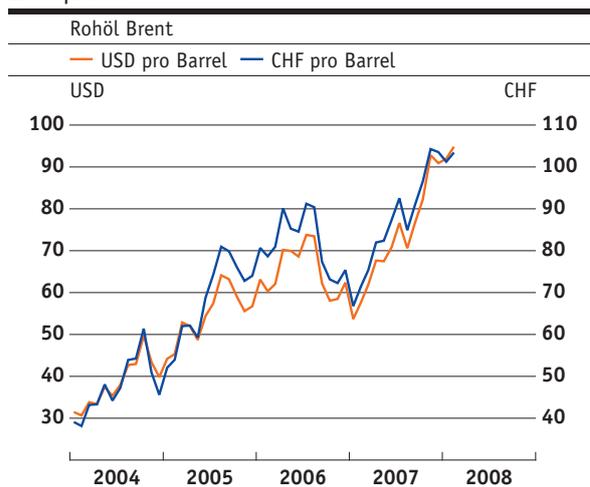
verlangsamt steigenden Investitionsvolumen ausgeht. Die BIP-Konsensprognose für das Jahr 2008 sank von November bis Februar um 0,4 Prozentpunkte auf 1,6%.

Vorderhand solides Wachstum in Asien

Im Unterschied zu den USA und zur Eurozone expandierten die asiatischen Volkswirtschaften bis Ende 2007 kräftig. Nach einem moderaten Wachstum im dritten Quartal stieg das reale BIP in Japan im vierten Quartal um 3,5%. Trotz nachlassender Nachfrage aus den USA stiegen die Exporte sowie auch die Ausrüstungsinvestitionen stark an. Dagegen nahm der private Konsum weiterhin nur verhalten zu, während die Wohnbauinvestitionen als Folge der im Jahre 2007 verschärften Bauvorschriften nochmals deutlich sanken. Die konjunkturellen Aussichten haben sich indessen auch für Japan etwas eingetrübt. Positive Impulse gehen weiterhin von der kräftigen Nachfrage aus dem asiatischen Wirtschaftsraum aus, was sich in einem optimistischen Stimmungsbild der grossen Exportunternehmen widerspiegelt. Demgegenüber verschlechterte sich das Geschäftsumfeld für die auf den Binnenmarkt orientierten Unternehmen infolge der flauen Konsumnachfrage. Die BIP-Konsensprognose für 2008 betrug im Februar 1,4% und lag damit 0,4 Prozentpunkte tiefer als im November.

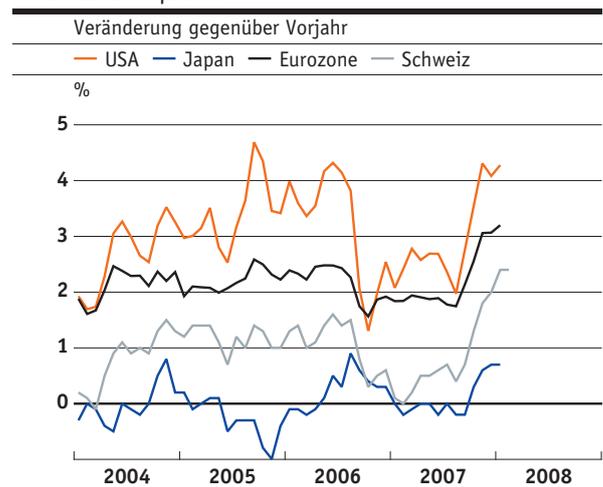
In China stieg das reale BIP im vierten Quartal um 11,4% gegenüber dem Vorjahr. Im Jahresdurch-

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

schnitt betrug das Wirtschaftswachstum damit im fünften aufeinander folgenden Jahr mehr als 10%. Die wichtigsten Impulse gingen weiterhin von den Exporten und den Investitionen aus. Im Laufe des Jahres zeichnete sich jedoch eine leichte Verlagerung zugunsten des privaten Konsums ab, die von einer höheren Importnachfrage begleitet war. Auch die kleineren ostasiatischen Volkswirtschaften wiesen ein kräftiges Wirtschaftswachstum auf. So lag das reale BIP von Hongkong, Korea, Singapur und Taiwan im vierten Quartal durchschnittlich 5,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Stimulierend wirkte vor allem die starke globale Nachfrage nach IT-Gütern. Infolge der konjunkturellen Verlangsamung in den Industrieländern dürfte diese jedoch in den kommenden Monaten an Dynamik verlieren und damit das Wirtschaftswachstum in den kleineren asiatischen Volkswirtschaften tendenziell dämpfen. Demgegenüber weist die chinesische Wirtschaft infolge der starken Binnennachfrage eine hohe konjunkturelle Eigendynamik auf, die sie gegenüber einer Abflachung in den Industrieländern weniger empfindlich macht. Die BIP-Konsequenzprognose für China 2008 lag im Februar mit 10,3% ähnlich hoch wie im November.

Steigender Teuerungsdruck

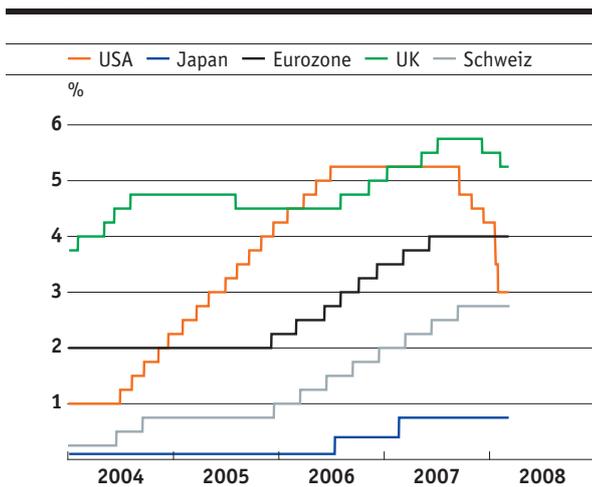
Die an den Konsumentenpreisen gemessenen Jahresteuerraten zogen seit Oktober weltweit an. Treibende Kräfte waren vor allem die höheren

Energie- und Nahrungsmittelpreise, doch erhöhte sich der Teuerungsdruck auch infolge gestiegener Produktionskosten. In den USA stieg die Jahresteuerrate zwischen Oktober und Januar von 3,5% auf 4,3%. Gleichzeitig erhöhte sich die unter Ausschluss der Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnete Kernrate um 0,3 Prozentpunkte auf 2,5%. In der Eurozone erreichte die Jahresteuerrate im Januar mit 3,2% den höchsten Stand seit 14 Jahren und damit auch den höchsten Stand seit Beginn der Europäischen Währungsunion im Jahre 1999. Die Kernrate sank dagegen leicht auf 1,7%, da die Anhebung der deutschen Mehrwertsteuer im Januar 2007 aus der Jahresmessung herausfiel. In Japan stieg die Jahresteuerrate bis Januar um 0,4 Prozentpunkte auf 0,7%, doch blieb die Kernrate im negativen Bereich. Ein deutlich höherer Teuerungsdruck war schliesslich auch in China sowie in einer Reihe kleinerer asiatischer Volkswirtschaften zu verzeichnen. Ins Gewicht fiel vor allem die starke Verteuerung der Nahrungsmittel.

Unterschiedliche Geldpolitik

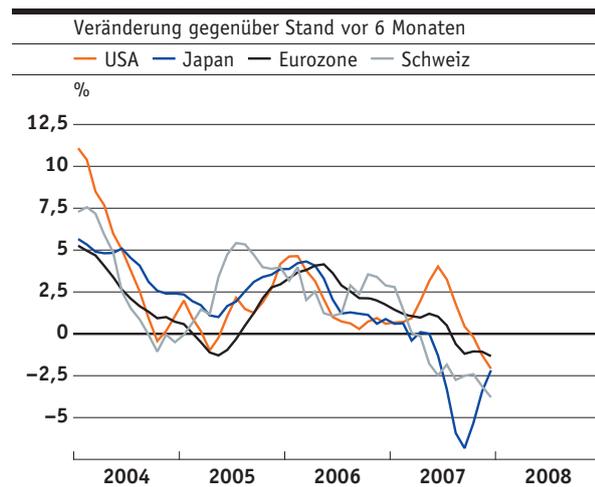
Die Geldpolitik stand weiterhin im Banne der Finanzmarkturbulenzen. Um Anspannungen entgegenzuwirken, versorgten die Zentralbanken die Geldmärkte wiederholt vorübergehend mit zusätzlicher Liquidität. Zusammen mit der amerikanischen Zentralbank stellten zudem die Europäische Zentralbank (EZB) und die SNB den Banken über das Jah-

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

resende Liquidität in US-Dollar zur Verfügung. Diese Massnahmen trugen zur Beruhigung der Lage auf den Geldmärkten bei, doch nahmen die Anspannungstendenzen zuletzt wieder zu.

Die amerikanische Zentralbank reduzierte im Januar zudem in rascher Folge den Leitzins um weitere 1,25 Prozentpunkte auf zuletzt 3,0%. Sie reagierte damit auf die wachsende Rezessionsgefahr in den USA. Das Fed stellte weitere Zinssenkungen in Aussicht, sollte sich die Konjunktur stärker abschwächen als bislang angenommen. Im Unterschied zur amerikanischen Zentralbank liess die EZB

ihren Leitzins, den Hauptrefinanzierungssatz, unverändert bei 4,0%. Sie wies auf die gestiegene Inflationsgefahr hin, betonte aber vermehrt auch die konjunkturellen Risiken. Die japanische Zentralbank belies den Tagesgeldsatz ebenfalls unverändert bei 0,5%. Demgegenüber straffte die chinesische Zentralbank die Geldpolitik weiter, um das Kreditwachstum zu begrenzen. Sie hob deshalb den Mindestreservesatz schrittweise um insgesamt 1,5 Prozentpunkte auf 15,0% an, womit sich dieser seit der Wiederaufnahme der geldpolitischen Straffung Mitte 2006 verdoppelt hat.

Konsensprognosen

Tabelle 1.1

	Wirtschaftswachstum ¹				Teuerung ²			
	November		Februar		November		Februar	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
USA	2,3	–	1,6	2,6	2,6	–	2,9	2,0
Japan	1,8	–	1,4	1,9	0,4	–	0,5	0,5
Eurozone	2,0	–	1,6	1,9	2,1	–	2,5	2,0
Deutschland	2,1	–	1,7	1,9	1,8	–	2,1	1,7
Frankreich	1,9	–	1,6	1,9	1,8	–	2,2	1,8
Italien	1,3	–	1,0	1,4	2,2	–	2,5	2,0
Vereinigtes Königreich	1,9	–	1,7	2,0	2,0	–	2,4	2,0
Schweiz	2,0	–	2,0	1,9	1,3	–	1,6	1,3

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: Consensus Forecasts, November 2007, Februar 2008. 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 BIP-Entwicklung und Aussichten

Verstärktes Wirtschaftswachstum am Jahresende

Im Unterschied zu den meisten anderen Industrieländern zog in der Schweiz das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal an. Gemäss Schätzungen des SECO stieg das reale BIP um 4,2% gegenüber der Vorperiode und lag damit 3,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Gleichzeitig wurden die Werte für das zweite und dritte Quartal nach oben revidiert. Im Jahresdurchschnitt 2007 stieg das reale BIP damit um 3,1%.

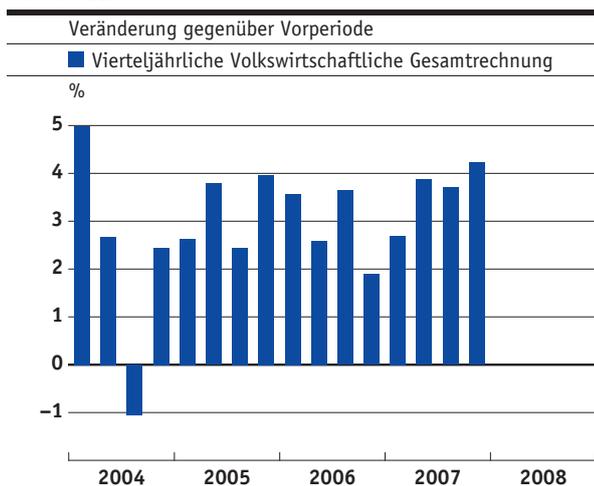
Das hohe BIP-Wachstum im vierten Quartal ist zu einem grossen Teil auf den positiven Wachstumsbeitrag der Lager zurückzuführen. Diese Komponente ist allerdings schwierig zu interpretieren, da sie als Residualgrösse berechnet wird und damit auch den statistischen Fehler enthält. Die ohne Lager berechnete inländische Endnachfrage erhöhte sich um 1,3%, nachdem sie in der Vorperiode leicht gesunken war. Nach dem kräftigen Wachstum im dritten Quartal verloren dagegen die Exporte an Schwung. Da gleichzeitig die Importe anzogen, leistete der Aussenhandel einen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum.

Die Produktionsseite des BIP zeigte das Bild eines breit abgestützten Wirtschaftswachstums. Die Wertschöpfung der Industrie nahm weiter zu, auch wenn sich der Zuwachs gegenüber der Vorperiode verlangsamte. Dies zeigt sich auch in der Produktionsstatistik des BFS (siehe Grafik 2.2). Demgegenüber gingen vom Handel und Gastgewerbe sowie vom Finanzsektor erneut starke Wachstumsimpulse aus. Die Banken profitierten dabei vom weiter expandierenden Zins- und Handelsgeschäft. Bewertungsverluste, wie sie teilweise von den Banken im vierten Quartal ausgewiesen wurden, gehen dagegen nicht in die Berechnung der Wertschöpfung ein. Sie sind für die Volkswirtschaft dennoch von Belang, da die externe Finanzierung für Unternehmen, deren Bilanzen eine qualitative Verschlechterung erfahren, teurer wird. Im Falle einer Bank kann dies dazu führen, dass diese ihrerseits die Kredite verteuern oder rationieren muss.

Wachstumsverlangsamung in Sicht

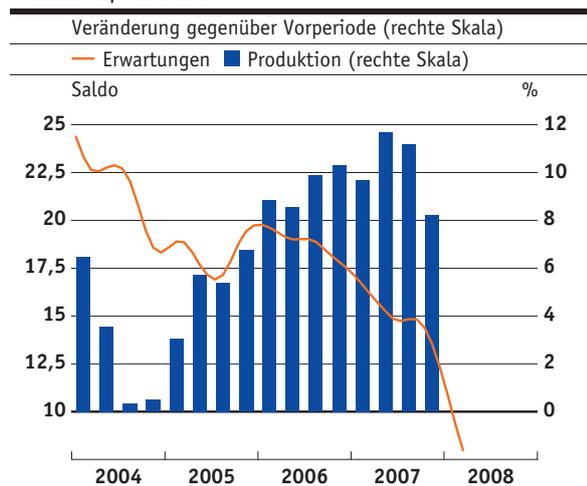
Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass sich das BIP-Wachstum im ersten Halbjahr 2008 abschwächen wird. Dazu gehört der im ersten Quartal erfolgte Einbruch an den internationalen Börsen, der sich auf die Wertschöpfung im Bankensektor negativ auswirken dürfte. Angesichts der sich abschwächenden Exportnachfrage muss auch mit einer langsameren Gangart in der Industrie gerechnet werden. Gemäss den Umfrageergebnissen der KOF/ETH sank im Januar der Bestellungseingang in

Grafik 2.1
Reales BIP



Quelle: SECO

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

Reales BIP und Komponenten
Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2004	2005	2006	2007	2006				2007			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	1,6	1,8	1,5	2,1	-0,2	2,5	-0,4	1,6	2,9	2,3	3,2	1,5
Staatlicher Konsum	0,8	0,5	-1,4	0,1	-1,2	-6,3	4,7	1,7	-0,6	0,7	-2,7	-0,3
Anlageinvestitionen	4,5	3,8	4,1	2,7	-0,2	4,3	3,0	5,9	0,6	12,3	-10,6	1,7
Bau	3,9	3,5	-1,4	-2,9	-6,0	0,2	0,8	3,1	-1,7	-13,9	-5,3	7,4
Ausrüstungen	5,0	4,0	8,9	7,2	5,2	7,6	4,7	8,1	2,5	37,0	-14,2	-2,3
Inländische Endnachfrage	2,1	2,1	1,7	2,0	-0,3	1,8	1,0	2,6	1,9	4,4	-0,9	1,3
Inlandnachfrage	1,9	1,8	1,4	0,3	-2,9	5,3	-3,7	5,6	-6,6	3,7	-0,8	9,1
Exporte total	7,9	7,3	9,9	9,9	16,5	-1,0	12,0	19,0	10,7	5,2	10,3	1,4
Güter	7,3	5,8	11,1	8,4	20,6	-0,6	14,3	18,4	11,3	-0,5	8,5	-3,6
ohne EESKA ¹	7,3	6,5	11,3	8,4	16,3	8,6	6,9	19,3	7,0	5,3	7,7	-2,0
Dienstleistungen	9,7	11,2	6,8	13,7	6,3	-2,1	6,2	20,7	9,1	22,1	15,1	14,8
Gesamtnachfrage	3,8	3,6	4,3	3,7	3,5	3,0	1,7	10,3	-0,4	4,3	3,3	6,1
Importe total	7,3	6,7	6,9	5,2	3,2	4,0	-2,8	32,1	-7,1	5,1	2,4	10,2
Güter	5,8	5,6	7,8	4,6	8,7	3,0	-7,9	43,4	-9,7	4,7	-1,3	8,8
ohne EESKA ¹	5,9	5,3	7,4	6,4	9,1	1,2	-5,5	34,0	2,4	1,7	-0,5	9,4
Dienstleistungen	14,7	11,6	2,7	8,0	-18,9	8,7	24,6	-9,6	6,9	7,0	21,5	16,9
BIP	2,5	2,4	3,2	3,1	3,6	2,6	3,6	1,9	2,7	3,9	3,7	4,2

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

der Exportindustrie und auch die Produktionspläne wurden nach unten korrigiert. Demgegenüber zeichneten die Umfragen im Detailhandel und im Gastgewerbe weiterhin ein günstiges Bild, so dass diese Bereiche Wachstumsstützen bleiben sollten.

Die SNB rechnet für das Jahr 2008 mit einem Anstieg des realen BIP von 1,5–2,0%. Sie revidierte damit ihre Prognose vom Dezember 2007, die von einem Wachstum von rund 2% ausging, nach unten. Zudem haben die konjunkturellen Risiken vor dem Hintergrund der Finanzmarkturbulenzen und deren möglichen negativen Auswirkungen auf das globale Wirtschaftswachstum deutlich zugenommen.

Die verstärkte Unsicherheit widerspiegelte sich auch in den Gesprächen, welche die SNB-Delegierten für Wirtschaftskontakte von Dezember bis Februar mit Vertretern verschiedener Sektoren und Branchen führten. Für die nächsten Quartale herrschte zwar allgemein Zuversicht vor, doch rechneten die meisten Gesprächspartner mit einer Abschwächung im Laufe des Jahres. Obwohl bis anhin keine Verschärfung der Kreditbedingungen registriert wurde, machten sich einige Gesprächspartner im Hinblick auf künftige Kreditverhandlungen Sorgen. Eine erhebliche Belastung stellten zudem die steigenden Preise für Energie, industrielle Rohstoffe und Agrarprodukte sowie der tiefe Dollarkurs dar. Auch bereitete der ausgetrocknete Arbeitsmarkt für Fachkräfte nach wie vor Sorgen (vgl. «Die Konjunktur aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte», März 2008).

