

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

September 3/2008 26. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht über das Quartalsheft 3/2008
6	Bericht über die Geldpolitik
42	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
46	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
50	Geld- und währungspolitische Chronik

Übersicht über das Quartalsheft 3/2008

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die internationale Konjunktur trübte sich im Verlauf des ersten Halbjahres 2008 ein. In Europa und Japan war das BIP im zweiten Quartal rückläufig. In den USA wurde das Wachstum hauptsächlich vom privaten Konsum gestützt. In sämtlichen Regionen war eine bedeutende Verschlechterung des Konsumenten- und Produzentenvertrauens zu beobachten. Die aufstrebenden Länder Ostasiens expandierten weiterhin mit hoher Dynamik. Auch in diesen Ländern sind jedoch erste Anzeichen einer konjunkturellen Abkühlung sichtbar geworden. Gegenüber Juni hat die SNB ihre Annahmen für das BIP-Wachstum 2008 und 2009 in all diesen Regionen nach unten revidiert.

In der Schweiz wuchs das BIP im zweiten Quartal erwartungsgemäss leicht unter dem Potenzialwachstum. Damit bestätigte sich die Verlangsamung, die sich schon im ersten Quartal abgezeichnet hatte. Aufgrund der Auswirkungen der internationalen Finanzmarktkrise war die Wertschöpfung der schweizerischen Banken wiederum stark rückläufig. Stützend wirkte dagegen die positive Entwicklung in der verarbeitenden Industrie sowie in konsumnahen Branchen. Die SNB geht davon aus, dass sich das Wirtschaftswachstum in der zweiten Jahreshälfte weiter verlangsamen wird. Für das gesamte Jahr 2008 rechnet sie weiterhin mit einem Anstieg des realen BIP von 1,5–2%.

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

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 42)

Die rund 170 Vertreter aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten Juni bis August 2008 Gespräche führten, vermeldeten insgesamt weiterhin einen guten Geschäftsverlauf und eine hohe Auslastung der Produktionskapazitäten. In der Berichtsperiode wurde jedoch eine Verlangsamung der Nachfragedynamik beobachtet, insbesondere in der verarbeitenden Industrie und im Bausektor. Für die kommenden Monate rechnen auch die konsumorientierten Branchen mit einer Abkühlung der Nachfrage. Die Beschäftigung dürfte mit verlangsamtem Tempo wachsen.

SNB Working Papers (S. 46)

Zusammenfassungen von fünf Aufsätzen: Raphael Auer und Thomas Chaney, «Cost pass through in a competitive model of pricing-to-market», SNB Working Paper 2008-6; Martin Brown, Armin Falk und Ernst Fehr, «Competition and relational contracts: The role of unemployment as a disciplinary device», SNB Working Paper 2008-7; Raphael Auer, «The colonial and geographic origins of comparative development», SNB Working Paper 2008-8; Andreas M. Fischer und Angelo Ranaldo, «Does FOMC news increase global FX trading?», SNB Working Paper 2008-9; Charlotte Christiansen und Angelo Ranaldo, «Extreme coexceedances in new EU member states' stock markets», SNB Working Paper 2008-10.

Bericht über die Geldpolitik

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

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,
die bis Mitte September 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
25	3 Monetäre Entwicklung
25	3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen
29	3.2 Wechselkurse
31	3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise
33	3.4 Geldaggregate
35	3.5 Kredite
37	4 Die Inflationsprognose der SNB
37	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
39	4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid
37	Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Zu diesem Bericht

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

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

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

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

Geldpolitischer Entscheid

Die Schweizerische Nationalbank belies an der Lagebeurteilung vom 18. September 2008 das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25%. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten. Sie versorgt den Schweizer-Franken-Geldmarkt weiterhin grosszügig und flexibel mit Liquidität.

Die Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität, die sich zuerst in den USA zeigte, erfasst nun auch Europa und, in etwas geringerem Ausmass, die Schwellenländer. Die Erdölpreise bleiben hoch, obwohl sie eine deutliche Korrektur erfahren haben. Sie bremsen die weltweite konjunkturelle Entwicklung weiterhin und verursachen inflationären Druck. Die Lage an den Finanzmärkten ist besorgniserregend.

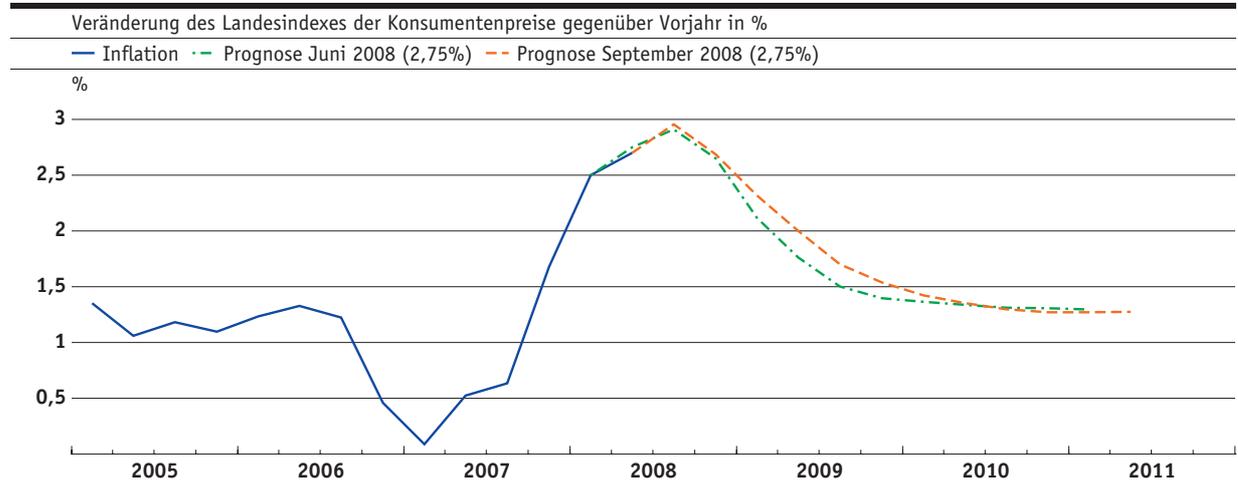
Die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz entspricht den Erwartungen der Nationalbank. Das Wachstum war in der ersten Hälfte des laufenden Jahres rückläufig, nachdem es 2007 eine Rate von 3,3% verzeichnet hatte. Es ist trotz der Verschlechterung der Weltkonjunktur ziemlich robust geblieben, doch dürfte sich die Verlangsamung in den

nächsten Monaten fortsetzen. Für das Jahr 2008 rechnet die Nationalbank unverändert mit einem realen BIP-Wachstum von 1,5–2%.

Die Inflationsprognose weicht kaum von jener ab, die im Juni publiziert wurde, auch wenn sich die Teuerung nächstes Jahr etwas weniger rasch zurückbilden wird als noch vor drei Monaten erwartet. Unter der Annahme eines konstanten Dreimonats-Libor von 2,75% dürfte die Teuerung im Jahr 2008 2,7% betragen und aufgrund der konjunkturellen Abflachung sowie der Stabilisierung der Erdölpreise im Jahre 2009 auf 1,9% und im Jahre 2010 auf 1,3% sinken. Da die Risiken im Hinblick auf die weltwirtschaftliche Entwicklung, die Finanzmärkte und die Energiepreise bedeutend sind, ist diese Prognose mit grossen Unsicherheiten behaftet.

Die erwartete mittelfristige Verlangsamung der Teuerung erlaubt es der Nationalbank, ihren geldpolitischen Kurs unverändert beizubehalten. Angesichts der gegenwärtigen Risiken ist aber Vorsicht geboten. Die Nationalbank wird deshalb die Entwicklung der internationalen Konjunktur, der Finanzmärkte und des Erdölpreises aufmerksam verfolgen, um falls nötig rasch handeln zu können.

Inflationsprognose Juni 2008 mit Libor 2,75% und September 2008 mit Libor 2,75%



Inflationsprognose September 2008, Libor 2,75%

	2008	2009	2010
Durchschnittliche Jahresinflation in %	2,7	1,9	1,3

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die internationale Konjunktur trübte sich im Verlauf des ersten Halbjahres 2008 ein. Aufgrund von Spezialfaktoren fielen die Wachstumsraten der grossen Industrieländer im zweiten Quartal aber unterschiedlich aus. Während in den USA Steuergutschriften und die Dollarschwäche das Wachstum stützten, gab das BIP in der Eurozone und in Japan zum Teil als Gegenreaktion auf ein starkes Wachstum im Vorquartal nach. In allen Regionen war jedoch eine Verschlechterung des Konsumenten- und Produzentenvertrauens, des Arbeitsmarktes und des Exportumfeldes zu beobachten. Auch in den aufstrebenden Ländern Ostasiens wurden erste Anzeichen einer konjunkturellen Verlangsamung sichtbar. Getrieben durch höhere Energie- und Rohstoffpreise zogen die Konsumentenpreise weiter an. In vielen Ländern erreichte die Inflationsrate Niveaus, die zuletzt in den frühen 1990er Jahren verzeichnet worden waren. Der jüngste Rückgang der Energie- und Rohstoffpreise deutet indessen auf eine bevorstehende Entspannung hin.

Auch ein Jahr nach den ersten Finanzmarktverwerfungen hält die Krise weiterhin an. Nach wie vor sind auf den meisten Kreditmärkten erhöhte Risikoprämien zu zahlen und die Kreditbedingungen für die meisten Wirtschaftsteilnehmer haben sich weiter verschlechtert. Daneben hat sich besonders in den USA die Anfälligkeit der Banken erhöht. Vor diesem Hintergrund ist für die nahe Zukunft mit

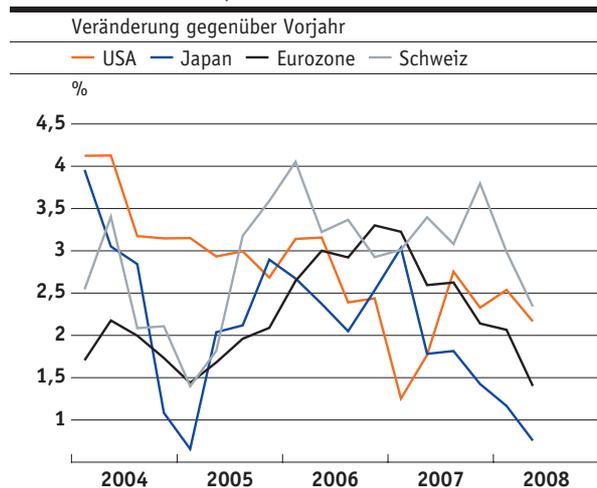
einer fragilen Konjunktur zu rechnen. Die Anpassungen an den Immobilienmärkten dürften weiterhin auf dem Wachstum lasten. Die BIP-Konsensprognosen wurden vor allem für das Jahr 2009 nach unten angepasst.

Überraschend robustes Wachstum in den USA

In den USA erhöhte sich das BIP im zweiten Quartal um 3,3%, nach einem Wachstum von 0,9% in der Vorperiode. Die überraschend robuste Entwicklung der Wertschöpfung war vor allem auf eine starke Exportdynamik und einen widerstandsfähigen privaten Konsum zurückzuführen. Die seit Ende April an die Haushalte versandten Steuergutschriften stützten die Konsumausgaben (insbesondere für nicht dauerhafte Güter) spürbar. Zudem konnte der Wirtschaftsbau – entgegen den Erwartungen – wieder deutlich zulegen. Dennoch blieb die Grundtendenz der Wirtschaftsentwicklung schwach: Zwischen März und August stieg die Arbeitslosenquote weiter von 5,1% auf 6,1%.

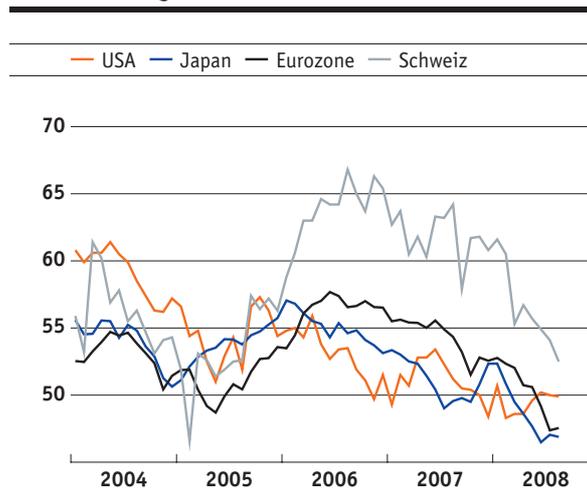
In den nächsten Quartalen dürfte das BIP-Wachstum nur sehr verhalten ausfallen. Die historisch tiefe Konsumentenstimmung, welche eine schlechtere Arbeitsmarktlage, verschärfte Kreditbedingungen und weiterhin sehr hohe Benzinpreise widerspiegelt, deutet auf einen nachlassenden privaten Konsum hin. Von den Steuergutschriften sind kaum weitere Impulse zu erwarten, da etwa drei Viertel der budgetierten Summe bereits zurückerstattet wurden. Die Lage am Immobilienmarkt

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

bleibt prekär, aber vorlaufende Indikatoren wie die Zahl der Hausverkäufe und der Baubewilligungen scheinen sich allmählich zu stabilisieren. Die Exporte dürften trotz einer sich abzeichnenden Verlangsamung der ausländischen Nachfrage weiterhin einen positiven Wachstumsbeitrag leisten. Daneben sind im Vergleich zur Rezession von 2001 keine deutlich negativen Impulse von den Ausrüstungs- und Lagerinvestitionen zu erwarten, da die Unternehmen in der jüngsten Aufschwungphase ihren Kapitalstock nur vorsichtig erhöht haben. Dank des starken Wachstums im zweiten Quartal erwartet die SNB ein BIP-Wachstum für 2008 von 1,8% nach 1,4% im Juni. Dagegen wurde die Prognose für 2009 von 1,6% auf 1,3% zurückgenommen.

Wirtschaftsflaute in der Eurozone

Die Wirtschaftsleistung der Eurozone nahm im zweiten Quartal um 0,8% ab, nachdem sie im ersten Quartal um 2,7% gestiegen war. Damit schrumpfte sie so stark wie noch nie seit Beginn der Erhebung durch Eurostat im Jahre 1995. Die drei grössten Volkswirtschaften der Eurozone – Deutschland, Frankreich und Italien – verzeichneten einen Rückgang des BIP, während die Wertschöpfung in Spanien nur leicht wuchs und in den Niederlanden stagnierte. Der BIP-Rückgang war zum Teil auf Einmaleffekte – wie vorgezogene Bau- und Investitionsaufträge in Deutschland – zurückzuführen. Zusätzlich litt die Wirtschaft vermehrt unter hohen Energiepreisen, welche die Kaufkraft der Konsumenten minderten und den Privatkonsum einschränkten.

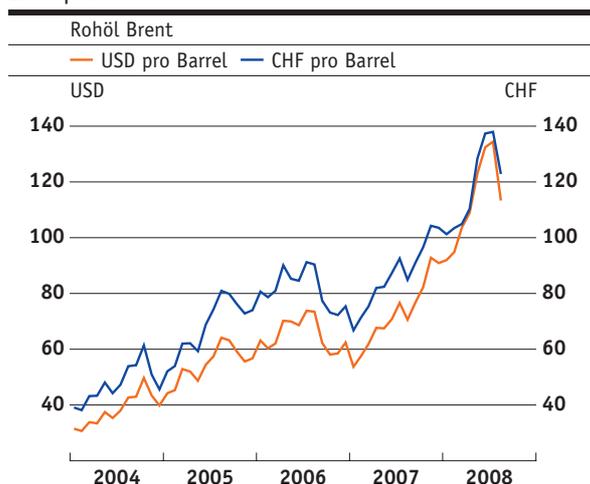
Daneben verlor auch die ausländische Nachfrage, nicht zuletzt aufgrund des starken Euro, an Schwung. Die Auslastung der Produktionsfaktoren nahm weiter ab, blieb aber überdurchschnittlich. Gemäss Umfragen waren die Arbeitgeber weniger gewillt, Personal einzustellen. Damit dürfte die Arbeitslosenquote die Talsohle durchschritten haben.

Die Eurozone durchläuft gegenwärtig eine Schwächephase. Das Vertrauen der Produzenten und Konsumenten ist im Verlauf der letzten Monate eingebrochen. Insbesondere die Erwartungen der Unternehmungen bezüglich Exporten und Auftragslage haben sich verschlechtert. Zusammen mit einer weniger günstigen Gewinnentwicklung und restriktiveren Finanzierungsbedingungen lässt dies eine schwächere Investitions- und Exporttätigkeit erwarten. Dabei dürfte der Rückgang der Exportnachfrage vorwiegend von den industrialisierten Ländern ausgehen. Die Abwärtsrisiken, die in einigen Ländern (Spanien, Irland, Vereinigtes Königreich) mit der Abkühlung der Immobilienmärkte einhergehen, haben zudem zugenommen. Die SNB erwartet ein BIP-Wachstum von 1,3% für 2008 und 0,9% für 2009. Gegenüber Juni liegen diese Werte um 0,5 bzw. 0,6 Prozentpunkte tiefer.

Weniger Schwung in Asien

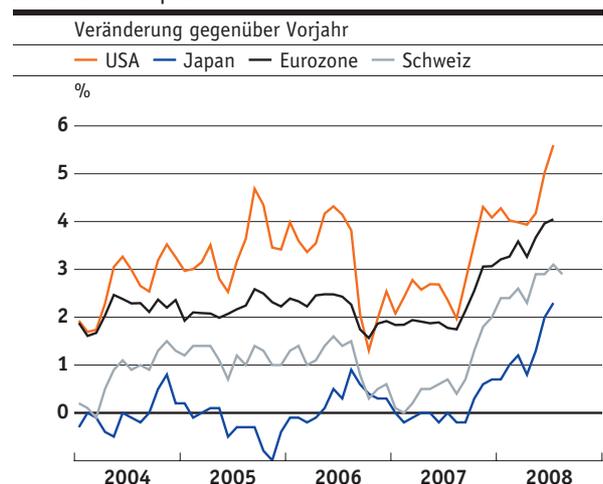
In Japan schrumpfte das reale BIP im zweiten Quartal auf breiter Basis um 3,0%. Der Rückgang war zum Teil eine Gegenreaktion auf das starke Wachstum im ersten Quartal, welches von einem

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

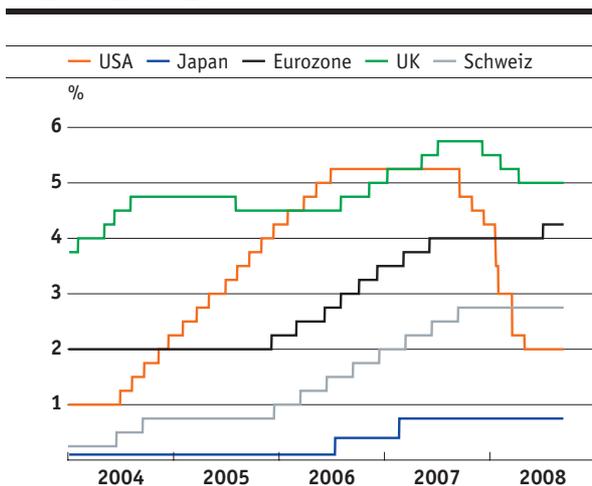
zusätzlichen Arbeitstag begünstigt wurde (Schaltjahr); er widerspiegelt aber auch eine schwächere Grunddynamik. Insbesondere leidet der private Konsum in letzter Zeit unter dem energiepreisbedingten Kaufkraftschwund sowie einer schwachen Lohnentwicklung, was sich in einem markanten Rückgang der Konsumentenstimmung niederschlägt. Die flauere Konsumnachfrage belastet gleichzeitig den Unternehmenssektor, dessen Gewinnentwicklung sich angesichts steigender Rohstoffkosten und eines nachlassenden Exportwachstums abgeschwächt hat. Entsprechend stagnierte die Investitionstätigkeit im ersten Halbjahr. Günstige Finanzierungsbedingungen machen indessen eine tiefgreifende Reduktion der Investitionen im weiteren Jahresverlauf unwahrscheinlich. Die exportorientierten Unternehmungen zeigten sich dank der robusten Nachfrage aus den aufstrebenden Märkten bis Jahresmitte verhalten optimistisch. Jedoch lässt die fragile Binnennachfrage für die zweite Jahreshälfte nur ein schwaches Wirtschaftswachstum erwarten. Die SNB erwartet ein BIP-Wachstum von 1,0% für dieses und 1,2% für nächstes Jahr. Im Juni lagen beide Wachstumsraten noch bei 1,5%.