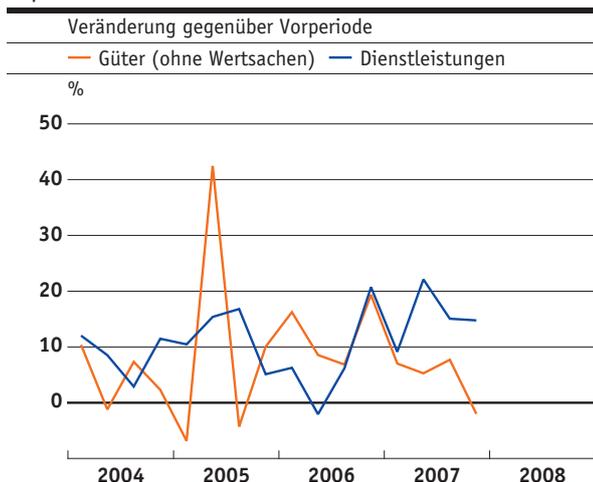
2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

Geringeres Exportwachstum

Die konjunkturelle Abkühlung in den Industrieländern führte zusammen mit der Aufwertung des Frankens zu einer spürbaren Verlangsamung der realen Exporte. Betroffen waren die Warenexporte, die gegenüber der Vorperiode leicht zurückgingen. Die Exporte von Dienstleistungen expandierten dagegen gleich stark wie zuvor. Dabei standen verstärkt steigende Einnahmen aus dem Fremdenverkehr und dem internationalen Transportgeschäft einem Rückgang bei den Kommissionserträgen aus Bankgeschäften mit ausländischen Kunden gegenüber. Die gesamten Ausfuhren lagen 7,1% über dem Vorjahresstand, gegenüber 11,9% im dritten Quartal.

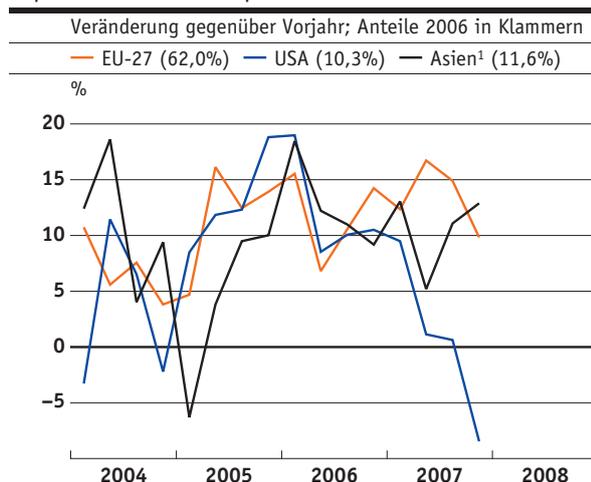
Bei den Waren bildeten sich die Exporte von Halbfabrikaten und Investitionsgütern zurück. Die Lieferungen von Konsumgütern expandierten zwar weiter, doch liess das Wachstumstempo nach. Nach Regionen gegliedert sanken die Exporte in die USA und nach Japan weiter. Während die Nachfrage aus Europa deutlich an Schwung verlor, blieb die Nachfrage aus Südostasien, China und den meisten erdölexportierenden Staaten robust.

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)

Verstärkt steigende Importe

Gestützt durch die kräftige Binnennachfrage zogen die realen Importe im vierten Quartal deutlich an, nachdem sie im bisherigen Jahresverlauf nur moderat zugenommen hatten. Im Vorjahresvergleich erhöhten sie sich um 5,0%. Zum Anstieg trugen sowohl die Waren als auch die Dienstleistungen bei. Bei den Waren verzeichneten alle Kategorien mit Ausnahme der Pharmazeutika höhere Importvolumen. Bei den Dienstleistungsimporten nahmen erneut vor allem die Tourismusausgaben sowie die Ausgaben für Lizenzen und Patente kräftig zu.

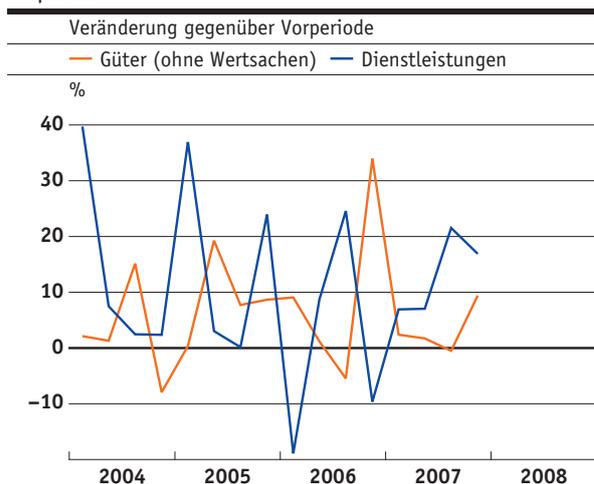
Robustes Konsumwachstum

Der private Konsum bildete auch im vierten Quartal eine bedeutende Konjunkturstütze, auch wenn sich der Zuwachs gegenüber der Vorperiode mit 1,5% mehr als halbierte. Sowohl der Waren- als auch der Dienstleistungskonsum entwickelten sich günstig. Zwar verloren die Umsätze im Detailhandel im Vergleich zur Vorperiode an Schwung, da die Nachfrage im Segment Bekleidung und Schuhe unerwartet schwach ausfiel. Die Ausgaben für dauerhafte Güter expandierten dagegen kräftig. Dies zeigte sich bei den Importen von dauerhaften Kon-

sumgütern sowie den Neuzulassungen von Personwagen, die gegenüber der Vorperiode um je fast 10% zunahmen. Auch die Zahl der Hotelübernachtungen, ein Gradmesser für den Dienstleistungskonsum, entwickelte sich erfreulich. Begünstigt durch die guten Schnee- und Witterungsverhältnisse legte die Zahl der Hotelübernachtungen inländischer Gäste gegenüber der Vorperiode um 7,9% zu.

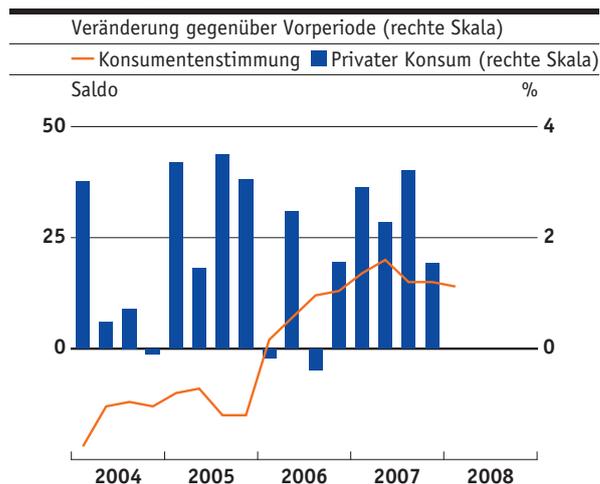
Der im Januar erhobene Sammelindex der Konsumentenstimmung verharrte auf dem hohen Stand der beiden Vorerhebungen von Oktober und Juli 2007. Die Haushalte schätzten zwar die künftige Wirtschaftsentwicklung erneut etwas weniger optimistisch ein als zuvor. Dagegen beurteilten sie ihre Finanzlage sowie die Sicherheit des Arbeitsplatzes weiterhin als gut. Gemäss ersten Schätzungen dürften die realen Arbeitnehmereinkommen auch im Jahre 2008 deutlich zunehmen, mit gut 2,8% aber weniger stark wachsen als im Vorjahr (5,0%). Diese Abschwächung ist sowohl auf den verlangsamten Anstieg der Beschäftigung als auch der Löhne zurückzuführen. Bei den Löhnen dürften insbesondere die variablen Lohnkomponenten geringer ausfallen als im Vorjahr.

Grafik 2.5
Importe



Quelle: SECO

Grafik 2.6
Privater Konsum



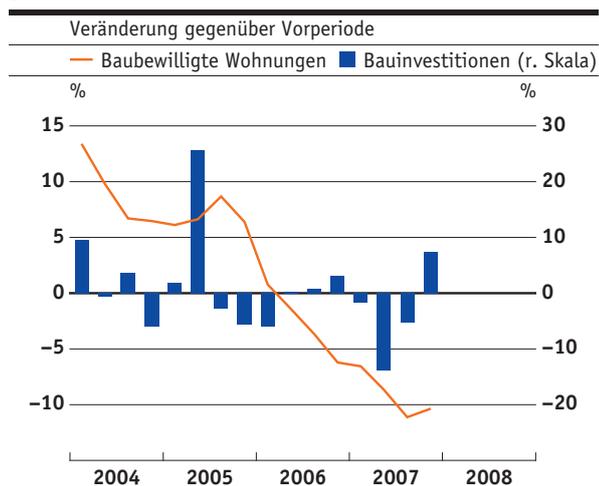
Quelle: SECO

Steigende Bauinvestitionen – rückläufige Ausrüstungsinvestitionen

Die Bauinvestitionen nahmen im vierten Quartal gegenüber der Vorperiode zu, nachdem sie in den ersten drei Quartalen des Jahres gesunken waren. Zum guten Ergebnis trugen vor allem die schubartige Zunahme der Tiefbauinvestitionen und – etwas weniger ausgeprägt – höhere Geschäftsbauinvestitionen zu. Die Wohnbautätigkeit bildete sich dagegen weiter zurück. Die anhaltend sinkenden Wohnbaubewilligungen deuten auf einen weiteren Rückgang der Wohnbauinvestitionen in den kommenden Quartalen hin, der kaum durch verstärkte Investitionen in den anderen Bereichen ausgeglichen werden kann.

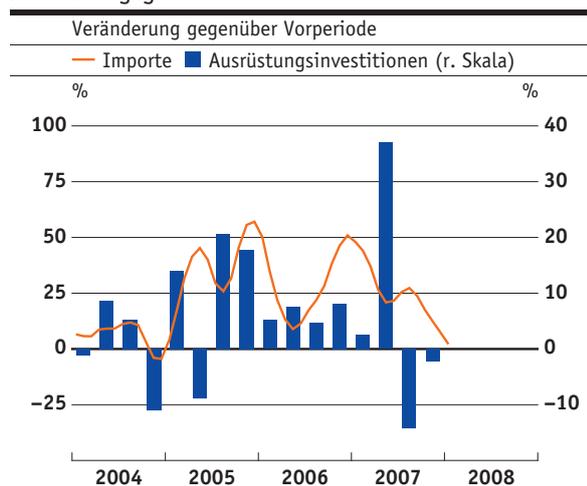
Die Ausrüstungsinvestitionen bildeten sich im vierten Quartal nochmals leicht zurück, nachdem sie im dritten Quartal stark gesunken waren. Zwar wurde deutlich mehr in Industriemaschinen, Präzisionsinstrumente und IT-Produkte investiert, doch standen dieser Entwicklung stark rückläufige Flugzeugkäufe sowie eine flauere Entwicklung bei den Softwareinvestitionen gegenüber. Angesichts der nach wie vor sehr hohen Kapazitätsauslastung ist in den kommenden Quartalen mit steigenden Ausrüstungsinvestitionen zu rechnen. Das Wachstumstempo dürfte sich jedoch im Zuge der erwarteten konjunkturellen Verlangsamung allmählich abschwächen.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Kräftig steigende Beschäftigung

Das kräftige Beschäftigungswachstum der letzten zwei Jahre setzte sich im vierten Quartal fort. Die Zahl der Beschäftigten stieg gegenüber der Vorperiode um 2,8% und lag damit 2,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Am stärksten nahm der Personalbestand in der Industrie und in der Bauwirtschaft zu. Dagegen fiel der Stellenzuwachs im Dienstleistungssektor verhalten aus. Während die Beschäftigung in den Bereichen Gastgewerbe und Grosshandel deutlich expandierte, nahm sie im Detailhandel sowie bei den Banken und Versicherungen nur wenig zu. Auf Vollzeitstellen umgerechnet erhöhte sich das Arbeitsvolumen im vierten Quartal um 3,0% gegenüber der Vorperiode und übertraf damit den Vorjahresstand um 2,8%.

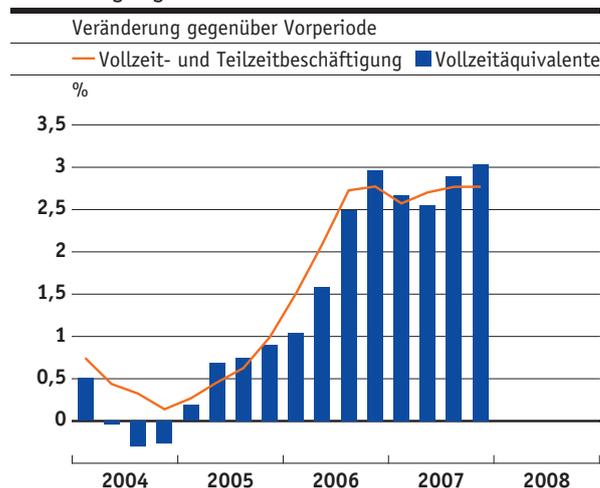
Der vom BFS erhobene Index der offenen Stellen deutet auf eine leichte Abschwächung des Beschäftigungsanstiegs in den nächsten Quartalen hin. Nachdem der Index seit drei Jahren kontinuierlich gestiegen war, stabilisierte er sich im vierten Quartal auf hohem Niveau. Während die Nachfrage nach Arbeitskräften in der Industrie und im Bau weiter zunahm, bildete sie sich im Dienstleistungssektor leicht zurück.

Verlangsamter Rückgang der Arbeitslosigkeit

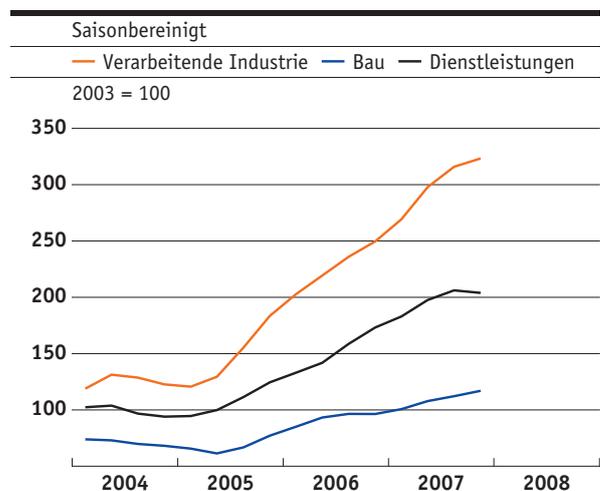
Die um Saisoneinflüsse bereinigte Zahl der bei den regionalen Arbeitsämtern gemeldeten Arbeitslosen sank von November bis Februar von 102 700 auf 99 230 Personen, was einem Rückgang der Arbeitslosenquote von 2,6% auf 2,5% entspricht. Die Zahl der Stellensuchenden, welche neben den eingeschriebenen Arbeitslosen auch diejenigen Personen umfasst, welche an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einen Zwischenverdienst aufgenommen haben, sank von 4,0% auf 3,9%.

Trotz des kräftigen Beschäftigungswachstums verlangsamte sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit gegenüber den Vormonaten weiter. Dies deutet darauf hin, dass ein Teil der Arbeitslosen nicht über die von den Unternehmen gesuchten Qualifikationen verfügen, so dass offene Stellen in verstärktem Masse über neu aus dem Ausland zugezogene Arbeitskräfte sowie Personen, die zuvor nicht am Erwerbsleben teilnahmen, besetzt werden. So nahmen die Zahl der Erwerbstätigen ausländischer Herkunft sowie die Partizipationsrate im vierten

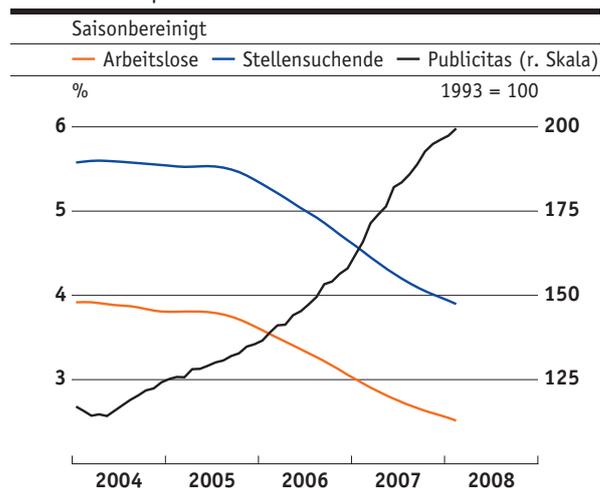
Grafik 2.9
Beschäftigung



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

Quartal stark zu. Gleichzeitig zeigte die vom BFS durchgeführte Umfrage, dass die Unternehmen die Rekrutierung von qualifiziertem Personal nach wie vor als schwierig empfinden.

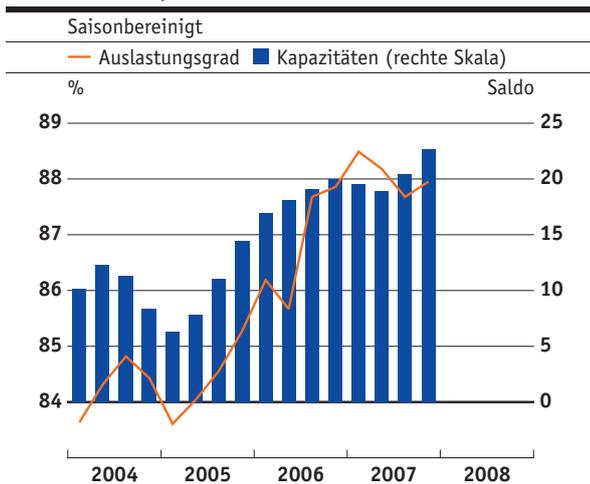
2.4 Kapazitätsauslastung

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, so deutet dies auf einen Nachfrageüberhang und damit einen steigenden Inflationsdruck hin. Umgekehrt signalisiert eine Unterauslastung der Kapazitäten einen Angebotsüberhang und damit einen fallenden Inflationsdruck.

Weiterhin hohe Auslastung der technischen Kapazitäten

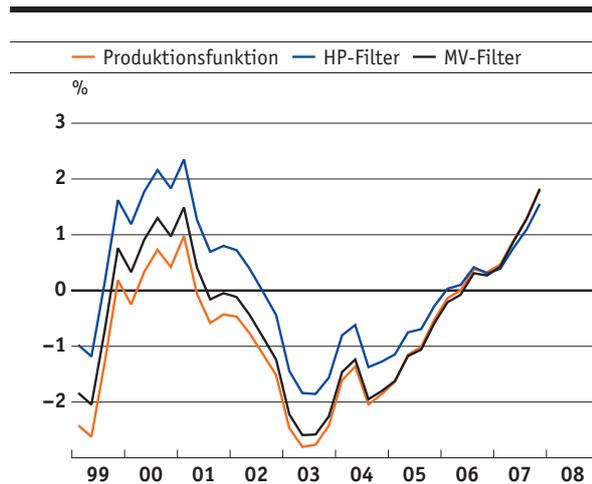
Zu den Indikatoren, die einen Hinweis über die Kapazitätsauslastung der Wirtschaft geben, gehören die entsprechenden Umfragen der KOF/ETH. Demnach verharrte die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie im vierten Quartal mit 88% über dem langfristigen Durchschnitt von rund 84% (Grafik 2.12). Trotz des hohen Auslastungsgrads gab es auch Anzeichen

Grafik 2.12
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.13
Produktionslücke



Quelle: SNB

einer Entspannung. So stieg der Anteil der Unternehmen, die ihre Kapazitäten erweitern wollen. Gleichzeitig sank der Anteil an Unternehmen, die sich durch unzureichende technische Kapazitäten in ihrer Tätigkeit eingeschränkt sehen, erneut und befindet sich nun nahe beim langfristigen Durchschnitt. Im Unterschied zur Industrie sank der Auslastungsgrad in der Bauwirtschaft. In beiden Sektoren erachtete jedoch weiterhin ein relativ grosser Anteil der Unternehmen ihren Personalbestand als zu knapp. In der Bauwirtschaft erreichte dieser Anteil den höchsten Stand seit 1995.