In China setzte sich das starke und breit abgestützte Wachstum im zweiten Quartal fort. Gegenüber dem Vorjahr expandierte das BIP um 10,1%, nach 10,6% im Vorquartal. Treibende Kraft war nach wie vor die Investitionstätigkeit. Insbesondere die Bauinvestitionen, welche rund ein Viertel der Gesamtinvestitionen ausmachen, beschleunigten sich weiter. Das Wachstum des privaten

Konsums blieb solide, gestützt vom stetigen Beschäftigungs- und Einkommenszuwachs sowie von staatlichen Anreizen. Nachfrageseitige Indikatoren wie die Detailhandelsumsätze und Aussenhandelszahlen blieben bis Juli robust. Die Industrieproduktion kühlte sich indessen im Juli ab, möglicherweise als Folge von Regulierungen im Raum Peking im Hinblick auf die Olympischen Spiele. Gegenwärtig steht ein breit angelegtes Fiskalpaket im Umfang von rund 370 Mrd. RMB (nahezu 1,5% des chinesischen BIP) im Gespräch. Das Massnahmenpaket zielt vor allem auf strukturelle Veränderungen und eine ausgewogenere Wachstumszusammensetzung ab; es würde jedoch auch die Konjunktur im Falle einer starken Verlangsamung des Exportwachstums stützen. In den kommenden Quartalen ist mit einer graduellen Verlangsamung zu rechnen.

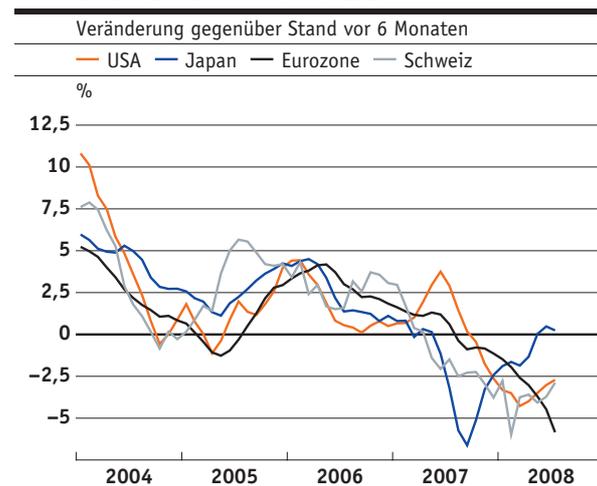
In den ostasiatischen Tigerstaaten Korea, Taiwan, Hongkong und Singapur legte das BIP im zweiten Quartal noch um durchschnittlich 4,4% gegenüber dem Vorjahr zu, verglichen mit 6,2% im Vorquartal. Insbesondere dürften die höheren Nahrungsmittel- und Energiepreise die Binnennachfrage gedämpft haben. Die Exporte blieben bis Jahresmitte dank hoher Ausfuhren nach China sehr dynamisch, doch lassen die Nachfrageabschwächung in den Industrieländern und der sich abzeichnende Abschwung im Elektroniksektor eine Abkühlung in der zweiten Jahreshälfte erwarten.

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Datastream

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

Deutlicher Anstieg der Teuerung

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerung zog weltweit deutlich an. Inflationstreibend waren vor allem die steigenden Energie- und Nahrungsmittelpreise, doch legte in vielen Ländern auch die Kernteuerung leicht zu. Der jüngste Rückgang der Erdölpreise dürfte in den kommenden Monaten die Teuerung dämpfen, doch bleiben die Inflationsrisiken angesichts erhöhter Inflationserwartungen und der Möglichkeit von Zweitrundeneffekten nach oben gerichtet.

In den USA erhöhte sich die Jahresteuerung von 3,9% im April auf 5,6% im Juli, den höchsten Stand seit 17 Jahren. Die Kernteuerung, welche die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, stieg im gleichen Zeitraum von 2,3% auf 2,5%. In der Eurozone zog die Gesamtteuerung zwischen April und Juli von 3,3% auf 4,0% an und erreichte damit ein neues 16-Jahres-Hoch. Neben den Energiepreisen trugen höhere Nahrungsmittel- und Dienstleistungspreise zum Anstieg der Teuerung bei. Die Kernrate stieg um einen Zehntelpunkt auf 1,7%. Daneben erhöhten sich der an den Arbeitskosten gemessene Lohndruck sowie die Produzentenpreisteuerung weiter. Dank der Korrektur der Erdölpreise bildete sich die Teuerung im August leicht auf 3,8% zurück. In Japan stieg die Jahresteuerung bis Juli um 1,5 Prozentpunkte auf 2,3% an. Die Kernteuerungsrate verharrte dagegen nahe Null. In den asiatischen Tigerstaaten kletterte die Teuerungsrate weiter auf durchschnittlich 6%. Dagegen ging sie in China im Zuge der rückläufigen Teuerung für Nahrungsmittel um 2,2 Prozentpunkte

auf 6,3% zurück. Nachlassende Nahrungsmittelpreise dürften den Teuerungsschub der vorgesehenen schrittweisen Energiepreisliberalisierung überkompensieren.

Geldpolitik mehrheitlich in Wartehaltung

Die Situation an den internationalen Finanzmärkten blieb ein Jahr nach Beginn der Krise weiterhin angespannt. Besonders in den USA spitzte sich die Lage im Laufe des dritten Quartals erneut zu. Anfang September mussten die zwei Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac von der US-Regierung verstaatlicht werden. Nur wenige Tage später wurden zwei grosse US-Investmentbanken Opfer der Finanzkrise. Lehman Brothers brach zusammen, während Merrill Lynch von der Bank of America übernommen wurde. Die Kombination aus Finanzmarkturbulenzen, einem schwächeren Arbeitsmarkt und steigender Inflation liess die amerikanische Zentralbank in einer Wartestellung verharren. Das Fed belies den Leitzins bis Ende August bei 2,0%, nachdem es ihn zwischen Januar und April um 225 Basispunkte gesenkt hatte. Die Europäische Zentralbank (EZB) hob den Hauptrefinanzierungssatz im Juli um 25 Basispunkte auf 4,25% an, wobei die Vermeidung von Zweitrunden-Effekten und die Eingrenzung gestiegener Inflationsrisiken im Vordergrund standen. Die japanische Zentralbank betonte vermehrt die konjunkturellen Abwärtsrisiken und belies den Tagesgeldsatz bei 0,5%. Demgegenüber straffte die chinesische Zentralbank die Geldpolitik weiter und hob den Mindestreservesatz um insgesamt 100 Basispunkte auf 17,5% an.

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

In der Schweiz war die Wirtschaftsentwicklung im zweiten Quartal etwas günstiger als in den meisten europäischen Ländern. Das BIP-Wachstum fiel nur wenig schwächer als das Potenzialwachstum aus. Ferner konnte die Beschäftigung eine beachtliche Dynamik bewahren. Trotz Finanzmarkturbulenzen und der Eintrübung der Konjunkturaussichten stützte die gute Verfassung des Arbeitsmarktes die Konsumneigung der Haushalte. Auch in der Schweiz ist jedoch eine klare Abschwächung des Wirtschaftswachstums im Gang.

2.1 BIP-Entwicklung und Aussichten

Moderates Wachstum im zweiten Quartal

Ende August publizierte das BFS seine erste Schätzung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) für das Jahr 2007. Diese weist ein BIP-Wachstum von 3,3% auf, was 0,2 Prozentpunkte über der ursprünglichen SECO-Schätzung liegt. Mit der Veröffentlichung der Daten für das zweite Quartal 2008 hat das SECO sämtliche Quartalsreihen an die neuen VGR-Eckwerte angepasst.

Nach Angaben des SECO wuchs das reale BIP im zweiten Quartal um 1,5% gegenüber der Vorperiode, nach 1,1% im ersten Quartal. Im Vorjahresvergleich betrug das BIP-Wachstum 2,3%. Insgesamt entsprechen die BIP-Ergebnisse für das zweite

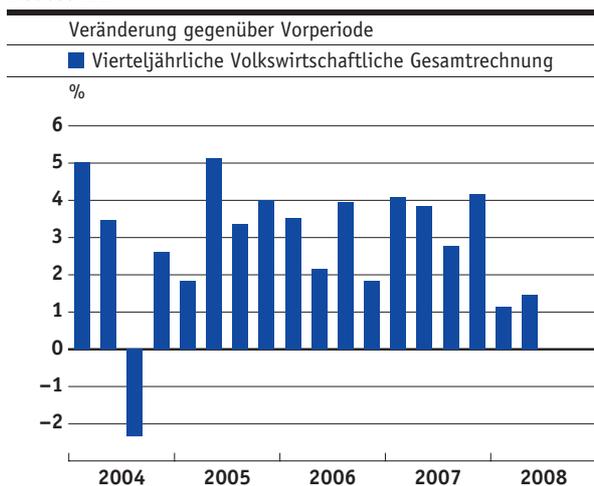
Quartal den im Quartalsheft 2/2008 signalisierten Erwartungen der SNB.

Auf der Nachfrageseite wurde das BIP-Wachstum in erster Linie vom privaten Konsum sowie von einem positiven Aussenhandelsbeitrag getrieben, wobei die sehr starke Dynamik der Exporte von zwei zusätzlichen Arbeitstagen begünstigt wurde und weitgehend von einer ähnlichen Entwicklung der Importe neutralisiert wurde. Ebenfalls positiv entwickelte sich der öffentliche Konsum. Demgegenüber schrumpften die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen, und auch die Lagerveränderungen wirkten dämpfend auf die Konjunktur.

Auf der Produktionsseite wurde das BIP-Wachstum hauptsächlich von der Wertschöpfung der verarbeitenden Industrie sowie von einigen konsumnahen Sektoren (Detailhandel sowie Transport und Kommunikation) getrieben. Ein weiterer beträchtlicher Rückgang der Wertschöpfung wurde dagegen im Kreditgewerbe beobachtet.

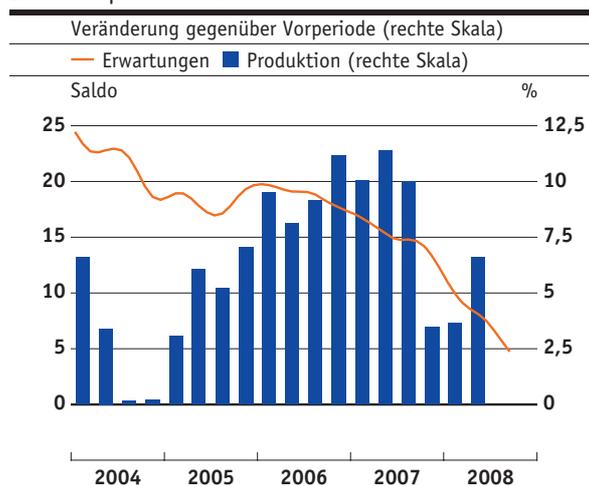
Gemäss der vom BFS veröffentlichten Produktions-, Auftragseingangs-, Umsatz- und Lagerstatistik (PAUL) nahm die verarbeitende Produktion im zweiten Quartal um 6,6% zu, nachdem sie im ersten Quartal um 3,6% zugelegt hatte. Besonders dynamisch war die Produktion von Kunststoffen. Ihr folgten die Elektro- und Uhrenindustrie, der Maschinenbau und die Metallbearbeitung. Die Auftragseingänge stiegen um 6,8%, nachdem sie in den beiden Vorquartalen stagniert hatten. Vor allem Vorleistungs- und Konsumgüter trugen zu diesem Ergebnis bei. In der Investitionsgüterindustrie hingegen waren die Bestelleingänge klar rückläufig.

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				2008	
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	1,6	1,8	1,6	2,1	0,7	0,7	3,1	2,4	3,0	2,2	0,9	2,6
Staatlicher Konsum	0,8	1,0	-0,9	-1,1	2,5	1,6	-0,5	-0,9	-4,9	-6,1	1,8	2,8
Anlageinvestitionen	4,5	3,8	4,7	5,4	3,0	11,2	5,2	14,6	-10,8	2,9	2,5	-2,7
Bau	3,9	3,5	-1,4	-1,5	-0,4	4,0	0,7	-9,8	-4,8	4,7	-4,8	-1,3
Ausrüstungen	5,0	4,0	10,0	10,9	5,8	17,1	9,0	36,5	-14,7	1,6	8,1	-3,7
Inländische Endnachfrage	2,1	2,2	2,0	2,5	1,5	3,2	3,2	4,8	-1,4	1,3	1,4	1,3
Inlandnachfrage	1,9	1,9	1,4	1,1	-4,5	7,3	-3,5	2,7	-0,6	9,8	-6,6	0,3
Exporte total	7,9	7,3	9,9	9,4	12,5	17,3	11,7	4,9	8,8	-0,0	3,2	15,1
Güter	7,3	5,8	11,1	8,4	15,0	17,0	12,9	-1,1	8,2	-2,7	3,6	19,2
ohne EESKA ¹	7,3	6,5	11,2	8,3	8,2	18,5	9,4	2,2	8,3	-1,5	-2,0	28,1
Dienstleistungen	9,7	11,3	6,8	12,1	6,2	18,1	8,5	22,7	10,1	7,2	2,2	5,3
Gesamtnachfrage	3,8	3,7	4,3	4,1	1,3	10,9	1,9	3,5	2,9	6,0	-3,0	5,9
Importe total	7,3	6,6	6,5	5,9	-4,6	34,7	-2,9	2,8	3,2	9,9	-11,4	16,0
Güter	5,8	5,6	7,8	5,1	-9,7	45,7	-5,1	0,6	1,0	6,4	-8,9	19,1
ohne EESKA ¹	5,9	5,3	7,4	6,7	-5,1	31,0	6,7	-0,4	3,1	3,2	-9,3	18,8
Dienstleistungen	14,7	11,3	0,5	10,0	23,1	-7,2	9,0	14,1	14,1	27,2	-21,4	2,2
BIP	2,5	2,5	3,4	3,3	3,9	1,8	4,1	3,9	2,8	4,2	1,1	1,5

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

Fortsetzung der konjunkturellen Abkühlung

Für die zweite Hälfte des laufenden Jahres und für Anfang 2009 rechnet die SNB mit einer weiteren Abschwächung des BIP-Wachstums. Sämtliche vorausschauenden BIP-Indikatoren sind nach unten gerichtet. Die schwächere Auslandnachfrage dürfte die Exporte von Gütern und Dienstleistungen dämpfen. Ferner ist aufgrund der erwarteten Verlangsamung des Beschäftigungswachstums mit einer Abflachung der Konsumnachfrage zu rechnen.

Dieses Bild wird durch die Gespräche, welche die SNB-Delegierten in den Monaten Juni bis August mit rund 170 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, weitgehend bestätigt. Obwohl das Niveau des Geschäftsganges in den meisten Sektoren immer noch als erfreulich bis sehr erfreulich eingestuft wird, häuften sich die Signale einer Verlangsamung der Nachfragedynamik. Betroffen sind in erster Linie der Bausektor sowie breite Teile der verarbeitenden Industrie. Im Detailhandel und im Gastgewerbe berichteten die Gesprächspartner von einem robusten Konsumklima und von im Vergleich mit dem Vorjahr verbesserten Geschäftsergebnissen. Allerdings gehen neu auch Teile dieser konsumorientierten Branchen von einer Abkühlung der Nachfrage in der näheren Zukunft aus.

Von einem eigentlichen Einbruch der Nachfrage war jedoch kaum die Rede. Entsprechend rechnete die Mehrheit der Firmen mit einem stabilen oder leicht wachsenden Personalbestand, und auch an den Investitionsplänen soll festgehalten werden.

Im Jahresdurchschnitt dürfte das BIP-Wachstum dieses Jahr um 1,5% bis 2% steigen. Die gegenwärtige

tsige Abschwächung des Verlaufswachstums dürfte sich im Jahr 2009 in einem deutlich niedrigeren Jahreswachstum niederschlagen. Dieses Szenario würde zu einer allmählichen Reduktion der immer noch hohen Auslastung der Produktionsressourcen führen.

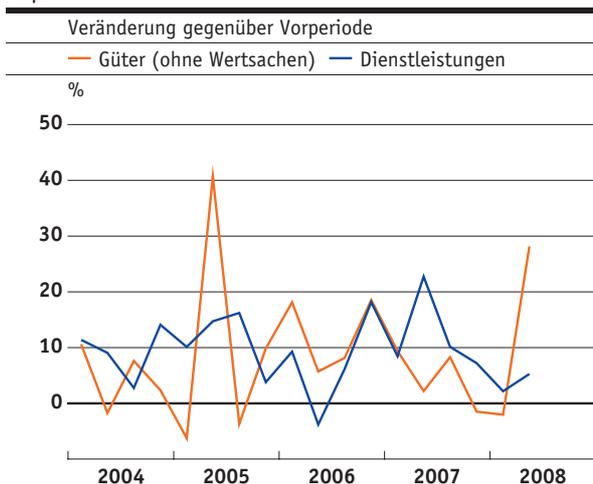
2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

Starke Expansion der Exporte im zweiten Quartal dank zusätzlicher Arbeitstage

Dank der zwei zusätzlichen Arbeitstage haben sich die realen Exporte im zweiten Quartal wieder stark beschleunigt. Neben einem Aufholeffekt bei den Dienstleistungsexporten zogen vor allem die Warenausfuhren, welche in den beiden Vorquartalen rückläufig gewesen waren, spürbar an. Sieht man jedoch von den arbeitstagsbedingten Fluktuationen im ersten Halbjahr ab, hat sich die Exportdynamik im Zuge der anhaltenden Eintrübung der internationalen Konjunkturaussichten weiter verlangsamt. Im Durchschnitt des ersten Halbjahres resultierte im Vorjahresvergleich nur noch ein Zuwachs von 5,3%, nach 9,4% im ganzen Jahr 2007.