Bei den Dienstleistungsbranchen deuteten die verfügbaren Umfrageergebnisse der KOF/ETH auf zunehmende Kapazitätsengpässe hin. Dies gilt sowohl für die technischen Kapazitäten als auch für die Arbeitskräfte. Im Gastgewerbe erreichte der Belegungsgrad einen auch im längerfristigen Vergleich sehr hohen Stand. Bei den Banken sowie im Detailhandel und Gastgewerbe meldete eine wachsende Zahl von Firmen einen zu tiefen Bestand an Arbeitskräften, wobei die betreffenden Anteile aber durchwegs tiefer liegen als in der Hochkonjunktur von 1999/2000.

Wachsender Produktionsüberhang

Ein umfassenderes Mass der Auslastung der Wirtschaft ist die Produktionslücke, welche als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und

dem geschätzten Produktionspotenzial der Schweiz berechnet wird. Grafik 2.13 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 vierten Quartal mit 4,2% deutlich stärker als das Produktionspotenzial. Damit nahm der Produktionsüberhang gemäss allen drei Schätzverfahren weiter zu. Im Falle des Produktionsfunktionsansatzes und des multivariaten Filters stieg er auf je 1,8% und beim HP-Filter auf 1,6%.

Die positive Produktionslücke ist weiterhin vor allem auf die überdurchschnittlich hohe Auslastung der technischen Kapazitäten zurückzuführen. Mittlerweile ist aber auch das Arbeitskräfteangebot leicht stärker ausgelastet, als dies im langfristigen Durchschnitt der Fall ist. Die SNB geht davon aus, dass das BIP in den nächsten Quartalen weniger stark wachsen wird als das Produktionspotenzial und sich damit der Produktionsüberhang verkleinern wird. Das Wachstum des Produktionspotenzials liegt gegenwärtig mit rund 2% weiterhin höher als im langfristigen Durchschnitt (1,6%). Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass das Arbeitskräfteangebot infolge der Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte und des Anstiegs der Partizipationsrate zurzeit relativ stark wächst.

2.5 Güterpreise

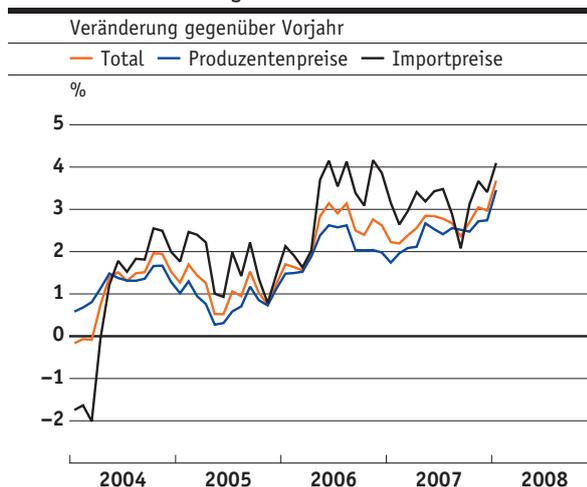
Zunehmender Druck der Produzenten- und Importpreise

Der Preisdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerten Konsumentenpreise wirkt, nahm von Oktober bis Januar weiter zu. Die Jahreststeuerung der inländischen Produzentenpreise erhöhte sich von 2,5% auf 3,5%, diejenige der importierten Güter von 3,1% auf 4,1%. Der verstärkte Preisauftrieb war bei fast allen Güterarten zu beobachten. Besonders stark war er weiterhin bei den Energieträgern und Agrargütern, aber auch die Vorleistungsgüter und – ausgeprägter – die Konsumgüter verteuerten sich weiter. Eine Ausnahme bildeten die Investitionsgüter, bei denen die Teuerung stabil blieb. Der verstärkte Preisauftrieb deutet darauf hin, dass nun mit einer zeitlichen Verzögerung die höheren Energie- und Rohstoffpreise sowie die durch die Tieferbewertung des Frankens gegenüber dem Euro verursachten Preiserhöhungen vermehrt überwältigt werden.

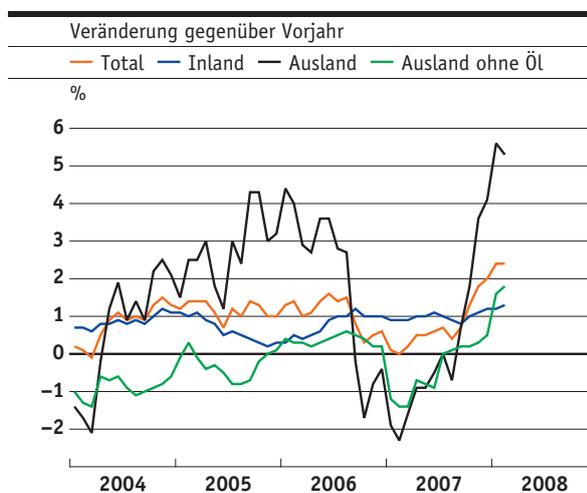
Deutlicher Anstieg der Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahreststeuerung erhöhte sich zwischen November und Februar von 1,8% auf 2,4%. Ein Anstieg der Teuerung war von der SNB in ihrer Inflationsprognose von Mitte Dezember erwartet worden, allerdings in einem etwas geringeren Ausmass. Als preistreibender Faktor fielen die höheren Heizöl- und Treibstoffpreise verbunden mit ungünstigen Basiseffekten ins Gewicht. Auch unter Ausschluss der Erdölkomponenten zog die Konsumteuerung indessen von 0,9% auf 1,3% an. Dabei war der Teuerungsanstieg im Warenbereich besonders ausgeprägt. Dies deutet darauf hin, dass die Kostensteigerungen auf der Produzentenstufe häufiger an die Konsumenten weitergegeben werden.

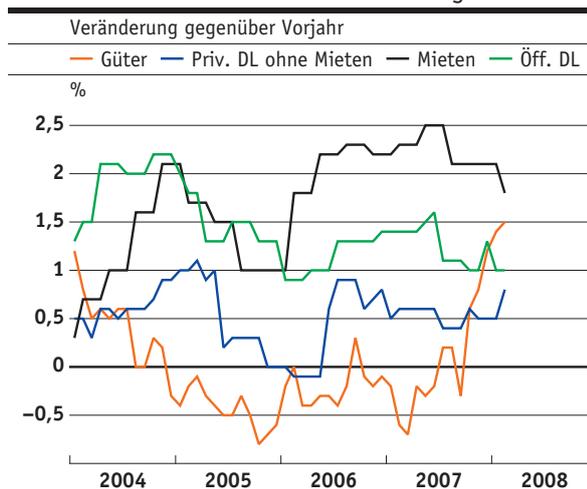
Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.15
LIK: In- und ausländische Güter



Grafik 2.16
LIK: Inländische Güter und Dienstleistungen



Grafik 2.14:
Quelle: BFS

Grafiken 2.15 und 2.16:
Quellen: BFS, SNB

Höhere Binnenteuerung und ...

Die Jahresteuierung der inländischen Konsumgüter stieg zwischen November und Februar leicht von 1,1% auf 1,3%. Bei den Waren stieg sie bis Februar um 0,7 Prozentpunkte auf 1,5%, getrieben vor allem durch höhere Preise für Nahrungsmittel und Elektrizität. Mit zuletzt 2,2% fiel sie bei den Nahrungsmitteln (vor allem bei Brot, Milch, Butter und Fleisch) zwar im internationalen Vergleich immer noch moderat aus, doch dürfte sie aufgrund der beobachteten Preisentwicklung auf der Produzentenstufe in den kommenden Monaten weiter anziehen. Demgegenüber liess der Teuerungsdruck bei den Mieten nach. Die Indexziffer der vierteljährlich erhobenen Wohnungsmieten erhöhte sich im Februar um 0,6%, so dass die jährliche Mietteuerung von 2,1% auf 1,8% zurückging. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen zog die Teuerung hingegen von 0,4% auf 0,8% an. Höhere Preise im Gastgewerbe und in der Reisebranche standen dabei Preisnachlässen in der Telekommunikation gegenüber. Die Teuerung bei den öffentlichen Dienstleistungen lag mit 1,0% ungefähr gleich hoch wie im November.

... höhere Teuerung bei den Konsumgütern ausländischer Herkunft

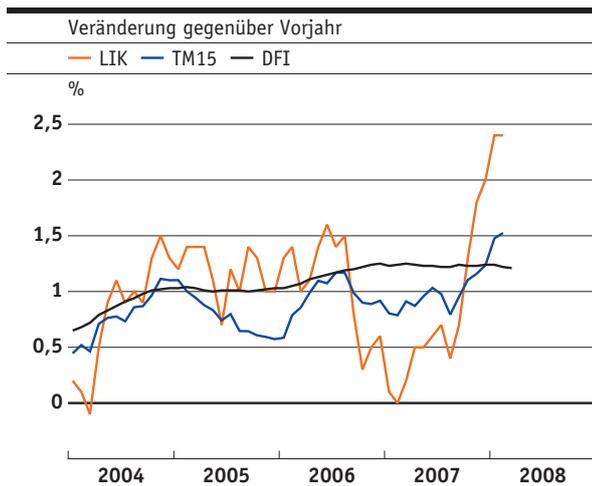
Die Teuerung bei den Konsumgütern ausländischer Herkunft zog weiter an und erreichte im Februar 5,3%, nach 3,6% im November. Im Unterschied zu den Vormonaten war der Anstieg zu einem kleineren Teil auf die Erdölkomponenten (Heizöl und Treibstoffen) zurückzuführen. Stärker ins Gewicht fiel die Teuerung bei den übrigen ausländischen Konsumgütern, die von 0,3% auf 1,8% stieg. Eine Reihe von Gütern wie Gas, Früchte und Reis verzeichnete markante Preissteigerungen. Ausserdem wurde bei der Gruppe «Bekleidung und Schuhe» ein Basiseffekt wirksam, verursacht durch die aussergewöhnlich tiefen Ausverkaufspreise im Vorjahr.

Leicht steigende Kerninflationsraten

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 Inflationstrend abbilden sollen. Die SNB berechnet zwei Messgrößen der Kerninflation, die in Grafik 2.17 abgebildet sind. Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat die 15% der Güterpreise mit der höchsten und die 15% der Güterpreise mit der tiefsten Jahresänderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen. Demgegenüber berücksichtigt die Dynamic Factor Inflation (DFI) neben den Preisen auch realwirtschaftliche Daten, Finanzmarktindikatoren und monetäre Variablen. Die beiden Kerninflationsraten des BFS schliessen in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.18). Bei der Kerninflation 1 (BFS1) sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe, bei der Kerninflation 2 (BFS2) zusätzlich die Produkte mit administrierten Preisen.

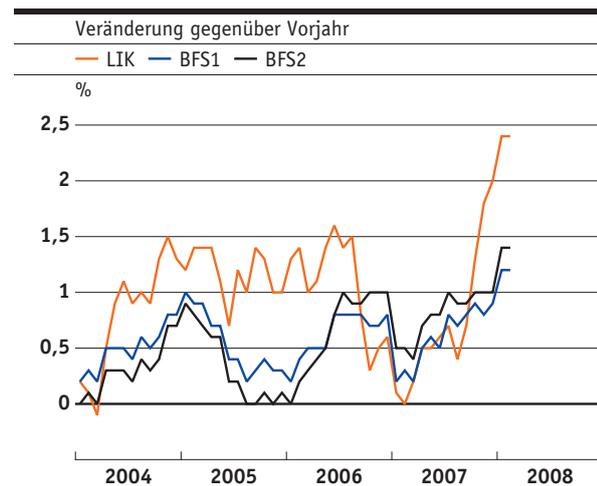
Die als getrimmter Mittelwert berechnete Kerninflationsrate stieg zwischen November und Februar von 1,2% auf 1,5% und signalisierte damit einen weiter anziehenden, nach wie vor aber mässigen allgemeinen Preistrend. Dasselbe Bild vermitteln auch die beiden vom BFS berechneten Kerninflationsraten, die sich jeweils um 0,4 Prozentpunkte auf 1,2% bzw. 1,4% erhöhten. Die Dynamic Factor Inflation, die bereits seit längerer Zeit auf einen leicht steigenden Preistrend hindeutet, blieb dagegen unverändert.

Grafik 2.17
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.18
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2007	2007			2007		2008	
		2. Q.	3. Q.	4. Q.	November	Dezember	Januar	Februar
LIK total	0,7	0,5	0,6	1,7	1,8	2,0	2,4	2,4
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,0	1,0	0,9	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3
Güter	0,0	-0,2	0,0	0,9	0,8	1,2	1,4	1,5
Dienstleistungen	1,2	1,4	1,1	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8
Mieten	2,3	2,4	2,2	2,1	2,1	2,1	2,1	1,8
öffentliche Dienstleistungen	1,3	1,5	1,1	1,1	1,0	1,3	1,0	1,0
Ausländische Güter und Dienstleistungen	0,1	-0,8	-0,0	3,2	3,6	4,1	5,6	5,3
ohne Erdölprodukte	-0,4	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,5	1,6	1,8
Erdölprodukte	2,4	-1,0	-0,8	17,1	19,9	22,2	26,6	23,3

Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

An der Lagebeurteilung vom Dezember 2007 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen und bis auf weiteres die Mitte des Zielbandes anzupeilen. Dies vor dem Hintergrund einer robusten wirtschaftlichen Entwicklung in der Schweiz, die aber aufgrund der Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten mit Unsicherheiten behaftet war.

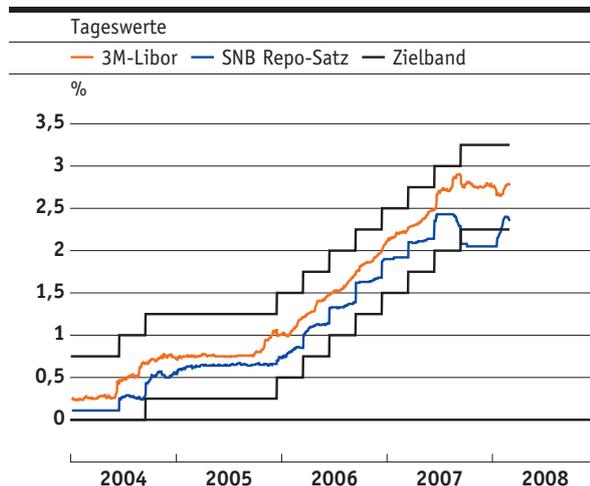
Nach der Lagebeurteilung vom Dezember 2007 belieh die SNB den einwöchigen Repo-Satz vorerst auf dem Niveau von 2,05%. Zwischen Mitte Januar und Mitte Februar 2008, als der 3M-Libor nach unten tendierte, erhöhte die SNB den einwöchigen Repo-Satz kontinuierlich, um den 3M-Libor ungefähr in der Mitte des Zielbandes zu halten. Danach senkte sie den einwöchigen Repo-Satz wieder bis auf 2,15% Mitte März. Der 3M-Libor lag Mitte März bei 2,82% (Grafik 3.1).

Um den erhöhten Anspannungen an den internationalen Geldmärkten entgegenzuwirken, gaben die Bank of Canada, die Bank of England, die EZB, die Fed und die SNB koordinierte Massnahmen bekannt. Die SNB beteiligte sich an Repo-Transaktionen in US-Dollar. Die SNB bot dabei am 17. Dezember 2007 und am 14. Januar 2008 Liquidität von jeweils 4 Milliarden US-Dollar an. Gleichzeitig schloss die SNB mit der Federal Reserve Bank der USA ein gegenseitiges Swapabkommen (Swaplimite) ab. Die Laufzeit der Repo-Geschäfte betrug jeweils 28 Tage, mit Valuta am 20. Dezember, bzw. 17. Januar. Teilnahmeberechtigt waren alle von der SNB zugelassenen Gegenparteien, die über einen Anschluss an das Schweizer Repo-System verfügten. Die Repo-Auktionen in Dollar sollten diesen Gegenparteien den Zugang zu US-Dollar-Liquidität erleichtern.

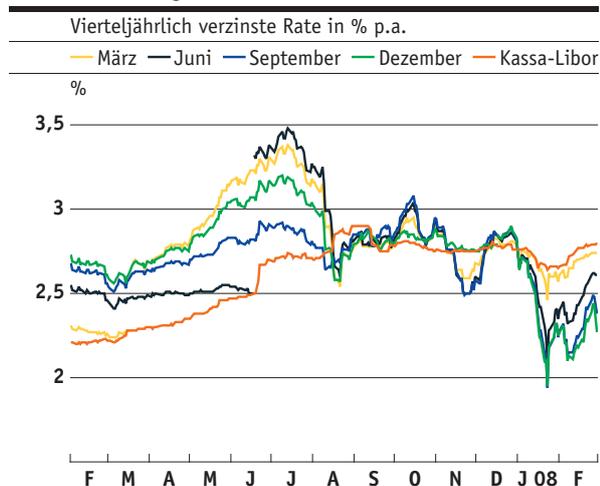
Tieferer 3M-Libor erwartet

Zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung vom Dezember rechneten die Marktteilnehmer gemäss der regelmässig veröffentlichten Umfrage «Konsensusprognose» mit einem 3M-Libor von 2,9% für Ende März. Die Zinssätze von Futures mit Verfall im Juni, September und Dezember 2008 fielen zwischen Mitte Dezember letzten Jahres und Anfang

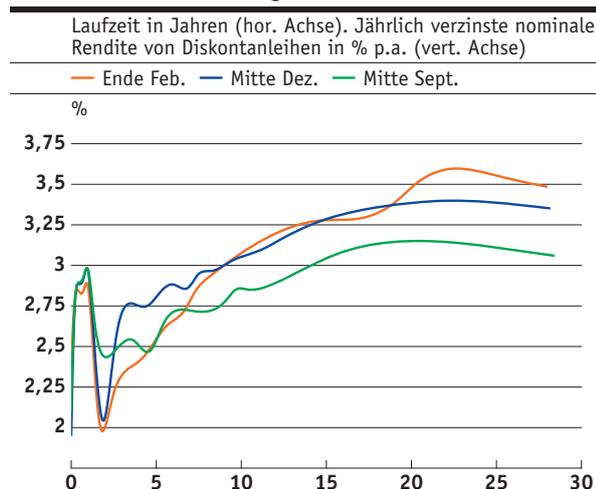
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.1:
Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.2:
Quellen: Bloomberg, SNB

Grafik 3.3:
Quelle: SNB

Februar dieses Jahres deutlich unter den Kassasatz des 3M-Libor. Danach zogen sie wieder an und lagen Ende Februar bei 2,61%, bzw. 2,38% und 2,27% (Grafik 3.2). Die Marktteilnehmer rechneten somit bis Ende 2008 mit einer Senkung des Zielbandes.

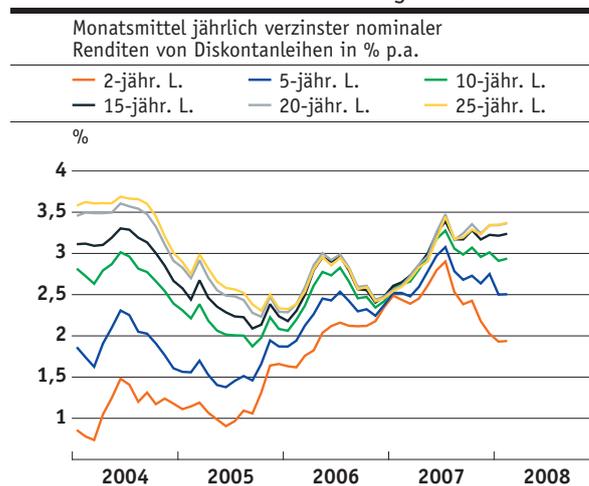
Wiederum leicht steilere Zinskurve

Die aufgrund der Turbulenzen an den Aktienmärkten vermehrte Flucht in sichere Anlagen bewirkte zwischen Dezember 2007 und Februar 2008 sinkende Renditen insbesondere bei Anleihen mit einer Laufzeit von zwei bis fünf Jahren. Dies äusserte sich in einer leicht steileren Zinskurve (Grafiken 3.3 und 3.4). Im Durchschnitt betrug im Februar die Rendite einer Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft mit einer Laufzeit von fünf Jahren 2,51%, jene mit einer Laufzeit von zehn Jahren 2,96% und jene mit einer Laufzeit von 20 Jahren 3,37%.

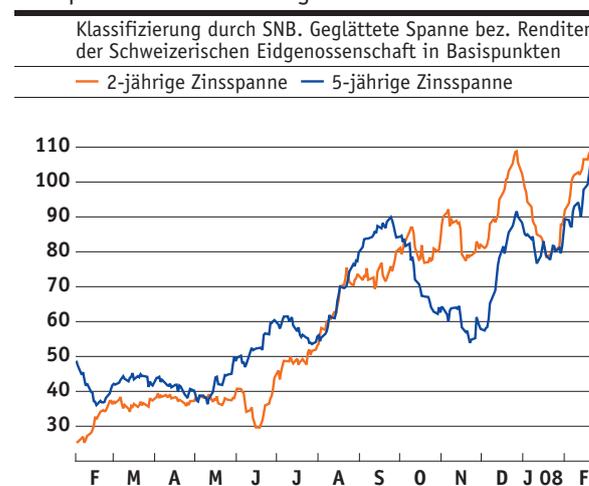
Die Hypothekarzinsätze zogen abermals leicht an. Dies gilt sowohl für den aufgrund der geltenden gesetzlichen Bestimmungen für die Mietpreisbildung massgebenden Zinssatz für Althypotheken als auch für den flexibleren Zinssatz für Neuhypotheken. Mitte März lagen die entsprechenden Sätze der Kantonalbanken bei rund 3,30%, bzw. 3,35%. In der gleichen Zeitspanne stiegen die Zinssätze von Spareinlagen etwas stärker, so dass die für die traditionelle Refinanzierung der Hypothekarkredite relevante Zinsdifferenz zwischen Althypotheken und Spareinlagen etwas schrumpfte.

Die Entwicklung der Finanzierungskonditionen für Obligationenschuldner lässt sich anhand von Kreditzinsspannen beobachten. Diese entsprechen der Differenz der Renditen von Kantons- und Unternehmensanleihen zur Rendite von Bundesobligationen und lassen sich auch als Kreditrisikoprämien interpretieren. Vor dem Hintergrund der Finanzmarkturbulenzen haben sich seit August 2007 die Kreditrisikoprämien für Anleihen aller Laufzeiten deutlich erhöht. Davon betroffen waren nicht nur zweit- und drittklassige, sondern auch erstklassige Schuldner. Das Risiko, dass Unternehmen ihre Anleihen nicht bedienen können, ist bei sich abschwächender Wirtschaftsaktivität spürbar höher als in konjunkturellen Aufschwungsphasen. Die gestiegenen Kreditrisikoprämien deuten somit auf ein verlangsamtes Wirtschaftswachstum hin.

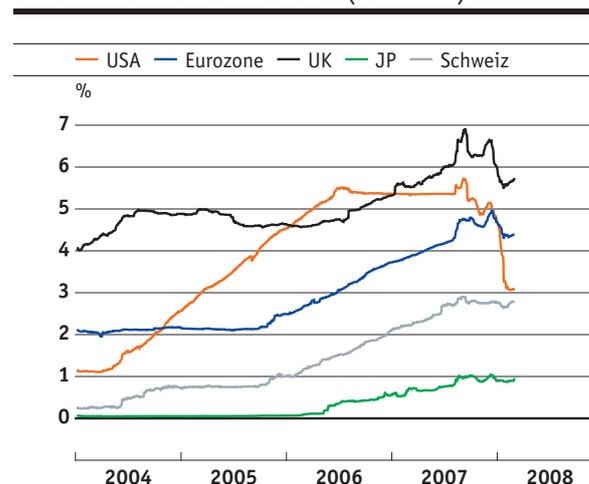
Grafik 3.4
Anleihensrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.5
Zinsspanne von drittklassigen Industrieanleihen



Grafik 3.6
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafiken 3.4 und 3.5:
Quelle: SNB

Grafik 3.6:
Quellen: Reuters, SNB

Sinkende Zinsdifferenzen zum Dollar- und Euroraum am Geldmarkt ...

Im Gegensatz zur Schweiz verringerten sich die kurzfristigen Zinssätze in den USA und im Euroraum seit der letzten Lagebeurteilung vom Dezember. Das Fed senkte den Leitzinssatz um insgesamt 125 Basispunkte auf 3,0%. Der dreimonatige Zinssatz für Dollaranlagen sank daher deutlich seit der Lagebeurteilung vom Dezember um 212 Basispunkte auf 2,85% Mitte März (Grafik 3.6). Die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Dollar- und Frankenanlagen verengte sich tendenziell seit Mitte des Jahres 2006. Sie betrug Mitte Dezember 218 Basispunkte und Mitte März noch 3 Basispunkte. Auch der dreimonatige Zinssatz für Euroanlagen bildete sich zwischen Mitte Dezember und Mitte März zurück, allerdings wesentlich weniger ausgeprägt als für Dollaranlagen. Die Zinsdifferenz zwischen Euro- und Frankenanlagen verringerte sich somit um 38 Basispunkte und betrug Mitte März noch 178 Basispunkte.

... und am Kapitalmarkt

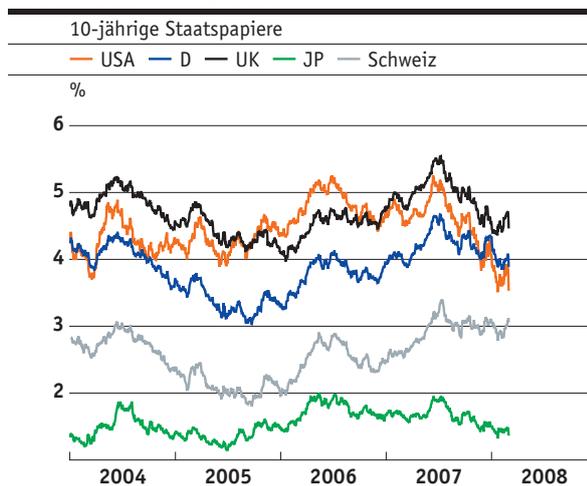
Auch im Ausland erhöhte sich zwischen Dezember und Februar die Attraktivität von risikolosen Staatsanleihen, allerdings ausgeprägter als in der Schweiz (Grafik 3.7). Die Rendite einer zehnjährigen Anleihe des amerikanischen Schatzamtes lag im Februar durchschnittlich bei 3,74% und jene einer zehnjährigen Anleihe der Bundesrepublik Deutschland bei 3,84%. Die Differenzen zwischen den Renditen von ausländischen Staatsanleihen und jenen von Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft sanken tendenziell seit Anfang 2007. Im Februar betrug diese Renditedifferenz zwischen Dollar- und Frankenanleihen durchschnittlich 0,8 gegenüber 1,05 Prozentpunkten im Dezember. Die Renditedifferenz zwischen Euro- und Frankenanlagen verringerte sich im selben Zeitraum von 1,15 Prozentpunkten im Dezember auf durchschnittlich 0,9 Prozentpunkte im Februar.

Realer Zinssatz weiterhin leicht über dem langfristigen Durchschnitt

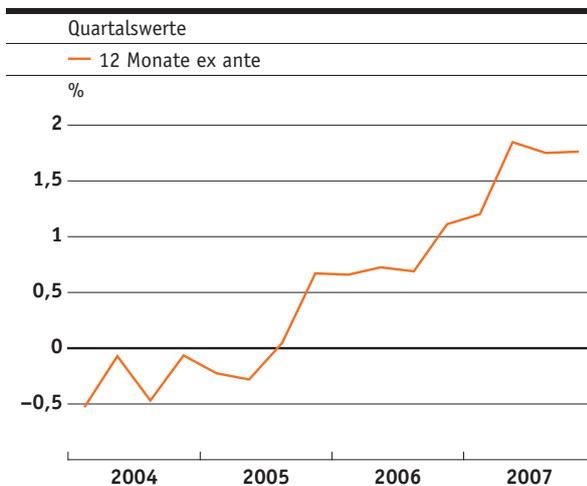
Grafik 3.8 zeigt die Entwicklung des einjährigen Realzinses. Dieser ist als Differenz zwischen dem zwölfmonatigen Nominalzinssatz und dem über diese Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen den Durchschnitt der Prognosen verschiedener Institute widerspiegeln («Konsensusprognose»: Februar 2008).¹ Der so gemessene Realzins notierte

1 Vgl. Tabelle 1.1.

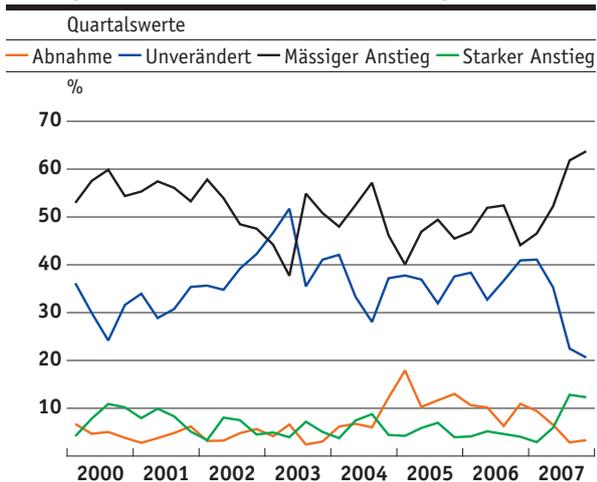
Grafik 3.7
Internationale Zinssätze



Grafik 3.8
Geschätzter Realzinssatz



Grafik 3.9
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafik 3.7:
Quellen: SNB, Thomson Datastream

Grafik 3.8:
Quelle: SNB

Grafik 3.9:
Quellen: SECO, SNB

im vierten Quartal 2007 unverändert bei rund 1,8%. Der einjährige Realzins lag damit zum dritten Mal in Folge nur leicht über dem langfristigen Durchschnitt von 1,7%.

Die vom SECO im Januar durchgeführte Umfrage bei den Haushalten zeigte, dass die Inflationserwartungen hoch blieben (Grafik 3.9). Im Vergleich zum Vorquartal haben sich allerdings die Anteile der Befragten, die mit sinkenden, steigenden oder gleichbleibenden Preisen rechneten, kaum verändert.

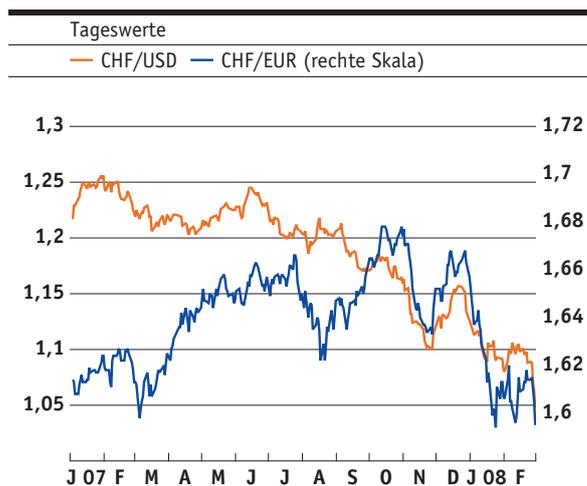
3.2 Wechselkurse

Stärkerer Schweizer Franken

Seit der Lagebeurteilung vom Dezember war der Anstieg des Schweizer Frankens markant (Grafik 3.10). Er gewann gegenüber dem Euro zwischen Mitte Dezember 2007 und Mitte März 2008 ungefähr 6% an Wert und lag Mitte März bei 1.57 CHF/EUR. Am ausgeprägtesten war die Aufwertung gegenüber dem Euro zwischen dem 27. Dezember und dem 28. Januar 2008. Gegenüber dem Dollar legte der Franken rund 13% zu und notierte Mitte März bei 1.01 CHF/USD. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wies abermals eine hohe Volatilität auf und erreichte neue Höchststände. Mitte März lag er bei 1.55 USD/EUR.

Seit Anfang 2006 hatte der Franken gegenüber dem Euro stetig an Wert eingebüsst. Dieser Trend wurde im Oktober 2007 gebrochen. Gegenüber dem Dollar war der Franken zwischen Anfang 2004 und Anfang 2007 relativ stabil. Anschliessend begann sich der Franken, zunächst nur leicht, nach dem Sommer 2007 in beschleunigtem Tempo zu festigen. Der schwächere Dollar steht im Einklang mit den deutlich reduzierten US-Wachstumsaussichten und einer Verengung der Zinsdifferenzen. Ein Teil der jüngsten Höherbewertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Dollar sowie dem Euro ist auch Ausdruck der gestiegenen Unsicherheit an den Finanzmärkten (siehe Quartalsheft 3/2007, S. 32).

Grafik 3.10
Devisenkurse

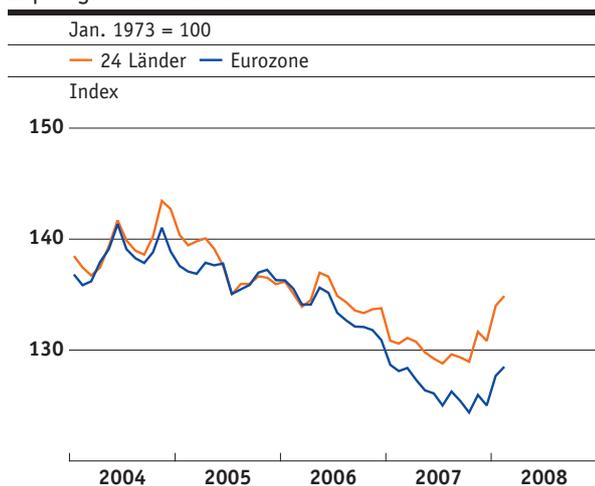


Quelle: SNB

Anstieg des realen Aussenwerts des Frankens

Die jüngsten Bewegungen der nominalen Wechselkurse widerspiegeln sich auch im 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. Zwischen Dezember 2007 und Februar 2008 wertete sich der Franken real gegenüber der Eurozone um 2,9% auf, nachdem er seit Mitte 2004 tendenziell an Wert eingebüsst hatte. Gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern stieg der reale Aussenwert des Frankens etwas ausgeprägter um fast 3,2%.

Grafik 3.11
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens

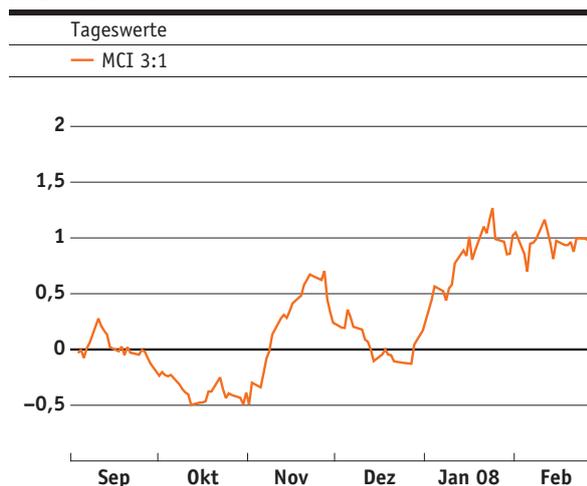


Quelle: SNB

Restriktivere monetäre Bedingungen

Die deutliche Aufwertung des Schweizer Frankens seit der Lagebeurteilung vom Dezember bei gleichzeitig konstantem Kurzfristzins führte zu einer ausgeprägten Straffung der monetären Bedingungen. Dies zeigt der in Grafik 3.12 abgebildete Monetary Conditions Index (MCI). Der MCI 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). Ende Februar lag der MCI bei 156 Basispunkten. Ein Anstieg von über 1,5 Prozentpunkten ist gemessen an den historischen Veränderungen des Index hoch.

Grafik 3.12
MCI nominal



Quelle: SNB

3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

Aktien, Rohwaren und Immobilien sind Vermögenanlagen. 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.

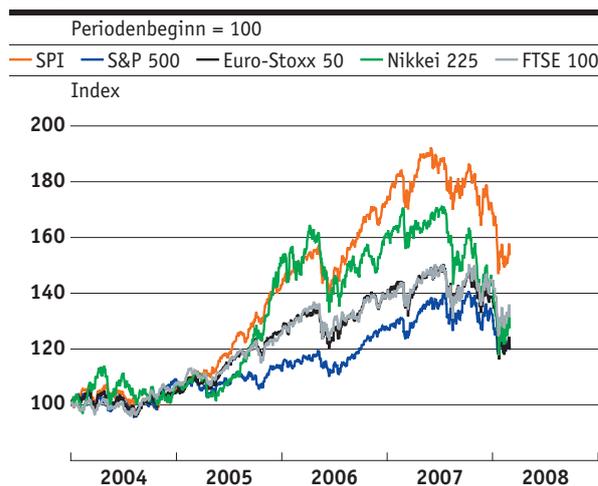
Hohe Kursverluste und Volatilität an den Aktienmärkten

Die internationalen Aktienmärkte büssten seit Mitte Dezember 2007 neuerlich an Wert ein (Grafik 3.13). Es gibt zwei wesentliche Gründe für die Kurseinbrüche. Erstens belasteten die Subprime-Krise sowie die Unsicherheit über deren volles Ausmass die Aktienmärkte. Zweitens hat sich das wirtschaftliche Umfeld in den USA und weiteren Ländern eingetrübt. Der amerikanische S&P 500 und der europäische

Euro-Stoxx 50 verloren zwischen Mitte Dezember und Mitte März 11%, bzw. 18%. Im gleichen Zeitraum gab der Swiss Performance Index (SPI) um 16% nach. Allein im Januar 2008 belief sich die Korrektur des SPI auf 10,5%. Dieser Monatsverlust markierte den schlechtesten Januar seit der Einführung des SPI im Jahre 1987 und die neuntschlechteste Monatsperformance. Die Branchengliederung zeigt, dass die Bankaktien am meisten betroffen waren (Grafik 3.14). Sie verloren zwischen Mitte Dezember und Mitte März rund 45% ihres Werts, wobei die Kurse international ausgerichteter, gross kapitalisierter Banken aufgrund einiger umfangreicher Wertberichtigungen sowie nach unten angepasster Gewinn- und Dividendenerwartungen am stärksten litten. Die durch die Subprime-Krise ausgelösten Konjunktursorgen wirkten sich auch auf andere Sektoren aus. Insbesondere der Schweizer Technologiesektor brach ebenfalls deutlich ein (-36%).