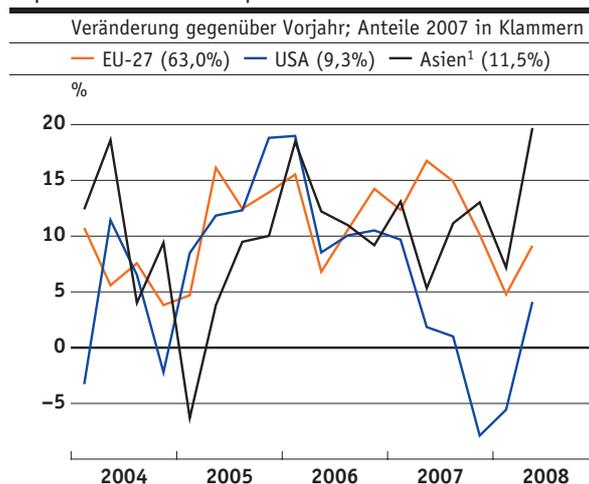
Die Warenexporte (ohne Wertsachen) wurden von einem markanten Anstieg der Ausfuhren von Investitionsgütern, insbesondere von Flugzeugen, gestützt. Daneben stiegen auch die Konsumgüterexporte weiter an, getrieben durch Exporte von Uhren und Nahrungsmitteln. Diese verzeichneten – im Einklang mit der anhaltend guten Stimmungslage bei den entsprechenden Exportfirmen gemäss Industrieumfrage der KOF/ETH – erneut sehr hohe Zuwachs-

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)

raten, während die Ausfuhren von chemischen Endprodukten (mehrheitlich Arzneimitteln) den starken Rückgang im ersten Quartal nur teilweise kompensieren konnten. Der Ausfuhranstieg war insgesamt geografisch breit abgestützt, lediglich die Warenlieferungen nach Deutschland schwächten sich spürbar ab. Dagegen blieb die Nachfrage aus dem Rest der EU-Länder und aus Asien robust. Für die nächsten Monate deuten die Umfrageergebnisse bei den exportorientierten Unternehmen insgesamt auf eine bescheidene Exportdynamik hin.

Auch die Dienstleistungsexporte expandierten im zweiten Quartal wieder etwas stärker. Insbesondere der Transithandel – d.h. die aus der Schweiz getätigten Geschäfte auf den internationalen Rohwarenmärkten – konnte vom Anstieg der Rohölpreise profitieren. Daneben stiegen die Einnahmen der Privatversicherungen sowie im Lizenz- und Patentgeschäft an. Infolge der anhaltenden Finanzmarkt-turbulenzen setzte sich indessen der Rückgang der Kommissionserträge aus dem Bankengeschäft fort. Zudem konnten auch die Tourismuseinnahmen nur noch einen moderaten Anstieg verzeichnen.

Deutliche Korrektur der Importe

Nach dem markanten Rückgang im ersten Quartal verzeichneten die realen Importe im zweiten Quartal eine markante Gegenbewegung, teilweise bedingt durch die zwei zusätzlichen Arbeitstage. Dabei erhöhte sich primär der Bezug von Waren aus dem Ausland. Angesichts einer weiterhin soliden Binnennachfrage konnten vor allem die Einfuhren von dauerhaften Konsumgütern kräftige Zuwachsraten verzeichnen. Aber auch die Importe

von Investitionsgütern, insbesondere von Industriemaschinen und Flugzeugen, stiegen deutlich an. Dagegen erhöhten sich die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten (insbesondere in der Chemie) nur leicht.

Die Dienstleistungsimporte, die im Vorquartal massiv gesunken waren, expandierten derweil nur wenig. Wachstumsmindernd wirkten vor allem die Tourismusimporte, die wegen der Verschiebung des Ostereffekts in den März im zweiten Quartal stark zurückgingen. Die Ausgaben für sonstige Dienste (Bankkommissionen, Transporte sowie Lizenzen und Patente) stiegen indessen mehrheitlich an.

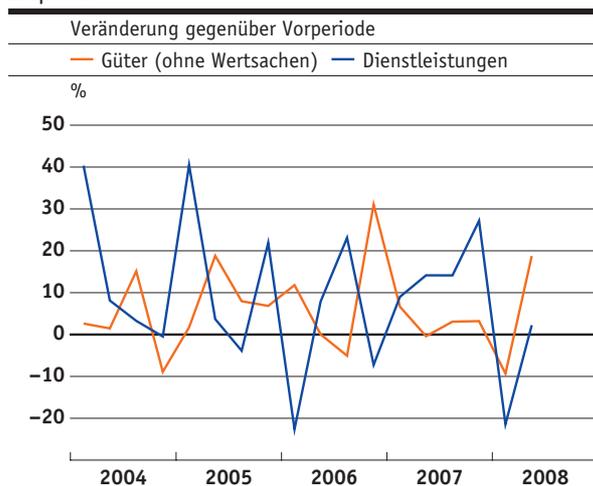
Bereinigt um die durch die Arbeitstagsverschiebung entstandene Volatilität im ersten Semester deuten die Importzahlen auf eine klare Abschwächung hin. Im Vorjahresvergleich erhöhten sich die Einfuhren im ersten Halbjahr durchschnittlich nur noch um 1,9%, nach 7,3% im gesamten Jahr 2007.

Konsumwachstum: solid, aber uneinheitlich

Die privaten Konsumausgaben blieben auch im zweiten Quartal eine wichtige Wachstumsstütze. Im Vorquartalsvergleich nahmen sie um 2,6% zu. Damit hat sich die Dynamik der Konsumausgaben im zweiten Quartal gegenüber dem ersten Quartal wieder beschleunigt. Im ersten Halbjahr 2008 haben die Konsumenten real 1,8% mehr ausgegeben als im Vorjahr. Gegenüber der im Jahr 2007 beobachteten Entwicklung bedeutet dies jedoch eine spürbare Verlangsamung.

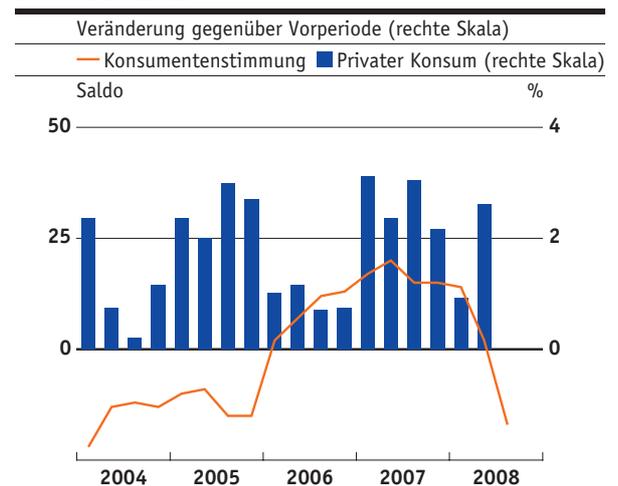
Trotz – oder vielleicht auch wegen – der Euro 08 wurden im zweiten Quartal weniger Hotelüber-

Grafik 2.5
Importe



Quelle: SECO

Grafik 2.6
Privater Konsum



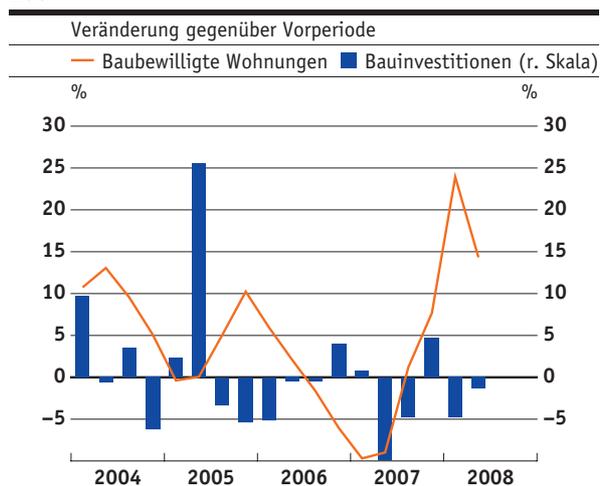
Quelle: SECO

nachtungen inländischer Gäste registriert als während der gleichen Vorjahresperiode. Mit 5% war der Rückgang im Juni besonders deutlich. Die Detailhandelsumsätze wuchsen im zweiten Quartal real um 3,5%. Dieses Wachstum ist jedoch vorwiegend auf eine ausserordentlich starke Zunahme im Mai zurückzuführen; die Steigerung im Juni belief sich bloss auf 0,7%. Die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern fiel sehr unterschiedlich aus: Überdurchschnittlich stark haben die Ausgaben für Möbel und für Unterhaltungselektronik zugenommen. Dagegen setzte sich der negative Trend bei den Neuzulassungen von Personenwagen fort.

Geschwächtes Konsumentenvertrauen

Die Konsumlaune schwächte sich im Sommer überraschend stark ab. Der vom SECO erhobene Index der Konsumentenstimmung erreichte im Juli einen Stand von -17 Punkten, gegenüber +2 Punkten im April, und ist damit unter den historischen Durchschnitt gefallen. Der unerwartet hohe Anstieg der Inflation hat die Einschätzung der Konsumenten über ihre finanzielle Situation verschlechtert und ihre Konsumlust getrübt. Auch die zukünftige Entwicklung der realen Einkommen wird von den Haushalten deutlich zurückhaltender beurteilt als noch am Anfang des Jahres. Positiv ist zu werten, dass die Haushalte ihre Arbeitsplätze als relativ sicher einstufen, was auf die nach wie vor günstige Lage auf dem Arbeitsmarkt zurückzuführen ist. Vor diesem Hintergrund ist im zweiten Halbjahr 2008 mit einem leicht abgeschwächten Wachstum der Konsumausgaben zu rechnen.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, SECO

Weiterhin rückläufige Bauinvestitionen

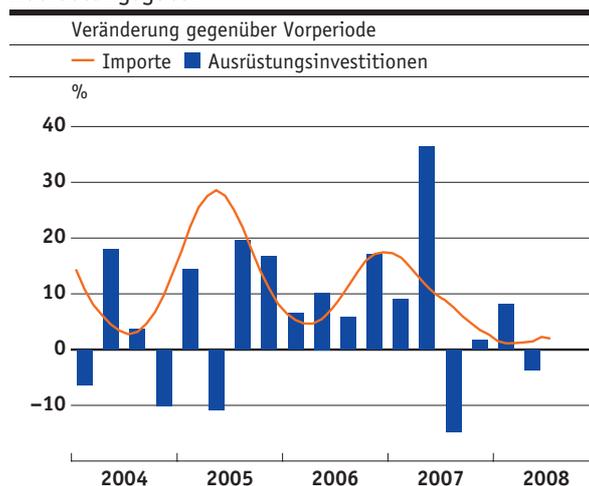
Die Bauinvestitionen nahmen im zweiten Quartal weiter ab und lagen damit um 1,7% unter ihrem Vorjahresniveau. Die an der Zahl der sich im Bau befindenden Wohnungen gemessene Wohnbautätigkeit bildete sich um 2% gegenüber der Vorjahresperiode zurück. Gemäss Quartalsumfrage des Schweizerischen Baumeisterverbands entwickelten sich auch der Geschäftsbau und der Tiefbau schwach.

Der Rückgang der Baubewilligungen für Wohnungen zwischen Mitte 2006 und Ende 2007 lässt weiter rückläufige Wohnbauinvestitionen erwarten. Seit Anfang Jahr nehmen die Baubewilligungen allerdings wieder deutlich zu, so dass sich der Abwärtstrend im Wohnungsbau allmählich abschwächen dürfte.

Vergangene Ausrüstungsinvestitionen nach oben revidiert

Im Rahmen der neuen VGR-Schätzungen wurde das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen in den Jahren 2006 und 2007 von 8,9% auf 10,0% bzw. von 7,2% auf 10,9% nach oben revidiert. Nach einer soliden Zunahme im ersten Quartal schrumpften die Ausrüstungsinvestitionen im zweiten Quartal um 2,5% gegenüber der Vorperiode. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH lag die Auslastung der technischen Kapazitäten weiterhin auf hohem Niveau. Es ist deshalb zu erwarten, dass die Ausrüstungsinvestitionen in den kommenden Quartalen erneut wachsen werden. Das nachlassende Wirtschaftswachstum dürfte allerdings das Expansionstempo dämpfen.

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Auf dem Arbeitsmarkt herrscht noch immer Vollbeschäftigung. Zahlreiche Firmen sind weiterhin mit Rekrutierungsschwierigkeiten – vor allem was die hochqualifizierten Arbeitskräfte anbelangt – konfrontiert. Seit Anfang Jahr hat die Arbeitsnachfrage jedoch an Schwung verloren. Diese Tendenz dürfte sich fortsetzen.

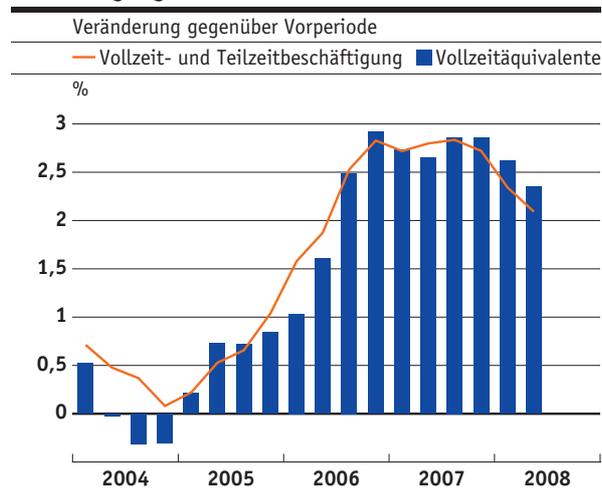
Tieferes, aber immer noch robustes Beschäftigungswachstum

Erwartungsgemäss liess die Dynamik der Beschäftigung im zweiten Quartal nach. Mit +2,1% blieb das Wachstum der Arbeitsstellen jedoch verhältnismässig stark. Auf Vollzeitstellen umgerechnet erhöhte sich das Arbeitsvolumen um 2,4%, nach 2,6% im Vorquartal (siehe Grafik 2.9). Diese Zuwachsraten liegen deutlich über dem langfristigen Beschäftigungswachstum.

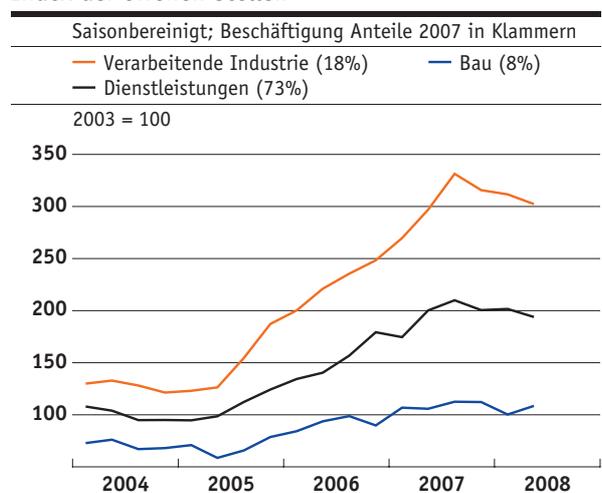
Die Dynamik war in sämtlichen Branchen der verarbeitenden Industrie schwächer. Im Bausektor war die Beschäftigung rückläufig. Im Dienstleistungssektor wurde eine uneinheitliche Entwicklung beobachtet: In den meisten Branchen stieg die Beschäftigung verlangsamt weiter; im Gastgewerbe und im Gesundheitswesen stieg die Zuwachsrate, während im Detailhandel der Personalbestand reduziert wurde. Trotz deutlich rückläufiger Wertschöpfung blieb die Beschäftigungsentwicklung im Kreditgewerbe positiv.

Die Abkühlung der Beschäftigungsdynamik widerspiegelt sich in einer Verlangsamung der bisher regen Zuwanderung. Ausländer sind am gesamten Wachstum der Beschäftigung aber nach wie vor überdurchschnittlich beteiligt. Dabei hat sich die Zusammensetzung der ausländischen Erwerbsbevölkerung seit der Abschaffung der Kontingentierung im Juni 2007 spürbar verändert, indem Kurzaufenthaltsbewilligungen zunehmend durch Daueraufenthaltsbewilligungen (ein Jahr oder mehr) ersetzt wurden.

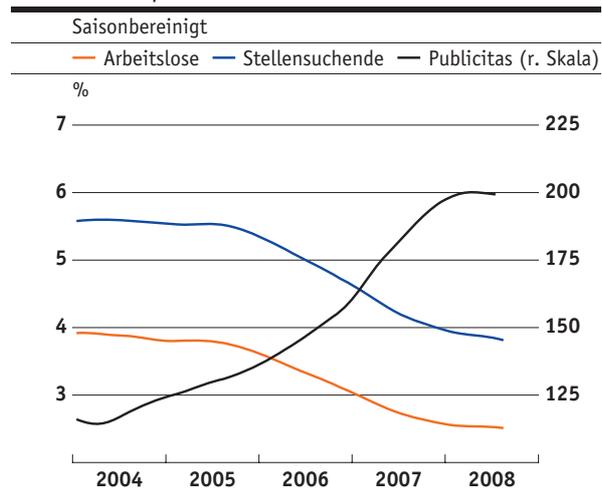
Grafik 2.9
Beschäftigung



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 % der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quellen: Publicitas, SECO

Weitere Verlangsamung in Sicht

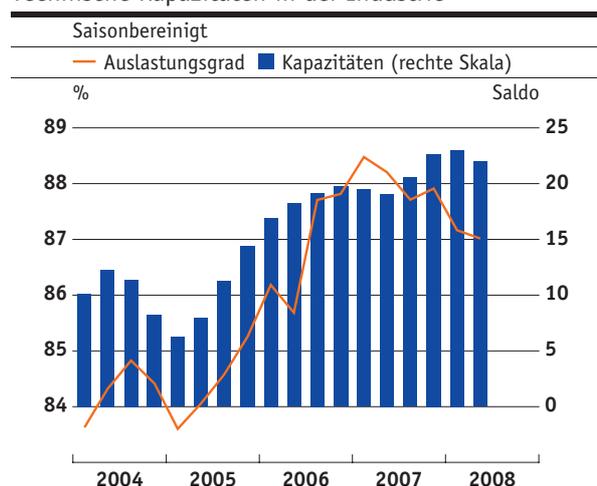
Die erwartete Abschwächung der Konjunktur dürfte in den kommenden Quartalen die Beschäftigungsentwicklung stärker dämpfen. Im zweiten Quartal war der vom BFS publizierte Index der offenen Stellen in der Mehrheit der Branchen rückläufig. In dieser Hinsicht haben sich die Perspektiven insbesondere in der verarbeitenden Industrie sowie im Kredit- und Versicherungsgewerbe verschlechtert.