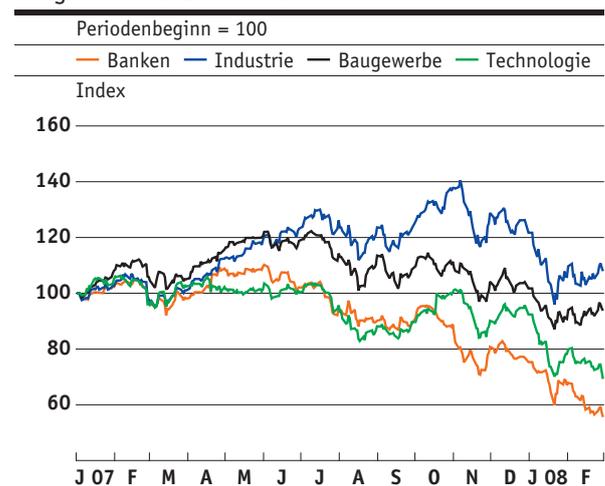
Grafik 3.15 zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden dreissig Tage anhand des Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index (VIX) sowie die realisierte Volatilität gemessen als annualisierte Standardabweichung der monatlichen Renditen des SPI und des S&P 500. Die Volatilität, welche ein Zeichen der Unsicherheit ist, geht mit Aktienmarktkorrekturen Hand in Hand. Daher korrelieren die Volatilitätsausschläge mit den Aktienkursrückgängen im August, November 2007 sowie Ende Januar 2008.

Grafik 3.13
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Datastream

Grafik 3.14
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Thomson Datastream

Anstieg der Rohstoffpreise

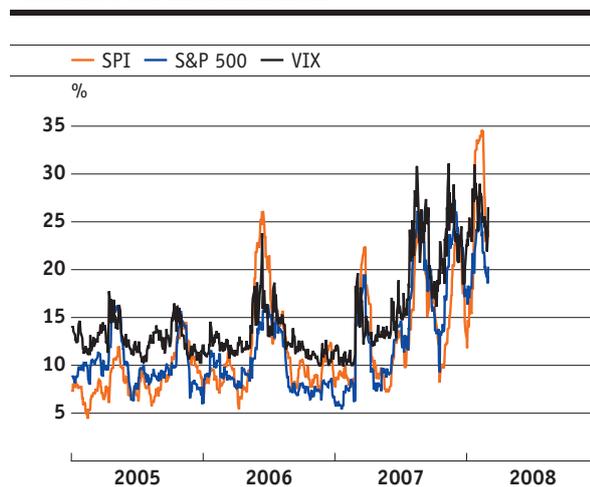
Die Rohstoffpreise zogen weiter an. Gestützt unter anderem durch die Preissteigerungen bei Industrie- und Edelmetallen sowie Agrarprodukten hat der Goldman-Sachs-Commodity-Index seit der Lagebeurteilung Mitte Dezember 2007 bis Mitte März 2008 um fast 19% zugelegt. Der Goldpreis erreichte ein historisches Rekordniveau. Diese Entwicklung könnte unter anderem auf die Dollarschwäche sowie auf die Suche nach sicheren und möglichen Inflationsschutz bietenden Vermögenswerten zurückzuführen sein.

Die Preise für Energieprodukte waren abermals steigend bei relativ grossen Schwankungen. Der Ölpreis verzeichnete Anfang Januar 2008 Höchststände, glitt gegen Ende Januar deutlich ab und erreichte Ende Februar wiederum einen neuen Rekordstand. Mitte März 2008 lag der Ölpreis bei 107 Dollar pro Fass.

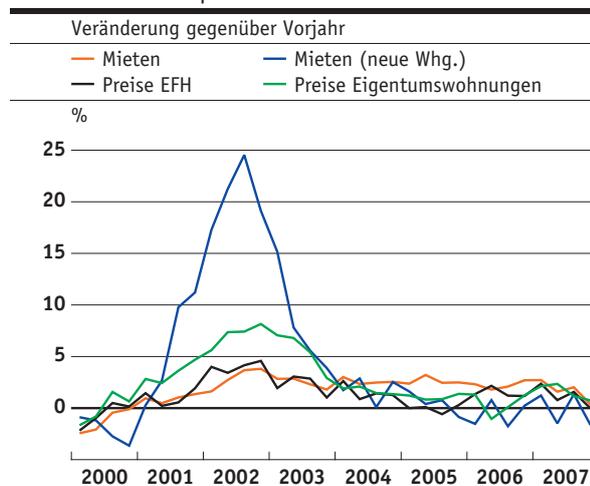
Anhaltend moderater Preisdruck am Immobilienmarkt

Im vierten Quartal 2007 entwickelten sich die Preise am Wohnungsmarkt real, d. h. im Verhältnis zum LIK, weiterhin moderat (Grafik 3.16). Am deutlichsten legten die Preise für Eigentumswohnungen zu (0,7%), während die Preise für Einfamilienhäuser konstant blieben. 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 0,4% real deutlich weniger ausgeprägt als noch im Vorquartal (2,0%). Diese Aussage bezieht sich weitgehend auf alte Wohnungen. Die Mieten bei Erstvermietungen, welche die Marktkräfte besser abbilden, verringerten sich gar um 1,6%. Im gewerblich genutzten Bereich schrumpften die Mieten (Grafik 3.17). Die Büromieten bildeten sich weiter zurück (-1,4%), während sich die Mieten für gewerbliche Bauten erstmals seit fünf Quartalen verringerten (-3,0%).

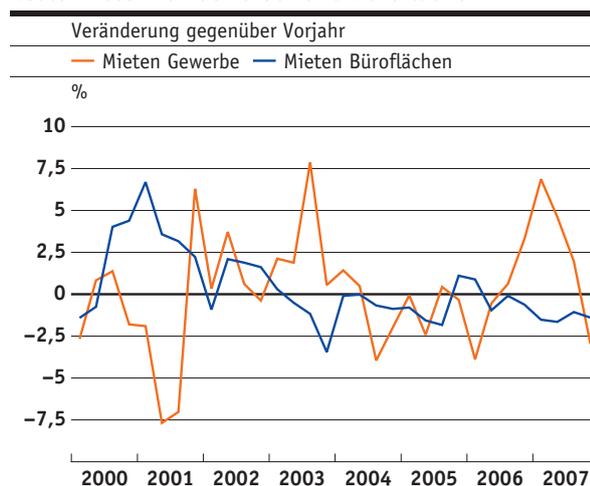
Grafik 3.15
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.16
Reale Immobilienpreise und -mieten



Grafik 3.17
Reale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Grafik 3.15:
Quellen: SNB, Thomson Datastream

Grafik 3.16:
Quelle: Wüest & Partner

Grafik 3.17:
Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

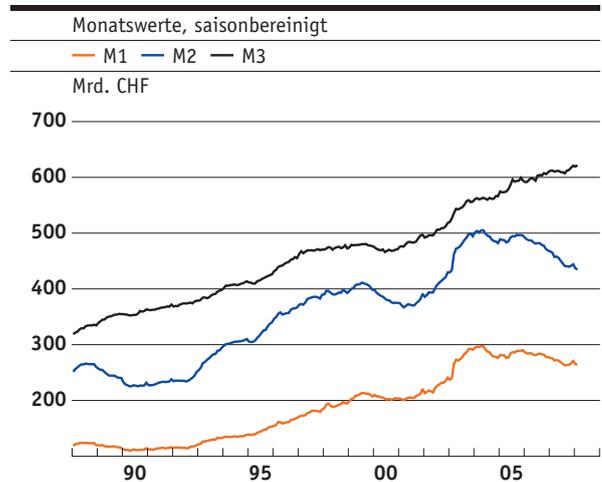
M1 und M2 weiterhin rückläufig

Grafik 3.18 zeigt, dass sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) seit Anfang 2006 zurückgegangen sind und weiterhin auf einem tiefen Niveau verharren. Im Februar 2008 lag M1 4,2% und M2 6,6% unter dem Vorjahresstand. Dagegen stieg M3 (M2 plus Termineinlagen) im Februar weiterhin leicht an (1,4%). Nachdem sich die Geldaggregate M1 und M2 in den Jahren 2003–2005 auf hohem Niveau bewegt hatten, bildeten sie sich seit dem Ansteigen der Zinsen zurück.

Zur Einschätzung möglicher Inflationsgefahren aufgrund einer übermässigen Liquiditätsversorgung der Wirtschaft kann ein Geldüberhang geschätzt werden. Dieser entspricht der positiven oder negativen Abweichung der tatsächlichen Geldmenge M3 von einem Gleichgewichtswert, welcher mit Hilfe des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt wird (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Quartalsheft 1/2005, S. 33). Um der statistischen Unsicherheit Rechnung zu tragen, ist der Geldüberhang in Grafik 3.19 als

Band mit einer Weite von einer Standardabweichung dargestellt. Liegt das Band unter der Nulllinie, wie dies im vierten Quartal 2007 zum zweiten Mal in Folge der Fall war, deutet dieser Indikator auf einen mittelfristig geringeren Teuerungsdruck hin.

Grafik 3.18
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

	2006	2007	2006	2007						2008	
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar	
Notenbankgeldmenge²	43,1	44,2	43,6	44,6	44,0	43,4	44,8	46,8	46,4	45,0	
Veränderung ³	3,0	2,5	2,2	3,1	1,5	2,7	2,7	2,8	2,8	1,8	
M1²	282,4	269,1	281,0	276,0	270,0	261,5	269,1	271,7	267,8	267,4	
Veränderung ³	-0,6	-4,7	-3,4	-3,6	-4,2	-6,7	-4,3	-2,4	-4,1	-4,2	
M2²	481,6	450,6	474,1	465,9	453,9	439,0	443,6	445,8	440,6	438,8	
Veränderung ³	-2,0	-6,4	-4,7	-5,3	-6,1	-8,0	-6,4	-5,2	-6,5	-6,6	
M3²	600,3	612,3	607,9	613,4	611,6	606,4	617,8	622,8	622,5	624,1	
Veränderung ³	2,5	2,0	2,0	3,0	2,4	1,0	1,6	2,0	1,2	1,4	

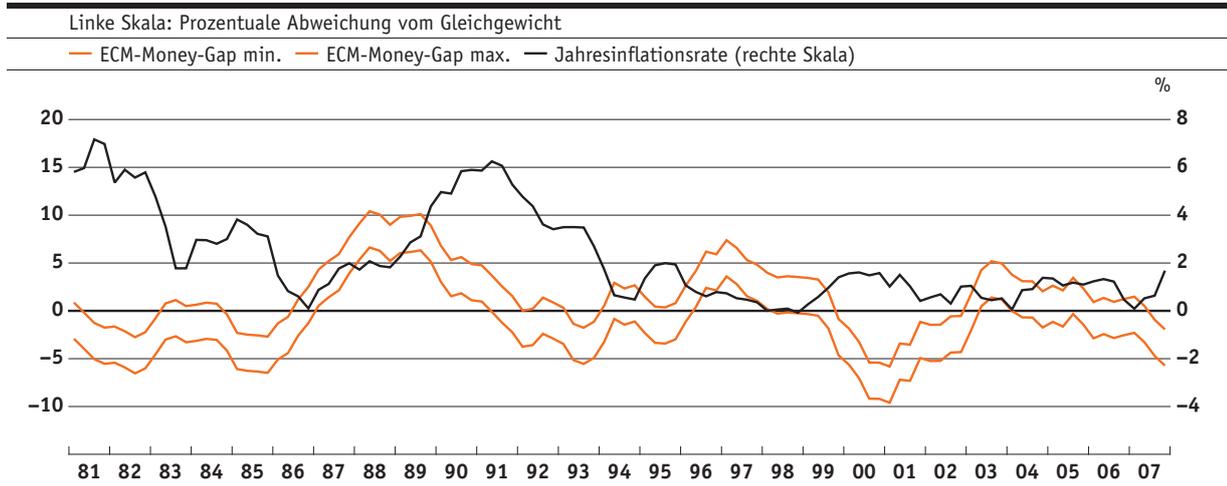
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.19
 Money-Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

3.5 Kredite

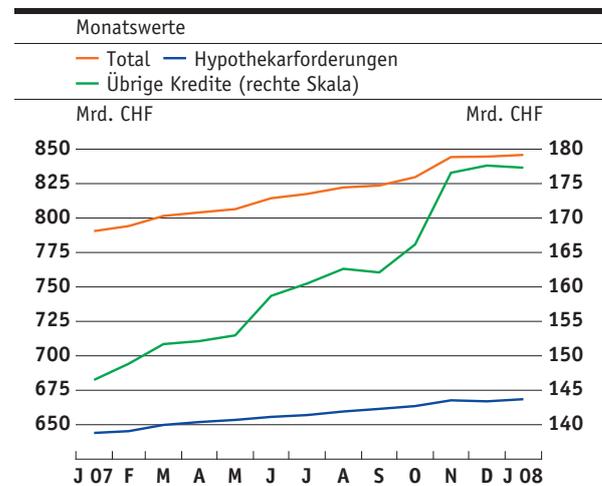
Gemischte Signale bei den Krediten

Das Kreditwachstum beschleunigte sich im vierten Quartal 2007 im Vorjahresvergleich auf 6,9%. Im Vorquartal hatte es noch 5,5% betragen. Diese Entwicklung geht auf steigende Unternehmenskredite zurück (11,6%), während das Wachstum der Kredite an Haushalte wiederum moderat ausfiel (4,0%).

Tabelle 3.2 gliedert die Kredite nach dem Verwendungszweck. Die übrigen Kredite, welche insbesondere von Unternehmen in Anspruch genommen werden, zogen zu Jahresende deutlich von 13,1% im dritten Quartal auf 20,2% im vierten Quartal an, wobei die ungedeckten Kredite mit einem Wachstum von 25,5% die treibende Kraft waren. Die Hypothekarkredite, die vor allem von Haushalten aufgenommen werden, expandierten mit 3,9% im vierten Quartal praktisch gleich schnell wie im Vorquartal.

Grafik 3.20 bildet die Gesamtkredite, die Hypothekarkredite sowie die übrigen Kredite im Niveau ab. Am aktuellen Rand zeigt sich eine Stabilisierung dieser Kredite auf hohem Niveau.

Grafik 3.20
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2006	2007	2006		2007				2008	
			4.Q.	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	November	Dezember	Januar
Total¹	4,8	5,8	5,1	5,2	5,3	5,5	6,9	7,4	7,4	7,0
Haushalte ²	6,1	4,6	5,9	5,1	5,0	4,4	4,0	4,5	3,1	3,5
Unternehmen ²	1,6	6,7	3,4	3,9	4,5	6,6	11,6	11,3	15,8	13,9
Hypothekarkredite ¹	4,8	4,0	4,5	4,2	4,2	3,8	3,9	4,2	3,8	3,8
davon Haushalte ²	5,5	4,3	5,3	4,9	4,8	4,0	3,7	3,6	3,6	3,6
davon Unternehmen ²	1,2	2,3	0,7	0,8	1,2	3,0	4,3	5,3	4,1	4,0
Übrige Kredite ¹	4,6	13,4	8,1	9,6	10,3	13,1	20,2	21,4	23,6	21,0
davon gedeckt ¹	2,5	8,2	1,5	7,1	7,2	5,6	12,8	18,9	10,3	-0,8
davon ungedeckt ¹	6,3	17,2	13,4	11,5	12,6	18,6	25,5	23,2	33,2	38,2

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 zeigt die wichtigsten exogenen Annahmen sowie die entsprechenden Annahmen der Dezember-Prognose.

Abgeschwächte Wachstumsdynamik aufgrund der Turbulenzen an den Finanzmärkten

Aufgrund der anhaltenden Turbulenzen am amerikanischen Immobilienmarkt und den internationalen Finanzmärkten wird im Vergleich zur Prognose vom Dezember in den USA für die Jahre 2008 und 2009 mit einer markant abgeschwächten Wachstumsdynamik gerechnet. In Europa haben die Risiken einer mittelfristigen Wachstumsverlangsamung ebenfalls zugenommen. Daher wird die aktuelle Prognose für das Jahr 2008 im Vergleich zur Lagebeurteilung vom Dezember ebenfalls nach unten revidiert. Gegen Ende des Prognosezeitraums wird in beiden Wirtschaftsräumen weiterhin ein Wachstum antizipiert, welches gegen das Potenzial von rund 3% (USA) und 2% (EU) tendiert.

Im aktuellen Szenario wird der Erdölpreis für die nächsten Quartale bei rund 98 Dollar, langfristig bei 92 Dollar pro Fass veranschlagt. Für die Jahre 2008 und 2009 werden international energie- und rohstoffpreisbedingt höhere Inflationsraten prognostiziert. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird im aktuellen Szenario für die Jahre 2008 und 2009 leicht auf 1.47 USD/EUR angehoben.

Inflationsprognose März 2008	2008	2009	2010
BIP USA ¹	1,5	2,4	3,1
BIP EU-15 ¹	1,7	2,0	2,4
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.47	1.47
Ölpreis in USD/Fass ²		98,3	92,0

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

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 1. Quartal 2008 bis 4. Quartal 2010

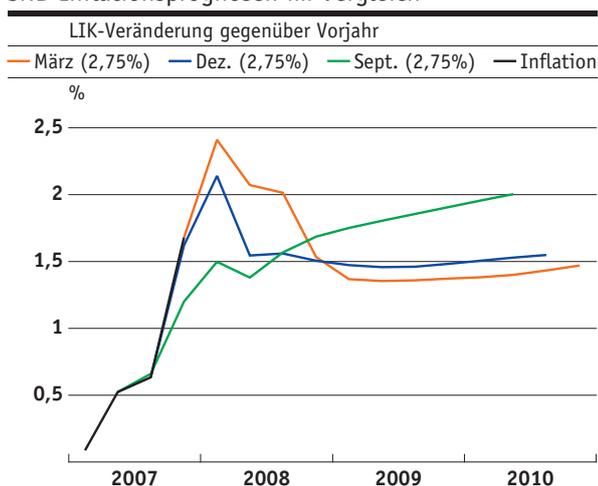
Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Sie zeigt die künftige Preisentwicklung unter der Annahme, der 3M-Libor bleibe während des Prognosezeitraumes konstant. In Grafik 4.1 ist die Inflationsprognose vom März 2008 zusammen mit den Inflationsprognosen vom Dezember und September abgebildet. Die neue Prognose erstreckt sich vom ersten Quartal 2008 bis zum vierten Quartal 2010. Sie zeigt den Inflationsverlauf bei einem konstanten 3M-Libor von 2,75%. Dieser Zinssatz entspricht dem mittleren Bereich des am 13. März von der SNB bestätigten Zielbandes für den Dreimonatssatz von 2,25–3,25%. Die Inflationsprognosen vom vergangenen Dezember und September beruhten ebenfalls auf einem fixen 3M-Libor von 2,75%.

Die Schweizer Wirtschaft entwickelt sich zwar weiterhin sehr robust. Die erwartete Verlangsamung des weltweiten Wirtschaftswachstums wird sich indessen auch auf die Schweizer Volkswirtschaft auswirken und dazu führen, dass sich der Nachfrage- druck mittelfristig verringert. In der kurzen Frist ist der prognostizierte Inflationsdruck im Vergleich zur Inflationsprognose vom Dezember gestiegen. Die Gründe sind zum einen die kräftige Nachfrage auf

dem Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmarkt sowie die auf breiter Front steigenden Preise für Erdöl, Rohstoffe und Agrarprodukte. Zum andern begünstigen die gute Nachfragesituation und die hohe Auslastung der Produktionskapazitäten Kostenüberwälzungen. Schliesslich widerspiegeln sich im gestiegenen Teuerungsdruck auch die verzögerten Auswirkungen der Wechselkursschwäche von 2007. Die Inflation wird sich daher bis zum dritten Quartal 2008 leicht über 2% bewegen, gegen Ende Jahr aber wieder sinken. Die mittelfristigen Teuerungs-aussichten haben sich verbessert. Der Grund liegt darin, dass die Wachstumsverlangsamung in der Schweiz stärker ausfällt als die SNB noch im Dezember angenommen hatte. Unter der Annahme eines unveränderten 3M-Libor von 2,75% rechnet die SNB mit einer durchschnittlichen Teuerung von 2% im Jahre 2008 und von 1,4% in den beiden folgenden Jahren.

Diese Einschätzung der Inflationsaussichten ist mit grosser Unsicherheit behaftet. So könnte sich die Inflationsprognose bei einer erneuten Verteuerung des Erdöls in der kurzen Frist verschlechtern. Ferner besteht das Risiko, dass sich die Inflationserwartungen verstetigen und einem Rückgang der Inflation entgegenwirken. Auf der anderen Seite besteht die Gefahr, dass sich die Konjunktur stärker als erwartet abschwächt. In diesem Falle müssten die mittelfristigen Inflationsaussichten nach unten korrigiert werden.

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 März 2008

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den von Dezember 2007 bis Februar 2008 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die rund 170 Vertreter aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten Dezember bis Februar Gespräche führten, sprachen mehrheitlich von einem guten Geschäftsverlauf. Dies gilt vor allem für die Industrie sowie die konsumnahen Branchen wie Detailhandel und Tourismus. Zurückhaltender äusserten sich dagegen die Gesprächspartner aus dem Bankensektor, die in starkem Masse die Börsenflaute spüren.

Für die nächsten Quartale herrscht allgemein Zuversicht vor. Infolge der stark ausgelasteten Kapazitäten sind auch in diesem Jahr bedeutende Investitionen vorgesehen. Im Vergleich zur Gesprächsrunde vom Herbst 2007 dämpften allerdings die Finanzmarkturbulenzen und deren ungewisse Auswirkungen die Stimmung, so dass von Euphorie kaum noch etwas zu spüren war. Sowohl die Banken als auch die Unternehmen stellten indessen eine Verschärfung der Kreditbedingungen in Abrede. Eine erhebliche Belastung stellen dagegen die steigenden Preise für Energie, industrielle Rohstoffe und Agrarprodukte sowie der tiefe Dollarkurs dar. Auch wird die Rekrutierung von Fachpersonal unverändert als schwierig beurteilt.

1 Produktion

Industrie

Nach dem mehrheitlich überaus erfolgreichen Jahr 2007 starteten die meisten Unternehmen aus der verarbeitenden Industrie gut ins neue Jahr. Die Vorgaben konnten in der Regel erreicht oder gar übertroffen werden. Das angestrebte Umsatzwachstum für 2008 liegt indessen mehrheitlich tiefer als im Vorjahr. Der Auftragsbestand blieb komfortabel hoch und reicht in vielen Fällen bis mindestens zur Jahresmitte. Die wichtigsten Nachfrageimpulse stammten weiterhin aus der EU, Osteuropa (Russland) und Asien (China). Dagegen meldeten einige Gesprächspartner eine zum Teil stark rückläufige Nachfrage aus den USA. Dies gilt vor allem für die Zulieferer der amerikanischen Automobil- und Bauindustrie, während Unternehmen aus anderen Sparten (noch) kaum eine Verlangsamung sahen. Infolge der geographisch breit diversifizierten Absatzmärkte konnte der Ausfall in den USA oft durch höhere Umsätze in anderen Regionen aufgefangen werden. In den meisten Branchen blieben die technischen und personellen Kapazitäten stark ausgelastet, so dass sich weiterhin Produktionsverzögerungen und verlängerte Lieferfristen ergaben. Die Beschaffung von Rohstoffen blieb schwierig, doch scheint sich die Situation etwas entspannt zu haben.

Das positive Bild erstreckte sich über nahezu alle Branchen. Stimulierend wirkten insbesondere die weltweit hohen und wenig konjunktursensitiven Investitionen in den Bereichen Elektrizität und Verkehr, aber auch die vermehrten Anstrengungen zur effizienteren Energie- und Rohstoffnutzung. Viele Gesprächspartner rechneten indessen mit einer Abflachung des Bestellungseingangs im Laufe des Jahres, auch wenn dafür oftmals noch keine konkreten Anhaltspunkte vorliegen. Als Grund dafür wurde häufig eine unumgängliche Normalisierung angeführt, die angesichts der immer noch bestehenden Überhitzungssignale zu begrüßen sei.

Dienstleistungen

Die Vertreter aus den konsumnahen Dienstleistungen äusserten sich zur Geschäftsentwicklung weiterhin sehr zufrieden. Nach einem mehrheitlich ausgezeichneten Weihnachtsgeschäft meldete der Detailhandel für Januar und Februar eine gute Umsatzentwicklung und eine anhaltend hohe Kaufbereitschaft. Dies gilt sowohl für die Grossverteiler als auch für die kleineren Geschäfte. Dennoch beur-

teilten einige Gesprächspartner die Aussichten für dieses Jahr etwas zurückhaltender und nahmen die Umsatzvorgaben zurück. Dies gilt unter anderem für das Autogewerbe. Bis anhin ist die moderatere Einschätzung vor allem im mittleren Preisbereich und weniger im Hochpreis- und Luxussegment zu spüren. In den Grenzgebieten profitierte der Detailhandel weiterhin von den wechselkursbedingt sinkenden Einkäufen der Inländer im grenznahen Ausland.

Auch die Gesprächspartner aus den Tourismusgebieten zeichneten ein positives Bild. Begünstigt durch gute Schnee- und Witterungsverhältnisse sowie eine hohe Ausgabebereitschaft der Gäste brachte die Wintersaison teilweise Rekordergebnisse. Die Aussichten wurden mehrheitlich optimistisch beurteilt. Sowohl die Frequenzen aus dem Inland als auch aus der EU, Asien und Osteuropa entwickeln sich sehr günstig, so dass die sich abschwächenden Gästezahlen aus den USA vermutlich kompensiert werden konnten. Die Städte profitierten von der anhaltend starken Nachfrage im Bereich Geschäftsanlässe und Kongresse. Vereinzelt war aber von Annullierungen namentlich aus dem Bankenbereich die Rede.

Weniger einheitlich präsentierte sich die Einschätzung der Vertreter von unternehmensbezogenen Dienstleistungen. Während sich die Gesprächspartner aus der Informatikbranche sehr zuversichtlich äusserten, sprachen diejenigen aus dem Transport- und Logistikbereich von einer Abflachung der grenzüberschreitenden Transaktionen. Dämpfende Effekte gehen zudem von den höheren Transportkosten aus. Eine erhöhte Besorgnis war auch bei einigen Unternehmensberatern zu spüren, die Banken zu ihren Kunden zählen.

Vor dem Hintergrund der Finanzmarkturbulenzen und der schwachen Börsenentwicklung beurteilten die Banken das Geschäftsumfeld weniger optimistisch als noch vor wenigen Monaten. Besonders spürbar war dies bei den vorwiegend in der Vermögensverwaltung tätigen Instituten. Die Depotwerte ihrer Kunden sind gesunken und die Kunden halten mit Transaktionen zurück. Dementsprechend rechneten viele Gesprächspartner mit einem Rückgang der Kommissionseinnahmen gegenüber dem Vorjahr. Weiterhin gut entwickelte sich das Kreditgeschäft, wobei die Margen unverändert unter Druck sind. Angesichts der im Wohnungsbau eingetretenen Verlangsamung rechnen die Banken mit einem abgeschwächten Wachstum des Hypothekarvolumens. Der Unternehmenskreditbereich entwickelte sich robust und die Banken

beurteilten die wirtschaftliche Lage ihrer Kunden weiterhin als gut. Sie verneinten eine Verschärfung der Kreditbedingungen, was in den Gesprächen von Unternehmensseite bestätigt wurde. Dennoch blickten einzelne Unternehmen den bevorstehenden Erneuerungen der Kredite mit Sorge entgegen.

Bau und Immobilien

Die Vertreter der Bauwirtschaft zeigten sich mit dem Geschäftsumfeld weiterhin zufrieden, obschon die meisten eine Verlangsamung im Wohnungsneubau verzeichneten. Der hohe Arbeitsvorrat sichert in vielen Fällen die Produktion bis weit in das Jahr 2008 hinein. Positive Impulse gehen vom Wirtschaftsbau sowie teilweise auch von Grossprojekten im öffentlichen Bau aus. Auch die baunahen Branchen, die stark von der lebhaften Renovationstätigkeit und den Verbesserungen in der Energietechnik profitieren, zeigten sich mit dem Geschäftsgang zufrieden. Die Entwicklung des Immobilienmarktes wurde weiterhin unterschiedlich beurteilt. In einigen Regionen scheint der Preisauftrieb insbesondere im Hochpreissegment abzuflauen, was sowohl auf das gestiegene Angebot an Wohnobjekten als auch auf die höhere Preissensitivität vor allem ausländischer Interessenten zurückgeführt wird. In anderen Regionen ist weiterhin von einer starken Nachfrage und steigenden Immobilienpreisen die Rede.

2 Arbeitsmarkt

Eine Reihe von Gesprächspartnern beabsichtigt auch dieses Jahr einen Ausbau des Personalbestandes, doch scheint der Bedarf an zusätzlichen Arbeitskräften im Vergleich zum Vorjahr etwas an Dringlichkeit verloren zu haben. Vermehrt wird der zusätzliche Personalbedarf durch befristete Anstellungen gedeckt. Die Rekrutierung von qualifizierten Arbeitskräften ist weiterhin schwierig und kostspielig. Dies gilt sowohl für den inländischen Arbeitsmarkt als auch für das Ausland. Auch blieben die Fluktuationsraten hoch. Die meisten Gesprächspartner erhöhten im Jahre 2008 die Löhne stärker als im Vorjahr. Fast alle registrierten einen gestiegenen Lohndruck, der allerdings nur ausnahmsweise Grund zur Besorgnis gab.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Erhebliche Sorgen bereiteten die steigenden Preise für Energie, Rohstoffe und Agrarprodukte. Zwar hat der Preissetzungsspielraum der Industrie während des Konjunkturaufschwungs der letzten Jahre zugenommen. Dennoch herrscht in vielen Bereichen nach wie vor ein ausgeprägter Preiswettbewerb, der oftmals nur eine partielle Überwälzung der Kosteninflation auf die Kunden erlaubt. Um die Margen zu halten, sind die Unternehmen deshalb ständig bestrebt, die Produktivität zu steigern. Die Grossverteiler hoben per Anfang Jahr die Preise vieler Grundnahrungsmittel wie Brot, Mehl und Milchprodukte an und gaben damit zumindest teilweise die gestiegenen Beschaffungskosten für Getreide und Milch weiter. Die Preiserhöhungen wurden von den Kunden offenbar klaglos akzeptiert. Angesichts des unverändert starken Wettbewerbs rechnen die Vertreter des Detailhandels jedoch weiterhin mit einem Druck Richtung tieferer Preise.

Der tiefe Dollarkurs bedeutet für viele Exporteure eine empfindliche Margenschmälerung. Eine Anhebung der Preise in Dollar gelingt nur in seltenen Fällen. Diejenigen, die in Schweizer Franken fakturieren, sind oft zu Preiskonzessionen gezwungen. Teilweise wird versucht, im asiatischen Dollarraum vermehrt die Fakturierung in Euro durchzusetzen. Demgegenüber zeigten sich die Exporteure mit der Euro-Kursentwicklung weiterhin zufrieden. Zwar verteuerten sich infolge des immer noch hohen Eurokurses viele Güter aus dem EU-Raum, doch können diese Preissteigerungen insbesondere im Konsumgüterbereich überwältigt werden.

Exportorientierte KMU – Herausforderungen beim Aufbau neuer Märkte

Thomas Kübler, Delegierter für regionale Wirtschaftskontakte

1 Schweizer Wirtschaft nutzt die Globalisierung

Die Schweiz zählt weltweit zu den am stärksten globalisierten Volkswirtschaften.¹ Dieser Befund ist nicht neu, hat sich die Schweiz als kleine, offene und rohstoffarme Volkswirtschaft doch schon sehr früh nach aussen geöffnet und ihren Wohlstand durch eine weitreichende Integration in die arbeitsteilige Weltwirtschaft gemehrt.² Neben einer intensiven Bearbeitung der Exportmärkte gehören hierzu auch die Öffnung des Binnenmarktes für Importe und die Partizipation an der globalen Arbeitsteilung durch die Fragmentierung der Wertschöpfungskette und die Ansiedlung einzelner Prozesse dort, wo sich die besten Chancen bieten.

Die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte haben im Oktober 2007 im Rahmen einer Expertenbefragung bei 55 exportorientierten kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) der Schweizer Volkswirtschaft versucht, den Grad der Integration dieser Unternehmen in die Weltwirtschaft, die Motive hierfür, das konkrete Vorgehen sowie die daraus resultierenden Folgen für den Standort Schweiz zu ermitteln. Die wichtigsten Ergebnisse aus der Befragung lauten:

- Die Schweizer Wirtschaft hat sich in den letzten Jahren zunehmend in die Weltwirtschaft integriert. Die Exporte der befragten Unternehmen steigen meistens deutlich stärker als der Binnenumsatz; die globale Beschaffung von Vorleistungen (*Global Sourcing*) ersetzt immer häufiger eigene oder lokale Vorleistungen und die Verlagerung von Unternehmensprozessen (*Offshoring*) schreitet voran.
- Die Zielmärkte der Exporteure verlagern sich von den westeuropäischen Volkswirtschaften rasant in Richtung Osteuropa und Asien. Der Aufbau neuer Märkte erfolgt meist in Eigenregie, Schritt für Schritt mit Hilfe bestehender und eigener Netzwerke ohne staatliche Unterstützung. Er wird in der Regel mit eigenen Mitteln finanziert.
- Die Ursachen für die zunehmende Bedeutung der Exporte sind die sich dynamisch entwickelnden Märkte, Standortverlagerungen von Kunden und die Ausweitung des Marktpotenzials. Höhere Absatzvolumina ermöglichen die Realisierung von Skalenerträgen oder sind Voraussetzung, um die kritische Grösse zur Refinanzierung von Investitionen zu erlangen.

Die Schweizer Unternehmen profitieren ganz offensichtlich von der Exportdynamik. Gilt das aber auch für die schweizerische Volkswirtschaft insgesamt? Oder führt die Integration letztlich zu einer Verlagerung von Unternehmensteilen ins Ausland und zu einer Substitution von eigenen oder im Inland bezogenen Vorleistungen durch Importe? Die Befragung ergibt folgendes Bild:

- 70% der befragten Unternehmen haben einzelne Unternehmensfunktionen oder Geschäftsprozesse ins Ausland verlagert. Ausschlaggebend für das Offshoring war in der Mehrheit die Kundennähe («Follow the Customer»). Aber auch der zunehmende Kostendruck wurde genannt.
- Verlagert wurden zumeist arbeitsintensive Tätigkeiten, bei denen die komparativen Vorteile nicht auf Seiten des Standorts Schweiz liegen. Die Mehrheit der befragten Unternehmen gab an, dass hiervon der Heimstandort profitiere, da im Stammhaus oft zusätzliche Investitionen ausgelöst würden, um die Arbeitsproduktivität zu steigern.
- Auslandsinvestitionen sind demnach vielfach komplementär zu Ausrüstungsinvestitionen am Heimmarkt. Know-how-intensive Prozesse sollen am Heimstandort behalten werden. Allerdings nimmt der Druck zu, auch moderne Technologien und wertschöpfungsintensive Prozesse zu verlagern.

Bleibt angesichts dieser zunehmenden Konzentration auf wertschöpfungsintensive, Know-how-trächtige Prozesse überhaupt noch Potenzial für die Erbringung arbeitsintensiver Vorleistungen in der Schweiz? Die Befragung hat Folgendes gezeigt:

- Rund die Hälfte der befragten Unternehmen weist eine wachsende Importquote auf. Die Beschaffungsmärkte verschieben sich zudem zunehmend vom grenznahen Ausland nach Osteuropa, Asien und teilweise Lateinamerika.
- Tiefere Preise der importierten Vorleistungen und die Tatsache, dass diese Vorleistungen oft gar nicht (mehr) im Inland hergestellt werden, sind die Auslöser der Importzunahme.
- Es kommt kaum zu einem direkten Re-Export der zuvor importierten Waren, ohne dass auf den Einfuhren eine Wertschöpfung erbracht wird, welche von den Befragten als hoch eingestuft wird.

1 KOF Globalisierungsindex 2008

2 SECO, «Strategische Ausrichtung der Schweizerischen Aussenwirtschaftspolitik», S. 5, Bern 2005

Zusammenfassend lässt sich aus der Umfrage folgern, dass die schweizerische Volkswirtschaft von der zunehmenden Integration der Unternehmen in die Weltwirtschaft und von der sich verstärkenden Internationalisierung und Globalisierung der Wertschöpfungsketten Nutzen zieht. Die grosse Mehrzahl der befragten Unternehmen gibt an, trotz Verlagerung einzelner Prozesse am Standort Schweiz ein Wertschöpfungswachstum, ein Beschäftigungsplus und einen Produktivitätsanstieg realisiert zu haben.³

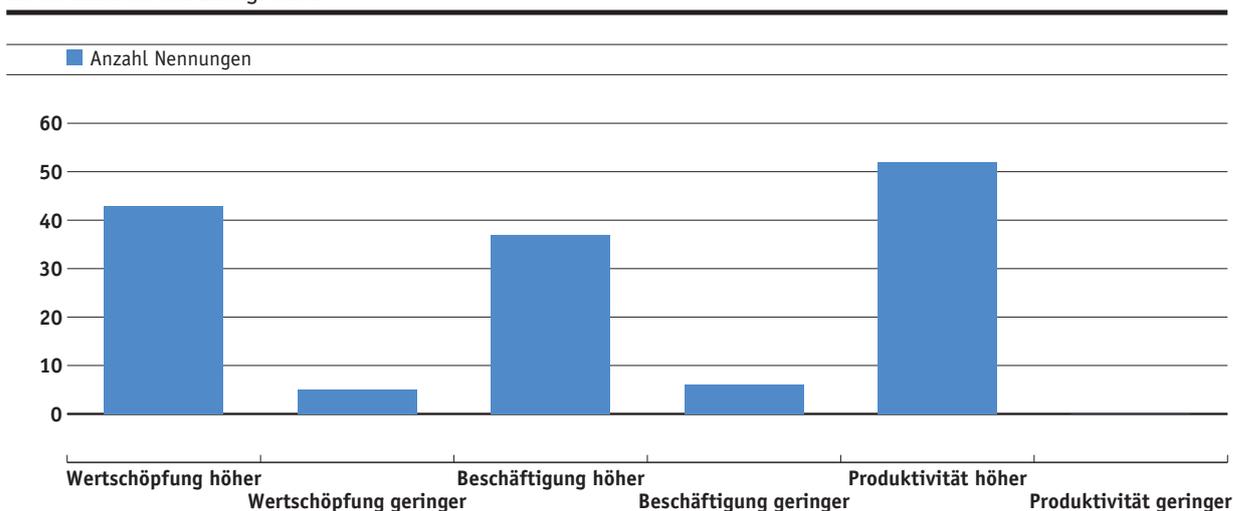
2 Ergebnisse der Unternehmensbefragung im Detail

2.1 Wachstumsdynamik auf den Exportmärkten

Die überwiegende Mehrheit der Befragungsteilnehmer (rund 70%) gab an, im Export stärker als auf dem Binnenmarkt zu wachsen. Bei jenen, welche keinen oder kaum einen Unterschied in der Umsatzentwicklung im In- und Ausland signalisierten, dominierten jene mit sehr grosser Exportquote.