Arbeitslosigkeit stagniert auf tiefem Niveau

Die um Saisoneinflüsse bereinigte Zahl der Arbeitslosen verharrte zwischen Mai und August bei 100 000 Personen, was einer Arbeitslosenquote von 2,5% entspricht. Auch die Zahl der Stellensuchenden, welche neben den eingeschriebenen Arbeitslosen auch diejenigen Personen umfasst, die an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einem Zwischenverdienst nachgehen, blieb in den letzten acht Monaten stabil. Ende August betrug ihre Quote 3,9%.

Angesichts der erwarteten Abschwächung des Beschäftigungswachstums ist eine leichte Zunahme der Arbeitslosigkeit in den letzten Monaten des Jahres nicht auszuschliessen. Die SNB erwartet jedoch keine abrupte Wende.

Grafik 2.12 Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

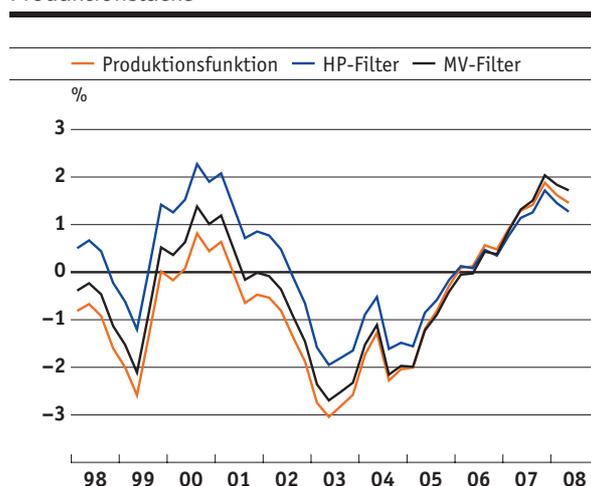
2.4 Kapazitätsauslastung

Wenn sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht im Gleichschritt mit dem gesamtwirtschaftlichen Angebot entwickelt, kann dies inflationäre oder deflationäre Tendenzen zur Folge haben. Das gesamtwirtschaftliche Angebot, das durch die Verfügbarkeit von Kapital und Arbeitskräften sowie den technischen Fortschritt bestimmt wird, ist in der kurzen Frist relativ starr. Schwankungen der Nachfrage schlagen sich deshalb in einer Veränderung der Auslastung der technischen und personellen Kapazitäten nieder. Steigt deren Auslastung während längerer Zeit über ihr normales Niveau an, signalisiert dies einen Nachfrageüberhang und dementsprechend einen steigenden Inflationsdruck. Umgekehrt deutet ein Angebotsüberhang auf einen Deflationsdruck hin.

Weiter hohe, aber sinkende Auslastung der Kapazitäten

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie lag im zweiten Quartal mit 87% immer noch über ihrem langfristigen Durchschnitt von 84%. Die Umfragen der ETH/KOF zeigen aber, dass der Auslastungsgrad zurückgeht und sich wieder seinem Durchschnitt annähert (Grafik 2.12). Gleichzeitig hat sich der Anteil der Industrieunternehmen, die eine Beschränkung durch ihre technischen Kapazitäten melden, etwas reduziert. Der Grund für den Rückgang des Auslastungsgrads ist

Grafik 2.13 Produktionslücke



Quelle: SNB

eine nach wie vor starke Ausweitung der Kapazitäten in der Industrie. Für die Bauwirtschaft ergibt sich ein ähnliches Bild. Auch hier lag die Auslastung noch deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. In beiden Sektoren registrierten etwas weniger Unternehmen einen Mangel an Arbeitskräften.

Auch im Detailhandel und im Gastgewerbe meldeten weniger Unternehmen eine Beschränkung ihrer Aktivitäten durch einen Mangel an Arbeitskräften. Der Belegungsgrad in der Hotelbranche ist rückläufig, liegt aber weiterhin auf sehr hohem Niveau.

Rückgang der positiven Produktionslücke

Die Produktionslücke, die als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial errechnet wird, ist ein Mass für die Auslastung der gesamten Wirtschaft und den damit verbundenen Inflationsdruck.

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>). Alle drei Verfahren liefern sehr ähnliche Ergebnisse und deuten auf eine Wachstumsrate des Produktionspotenzials hin, die über der Wachstumsrate des realen BIP von 1,5% im zweiten Quartal lag. Das Ergebnis ist ein Rückgang der weiterhin positiven Produktionslücke. Gemäss PF betrug der Produktionsüberhang 1,5%, gemäss den beiden Filterverfahren 1,3% (HP) bzw. 1,7% (MV).

Die positive Produktionslücke ist vor allem auf die überdurchschnittlich hohe Auslastung der technischen Kapazitäten zurückzuführen. Demgegenüber ist das Arbeitskräfteangebot inzwischen annähernd normal ausgelastet, da der hohen Arbeitsnachfrage ein entsprechendes Arbeitskräftepotenzial gegenüber steht. Die SNB geht davon aus, dass die Produktionslücke ihren Höhepunkt im vierten Quartal des letzten Jahres erreicht hat und sich über die nächsten Quartale kontinuierlich schliessen wird. Dabei dürfte das Potenzialwachstum mit etwa 2% etwas höher ausfallen als im langfristigen Durchschnitt (1,6%), was vor allem auf die verstärkte Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte zurückzuführen ist.

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2007	2007	2008	2008	2008	2008	2008	2008
		4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli	August
LIK total	0,7	1,7	2,5	2,7	2,9	2,9	3,1	2,9
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,0	1,1	1,3	1,6	1,6	1,6	1,7	1,9
Güter	0,0	0,9	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	1,4
Dienstleistungen	1,2	1,2	1,2	1,5	1,6	1,5	1,7	2,0
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,5	0,5	0,8	1,3	1,4	1,3	1,6	1,7
Mieten	2,3	2,1	1,9	2,1	2,3	2,3	2,3	2,9
öffentliche Dienstleistungen	1,3	1,1	1,0	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8
Ausländische Güter und Dienstleistungen	0,1	3,2	5,6	5,6	6,0	6,3	6,6	5,6
ohne Erdölprodukte	-0,4	0,3	1,9	1,7	2,0	1,3	1,5	1,4
Erdölprodukte	2,4	17,1	25,0	26,2	26,9	32,8	33,4	27,5

Quellen: BFS, SNB

2.5 Güterpreise

Höhere Teuerung auf Grosshandelsstufe

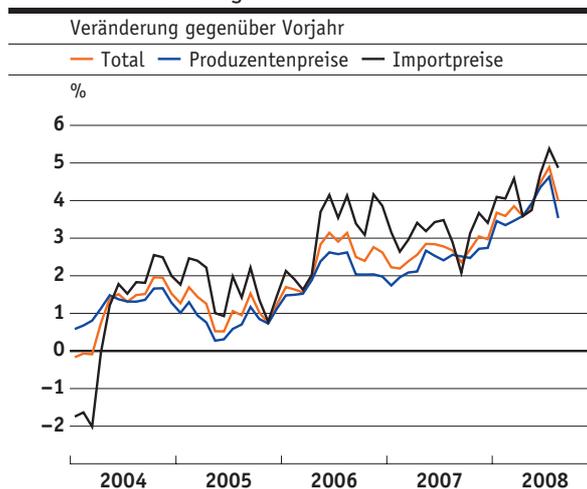
Der Teuerungsdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerten Konsumentenpreise ausgeht, hat seit April insgesamt zugenommen. Die Jahresteuerung der Produzentenpreise sank zwar von 3,6% im April auf 3,5% im August, im Juli betrug diese zwischenzeitlich jedoch 4,6%. Zudem ist dieser leichte Rückgang der Teuerung auf Produzentenstufe in erster Linie auf Produkte zurückzuführen, welche für den Export bestimmt sind. Die Jahresteuerung der Importpreise kletterte seit April sogar von 3,6% auf 4,9% (Juli: 5,4%). Im historischen Vergleich lag die Teuerung bei den Produzentenpreisen im Juli auf dem höchsten Stand seit Anfang der 1980er Jahre, während man bei den volatileren Importpreisen nur bis 2001 zurückgehen muss, um Teuerungsraten zu finden, die über dem Juli-Wert liegen.

Der Preisindex des Gesamtangebots, der auf den Indizes der Produzenten- und Importpreise basiert, lag im August um 4,0% über dem Vorjahresniveau. Getrieben wurde dieser Indexanstieg durch Preiserhöhungen bei den Energiegütern (22,5%). Aber auch die Konsumgüter, die landwirtschaftlichen Güter und die Vorleistungsgüter verteuerten sich um 2–5%. Einzig die Preise von Investitionsgütern veränderten sich innert Jahresfrist nur wenig. Auf der Grosshandelsstufe sind es somit nicht zuletzt jene Güter, welche eine enge Beziehung zu den Produkten im Warenkorb des Konsumentenpreisindex aufweisen, die sich deutlich verteuerten.

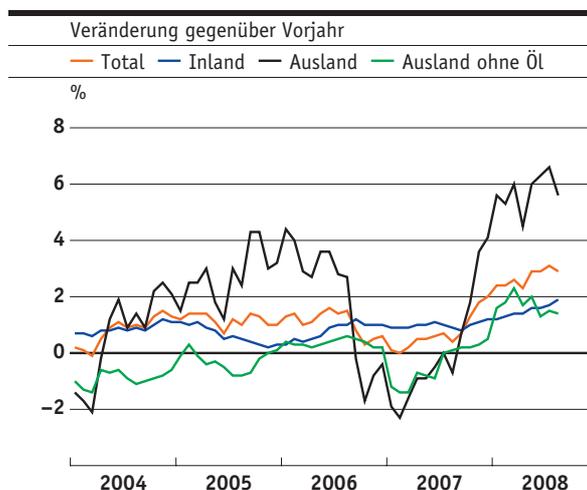
Deutlicher Anstieg der Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung stieg von 2,3% im April auf 3,1% im Juli und ging im August auf 2,9% zurück. Darin widerspiegelt sich vor allem die Entwicklung des Erdölpreises, der sich unmittelbar auf die im LIK erfassten Heizöl- und Treibstoffpreise niederschlägt. Der Erdölpreis stieg von April bis Juli massiv an, fiel im August aber wieder unter das Niveau des Vormonats. Trotz des jüngsten Rückgangs der Erdölpreise lag die Jahresteuerung der Erdölprodukte im August noch bei 27,5% und damit leicht über der Jahresteuerung der ersten Jahreshälfte.

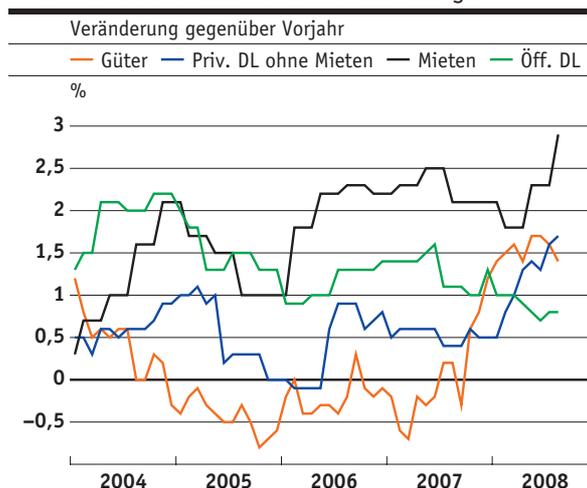
Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



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

Unter Ausschluss der Erdölprodukte stieg die Jahresteuerung des LIK zwischen April und August von 1,5% auf 1,7%. Dieser moderate Anstieg resultiert aus zwei gegenläufigen Bewegungen: Während sich die Teuerung der importierten Konsumgüter (ohne Erdölprodukte) von 1,7% im April auf 1,4% im August verringerte, legte die Teuerung der inländischen Konsumgüter im gleichen Zeitraum von 1,4% auf 1,9% zu. Dieser Anstieg der Binnenteuerung ist auf höhere Preissteigerungen bei den Dienstleistungen zurückzuführen. Die vierteljährlich erhobenen Wohnungsmieten stiegen im August um 0,5% gegenüber der Vorperiode, so dass die jährliche Mietteuerung von 2,3% im April auf 2,9% im August kletterte. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen legte die Teuerung von 1,3% auf 1,7% zu. Dieser Anstieg deutet darauf hin, dass gewisse Dienstleistungsbranchen wie der Tourismus und das Gastgewerbe die in den letzten Monaten gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelkosten auf ihre Preise überwältigt haben.

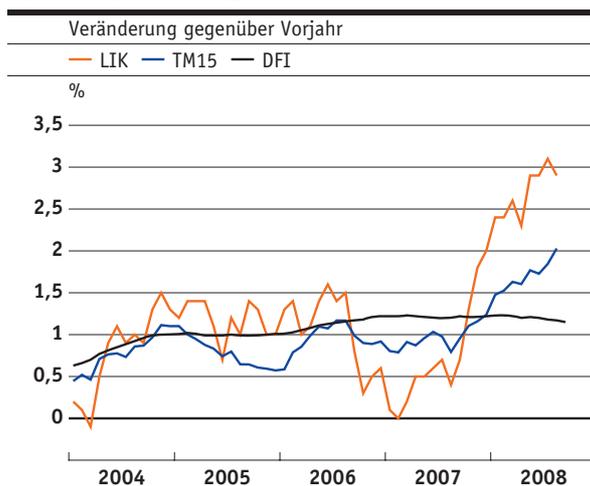
Kerninflationen reflektieren leicht zunehmenden Inflationstrend

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig Schwankungen, welche die Sicht auf den allgemeinen Inflationstrend verstellen können. Aus diesem Grund werden sogenannte Kerninflationen berechnet, die 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 Jahresveränderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen. Demgegenüber berücksichtigt die Dynamic Factor Inflation (DFI) neben den Preisen auch realwirtschaftliche Daten, Finanzmarktindikatoren und monetäre Variablen. Die beiden Kerninflationen des BFS schliessen in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.18). Bei der Kerninflation 1 (BFS1) sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 (BFS2) ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt.

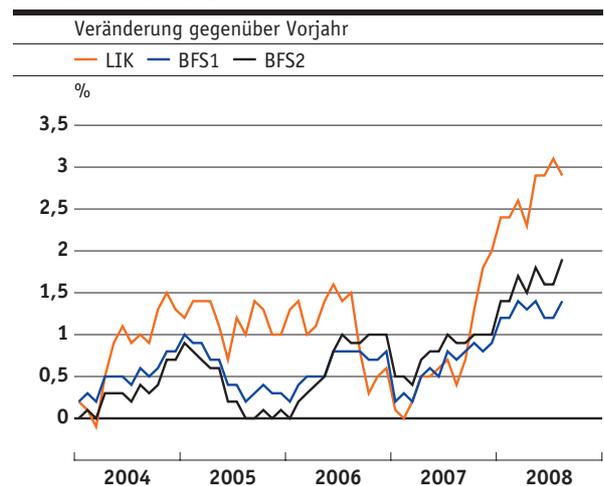
Die als getrimmter Mittelwert berechnete Kerninflation stieg zwischen April und August von 1,6% auf 2,0% und signalisierte damit einen erhöhten Inflationsdruck. Die beiden vom BFS berechneten Kerninflationen deuten ebenfalls auf einen Anstieg des Inflationsdrucks hin. Seit April sind die Kerninflationen I und II des BFS um 0,1 bzw. 0,2 Prozentpunkte auf 1,4% bzw. 1,9% gestiegen. Auf einen unveränderten Inflationstrend deutet hingegen die Dynamic Factor Inflation hin, welche im August gleich wie im April bei 1,2% lag. Der Inflationsanstieg der letzten Monate wird gemäss diesem Ansatz also als temporär interpretiert.

Grafik 2.17
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.18
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

An der Lagebeurteilung vom 19. Juni 2008 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen und wie bis anhin die Mitte des Zielbandes anzupeilen. Dieser Entscheid erfolgte vor dem Hintergrund einer Abschwächung der Konjunktur und eines kurzfristig zwar hohen, mittelfristig aber wieder nachlassenden Teuerungsdrucks.

Seit dem 24. April 2008 wurde der Repo-Satz mit einer Laufzeit von einer Woche bei 1,9% festgelegt, während der 3M-Libor leicht über die Zielbandmitte von 2,75% tendierte. Insbesondere in der Zeit vom 4. bis zum 18. Juni stieg der 3M-Libor jedoch recht deutlich über die Zielbandmitte. Daraus lässt sich schliessen, dass ein Teil der Marktteilnehmer damals mit einer Erhöhung des Zielbandes rechnete. Nach der Lagebeurteilung vom 19. Juni ging der 3M-Libor allmählich wieder zurück und näherte sich dem angestrebten Niveau von 2,75% an.

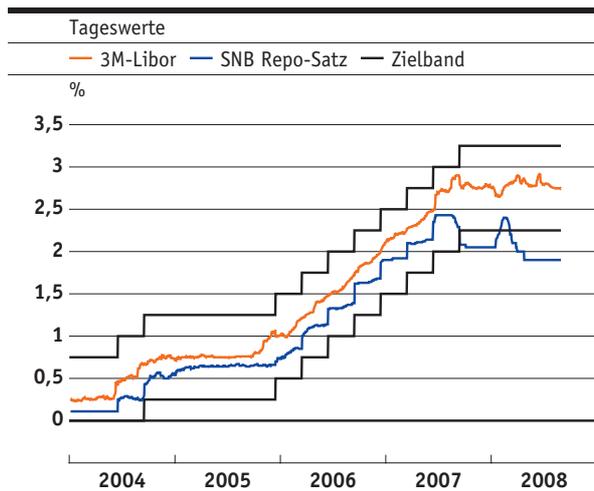
Die Bewegungen des 3M-Libor widerspiegeln vor allem veränderte Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der kürzerfristigen Zinssätze und

nicht etwa Veränderungen der Risikoprämien. Die Risikoprämien (bestehend hauptsächlich aus Kredit- und Liquiditätsrisiken) können an der Differenz zwischen dem 3M-Libor und dem entsprechenden Overnight Index Swap (OIS) abgelesen werden. Während der 3M-Libor dem Zinssatz entspricht, zu welchem Banken untereinander unbesicherte Kredite vergeben, gibt der OIS die entsprechende Verzinsung eines besicherten Kredits an. Die Differenz zwischen diesen beiden Zinssätzen lag vor und nach der Lagebeurteilung vom 19. Juni praktisch unverändert bei rund 65 Basispunkten (Grafik 3.2).

Internationale Massnahmen zur Liquiditätssteigerung

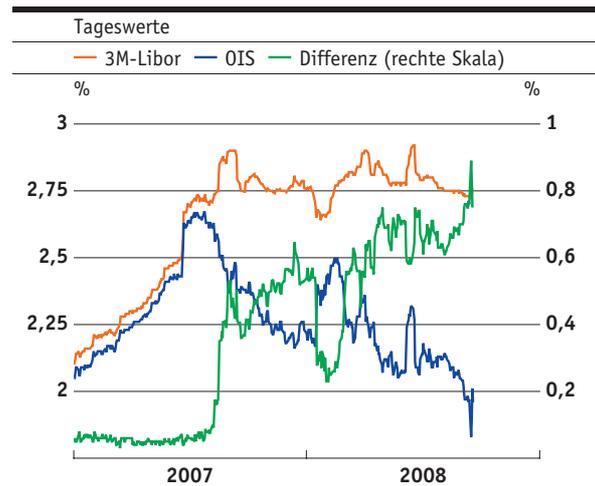
Die Zentralbanken waren verschiedentlich bestrebt, die Kreditknappheit im internationalen Interbankmarkt zu verringern. Kurz vor der Lagebeurteilung vom 13. März kündigten die Bank of Canada, die Bank of England, die EZB, die Federal Reserve (Fed) und die SNB an, die im Dezember und Januar durchgeführten Massnahmen zur Linderung der Anspannungen auf den internationalen Geldmärkten fortzusetzen. Die SNB führte in Absprache mit dem Fed am 25. März und 22. April Repo-Auktionen in US-Dollar gegen SNB-repofähige Effekten durch. Sie umfassten je 6 Mrd. und hatten eine Laufzeit von 28 Tagen. Damit sollte den Gegenparteien der SNB der Zugang zu US-Dollar-Liquidität erleichtert werden. Am 2. Mai gaben das Fed, die

Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Quellen: SNB, Reuters

Grafik 3.2
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Quellen: SNB, Reuters

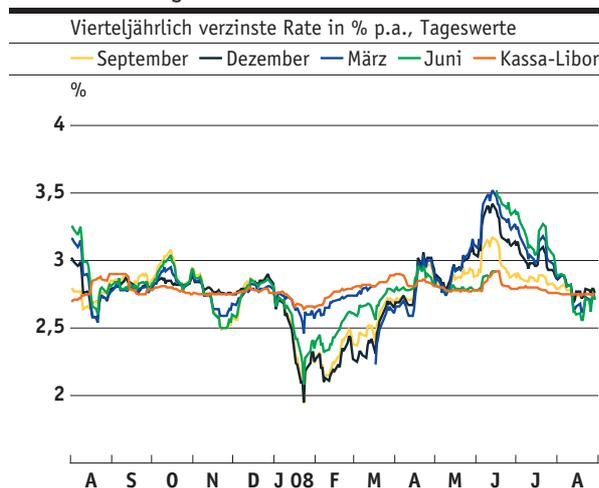
EZB und die SNB eine Erhöhung des Umfangs ihrer Liquiditätsmassnahmen in US-Dollar bekannt. Die SNB führte daraufhin die neuen Repo-Auktionen in US-Dollar vierzehntägig anstatt nur einmal im Monat durch. Umfang und Laufzeit blieben unverändert. Weitere Auktionen fanden am 6. Mai, 20. Mai, 3. Juni, 17. Juni, 1. Juli, 15. Juli und 29. Juli statt.

Am 30. Juli gaben das Fed, die EZB und die SNB eine Erweiterung ihrer Massnahmen zur Steigerung der Liquidität in US-Dollar bekannt. Neben ihren bestehenden US-Dollar-Operationen sollte auch Dollar-Liquidität mit einer längeren Laufzeit zur Verfügung gestellt werden. Im Einzelnen beschloss die SNB, alle zwei Wochen alternierend einen Maximalbetrag von 2 Mrd. für 84 Tage und einen Maximalbetrag von 6 Mrd. für 28 Tage anzubieten. So führte die SNB ab dem 12. August 2008 auch Auktionen für US-Dollar-Liquidität mit einer Laufzeit von 84 Tagen durch. Während einer Übergangsphase im August und September 2008 reduzierte sie das ausstehende Volumen der Transaktionen mit einer Laufzeit von 28 Tagen und erhöhte entsprechend das ausstehende Volumen der Transaktionen mit einer Laufzeit von 84 Tagen. Die SNB beabsichtigte, Liquidität in US-Dollar zur Verfügung zu stellen, so lange dies nötig erschien. Der maximale Gesamtbetrag blieb unverändert bei USD 12 Mrd. Bis anhin wurden alle Repo-Auktionen überzeichnet.

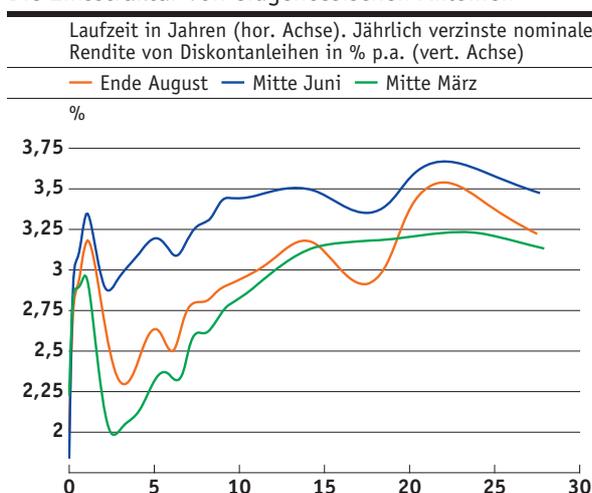
Zusätzliche Liquidität infolge Zuspitzung der Finanzkrise

Am 15. September erreichte die mit der Subprime-Krise vor über einem Jahr ausgelöste Destabilisierung der Finanzmärkte einen neuen Höhepunkt. Eine ungewöhnliche Ballung von Ereignissen, nämlich der Kollaps der US-Investmentbank Lehman Brothers, der Kauf von Merrill Lynch durch die Bank of America und der Kurssturz der Aktie des US-Versicherers AIG (American International Group), dem das Fed einen zweijährigen Kredit von bis zu 85 Milliarden Dollar sprach, hat weltweit für deutliche Verluste an den Aktienbörsen gesorgt. Sowohl die amerikanische Notenbank als auch europäische Notenbanken sowie die Bank of Japan haben die Finanzmärkte mit Liquidität versorgt, um die Spannungen am Interbankenmarkt zu dämpfen. Die SNB hat zusätzlich zur normalen Eine-Woche-Repo-Auktion auch eine Overnight-Auktion durchgeführt, die erste seit dem 22. Februar. Beide Fazilitäten wurden zum Satz von 1,9% angeboten. Trotz der zusätzlichen Liquiditätszufuhr durch die SNB

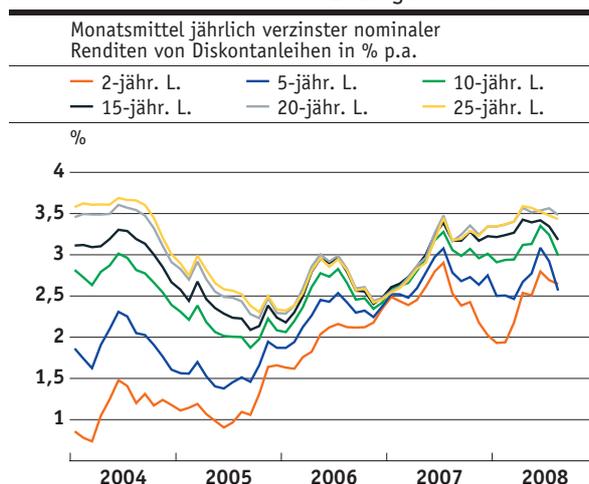
Grafik 3.3
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.4
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.5
Anleihsrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.3:
Quellen: Bloomberg, SNB

Grafiken 3.4 und 3.5:
Quelle: SNB

weitete sich die Differenz zwischen dem 3M-Libor und dem OIS von 65 auf über 75 Basispunkte aus. In den darauf folgenden Tagen verstärkten die Notenbanken die Liquiditätshilfe, um die Finanzkrise einzudämmen. Die SNB entschied in Absprache mit dem Fed, ihre Repo-Auktionen in US-Dollar auszuweiten. Die SNB wird täglich US-Dollar Repo-Auktionen mit einer Laufzeit von 1 Tag (overnight) im Umfang von maximal 10 Mrd. Dollar durchführen. Das Volumen der ausstehenden Dollar-Repo-Operationen mit einer Laufzeit von 28 Tagen wird von 6 Mrd. auf 8 Mrd. Dollar und dasjenige der Repo-Operationen mit einer Laufzeit von 84 Tagen von 6 Mrd. auf 9 Mrd. erhöht. Der maximal ausstehende Gesamtbetrag für alle Laufzeiten beträgt 27 Mrd. Dollar, verglichen mit bisher 12 Mrd. Dollar.

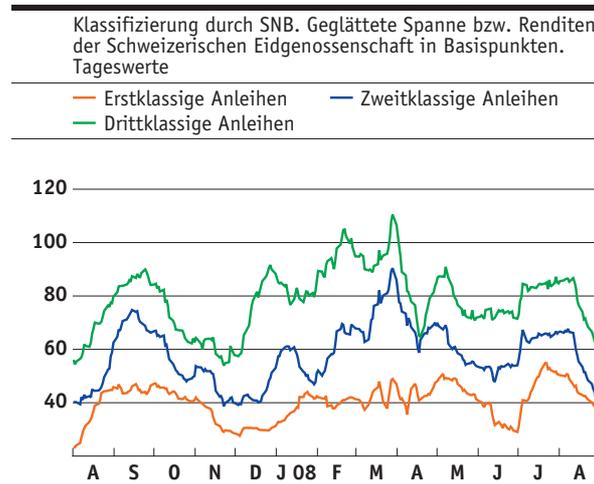
Unveränderter 3M-Libor erwartet

Alle Futures-Kontrakte auf den 3M-Libor mit Verfall zwischen September 2008 und September 2009 implizierten vor dem 15. September unveränderte Zinssätze in der Schweiz bis Ende Jahr. Danach wurden Zinssätze erwartet, die nur leicht unter der Mitte des Zielbandes (2,75%) lagen. Nach der Zuspitzung der Finanzkrise in den USA am 15. September zeigten dagegen alle Futures-Kontrakte auf den 3M-Libor mit Verfall zwischen März 2009 und Dezember 2009 einen Rückgang der Zinssätze von 25 Basispunkten.

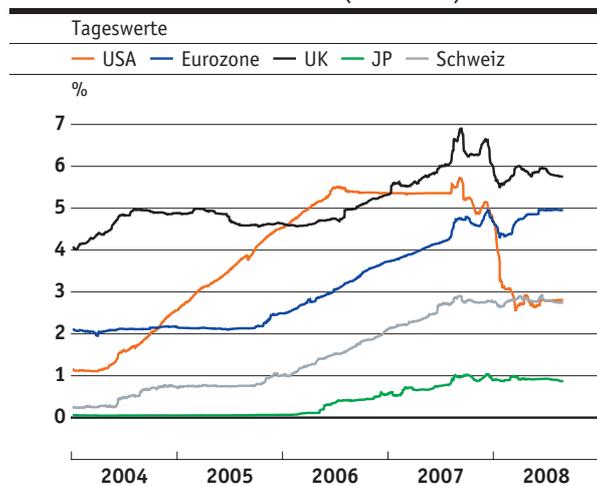
Tiefere langfristige Zinsen

Die gesamte Zinskurve hat sich nach unten verlagert. Mitte August lag die Rendite von Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft mit einer Laufzeit von mindestens zwei Jahren deutlich tiefer als im Juni (Grafik 3.4). Für eine Laufzeit von fünf Jahren lag sie bei 2,5%, für eine Laufzeit von zehn Jahren bei 2,9% und für eine Laufzeit von zwanzig Jahren bei 3,4%. Der Rückgang der Zinssätze dürfte in erster Linie auf zwei Faktoren zurückzuführen sein. Erstens gaben die Erdöl- und Rohstoffpreise deutlich nach, so dass sich die Inflationserwartungen wieder etwas reduziert haben dürften. Zweitens könnte der Rückgang der Zinsen auf den internationalen Konjunkturrückgang zurückzuführen sein. Die Kurseinbrüche bei Aktien Mitte September haben zu einer Flucht der Anleger in Staatsanleihen geführt. So legten die Kurse zehnjähriger amerikanischer Staatsanleihen zu. Auch die Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und die deutschen Bundesanleihen verbuchten Kursgewinne. Entsprechend bildeten sich die Renditen am Kapitalmarkt zurück (Grafik 3.8).

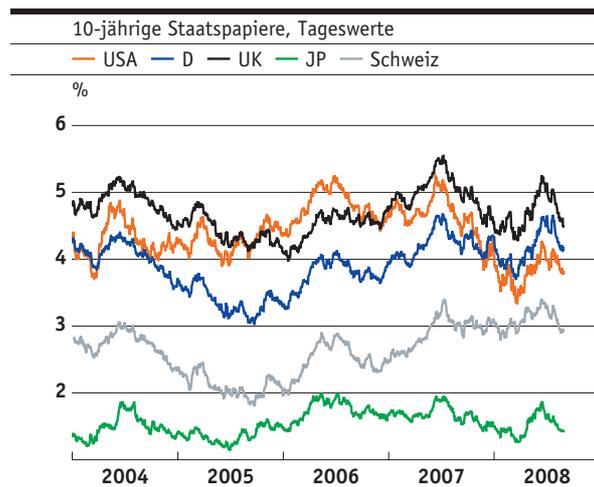
Grafik 3.6
Zinsspanne von Industrieanleihen 5-jähriger Laufzeit



Grafik 3.7
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.8
Internationale Zinssätze



Grafik 3.6:
Quelle: SNB

Grafik 3.7:
Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.8:
Quellen: SNB, Thomson Datastream

Die Zinssätze widerspiegeln neben Inflationserwartungen und (risikolosen) Realzinsen auch Prämien, die das Liquiditäts- und Kreditrisiko abgeben. Die Kreditrisikoprämie auf Industrielanleihen wird üblicherweise als Zinsspanne gegenüber Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft gemessen. Sie entschädigt die Investoren für das Risiko, dass das Unternehmen während der Laufzeit zahlungsunfähig werden könnte. Grafik 3.6 zeigt die Zinsspanne von Industrielanleihen erst-, zweit- und drittklassiger Schuldner mit einer Laufzeit von fünf Jahren. Dieser kann entnommen werden, dass die Kreditrisikoprämien im Vergleich zur ersten Jahreshälfte 2007 infolge der anhaltenden Finanzmarkturbulenzen nach wie vor relativ hoch sind.

Leichte Veränderung der Zinsdifferenzen

Im zweiten Quartal 2008 vergrösserte sich die Zinsdifferenz zwischen Anlagen in Franken und US-Dollar bzw. Euro am Geldmarkt (Grafik 3.7). Auch am Kapitalmarkt weiteten sich die Renditedifferenzen aus (Grafik 3.8). Seit der letzten Lagebeurteilung haben sich die Zinsdifferenzen am Geldmarkt leicht ausgeweitet, während sie sich am Kapitalmarkt verengt haben (USA) bzw. unverändert blieben (Deutschland).

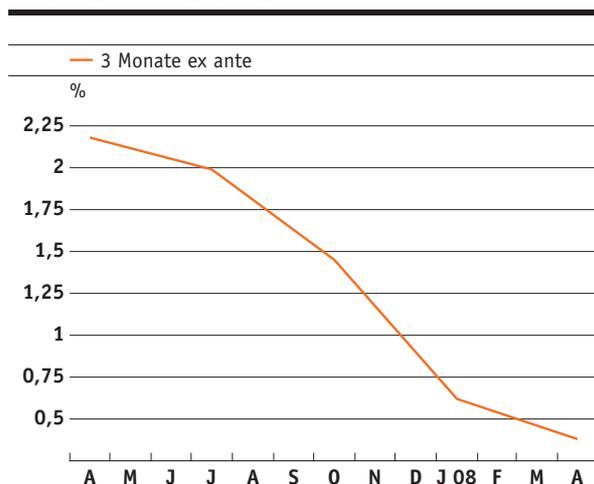
Fortgesetzter Rückgang des kurzfristigen realen Zinssatzes

Der Realzins ist eine wichtige Bestimmungsgrösse für das Spar- und Investitionsverhalten der Haushalte und Unternehmen und damit von zentraler Bedeutung für die zukünftige Entwicklung der Konjunktur. Grafik 3.9 zeigt die Entwicklung des dreimonatigen Realzinses. Dieser ist als Differenz zwischen dem dreimonatigen 3M-Libor und dem über diese Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen dem Durchschnitt der Prognosen verschiedener Modelle entsprechen. Der so gemessene Realzins notierte im zweiten Quartal 2008 bei 0,4% und damit tiefer als im Vorquartal. Für diesen Rückgang waren die erhöhten Inflationserwartungen verantwortlich.

Das Bild höherer Inflationserwartungen in der kurzen Frist bestätigt die vom SECO durchgeführte Haushaltsumfrage zur Konsumentenstimmung. Nach 10% im Vorquartal rechneten im August über 20% der Befragten mit einem starken Preisanstieg in den kommenden zwölf Monaten. Der Anteil der Befragten, die mit stabilen Preisen rechneten, ging praktisch im gleichen Umfang zurück (Grafik 3.10).

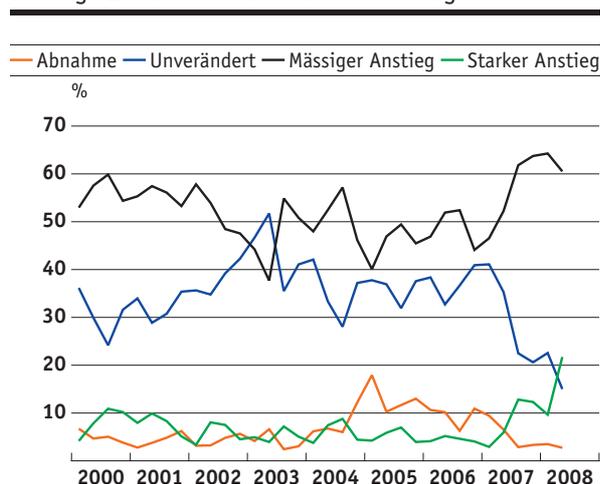
Auch für mittlere Laufzeiten reduzierte sich der Realzins, wenn auch nur wenig. So ging der dreijährige Realzins von 1,2 auf 0,9% zurück. Die in jüngster Zeit niedrigeren Realzinssätze wirken gegenwärtig stimulierend auf die Wirtschaft.

Grafik 3.9
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

Grafik 3.10
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Quellen: SECO, SNB

3.2 Wechselkurse

Aufwertung des Dollar

Seit der Lagebeurteilung vom 19. Juni zog der US-Dollar gegenüber den meisten wichtigen Währungen markant an, insbesondere gegenüber dem Euro (8,5%) und dem Schweizer Franken (7,5%). Besonders ausgeprägt war die Dollaraufwertung seit Mitte Juli.