18 (rund 32%) der befragten Experten sprachen davon, dass die Ausgestaltung bzw. die Veränderungen bei den institutionellen Rahmenbedingungen den Markteintritt gefördert haben. Immer wieder wurden die *bilateralen Verträge* erwähnt und dabei die *Personenfreizügigkeit* hervorgehoben. Der verbesserte und erleichterte Zugang zum europäischen Arbeitsmarkt und damit die erleichterten Rekrutierungsbedingungen in der Schweiz sind in erster Linie anzuführen. Betont werden daneben aber auch die Vereinfachungen bei konzerninternen Verschiebungen von Arbeitskräften über die Landesgrenzen hinweg und die dadurch erzielte höhere Flexibilität bei der Internationalisierung der Unternehmensstrukturen. Weiter werden die EU-Osterweiterung und der damit verbundene vereinfachte Zugang zu neuen Absatz- und Beschaffungsmärkten und schliesslich Verbesserungen im Rahmen der WTO positiv hervorgehoben.

Grafik 1
Netto-Effekte der Integration



Quelle: Umfrage SNB, Oktober 2007

3 Damit bestätigen sich die Ergebnisse verschiedener Studien zu diesem Sachverhalt. Siehe dazu z. B. Girma / Greenaway / Kneller, «Does exporting lead to better performance?», University of Nottingham, 2002 oder Robert Jäckle, «Going multinational: What are the effects on home market performance?», Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 03/2006; Sascha O. Becker, Marc-Andres Münder, «The effect of FDI on job separation», Deutsche

Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies No 01/2007 oder Spyros Arvanitis und Heinz Holenstein, «Determinants of Swiss Firms R&D Activities at Foreign Locations», KOF Working Papers No. 127, 2006.

Umfrage – Untersuchungsansatz und Befragungs-Sample

Untersuchungsansatz

Die Unternehmensbefragung wurde anhand eines Fragebogens in persönlichen Interviews durchgeführt. Die Auswahl der Unternehmen erfolgte selektiv und sollte ein Befragungssample ergeben, das tiefen Einblick über Exporttätigkeit, Verlagerung und Global Sourcing geben kann. Die Befragung ist demnach nicht repräsentativ; es handelt sich vielmehr um eine Expertenbefragung.

Struktur des Befragungssample

Das Sample weist gemessen am arithmetischen Mittel (Umsatz: 340 Mio. Franken, Zahl der Beschäftigten: 990) eine Verzerrung zugunsten überdurchschnittlich grosser Unternehmen auf. Zieht man indessen den Medianwert heran, so befinden sich die Ergebnisse (Umsatz: CHF 120 Mio., Zahl der Beschäftigten: 354) im Bereich, der für die Schweizer KMU-Landschaft typisch ist. Die Exportquote übertrifft zwar den gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt von rund 50% mit etwa 70% deutlich. Da der gesamtwirtschaftliche Referenzwert aber auch die öffentliche Verwaltung und andere Dienstleistungen umfasst, die allein für die Binnenwirtschaft erstellt werden, kann davon ausgegangen werden, dass das Sample die Schweizer Exportindustrie gut abdeckt.

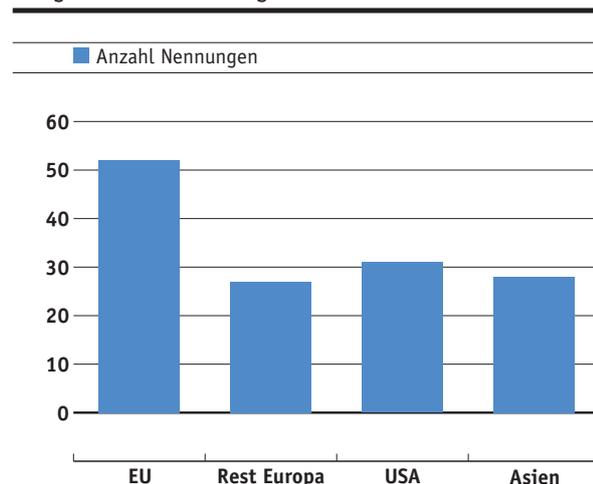
Die überwiegende Mehrheit der befragten Unternehmen exportiert nicht nur in einen einzigen Wirtschaftsraum, sondern verfolgt eine globale Exportstrategie. Die EU ist nach wie vor der wichtigste Absatzmarkt. Westeuropa, die USA und Japan werden von der Mehrheit der Interviewpartner seit «jeher» bearbeitet. Osteuropa und das restliche Asien sind dagegen erst Ende der 1990er oder zu Beginn der 2000er Jahre auf dem Radarschirm der Unternehmer aufgetaucht. Ihre Bedeutung nimmt aber rasch zu.

2.2 Markteintritt, Vertriebsstrukturen, Motive und Risikomanagement

Wendet sich eine KMU erstmals oder neuen Exportmärkten zu, sieht sie sich oft vor Herausforderungen gestellt, mit denen sie zuvor nicht konfrontiert war. Allein schon die Informationsbeschaffung oder das Marktmonitoring stellen grosse Herausforderungen für Unternehmen dar, die aufgrund ihrer Grösse nicht über entsprechende Spezialisten verfügen. Weitere Stichworte sind Marktgewohnheiten, Kaufkraft, Präferenzen, Wettbewerbssituationen, staatliche Rahmenbedingungen, Finanzierungsmodalitäten und anderes mehr. Aber auch bei der Erschliessung neuer Absatzgebiete stellen sich vielfältige Fragen: In welcher Form soll der Markteintritt erfolgen, wie kann der Aufbau von Vertriebsstrukturen angegangen und wie soll er finanziert werden? Schliesslich kommt neu oder verstärkt die Frage nach dem Wechselkursrisiko hinzu.

Die Befragung zeigt, dass der *Markteintritt* primär in Eigenregie erfolgt. Die Unternehmen werden allenfalls durch eigene Partner oder ein eigenes Netzwerk (bestehende Kunden- oder Lieferantenbeziehungen) unterstützt. In grösseren Unternehmen oder im Falle von Konzern- oder Gruppengesellschaften dienen andere Konzerneinheiten als Steigbügelhalter für den Eintritt in die neuen Märkte. Während also eigene Partner oder Netzwerke mit über 70% der Nennungen klar dominieren, werden staatliche Stellen der Schweiz wie die OSEC oder die Schweizer Botschaften (15%) sowie auch staatliche

Grafik 2
Geografische Verteilung



Quelle: Umfrage SNB, Oktober 2007

Unterstützung durch Institutionen aus der Zielregion (10%) nur selten erwähnt.

Die *Vertriebsstrukturen* verändern sich im Zeitablauf und im Ausmass der Marktdurchdringung. Typischerweise kommen in einer ersten Phase Agenten (30%) oder eigene Vertreter (20%) zum Einsatz. Erst wenn die Unternehmen in den Märkten etabliert sind, werden Vertriebsgesellschaften eröffnet. Diese erlangen dann aber rasch grosse Bedeutung (35%). Anlagen und Systeme nehmen bei den Exportprodukten eine relativ wichtige Rolle ein, während der «einfache Produktverkauf über die Landesgrenzen» weniger wichtig und einem erhöhten Verlagerungsdruck ausgesetzt ist. In der Folge nimmt auch die Bedeutung von Service- oder Engineeringstellen im Ausland zu. Von nur untergeordneter Bedeutung ist der Internetverkauf. E-Business würde zwar die physische Präsenz vor Ort unnötig machen, zumindest für den Verkauf und allenfalls auch den Vertrieb, doch wird es kaum systematisch eingesetzt.

Die *Motive* zur Aufnahme oder zur Intensivierung von Exporten lassen sich folgendermassen unterteilen.

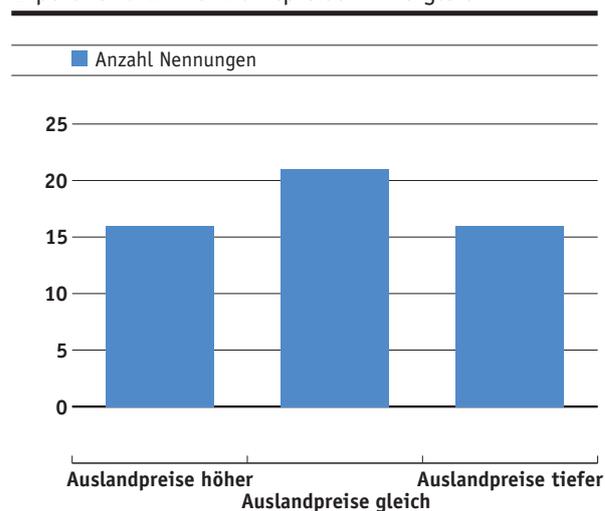
- 34% der befragten Unternehmen geben an, dass sie das Absatz- und Marktgebiet erweitern wollen, um den Ausstoss zu erhöhen und Skalenerträge zu realisieren. Sie haben eindeutig tiefere Stückkosten im Visier.
- Gut 20% der Interviewpartner können im Ausland höhere Margen realisieren. Sie spezialisieren sich in Nischen und erzeugen meist Anlagen oder Sys-

teme, für die es keine oder kaum vergleichbare Konkurrenzprodukte gibt. Die «Pricing-Power» liegt beim Produzenten.

- Rund 45% der Antwortenden machen «andere Motive» geltend, nämlich meistens *Marktdynamik* und *Kundennähe*. «Follow the Customer» ist vor allem in der Zulieferindustrie ein zentraler Treiber. Aber auch Sättigungstendenzen in der Schweiz bei gleichzeitig prosperierender Nachfrage in den neuen Wachstumsmärkten Osteuropas und Asiens werden als Motive genannt.
- High-Tech-Unternehmen verweisen darauf, dass bedeutungsvolle Änderungen in der Werkstoff- oder Produktionstechnologie umfangreiche Ausstattungsinvestitionen bedingen, wenn man technologisch an vorderster Front mittun wolle. Die daraus resultierende hohe Kapitalbindung lasse sich im begrenzten Heimmarkt aber nicht refinanzieren. Die *absolute Marktgrösse* ist hier der entscheidende Faktor, weder die Marktdynamik noch Sättigungs- oder Verlagerungsargumente.
- Schliesslich werden die Exportmärkte auch ganz bewusst zur *Diversifikation* konjunktureller und politischer Risiken ausgewählt.

Die Frage nach den *Preisvergleichen auf dem Binnenmarkt und im Export* förderte interessante Ergebnisse zutage. 16 Unternehmensvertreter (30%) antworteten, dass die Preise im Ausland höher seien, und 16 betonten das Gegenteil. 21 Antwortende (40%) konnten keine Preisdifferenz ausmachen. Unternehmen, die eine besonders starke und wertvolle *Marke* besitzen, oder Unternehmen, die aufgrund ihres Produktes auf das Label «Swissness» setzen, stuften die Exportmarktpreise oft höher ein. Unternehmen, welche angaben im Ausland höhere Margen und höhere Preise erzielen zu können, signalisieren, dass der *Wertschöpfungsgehalt der Exportprodukte* höher sei als bei den auf dem Binnenmarkt abgesetzten Gütern. Nur so lohne sich der Aufwand, Auslandsmärkte zu bearbeiten. Gerade umgekehrt argumentieren jene Befragungsteilnehmer, die in einem Umfeld vergleichbarer Preise auf Binnen- und Exportmärkten agieren. Sie sind meist im Produkt- und nicht im Anlagen- oder Systemgeschäft tätig. Ausserdem sind ihre Produkte und jene der Konkurrenz weitgehend homogen und austauschbar. Sie besitzen deshalb wenig Spielraum für Preisdiskriminierungen zwischen nationalen Märkten und reagieren bei der Preissetzung meist auf das Verhalten der Konkurrenten.⁴

Grafik 3
Export- und Binnenmarktpreise im Vergleich



Quelle: Umfrage SNB, Oktober 2007

⁴ Siehe hierzu Andreas M. Fischer, Matthias Lutz, Manuel Wälti, «Who prices locally? Survey of evidence of Swiss exporters», Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Series No. 6442, 2007.

Finanzierung und Wechselkurse – Risiko-management der Exporteure

Die *Exportfinanzierung* (Aufbau von Strukturen und laufender Betrieb) erfolgt bei der Mehrheit der befragten Unternehmen mit eigenen Mitteln. Dahinter steckt das grundsätzliche Bestreben vieler Unternehmen, sich mittels einer hohen Eigenmittelquote finanzielle Unabhängigkeit zu sichern. In Bezug auf Auslandsengagements komme hinzu, wird betont, dass inländische Banken sehr zurückhaltend seien, da sie über zu schwach ausgebaute Strukturen im Ausland verfügen, um die Kunden entsprechend vor Ort zu betreuen.

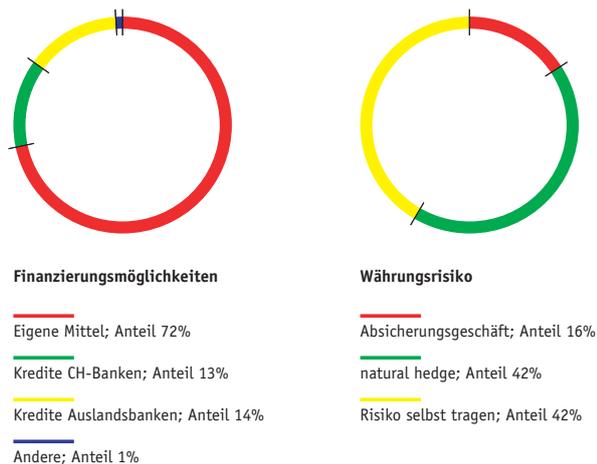
Die Finanzierung des Markteintritts und -aufbaus von der Schweiz aus wird ebenfalls als schwierig eingestuft, da die Marktkenntnisse der Kreditabteilungen zu wünschen übrig lassen und der Rückgriff auf die Sicherheiten im Ausland möglicherweise nicht gewährt oder schwierig durchzusetzen sei. Kredite von Schweizer Banken kommen in der Regel nur dann zum Zug, wenn sie auf Basis von Sicherheiten in der Schweiz erfolgen. Eigentliche Wachstumsfinanzierungen sind so aber schwer zu realisieren. Die Unternehmer ihrerseits bevorzugen ortsansässige Banken in den neuen Märkten besonders dann, wenn es sich um Länder mit grossen politischen Risiken handelt. Die Exitkosten sind aus Sicht der Unternehmen dadurch geringer und die Verhandlungsposition im Falle staatlicher Interventionen besser.

Als interessante Strategie wurden Kooperationen zwischen Schweizer Exporteuren und lokalen Akteuren in den Zielmärkten genannt. Sie scheinen dann besonders Erfolg versprechend, wenn das technologische Know-how des Exporteurs mit genauen Marktkenntnissen des lokalen Kooperationspartners verbunden wird. Die operativen Vorteile im Markteintritt und in der Marktbearbeitung liegen in der Überwindung der angesprochenen Informationsdefizite. Zudem scheint diese Zusammenarbeit Basis für kombinierte Finanzierungsmöglichkeiten zu sein. Der lokale Geschäftspartner ermöglicht die Finanzierung der Erstinvestitionen, meist in die Infrastruktur, während der Schweizer Partner oft mit seinen Geschäftsbanken den Betriebskredit sicherstellt.

Die Antworten zum *Management der Währungsrisiken* stehen in enger Verbindung zu den nachfolgend dargestellten Antworten bezüglich der Verlagerung von Unternehmensprozessen. Nur gerade 16% der befragten Unternehmen geben an, Absicherungsgeschäfte mit modernen Finanzinstrumen-

ten vorzunehmen. Die grosse Mehrheit erwähnt, das Risiko selbst zu tragen, indem im Idealfall vorsichtig budgetiert wird oder Wechselkursverluste und -gewinne im Zeitablauf aufgefangen und kompensiert werden. Ein Teil des Risikos wird dadurch gemildert, dass im Währungsraum, in welchem die Erträge aus den Exporten anfallen, mehr Vorleistungen bezogen oder bewusst Kostenblöcke angesiedelt werden (Natural Hedge). Bezogen auf die einzelnen Währungen zeigt sich, dass das Risiko zum Euro vorab selbst getragen oder mit «Natural Hedge» verringert wird. Mehr zu schaffen macht den Unternehmen der US-Dollar. Das Risiko wird hier als grösser betrachtet; das Hedging kommt allerdings nur für grössere Unternehmungen in Frage.

Grafik 4
Finanzierung und Wechselkurse



Quelle: Umfrage SNB, Oktober 2007

2.3 Verlagerungen und Importe – Korrektur positiver Exporteffekte?

Von den 55 befragten Unternehmungen gaben 40 an, Unternehmensfunktionen ins Ausland verlagert zu haben. Verlagert wurden schwergewichtig Produktionseinheiten und Vertrieb. Im Weiteren wurden markt- und kundennahe Prozesse wie Unterhalt und Service, Reparatureinheiten, Verpackung, Fertigung und Konfektionierung oder produktionsnahe Prozesse wie Sourcing oder Arbeitsvorbereitung genannt. Es handelt sich typischerweise um arbeitsintensive Wertschöpfungsprozesse, bei denen die komparativen Vorteile eindeutig nicht am Standort Schweiz liegen. Durch die Verlagerung dieser Prozesse verändert sich denn auch die Wertschöpfungsquote kaum. Diese lag in dem von uns befragten Sample bei rund 60–70% und übertraf damit den gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt, der gemäss SECO in der verarbeitenden Industrie bei weniger als 40% liegt, deutlich.⁵

Bei den *Motiven für die Verlagerung* einzelner Stufen der Wertschöpfungskette dominiert die Nähe zum Absatzmarkt. Wie verschiedene Beispiele der Umfrage zeigen, gewinnt dieses Motiv zunehmend an Bedeutung. Mit fortschreitender Bearbeitung des Exportmarktes stellt sich für die Unternehmen immer dringender die Frage, wo welche Prozesse angesiedelt werden sollen. Kundennähe scheint dabei nach wie vor das wichtigste Argument zu

sein. An zweiter Stelle werden die Kosten genannt. Obwohl sich das Gros der Unternehmen in Nischen mit geringer Preiselastizität zu positionieren versucht, ist der Druck auf die Preise und Kosten im Weltmarkt hoch.