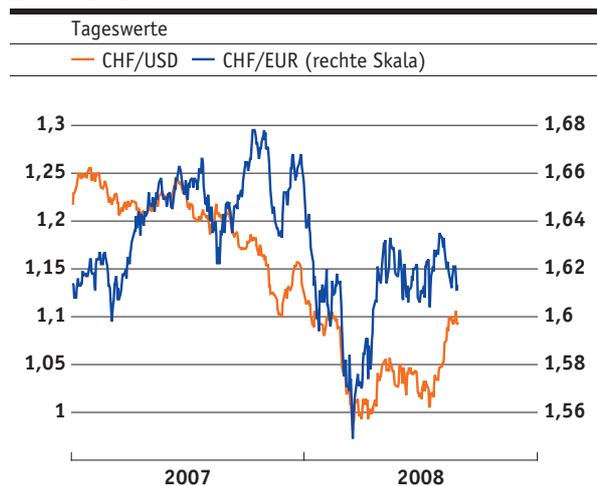
Ausschlaggebend für die Höherbewertung des US-Dollar dürfte die Erwartung geringerer Zinsdifferenzen zwischen dem Euroraum bzw. der Schweiz und den USA gewesen sein. Möglicherweise trugen auch die seit Anfang Juli überraschend negativen Konjunkturindikatoren für den Euroraum, insbesondere die negative BIP-Wachstumsrate im zweiten Quartal, dazu bei. Nach einer Abschwächung auch gegenüber dem Euro Ende Juli/Anfang August festigte sich der Franken. Mitte September notierte der Franken zum Euro bei 1.58 CHF/EUR. Im laufenden Jahr wurde dieses Niveau nur im März und April erreicht. Seit der letzten Lagebeurteilung betrug die Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro 1,3%.

Realer Wechselkursanstieg

Der handelsgewichtete reale Aussenwert des Schweizer Frankens steigt seit Herbst 2007. Im Juli lag er 4% höher als im Jahresdurchschnitt 2007 und in der Nähe des langjährigen Durchschnitts.

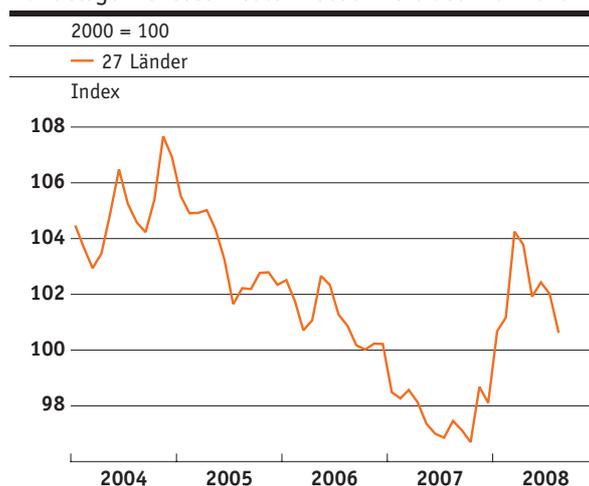
Der reale Aussenwert des Frankens berücksichtigt die Unterschiede in der Preisentwicklung zwischen den Währungsräumen. Beim handelsgewichteten realen Aussenwert werden die bilateralen realen Wechselkurse mit den Anteilen der Schweizer Exporte und Importe gewichtet.

Grafik 3.11
Devisenkurse



Quelle: SNB

Grafik 3.12
Handelsgewichteter realer Aussenwert des Frankens



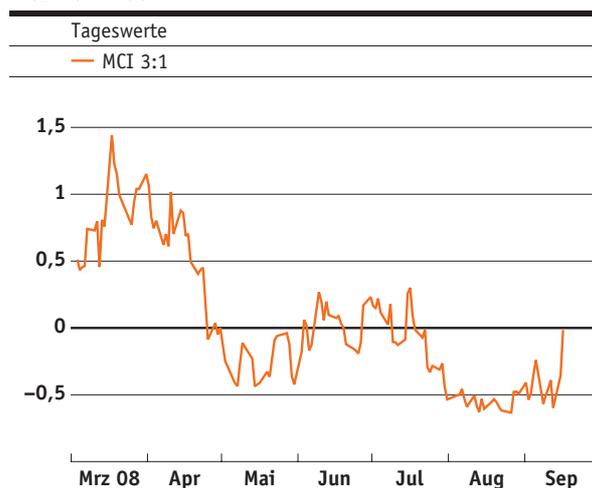
Quelle: BIZ

Unveränderte monetäre Bedingungen

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

Die jüngste Entwicklung des MCI deutet auf praktisch unveränderte monetäre Bedingungen hin. Sie widerspiegelt einerseits die nominale Abwertung des Frankens gegenüber dem Dollar und den an den Dollar gekoppelten Währungen und andererseits die Festigung des Frankens gegenüber dem Euro.

Grafik 3.13
MCI nominal



Quelle: SNB

3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

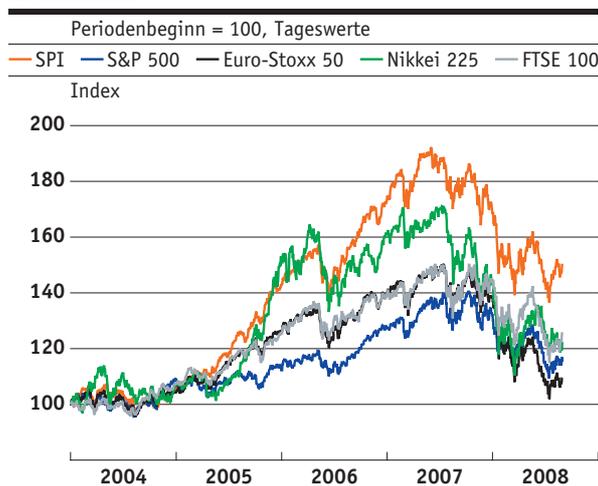
Aktien, Rohwaren und Immobilien sind Vermögensanlagen, deren Preise für die Analyse der Wirtschaftslage vor allem aus zwei Gründen wichtig sind. Zum einen bewirken Schwankungen dieser Preise Veränderungen des Vermögens von Haushalten und Unternehmen. Dies wiederum wirkt sich auf deren Kreditwürdigkeit 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. Rohwaren 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.

Kursverluste und hohe Volatilität an den Aktienmärkten

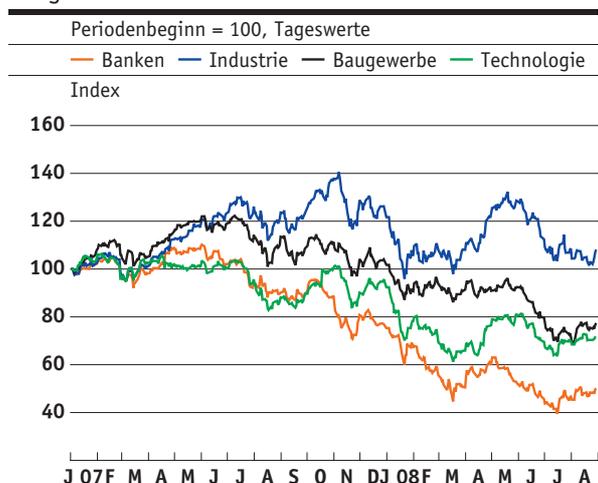
Seit der Lagebeurteilung vom 19. Juni 2008 verzeichneten die internationalen Aktienmärkte Verluste. Im Vergleich zum Stand Ende 2007 liegen die Aktienkurse deutlich tiefer. Für den Swiss Performance Index (SPI) beträgt die Einbusse 21%. Betrachtet man die einzelnen Komponenten des SPI nach Unternehmensgrösse, so zeigt sich, dass grosse Unternehmen zwischen Mitte Juni und Mitte September 7% verloren, während mittlere Unternehmen um 9% nachgaben. In sektoraler Aufschlüsselung sind die grössten Rückschläge in der Industrie (-27%) und bei den Banken (-23%) festzustellen.

Während der Druck auf die Investmentbanken weltweit hoch blieb, vermochte der schweizerische Bankensektor seine Verluste zu begrenzen. Grafik 3.16 zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden 30 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 blieb relativ hoch, was ein klares Zeichen einer anhaltenden Unsicherheit unter den Marktteilnehmern ist. Unsichere Konjunktur- und Teuerungsaussichten erschweren die Prognosen für die Wachstums- und Gewinnaussichten der Unternehmen. Gemäss den jüngsten Umfragen werden die Bedingungen für Kreditvergaben vor allem in den USA laufend verschärft. Dies dürfte

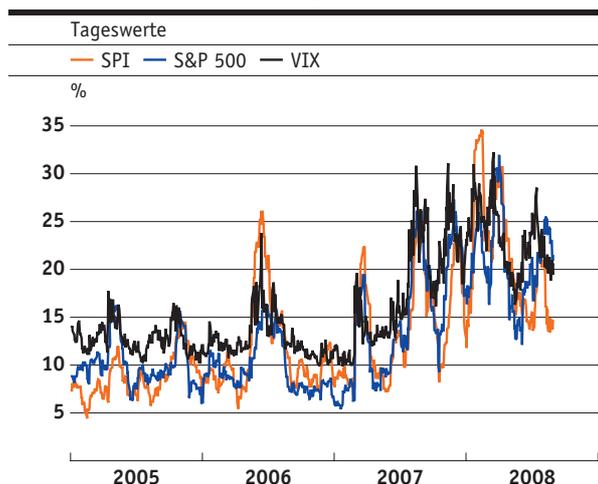
Grafik 3.14
Aktienkurse



Grafik 3.15
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.16
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.14:
Quellen: Bloomberg, Thomson Datastream

Grafik 3.15:
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 3.16:
Quellen: SNB, Thomson Datastream

den Druck auf den US-Immobilienmarkt aufrechterhalten und zu einem weiteren Rückgang bei Investitionen und Konsum führen.

Anfang September kündigte die amerikanische Regierung einen Plan zur Rettung der beiden Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac an, was an den Börsen weltweit zeitweilig ein Kursrally auslöste. Die Erholung an den Aktienmärkten wurde vor allem von den starken Kursavancen bei den Finanzwerten getrieben. Die internationalen Aktien-Leitindizes verloren aber unmittelbar nach den Krisenmeldungen aus den USA Mitte September deutlich an Boden. Der Dow Jones Industrial fiel um 504 Punkte (4,4%), was einem der grössten Tagesverluste in der Geschichte dieses Indexes entspricht. Der SPI verlor 3%. Auch in anderen europäischen Ländern resultierten Verluste in der Bandbreite von 3–4%. Der Kurszerfall setzte sich in den folgenden Tagen fort. Am stärksten litten die Banken- und Versicherungstitel.

Rückgang der Rohstoffpreise

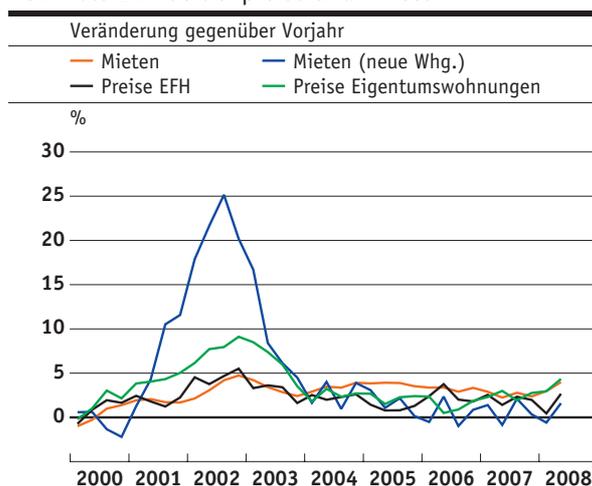
Von Mitte Juni bis Mitte September gab der Goldman-Sachs-Commodity-Index um 29% nach, in erster Linie aufgrund des Rückgangs der Energiepreise (-33%). Der Erdölpreis fiel deutlich von seinem Höchststand von über 145 Dollar pro Fass Brent Anfang Juli auf unter 90 Dollar Mitte September. Das ist der tiefste Preis für Erdöl seit Januar 2008. Andere Rohstoffe verbilligten sich ebenfalls,

wenn auch in geringerem Ausmass. Agrargüter gaben um 22% nach, und auch Edel- und Industriemetalle tendierten nach unten. Ein wichtiger Grund waren Erwartungen über einen Rückgang der Nachfrage nach Rohstoffen und Energie angesichts eines international abflauenden Wirtschaftswachstums. Auch die jüngste Höherbewertung des US-Dollar von seinen Tiefstständen verringerte den Aufwärtsdruck auf den Ölpreis. Nicht auszuschliessen ist ausserdem, dass der vorangegangene Preisanstieg spekulativ verstärkt wurde.

Anstieg der Immobilienpreise

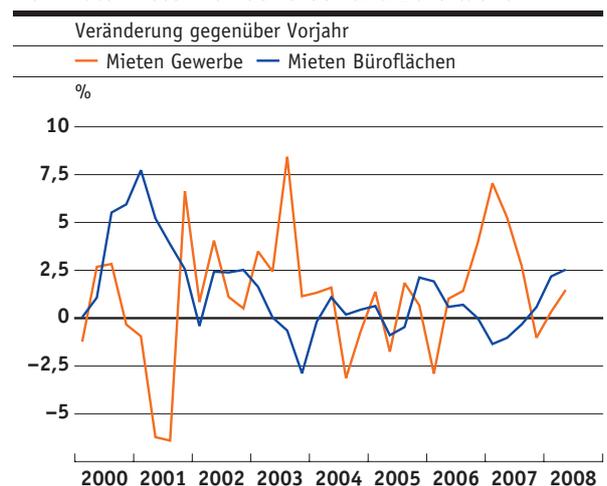
Im Vorjahresvergleich zogen die nominalen Preise am Liegenschaftenmarkt im zweiten Quartal stark an. Die Preise von Eigentumswohnungen stiegen nominal um 4,3%, diejenigen von Einfamilienhäusern um 2,6%. Die Wohnungsmieten, welche das grösste Segment des Schweizer Wohnungsmarktes darstellen, erhöhten sich um 3,9%. Die Mieten bei Erstvermietungen, welche die Marktkräfte besser abbilden, nahmen um 1,6% zu. Auch im gewerblich genutzten Bereich stiegen die Mieten. Die Preise auf dem Immobilienmarkt nahmen zum Teil stärker zu als die Preise von Konsumgütern, wenn auch nur moderat. Es gibt weiterhin keine Anzeichen einer Blase am Schweizer Immobilienmarkt. Die relative Verteuerung von Liegenschaften lässt sich unter anderem mit dem starken Bevölkerungswachstum erklären.

Grafik 3.17
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

Grafik 3.18
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

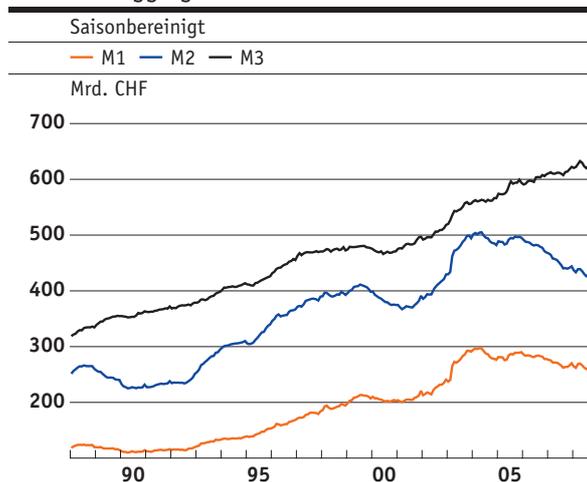
Stabilisierung der Geldaggregate

Grafik 3.19 zeigt, dass sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) seit Anfang 2006 zurückgegangen, in jüngster Zeit jedoch relativ stabil geblieben sind. Im August 2008 lag M1 0,2% unter dem Vorjahresniveau, M2 um 2,8%. M3 (M2 plus Termineinlagen) weitete sich dagegen leicht um 2,5% aus. Wie Ende der Achtziger-/Anfang der Neunzigerjahre und auch Ende der Neunziger- und Anfang der 2000er-Jahre widerspiegelt das schwächere oder negative Geldmengenwachstum einen Zinsanstieg.

Nach den hohen Wachstumsraten der Geldmengen in den Jahren 2003–2005 führte der Zinsanstieg zu einer Abnahme der Geldmengen M1 und M2. In jüngster Zeit stabilisierten sich diese beiden Geldaggregate wieder, was dem flacheren Verlauf der kurzfristigen Zinsen entspricht. Zur Einschätzung möglicher Inflationsgefahren aufgrund einer übermässigen Liquiditätsversorgung der Wirtschaft kann ein «Money Gap» geschätzt werden. Dieser entspricht der positiven (Geldüberhang) oder negativen Abweichung (Geldlücke) der tatsächlichen Geldmenge M3 von einem Gleichgewichtswert, der mit Hilfe des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt wird (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik 1/2005, S. 33).

Grafik 3.20 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge M3 vom Gleichgewichtswert. Um der statistischen Unsicherheit Rechnung zu tragen, wird der «Money Gap» als Band mit einer Weite von einer Standardabweichung dargestellt. Liegt das Band unter der Nulllinie, wie dies aktuell der Fall ist, deutet dieser Indikator auf einen mittelfristig nachlassenden Teuerungsdruck hin. Seit einigen Monaten besteht ähnlich wie Anfang 2000 eine Geldlücke. Damals führte sie zu einem Rückgang der Teuerung, nachdem diese Ende der Neunzigerjahre gestiegen war.