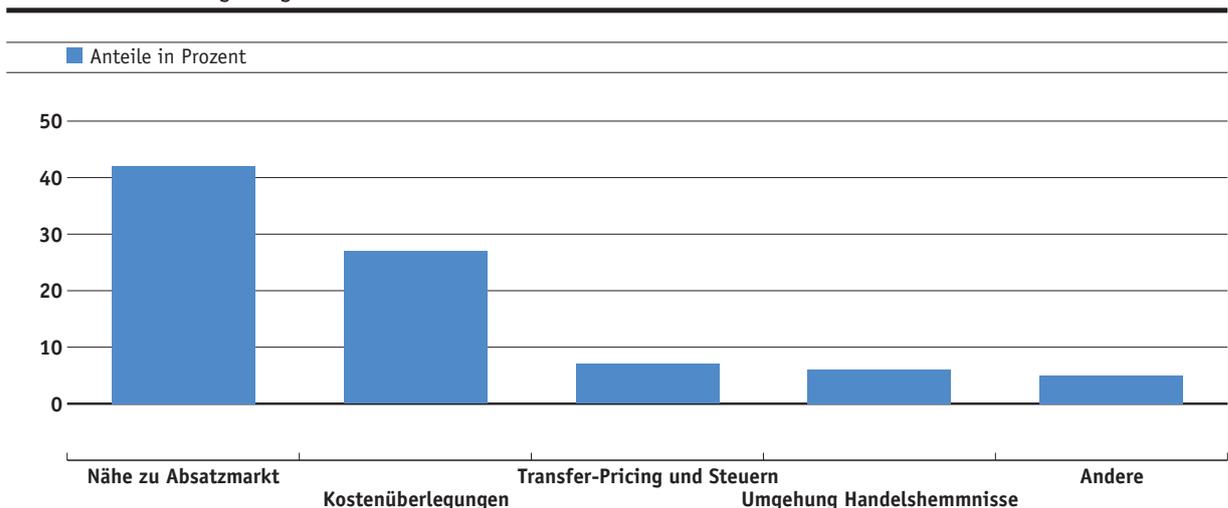
Trotz der internationalen Abkommen bestehen da und dort weiterhin Handelshemmnisse. Diese können teilweise mit lokaler Produktion umgangen werden. Eine ähnliche Problematik zeigt sich bei den Zulieferern. So gaben mehrere Zulieferbetriebe an, sie würden von ihren Kunden gedrängt, Teile der Produktion in Niedriglohnländer zu verlagern. Damit sollen die Kosten gesenkt und der «Local Content» des Endprodukts erhöht werden.

Erhöhung der Importe – aber keine «Basar-Ökonomie»

Die Hälfte der befragten Unternehmensvertreter gab an, dass die Importe in ihren Unternehmungen an Bedeutung gewinnen würden. Bei den Einfuhren handelt es sich in der Mehrheit um Rohstoffe und Halbfabrikate und nur zu rund 23% um Fertigprodukte. Die Einfuhren fliessen zu mehr als 40% als Vorleistungen in die eigenen Produkte, 34% gehen in den Endverbrauch und 25% werden direkt oder nach einer Veredelung re-exportiert.

Schliesslich wurden die Unternehmen nach der Entwicklung der Importe bzw. der Importquote gefragt. 27 Interviewpartner gaben an, dass die Importquote zunehmen würde. Gründe sind die im Vergleich zur lokalen Produktion günstigeren Importpreise (58%) und die bessere Qualität der

Grafik 5
Motive für die Verlagerung



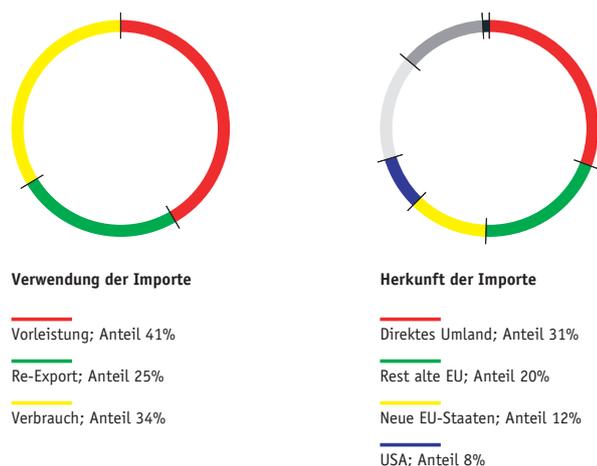
Quelle: Umfrage SNB, Oktober 2007

⁵ SECO, «Outsourcing, Produktionsstruktur und Wertschöpfungsquote», in «Die Konjunkturtendenzen Sommer 2007», S. 41ff.

eingeführten Waren (9%); 33% gaben an, dass es die betreffenden Produkte in der Schweiz nicht (mehr) gebe. In verschiedenen Beispielen zeigte sich ferner, dass die Unternehmen ihre Rohstoffe nicht mehr über einen regionalen oder nationalen Grosshändler beziehen, sondern direkt über eigene Sourcing-Gesellschaften oder über Konzerngesellschaften im Ausland beschaffen. An dieser Stelle soll nicht vertieft auf die vor allem in Deutschland geführte Diskussion um die «Basar-Ökonomie»⁶ eingegangen werden. Es kann aber festgehalten werden, dass die Befragung keine Hinweise dafür liefert, dass die Schweiz «ein Durchlauferhitze ist, auf dem lediglich Waren umgeschlagen werden». Die Einfuhren werden als Vorleistungen oder zum Konsum verwendet oder nach einem Veredelungsprozess exportiert.

Wirft man noch einen Blick auf die Beschaffungsmärkte, zeigt sich aufgrund der Mehrfachnennungen, dass die befragten Unternehmen durchschnittlich aus zwei Ländern bzw. Wirtschaftsräumen importieren. Damit ist die Beschaffungsseite etwas weniger stark diversifiziert als die Absatzseite. Gemessen am Volumen, das aus den entsprechenden Regionen beschafft wird, dominieren die an die Schweiz angrenzenden Volkswirtschaften und die übrigen alten EU-Länder. Auch hier zeigt sich aber ein sehr starker Trend in Richtung Verlagerung der Importe in neue EU-Länder und Asien.

Grafik 6
Art, Verwendungszweck und Herkunft der Importe



Quelle: Umfrage SNB, Oktober 2007

6 H.-W. Sinn, Die Basar-Ökonomie – Deutschland: Exportweltmeister oder Schlusslicht?, Econ Business, 2005.

3 Fazit

Die Expertenbefragung bei den Geschäftsführungen von 55 Schweizer Exportunternehmen hat gezeigt, dass die Integration in die Weltwirtschaft weit fortgeschritten ist und sich mit grosser Dynamik weiterentwickelt. Sie umfasst die Bearbeitung der Absatz- wie auch der Beschaffungsmärkte und genauso die Fragmentierung der Wertschöpfungskette und dezentrale Ansiedlung der Teilprozesse.

Die Unternehmer sind dem Wettbewerb ausgesetzt, fokussieren sich auf Nischen und wertschöpfungsintensive Tätigkeiten. Sie wachsen auf den Exportmärkten stärker als auf dem Binnenmarkt und versorgen sich im Ausland mit kostengünstigen Vorprodukten.

Der Standort Schweiz profitiert dadurch, dass die wertschöpfungsintensiven (versus arbeitsintensiv) Tätigkeiten hier erbracht werden, dass komplementär zu Auslandsinvestitionen Investitionen in die Infrastruktur am Heimstandort getätigt werden und dass sich die Zulieferer ebenfalls zu hochspezialisierten Unternehmen entwickeln.

Per Saldo dokumentieren die Unternehmen, dass sie dank dieser Entwicklung und trotz Auslandsinvestitionen in der Schweiz ihre Wertschöpfung, Zahl der Beschäftigten und Arbeitsproduktivität erhöht haben. Sie bestätigen somit Untersuchungen, nach denen im Ausland erfolgreiche Unternehmen auf dem Heimmarkt überdurchschnittlich viele Arbeitsplätze schaffen. Die umfassende Integration in die Weltwirtschaft verstärkt damit Wettbewerbsfähigkeit und das Wachstumspotenzial der Schweizer Wirtschaft.

Globalisation, markups and the natural rate of interest

Jean-Marc Natal und Nicolas Stoffels
Working Paper 2007-14

In den letzten vier Jahren waren die realen Zinsen ungewohnt tief, obwohl die Weltwirtschaft im historischen Vergleich stark wuchs. Die meisten gängigen Erklärungen für dieses «Rätsel» beruhen auf der Unvollkommenheit der Kapitalmärkte. Eine populäre Hypothese geht von einem Sparüberhang im Verhältnis zu den begrenzten Investitionsmöglichkeiten aus. Einem anderen Argument zufolge sind die tiefen realen Anleiherenditen auf einen Rückgang der Risikoprämien zurückzuführen.

Die vorliegende Studie betrachtet das Problem aus einer anderen, komplementären Perspektive und stützt sich ausschliesslich auf die Gütermärkte als Erklärung für das niedrige Realzinsniveau. Danach hat die Globalisierung – im Modell als zunehmender Handel von Gütern und Dienstleistungen aufgrund sinkender Handelskosten dargestellt – weltweit zu einer Erosion der Unternehmensmargen geführt. Dadurch sank der reale natürliche Zinssatz, d. h. derjenige Zinssatz, der notwendig ist, um die Gesamtnachfrage mit dem Gesamtangebot in Einklang zu bringen. Der reale natürliche Zinssatz ist eine wichtige und für die Geldpolitik massgebliche, aber nicht direkt beobachtbare Variable.

Hinter dem «Rätsel» der niedrigen realen Anleiherenditen steht damit der anhaltende Rückgang des realen natürlichen Zinssatzes bzw. der Rückgang der erwarteten zukünftigen kurzfristigen Realzinsen.

Die Autoren kommen damit in einem dynamischen Zwei-Länder-Gleichgewichtsmodell mit variabler Substitutionselastizität von Gütern zu zwei grundsätzlichen – vorwiegend theoretischen – Ergebnissen:

1. Die Globalisierung hat – über ihren Einfluss auf die Unternehmensmargen – potenziell bedeutende Auswirkungen auf den natürlichen Zinssatz.
2. Einfache und plausible Entwicklungen bezüglich Globalisierung und Margen helfen, das «rätselhaft» niedrige Weltzinsniveau zu erklären: Die Verschärfung des Wettbewerbs in den letzten Jahren sorgte für geringere Margen (pro Stück) und einen höheren Output. Die unerwartete Einkommenssteigerung förderte die Sparneigung und führte zu einem Rückgang der Realzinsen.

Information sharing and credit: Firm-level evidence from transition countries

**Martin Brown, Tullio Jappelli
und Marco Pagano**
Working Paper 2007-15

Bei der Prüfung eines Kreditantrags können sich Banken einerseits Informationen aus erster Hand vom Antragsteller selbst beschaffen. Andererseits kann eine Bank sich Informationen von anderen Kreditgebern beschaffen, die bereits mit dem Antragsteller zu tun hatten. Dieser Informationsaustausch zwischen Banken erfolgt gewöhnlich über öffentliche oder privatwirtschaftliche Evidenzzentralen und ist für die Entwicklung der Kreditmärkte in Ländern mit schwach ausgeprägtem Gesellschaftsrecht und Gläubigerschutz von besonderer Bedeutung. Mangelnde Transparenz in der Unternehmensberichterstattung aufgrund eines schwachen Gesellschaftsrechts erhöht Informationsasymmetrien in der Schuldner-Gläubiger-Beziehung. Dies mindert den Anreiz der Banken, Kredite zu vergeben. Ein geringer Gläubigerschutz schränkt zudem die Bereitschaft der Banken ein, Kredite an Risikounternehmen zu vergeben, da die Durchsetzung von Verträgen kostspielig oder unmöglich ist.

Diese Studie beleuchtet die Rolle des Informationsaustauschs zwischen Banken in Ländern mit gering ausgeprägtem Gesellschaftsrecht und Gläubigerschutz. Dabei wird der Einfluss von privatwirtschaftlichen und öffentlichen Evidenzzentralen auf die Verfügbarkeit und die Kosten von Unternehmenskrediten in 24 Transitionsländern Osteuropas und der ehemaligen Sowjetunion analysiert. Die Analyse erfolgt anhand von Unternehmensdaten über den Zugang zu Krediten und deren Kosten, von der umfangreichen und repräsentativen Unternehmensumfrage «Business Environment and Enterprise Performance Survey» (BEEPS) der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (EBWE)/Weltbank. Die unternehmensspezifischen Kreditdaten werden mit Indikatoren über den Informationsaustausch zwischen Banken auf Landesebene verglichen, die der «Doing Business»-Datenbank der Weltbank/International Finance Corporation (IFC) entnommen wurden.

Die Ergebnisse legen den Schluss nahe, dass der Informationsaustausch zwischen Banken mit einer besseren Verfügbarkeit und geringeren Kosten von Krediten einhergeht. Darüber hinaus ist die Korrelation zwischen Kreditverfügbarkeit und Informationsaustausch für intransparente Unternehmen stärker als für transparente, wobei die Definition von Transparenz auf der Einbeziehung externer Wirtschaftsprüfer und dem Gebrauch internationaler Rechnungslegungsstandards beruht. Dieses Ergebnis deckt sich mit der Einschätzung, dass der Informationsaustausch für Banken besonders bei der Beurteilung von Kreditanträgen nützlich ist, deren Bearbeitung ansonsten zu kostenaufwändig wäre. Die Ergebnisse zeigen zudem, dass die Beziehung zwischen Informationsaustausch und Kreditverfügbarkeit (-kosten) in Ländern mit geringerer Rechtssicherheit stärker ausgeprägt ist. Dieses Resultat bestätigt die Vermutung, dass der Informationsaustausch für Banken insbesondere in solchen Ländern einen hohen Nutzen hat, in denen ein schwaches Gesellschafts- und Insolvenzrecht die Kosten der Kundenprüfung und Vertragsdurchsetzung erhöht.

Who prices locally?

**Andreas M. Fischer, Matthias Lutz
und Manuel Wälti**
Working Paper 2007-16

Lässt sich durch unternehmensspezifische Faktoren erklären, warum einige Exporteure Pricing-to-Market- (PTM) Strategien verfolgen und andere nicht? Frühere Untersuchungen haben sich in erster Linie auf länder- und sektorspezifische Faktoren konzentriert, um internationale Preisunterschiede zu erklären. Dieses Working Paper beschäftigt sich hingegen mit der Bedeutung unternehmensspezifischer Merkmale. Es ist beispielsweise denkbar, dass grosse Exporteure eher ihre Preise an den lokalen Markt anpassen als kleinere Exporteure. Dafür lässt sich eine Reihe von Gründen anführen. Eine erste offenkundige Erklärung könnte sein, dass grosse Exporteure einfach eine höhere Anzahl von Märkten bedienen als kleine Exporteure, die sich möglicherweise auf einen einzelnen Markt oder Abnehmer konzentrieren, insbesondere im Bereich von Zwischenprodukten. Zweitens dürfte der Anreiz, Wechselkurseinflüsse und die Vorteile eines an die lokalen Marktgegebenheiten angepassten Produktpreises gegeneinander abzuwägen, umso grösser sein, je höher der auf das Exportgeschäft entfallende Umsatzanteil ist. Drittens dürften lokale Preisstrategien mit Kosten verbunden sein.

Die Hypothese, wonach unternehmensspezifische Faktoren, insbesondere die Unternehmensgrösse, wichtige Bestimmungsfaktoren bei der Entscheidung zugunsten einer PTM-Strategie sind, wurde anhand von Querschnittsdaten aus der Umfrage der KOF-ETH unter Schweizer Exporteuren im Jahr 2006 überprüft. In der KOF-ETH-Umfrage geben Exporteure Auskunft darüber, ob sie auf ihren Exportmärkten mit unterschiedlichen Preisen agieren, und falls ja, ob die Differenzierung die Preissituation im jeweiligen Lokalmarkt oder andere Faktoren reflektiert. Dieses Working Paper ist eine von wenigen Untersuchungen, die sich auf qualitative Informationen aus Branchenumfragen zur Preissegmentierung stützt. Die hier dargestellte ökonometrische Analyse regressiert anhand eines Probit-Modells eine binäre Preissegmentierungsvariable auf firmenspezifische Informationen, wobei gleichzeitig für Transportkosten und die Wettbewerbsintensität im lokalen Markt kontrolliert wird.

Für Schweizer Exporteure zeigt sich eine Korrelation zwischen Firmengrösse und Exportpreisen. Grössere Unternehmen orientieren ihre Preispolitik eher am lokalen Markt als kleinere Unternehmen. Dies bedeutet, dass grössere Firmen zwar einem stärkeren Wechselkursrisiko ausgesetzt sind, aber gleichzeitig von einer besseren Positionierung in lokalen Märkten profitieren.

Safe Haven Currencies

Angelo Ranaldo und Paul Söderlind
Working Paper 2007-17

Die Medien und die Finanzmarktliteratur befassen sich zwar häufig mit Assets, die als so genannt «sichere Häfen» dienen, doch gibt es nur wenige wissenschaftliche Publikationen zu diesem Thema. Die vorliegende Studie versucht, diese Lücke zu füllen. Sie konzentriert sich auf Devisenmärkte und beschreibt die Eigenschaften, die bestimmte Währungen als sicheren Hafen qualifizieren. Die Autoren befassen sich insbesondere mit zwei Fragen: Erstens, welche Währungen als sicherer Hafen dienen können, und zweitens, wie sich solche Sicherheitseffekte zeigen. Um die erste Frage zu beantworten, haben die Autoren eine empirische Analyse über die Beziehungen zwischen den Risiko-/Renditeprofilen von Währungen und den Aktien- und Obligationenmärkten durchgeführt. Auch wenn die empirische Spezifikation sparsam gehalten wurde, erfasst sie zwei massgebliche Faktoren, die für einen sicheren Hafen bestimmend sind. Der erste Faktor bezieht sich auf die Abwertung der betreffenden Währungen bei einem allmählichen Rückgang der Risikoaversion in einem Börsenaufschwung. Der zweite Faktor bezieht sich auf extremere Szenarien, wenn nämlich die Risikowahrnehmung plötzlich zunimmt.

Um zu zeigen, wie Sicherheitseffekte zustande kommen, werden deren typischen Merkmale und ihr zeitliches Auftreten untersucht. Die Studie zeigt eine systematische Beziehung zwischen Risikoanstieg, Börsenbaissen und der Aufwertung von Währungen, die als sicherer Hafen dienen. Zudem wirkt dieser Übertragungsmechanismus nicht nur innerhalb eines Tages (Intraday), sondern kann während einiger Tage andauern.

Aus der Studie ergeben sich damit zwei wichtige Ergebnisse: Erstens zeigt sich, dass der US-Dollar an Wert verliert, wenn die Risikobereitschaft auf den Finanzmärkten sinkt. Der Schweizer Franken und – in geringerem Ausmass – der japanische Yen und der Euro profilieren sich demgegenüber deutlich als sichere Häfen und bewegen sich invers zu den internationalen Aktienmärkten und zur Risikowahrnehmung. Zweitens können Sicherheitseffekte sowohl in stündlichen als auch in wöchentlichen Daten nachgewiesen werden, wobei sich der stärkste Effekt innerhalb von ein bis zwei Tagen einstellt. Schliesslich leistet die vorliegende Studie einen Beitrag zum Verständnis einiger umstrittener und derzeit aktueller Themen wie Carry-Trades, Flucht in die Qualität und Ansteckungsphänomene.

Unverändertes Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss an der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 13. März, 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.

Herausgeberin

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Copyright

Schweizerische Nationalbank, 2008
Nachdruck unter Quellenangabe gestattet
Belegexemplar erwünscht

Preis

Elektronische Versionen ab Internet: kostenlos.
Gedruckte Versionen: Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–),
für die Abonnenten des Statistischen Monatshefts:
Fr. 15.– pro Jahr (Ausland: Fr. 20.–).
Preise inkl. 2,4% MWSt

Abonnemente, Einzelexemplare und Adressänderungen

(gedruckte Quartalshefte)
Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Postfach, CH-8022 Zürich
Telefon +41 (0)44 631 32 84, Fax: +41 (0)44 631 81 14
E-Mail: library@snb.ch

Sprachen

In gedruckter Form erscheint das Quartalsheft auf
Deutsch (ISSN 1423–3789) und Französisch (ISSN 1423–3797).

Elektronisch ist das Quartalsheft abrufbar auf:

Deutsch:
www.snb.ch, Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662-2588)
Französisch:
www.snb.ch, Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)
Englisch:
www.snb.ch, Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)

Internet

www.snb.ch