Grafik 3.19
Monetäre Aggregate

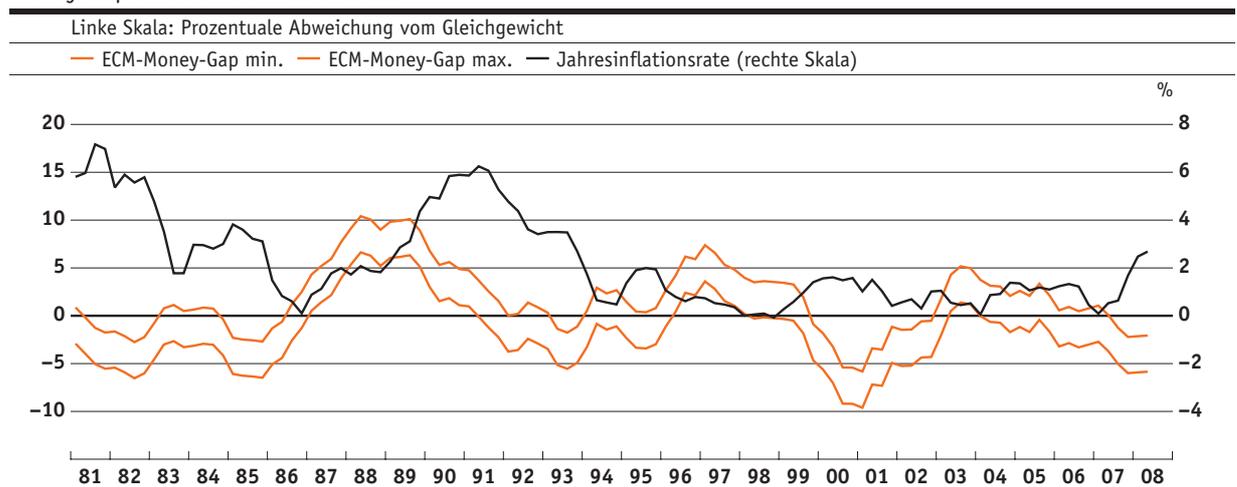


Quelle: SNB

	2006	2007	2007			2008		2008		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
Notenbankgeldmenge²	43,1	44,2	44,0	43,4	44,8	45,8	45,4	45,6	45,5	45,0
Veränderung ³	3,0	2,5	1,5	2,7	2,7	2,6	3,3	3,7	4,3	3,4
M1²	282,4	268,9	269,8	261,3	268,7	266,4	265,3	260,1	256,2	259,3
Veränderung ³	-0,6	-4,8	-4,3	-6,8	-4,4	-3,4	-1,7	-2,6	-2,4	-0,2
M2²	481,6	450,5	453,9	439,0	443,5	438,7	434,3	427,6	421,8	425,3
Veränderung ³	-2,0	-6,4	-6,1	-8,0	-6,5	-5,8	-4,3	-4,6	-4,5	-2,8
M3²	600,3	612,8	611,9	607,0	618,8	625,2	629,3	621,0	616,3	619,7
Veränderung ³	2,5	2,1	2,4	1,1	1,8	1,9	2,8	1,9	1,6	2,5

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

Grafik 3.20
 Money-Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

3.5 Kredite

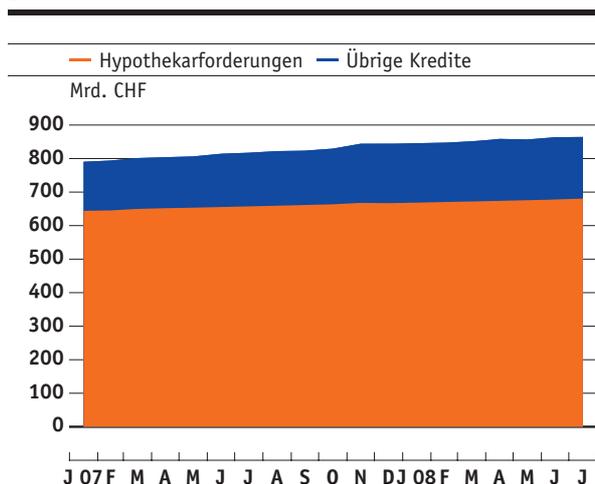
Kein Credit Crunch in der Schweiz

Die Kreditdaten deuten bisher auf keinen Credit Crunch in der Schweiz hin. Zu dieser Schlussfolgerung kommt auch der von der SNB erhobene Bank Lending Survey, der keine Verschärfung der Kreditstandards für die Schweiz dokumentiert. Dies steht im Gegensatz beispielsweise zu den USA.

Grafik 3.21 zeigt eine ruhige Entwicklung der Schweizer Kredite seit 2007. Das jährliche Wachstum verlangsamte sich im zweiten Quartal auf 6,4%, gegenüber 6,6% im ersten Quartal. Die Wachstumsraten der Hypotheken und der übrigen Kredite gingen ebenfalls leicht zurück (Tabelle 3.2).

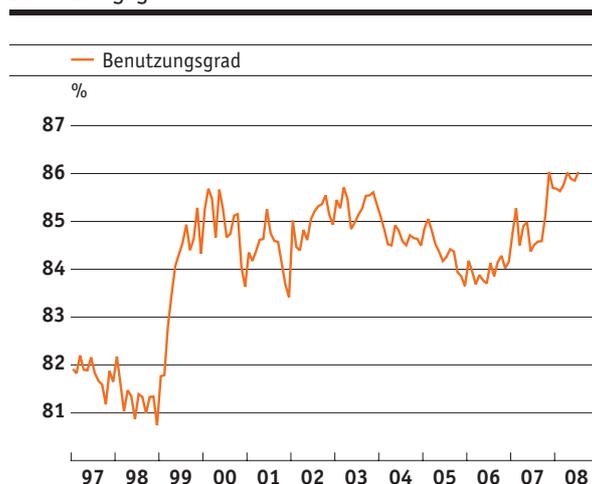
Auch eine detaillierte Analyse zeigt insgesamt kaum Probleme im Kreditmarkt. Im Einzelnen ist eine Verschiebung hin zu gedeckten Krediten zu beobachten, die um 5,7% zunahm, nach einem Nullwachstum im ersten Quartal. Gleichzeitig verlangsamte sich die Expansion der ungedeckten Kredite von 34,1% auf 28,2%. Beides könnte auf eine gestiegene Risikoaversion bei den Banken hindeuten. Schliesslich zeigt Grafik 3.22 eine leicht erhöhte Ausschöpfung der Kreditlimiten. Dies könnte entweder ein erster Hinweis auf einen Rückgang des Kreditangebots sein oder aber eine Fortsetzung der Kreditnachfrage andeuten. Solche Entwicklungen müssen indessen erfahrungsgemäss während mehrerer Monate beobachtet werden, bevor aus ihnen sichere Schlüsse gezogen werden können.

Grafik 3.21
Bankkredite



Quelle: SNB

Grafik 3.22
Benutzungsgrad der Kredite



Quelle: SNB

Bankkredite
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2006	2007	2007			2008		2008		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli
Total¹	4,8	5,8	5,3	5,5	6,9	6,6	6,4	6,3	6,0	5,7
Haushalte ²	6,1	4,6	5,0	4,4	4,0	3,0	2,2	1,8	2,2	2,3
Unternehmen ²	1,6	6,7	4,5	6,6	11,6	13,9	14,9	15,5	13,7	12,7
Hypothekarforderungen ¹	4,8	4,0	4,2	3,8	3,9	3,7	3,4	3,4	3,4	3,6
davon Haushalte ²	5,5	4,3	4,8	4,0	3,7	3,6	3,0	2,9	3,0	3,6
davon Unternehmen ²	1,2	2,3	1,2	3,0	4,3	3,7	4,2	4,5	4,7	3,5
Übrige Kredite ¹	4,6	13,4	10,3	13,1	20,2	19,3	19,0	18,7	16,8	14,5
davon gedeckt ¹	2,5	8,2	7,2	5,6	13,1	0,0	5,7	5,0	5,1	6,1
davon ungedeckt ¹	6,3	17,2	12,6	18,6	25,3	34,1	28,2	28,2	24,7	19,9

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 vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den 3M-Libor eines der drei Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB. Die 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.

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Der Teuerungsverlauf in der Schweiz ist neben inländischen Bestimmungsfaktoren auch stark von exogenen Einflüssen geprägt. Verschiedene der für die Erstellung der SNB-Inflationsprognose verwendeten Modelle tragen diesem Umstand Rechnung, indem sie die zu erwartende Entwicklung in der Schweiz in ein weltwirtschaftliches Umfeld einbetten. Das dabei unterstellte internationale Konjunkturszenario stellt die nach Einschätzung der SNB

wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 zeigt die wichtigsten Annahmen dieses Szenarios im Vergleich zur Juni-Prognose.

Weiterhin abgeschwächte Wachstumsdynamik unterstellt

Aufgrund einer geldpolitischen Lockerung und einer vorübergehend stimulierenden Fiskalpolitik wurde im Vergleich zur Juni-Prognose in den USA für das Jahr 2008 das Wachstum nach oben revidiert. Für das Jahr 2009 ist aber wegen der anhaltenden Turbulenzen am amerikanischen Immobilienmarkt und an den internationalen Finanzmärkten mit einer deutlichen Abschwächung der Wachstumsdynamik zu rechnen. In Europa haben sich die Anzeichen für eine Abschwächung verdichtet. Daher wurden die Prognosen für die Jahre 2008 und 2009 stark nach unten angepasst. Gegen Ende des Prognosezeitraums wird für die beiden Wirtschaftsräume ein Wachstum erwartet, welches gegen das Potenzial von rund 3% (USA) bzw. 2% (EU) tendiert.

Der Erdölpreis wird im Prognoseszenario praktisch unverändert bei 115 Dollar pro Fass konstant gehalten. In Franken umgerechnet bedeutet dies indessen eine Erhöhung der Erdölpreisannahme auf 128 Franken, gegenüber 120 Franken für die Juni-Prognose. Für das laufende Jahr werden weltweit höhere Konsumteuerungsraten prognostiziert, was grossenteils auf die zuvor stark gestiegenen Energiepreise zurückzuführen ist. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird im Prognosezeitraum bei 1.49 USD/EUR fixiert, gegenüber 1.55 USD/EUR.

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.

September 2008	2008	2009	2010
BIP USA ¹	1,8	1,3	2,8
BIP EU-15 ¹	1,3	0,9	2,1
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.49	1.49
Ölpreis in USD/Fass ²		113	115
Ölpreis in CHF/Fass ³		126	128

Juni 2008	2008	2009	2010
BIP USA ¹	1,4	1,6	2,8
BIP EU-15 ¹	1,8	1,5	2,4
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.55	1.55
Ölpreis in USD/Fass ²		128	116
Ölpreis in CHF/Fass ⁴		133	120

1 Veränderung in %

2 Niveau

3 Niveau, Kurs vom 3. September 2008

4 Niveau, Kurs vom 4. Juni 2008

Quelle: SNB

4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

An der Lagebeurteilung vom 18. September 2008 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 2,25–3,25% zu belassen. Dieser Entscheid beruhte auf der Inflationsprognose vom September und wurde in der Medienmitteilung wie folgt begründet.

Internationale Wirtschaftsaussichten

Die wirtschaftlichen Aussichten in der Schweiz werden stark durch das internationale Umfeld beeinflusst. Aus diesem Grund beruhen die Inflationsprognosen auf Annahmen über die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft. Die Nationalbank hat ihre Annahmen gegenüber der Lagebeurteilung vom Juni in zweierlei Hinsicht angepasst: Erstens geht sie für den Rest des Jahres von einer schwächeren Konjunktur aus; dies gilt sowohl für die USA als auch für Europa. In der Folge verzögert sich die für 2009 und 2010 erwartete Konjunkturerholung. Zweitens erwartet die Nationalbank für nächstes Jahr einen weniger deutlichen Rückgang der Inflation in den USA und in Europa, als sie es noch vor drei Monaten voraussagte.

Wirtschaftsaussichten für die Schweiz

Was die Schweiz anbelangt, entspricht die Konjunkturerholung der letzten Monate den Erwartungen der Nationalbank. Im zweiten Quartal setzte sich das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts auf einem leicht unter dem mittelfristigen Potenzial liegenden Niveau fort. Die rückläufige Entwicklung bei den Finanztransaktionen belastet das Wachstum weiterhin. In der verarbeitenden Industrie und im Bauwesen zeichnet sich nun aber eine deutlichere Verlangsamung ab. Doch geht sie in den meisten Fällen von einem sehr hohen Aktivitätsniveau aus. Auch wenn der Auslastungsgrad leicht gesunken und der Personalmangel weniger akut ist, liegt die Nutzung der Produktionskapazitäten weiterhin über dem historischen Stand.

Für das zweite Semester 2008 und für Anfang 2009 rechnet die Nationalbank mit einer Fortsetzung der konjunkturellen Verlangsamung. Der derzeitige Produktionsüberhang dürfte somit allmählich abgebaut werden. Für das laufende Jahr behält die Nationalbank ihre BIP-Wachstumsprognose von 1,5–2% unverändert bei. Infolge des nach oben

revidierten BIP-Niveaus für 2007 dürfte das Wachstum 2008 eher im oberen Teil der Bandbreite liegen.

Entwicklung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen

Die monetären Bedingungen haben sich gegenüber der Lagebeurteilung vom Juni praktisch nicht verändert. Trotz der Turbulenzen auf den Finanzmärkten ist der Schweizer Franken verhältnismässig stabil geblieben. Die Rendite der Bundesobligationen, die weitgehend von den Zinssatzbewegungen an den internationalen Finanzmärkten bestimmt wird, ist unabhängig von der Laufzeit gesunken. Dies widerspiegelt die Verschlechterung der weltweiten Konjunkturaussichten und die starke Nachfrage nach Papieren erster Qualität. Am Interbankenmarkt bleiben die Risikoprämien aufgrund der Finanzkrise auf einem hohen Niveau. Da die Nationalbank das Ziel hat, den Dreimonats-Libor und nicht den Zinssatz für gedeckte Interbankenkredite zu stabilisieren, kann sie die Schweizer Wirtschaft weiterhin weitgehend von den Schwankungen der Risikoprämien abschirmen.

Die Finanzkrise hat einstweilen keine Auswirkungen auf die Gewährung von Krediten im Inland. So lag die Wachstumsrate bei den Hypothekarkrediten im Juli bei 3,6%. Wie jedoch am Ende eines Konjunkturzyklus üblich, scheint sich eine Wachstumsverlangsamung bei den übrigen Krediten, vorab bei den ungedeckten Krediten, abzuzeichnen. Was die Kreditbedingungen anbelangt, zeigt eine Umfrage der Nationalbank vom Juli bei 20 Banken, die 85% des Kreditmarktes im Inland abdecken, dass die Krise im Bereich der risikobehafteten Kredite zu keiner Verschlechterung der Konditionen geführt hat. Laut ähnlichen Umfragen war dies dagegen in den USA und in der Eurozone der Fall.

Die Geldaggregate verzeichnen seit Anfang 2006 mässige oder sogar negative Wachstumsraten, was mittel- und längerfristig auch auf eine tiefe Inflation schliessen lässt.

Inflation und Inflationsrisiken

Die Inflation liegt seit Dezember 2007 über der Marke von 2%. Die höheren Erdölpreise konnten letztes Jahr verhältnismässig einfach auf die Konsumentenpreise überwältigt werden, da die Wirtschaft in einer ausgezeichneten Verfassung war. Die seit Juli sinkenden Mineralölpreise haben bislang zu keiner bedeutenden Abnahme der Inflation geführt. Sie

lag im August noch bei 2,9%, nachdem sie im Juli 3,1% erreicht hatte.

Die Aussichten für die weitere Teuerungsentwicklung bleiben grundsätzlich unverändert: Die Inflation dürfte nächstes Jahr aufgrund der in den letzten Monaten verzeichneten Abflachung der Erdölpreise und der erwarteten Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit weiter zurückgehen. Demzufolge ist die derzeitige Inflation eine vorübergehende Erscheinung.

Die seit der Lagebeurteilung vom Juni vorgenommenen Änderungen der Inflationsprognose sind im Wesentlichen technischer Natur. Die prognostizierte Inflation ist etwas höher und hartnäckiger, doch die mittelfristigen Aussichten bleiben mehrheitlich unverändert.

Diese Inflationsprognose ist mit besonderen Unsicherheiten behaftet. Diese betreffen vorwiegend die Annahmen über die Entwicklung der Weltwirtschaft. Darüber hinaus ist es schwierig, das Ausmass, die Dauer und die Auswirkungen der internationalen Finanzkrise abzuschätzen. Überdies kann nicht genau bestimmt werden, wie die Inflation auf die Konjunkturverlangsamung reagiert. Da die Nachfrage auf hohem Niveau liegt, die Produktionskapazitäten voll ausgelastet sind und die Kosten für Rohstoffe und Zwischenprodukte hoch bleiben, besteht die Gefahr, dass die Inflation weniger rasch zurückgeht als erwartet.

Der geldpolitische Entscheid

Die Inflationsprognose zeigt, dass die Teuerungsrate 2009 wieder unter die Marke von 2% zu liegen kommt. Die derzeitige Inflation ist eine vorübergehende Erscheinung, weil die zu erwartende Konjunkturverlangsamung dämpfend wirken wird und die Folgen der hohen Erdölpreise allmählich

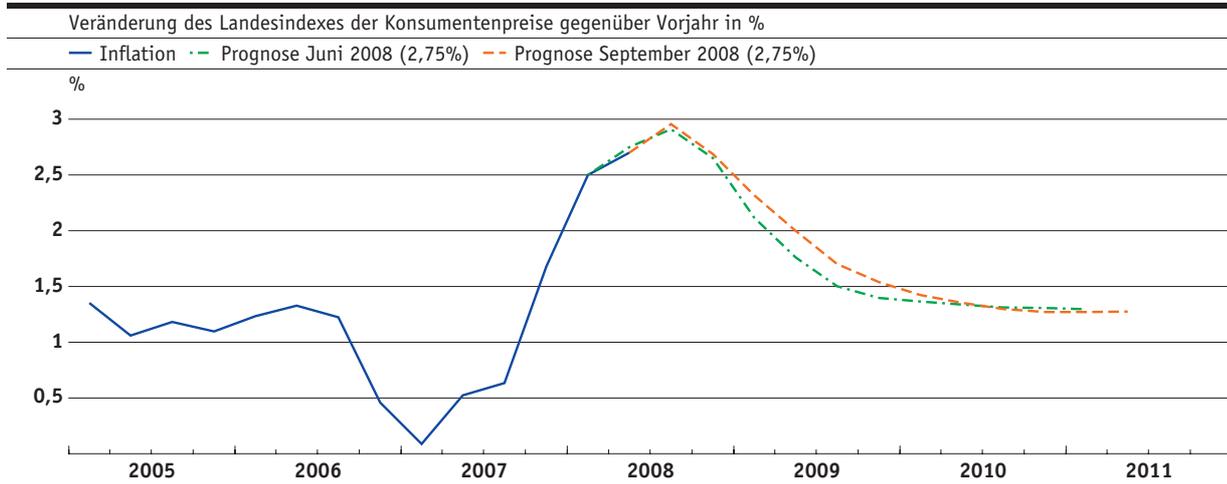
abflauen werden. Die mittelfristige Preisstabilität ist also nicht nachhaltig gefährdet. Ausserdem veranlassen die bedeutenden Unsicherheiten über die Weltkonjunktur und die Auswirkungen der internationalen Finanzkrise die Nationalbank dazu, eine vorsichtige Haltung einzunehmen und ihren geldpolitischen Kurs unverändert beizubehalten. Das hohe Inflationsniveau erfordert derzeit aber grosse Aufmerksamkeit: Ein erneuter Energiepreisanstieg, eine über Erwartungen kräftige Konjunktur, ein schwächerer Franken oder ein Anstieg der Inflationserwartungen würden die mittelfristige Preisstabilität bedrohen. Auf der anderen Seite könnte die Finanzkrise eine stärkere Verlangsamung der Konjunktur bewirken, was den Teuerungsdruck verringern würde. Die Nationalbank wird diese Faktoren deshalb weiterhin sehr genau beobachten, um bei Bedarf rasch handeln zu können.

Grafik der Inflationsprognose

Die neue Inflationsprognose ist in Grafik 4.1 abgebildet. Sie reicht vom dritten Quartal 2008 bis zum zweiten Quartal 2011. Sie beruht, wie die Prognose vom Juni, auf der Annahme eines konstanten Dreimonats-Libor von 2,75%. Die neue Prognose zeigt eine zunächst etwas hartnäckigere Inflation, die bis zum zweiten Quartal 2009 über der 2%-Marke liegt. Dies ist vor allem die Folge der Erdölpreiserhöhungen in der Vergangenheit und einer Wirtschaftsaktivität auf hohem Niveau. Die Prognose zeigt jedoch, dass die Verlangsamung der Konjunktur, die in letzter Zeit rückläufigen Erdölpreise und der damit verbundene Basiseffekt zu einer Abnahme der Inflation in den kommenden Monaten beitragen werden. Die Teuerung dürfte 2009 wieder auf einem Niveau liegen, das mit der mittelfristigen Preisstabilität vereinbar ist.

Grafik 4.1

Inflationsprognose Juni 2008 mit Libor 2,75% und September 2008 mit Libor 2,75%



Quelle: SNB

Beobachtete Inflation September 2008

Tabelle 4.2

	2005				2006				2007				2008			
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Inflation	1,35	1,06	1,18	1,10	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70		

Inflationsprognose Juni 2008 mit Libor 2,75% und September 2008 mit Libor 2,75%

	2008				2009				2010				2011			
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Prognose Juni 2008, Libor 2,75%		2,75	2,91	2,65	2,12	1,76	1,50	1,40	1,36	1,34	1,31	1,31	1,30			
Prognose Sept. 2008, Libor 2,75%			2,96	2,69	2,32	2,00	1,70	1,54	1,42	1,35	1,30	1,27	1,27	1,28		

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 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 Juni bis August 2008 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Gemäss den rund 170 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten Juni bis August Gespräche führten, war der Geschäftsgang immer noch gut bis sehr gut. Was die Aussichten betrifft, wurde jedoch eine Eintrübung der Stimmung festgestellt. In mehreren Sektoren machte sich in den letzten Monaten eine Abkühlung der Nachfrage bemerkbar. In anderen wird eine ähnliche Entwicklung für die letzten Monate des laufenden Jahres und für 2009 erwartet. Im Vergleich zum letzten

Bericht haben sich somit die Zeichen einer konjunkturellen Verlangsamung und einer Verunsicherung verdichtet. In vielen Fällen handelt es sich allerdings eher um eine willkommene Normalisierung, die zu einer Entschärfung von Engpässen führen sollte, als um einen Einbruch der Nachfrage. Entsprechend werden weitere Investitionen geplant. In dieser Hinsicht wird die Kreditpolitik der Banken zurzeit als unproblematisch betrachtet. Der Personalbestand dürfte, je nach Fall, stabil bleiben oder weiter vorsichtig ausgebaut werden. Aufgrund der steigenden Produktionskosten einerseits und der robusten Nachfrage andererseits bleibt die Tendenz zu höheren Verkaufspreisen bestehen.

1 Produktion

Industrie

Insgesamt blieb der Auslastungsgrad in der Industrie hoch bis sehr hoch. Entsprechend war die Investitionstätigkeit robust und von Kürzungen der künftigen Investitionspläne war kaum die Rede. Gemäss den Gesprächspartnern konnten die Firmen trotz Finanzmarktkrise bisher von unveränderten Kreditbedingungen profitieren. Dies ist auch auf die immer noch gute Ertragslage der Firmen zurückzuführen. Einige Gesprächspartner vermuten jedoch, dass sich bei einer allfälligen künftigen Verschlechterung der Geschäftszahlen der Zugang zur Bankfinanzierung rasch als schwieriger erweisen könnte. Entsprechend ist bei vielen Firmen die Selbstfinanzierung ein strategisches Ziel.

Auch in den Fällen, in denen eine Verlangsamung oder eine Stagnation der Nachfrage festgestellt wurde, geben sich die Gesprächspartner mit dem Niveau der Umsätze zufrieden. Besonders dynamisch blieb die Nachfrage aus den aufstrebenden Märkten in Asien, Lateinamerika, Mittel- und Osteuropa sowie aus den erdölexportierenden Ländern. Die Beurteilung der Nachfrage aus Westeuropa, den USA und Japan fiel differenzierter aus.

Die Wachstumsstärke unterscheidet sich relativ markant von einer Industriesparte zur anderen. Eine ungebrochen starke Dynamik wird in den Nischen- und Luxusmärkten (wie Medizinaltechnik, Energietechnik oder Uhrenindustrie) beobachtet. Eine Abflachung oder sogar ein Rückgang der Bestellungseingänge wird demgegenüber bei klassischen Investitionsgütern (Elektronikgeräte und Maschinen) sowie manchen konsumnahen Sparten (z.B. Zulieferern der Automobilindustrie) bemerkt. Was die kurzfristigen Perspektiven betrifft, war dank den gut gefüllten Auftragsbüchern die Mehrheit der Gesprächspartner zuversichtlich. Für das Jahr 2009 rechnen die meisten Firmen mit einem – zum Teil deutlich – bescheideneren Wachstum.

Dienstleistungen

Im Detailhandel kam eine heterogenere Entwicklung zum Ausdruck als noch im Frühjahr. Trotz des beobachteten Rückgangs des Konsumentenstimmungsindexes wurde das Konsumklima bis August überwiegend als günstig beurteilt. Dies gilt sowohl für die Grossverteiler als auch für die Spezialgeschäfte. Starke Umsatzsteigerungen wurden insbesondere im Nahrungsmittelbereich und bei Luxusprodukten verzeichnet. Die Anbieter in

den Grenzgebieten profitierten weiterhin von der gegenüber dem Ausland gestiegenen preislichen Konkurrenzfähigkeit. Andere Gesprächspartner signalisierten dagegen eine verlangsamte Dynamik der Nachfrage. Für die nähere Zukunft gehen die meisten von einer Abflachung des Umsatzverlaufs aus.

In der Hotellerie entwickelte sich der Geschäftsgang weiterhin positiv. In mehreren Fällen konnten die ausgezeichneten Geschäftsergebnisse von 2007 noch verbessert werden. Mit Ausnahme der Region Basel hat sich die Euro 08 mengenmässig nicht positiv ausgewirkt. In den Ausrichtungsstädten lag die Zahl der Übernachtungen im Juni sogar unter dem Vorjahresniveau. Die Gäste konsumierten jedoch verhältnismässig mehr. Ferner konnten die Hotels höhere Preise durchsetzen. Im Juli setzte sich allgemein die positive Tendenz zunächst fort. Die Aussichten für 2009 fielen je nach Kundensegment unterschiedlich aus. Im Bereich der Geschäftsanlässe und Kongresse sind die Firmen sparsamer geworden. Im Privattourismus blieben die Reservationen für die Wintersaison (vor allem aus Deutschland und Italien) bisher relativ bescheiden. Ferner könnten die aufgrund des Erdölpreises angestiegenen Flugkosten die Buchungen asiatischer Gruppenreisen dämpfen. Vergleichsweise zuversichtlich waren die Vertreter der Luxushotellerie.

Die Beurteilung der Geschäftslage fiel auch in der Transport- und Verkehrsbranche differenziert aus. Im Bereich des Warenverkehrs war von einer Abschwächung der Nachfrage – zum Teil von sehr hohen Niveaus aus – die Rede. Bei den tourismusbezogenen Schiff-, Bahn- und Lufttransportunternehmen war die Entwicklung hingegen weiterhin erfreulich. Auch bei den unternehmensbezogenen Dienstleistungen war das Bild uneinheitlich. Steigende Geschäftsvolumen wurden weiterhin in den technischen und juristischen Beratungsbranchen sowie im Informatiksektor festgestellt. Mit der Beruhigung der Arbeitsnachfrage verliert dagegen die Temporärarbeitsvermittlung etwas an Schwung.

Wie schon in den Vormonaten meldeten die Gesprächspartner aus dem Bankensektor eine weiterhin schwierige Lage im Vermögensverwaltungsgeschäft. Die Finanzmarkturbulenzen hatten einen zum Teil massiven Rückgang des Handelsvolumens und entsprechend der Kommissionseinnahmen zur Folge. Das Kreditgeschäft blieb dagegen eine wichtige Stütze. Hypothekar- und Firmenkredite nahmen erneut zu. Die Zinsmargen schmolzen jedoch ten-

denziell weiter. In Übereinstimmung mit Gesprächspartnern aus der übrigen Wirtschaft verneinten die Bankenvertreter eine Verschärfung der Kreditbedingungen.

Als steigend oder stabil wird die jüngste Geschäftsentwicklung bei anderen Dienstleistungsanbietern (Restauration, Versicherungen, Grosshändlern, Reinigung) eingeschätzt.

Bau und Immobilien

Die Gesprächspartner aus der Bauwirtschaft zeigten sich mit der Geschäftslage zufrieden. Der Geschäftsgang verläuft weiterhin auf hohem Niveau. Der Rückgang der Auftragseingänge setzte sich zwar da und dort fort, doch wird diese Entwicklung als eine Normalisierung betrachtet. Stützend wirkt weiterhin der Wohnbau und insbesondere die Zunahme der Renovationsarbeiten. Im Gewerbebau stammten die Nachfrageimpulse hauptsächlich aus der Industrie sowie aus der Hotellerie. Im Tiefbau wurden sehr unterschiedliche regionale Entwicklungen festgestellt. Die Preise für Wohnungen und Einfamilienhäuser sind weiter gestiegen. In den meisten Fällen wurde diese Preisentwicklung aufgrund des immer noch angespannten Wohnungsmarktes als gerechtfertigt bezeichnet. Wegen der hohen Rohstoffkosten (Stahl, Glas) blieben auch die Baupreise klar nach oben gerichtet.

2 Arbeitsmarkt

Die Arbeitsnachfrage bleibt robust, auch wenn in mehreren Firmen die Anzahl Überstunden reduziert wurde und allgemein mehr Vorsicht bei den Einstellungsplänen herrscht. Die meisten Firmen rechnen mit einem stabilen oder leicht zunehmenden Personalbestand. Von einer Kürzung der Belegschaft war nur in wenigen Ausnahmefällen die Rede. Schwierigkeiten bei der Rekrutierung von qualifizierten Arbeitskräften blieben in verschiedenen Bereichen bestehen.

Im Hinblick auf die kommende Lohnrunde bildet die Teuerung eine wichtige Referenzgrösse. Die von den Gesprächspartnern quantifizierten Lohn erhöhungen liegen zwischen 1% und 3,5%, wobei die Mehrheit der Firmen mit einer Nominallohnerhöhung um die 2,5% rechnet. Von einer stärkeren Lohndynamik war nur vereinzelt die Rede. Dies war in der Regel bei Firmen der Fall, die in der jüngsten Vergangenheit überdurchschnittliche Produktivitätsgewinne erzielt haben und eine ausgezeichnete Ertragslage aufweisen.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Die Energie- und Rohwarenkosten waren weiterhin ein wichtiges Thema. Trotz der im Sommer eingetretenen Korrektur bleiben die Preise hoch. Entsprechend wurden von den Firmen schon im Laufe des Jahres 2008 signifikante Kostenüberwälzungen realisiert. Im Allgemeinen wurden die Preiserhöhungen von den Kunden akzeptiert, wobei Teile der chemischen Industrie eine Ausnahme bilden. Trotzdem konnten die Preise nicht überall im Gleichschritt mit den Kostensteigerungen erhöht werden, was weiterhin auf die Betriebsmargen drückt. Für 2009 planen mehrere der befragten Firmen weitere Preisanpassungen. Da die Dollarschwäche ebenfalls zu bedeutenden Margenverlusten führte, wird bei den exportorientierten Firmen die jüngste Erholung der US-Währung begrüsst.

Cost pass through in a competitive model of pricing-to-market

Raphael Auer und Thomas Chaney
Working Paper 2008-6

Warum werden Veränderungen von Produktionskosten nicht vollständig an die Konsumenten weitergegeben? Dieser Aufsatz erweitert das Modell der Preisdifferenzierung nach Qualitätsaspekten unter vollständigem Wettbewerb von Mussa und Rosen (1978). Die Autoren untersuchen einen vollständigen Wettbewerb im Gegensatz zu Mussa und Rosen's Analyse eines Monopols. Ausserdem führt das Model abnehmende Skalenerträge ein. Im Gleichgewicht werden hochqualitative Güter von Konsumenten mit einer hohen Präferenz für Qualität gekauft. Die Gleichgewichtspreise sind hoch, wenn die durchschnittliche Präferenz für Qualität hoch ist. Zweitens sind auch die Preisunterschiede von Gütern verschiedener Qualität grösser, wenn die durchschnittliche Präferenz für Qualität hoch ist. Die Autoren leiten drei empirisch überprüfbare Vorhersagen her. Erstens: Wechselkursschocks übertragen sich nur unvollständig auf die Preise. Zweitens: Preise von Produkten tieferer Qualität reagieren sensibler auf Wechselkursschocks als Preise von Produkten höherer Qualität. Drittens: Eine Währungsaufwertung führt zu einer Verschiebung der Exporte hin zu Produkten mit besserer Qualität und höheren Preisen. Diese Voraussagen werden mit stark desaggregierten Daten von US-Importpreisen und -mengen getestet. Die Autoren zeigen, dass Preise von Gütern hoher Qualität, gemessen anhand der Stückpreise, sensitiver auf Wechselkursschwankungen reagieren. Überdies zeigen die Autoren, dass eine Währungsaufwertung zu einer Verschiebung der Exporte zu Produkten mit hohen Stückkosten führt.

Literatur:

Mussa, Michael und Sherwin Rosen. 1978. Monopoly and Product Quality. *Journal of Economic Theory* 18(2): 301-317.

Competition and relational contracts: The role of unemployment as a disciplinary device

Martin Brown, Armin Falk und Ernst Fehr
Working Paper 2008-7

Wenn Arbeitslosigkeit herrscht, ist die Beziehung mit einem bestimmten Arbeitgeber für einen Arbeitnehmer sehr wertvoll. In dieser Situation erfüllt der Arbeitnehmer voraussichtlich implizite Vereinbarungen, die eine hohe Arbeitsleistung von ihm verlangen, auch wenn seine Leistung kaum überprüfbar und durchsetzbar ist. Können solche implizite Vereinbarungen – sogenannte relationale Verträge – auch eine hohe Arbeitsleistung motivieren, wenn die Arbeitsnachfrage hoch ist und der Arbeitnehmer jederzeit die Stelle wechseln könnte? Die Autoren dieser Studie untersuchen diese Frage anhand eines Experimentes, in dem die Nachfrage nach Arbeit hoch ist, aber die Leistung der Arbeitnehmer von aussen nicht durchsetzbar ist. Die Ergebnisse zeigen, dass in dieser Arbeitsmarktsituation implizite Vereinbarungen entstehen, in denen Arbeitgeber eine hohe Arbeitsleistung mit Löhnen honorieren, die über dem marktüblichen Niveau liegen. Dies motiviert die Arbeitnehmer, eine hohe Leistung zu erbringen, auch wenn sie sich davor drücken und danach zu einem anderen Arbeitgeber wechseln könnten. Dieses Ergebnis zeigt, dass Arbeitslosigkeit keine notwendige Voraussetzung ist, damit relationale Verträge Arbeitnehmer motivieren können. Die Autoren untersuchen weiter, wie Wettbewerbsbedingungen auf implizite Vereinbarungen einwirken, indem sie das Ergebnis eines Marktes mit hoher Arbeitsnachfrage mit einem mit tiefer Arbeitsnachfrage vergleichen. Es zeigt sich, dass relationale Verträge weniger häufig vorkommen, wenn die Arbeitsnachfrage hoch ist. Überraschenderweise beeinträchtigt dies das Funktionieren des Arbeitsmarktes kaum.

The colonial and geographic origins of comparative development

Raphael Auer
Working Paper 2008-8

Warum sind manche Nationen reich und andere arm? In der ökonomischen Forschung favorisieren zwei rivalisierende Schulen entweder Institutionen oder Geografie als die grundsätzliche Kraft des wirtschaftlichen Wachstums. Während der direkte Einfluss geografischer Eigenschaften auf das wirtschaftliche Wachstum in allen Ländern vorhanden ist, hat die Geografie in ehemaligen Kolonien auch die Kolonialpolitik und Institutionen beeinflusst. Man kann daher die partiellen Effekte von geografischen Merkmalen und der Institutionen auf das Einkommen schätzen, indem man die Interaktion von Geografie und Kolonialgeschichte verwendet. Der Autor zeigt erstens, dass Klima und Krankheiten die Entwicklung der Institutionen in ehemaligen Kolonien beeinflusste, während ein solcher Effekt für den Rest der Welt nicht zutrifft. Zweitens entwickelt er eine empirische Strategie, die die Beziehung zwischen Institutionen und Einkommen identifiziert, aber auch den direkten Einfluss geografischer Charakteristiken einbezieht. Dabei stellt sich heraus, dass die Institutionen die wichtigsten Determinanten für die Entwicklung sind und geografische Einflussfaktoren einen beträchtlichen Einfluss auf die Entwicklung haben. Drittens zeigt der Aufsatz den Einfluss von Krankheiten auf die Kolonialpolitik und auf das Einkommen.

Does FOMC news increase global FX trading?

Andreas M. Fischer und Angelo Rinaldo
Working Paper 2008-9

Steigt das Handelsvolumen mit Fremdwährungen an Tagen, an denen sich der Offenmarktausschuss der amerikanischen Zentralbank (FOMC) trifft? Um die Hypothese erhöhten Handelsvolumens zu testen, verwenden die Autoren einen neuen Datensatz der Continuous Linked Settlement (CLS) Bank. Die CLS erfasst ungefähr die Hälfte der globalen Handelsumsätze auf dem Devisenmarkt. Die Autoren finden starke Hinweise darauf, dass die Handelsumsätze zwischen den Währungsräumen von 2003 bis 2007 an Sitzungstagen des FOMC um ungefähr 5% ansteigen. Dieses Resultat gilt unabhängig von der Höhe der Preisänderungen im Fremdwährungsmarkt und von geldpolitischen Schocks durch den FOMC. Diese neue Evidenz für eine Zunahme des Devisenhandels an Sitzungstagen des FOMC ist nicht konsistent mit den Standardmodellen des Kapitalmarktes mit homogenen Marktteilnehmern.

Extreme coexceedances in new EU member states' stock markets

**Charlotte Christiansen und Angelo Ranaldo
Working Paper 2008-10**

Die Autoren analysieren die Finanzmarktintegration der neuen Mitgliedsländer in die Europäische Union (EU). Dafür betrachten sie die Anzahl der gemeinsamen extremen Preissenkungen oder Preissteigerungen (extreme coexceedances) in den nationalen Aktienindizes. Anhand von multinomialen Logit-Methoden werden die Beziehungen zwischen Persistenz, Vermögensarten und Volatilität und extremen Preisbewegungen untersucht. Die Studie zeigt, dass die Effekte unterschiedlich sind (a) zwischen negativen und positiven Preisbewegungen, (b) zwischen den alten und neuen EU-Mitgliedsländern und (c) zwischen der Phase vor und nach der EU-Erweiterung im Jahre 2004, was auf einen engeren Zusammenhang zwischen den Aktienmärkten in den neuen Mitgliedsländern und jenen im Westen Europas hinweist. Die empirische Evidenz zeigt, dass die ungünstigen gemeinsamen Bewegungen, die Volatilität sowie Persistenz der Aktienmärkte in den neuen Ländern nach dem EU-Beitritt zugenommen haben. Daraus folgt, dass Finanzmarktintegration nicht nur mit Vorteilen, sondern auch mit einer erhöhten Ausbreitung von Schocks einhergeht.

Unverändertes Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank beschloss am 18. September 2008 im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung, 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
CH-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

Preise

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