

# Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

März

1/2009

27. Jahrgang



# Inhalt

5	<b>Übersicht über das Quartalsheft 1/2009</b>
6	<b>Bericht über die Geldpolitik</b>
42	<b>Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte</b>
46	<b>Lagerhaltungspolitik der Unternehmen im Wandel: Ergebnis eines Strukturberichts</b>
54	<b>SNB Working Papers: Zusammenfassungen</b>
58	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>



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

Die internationale Konjunktur verschlechterte sich weiter. In den USA hat sich die Wirtschaftsaktivität stark zurückgebildet, und der Konsum sowie die Exporte sind gesunken. Auch in Europa war ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen. Die Länder Asiens haben sich dieser Entwicklung nicht entziehen können und sind ebenfalls stark betroffen. Die Krise, die von den Finanzmärkten der bedeutendsten Volkswirtschaften ausging und sich dann auf die Realwirtschaft übertrug, hat nun die gesamte Weltwirtschaft erfasst. Deshalb hat die Nationalbank ihre Wachstumsprognosen für die grossen Volkswirtschaften für das laufende Jahr deutlich nach unten korrigiert.

Die Konjunkturlage hat sich auch in der Schweiz in den letzten sechs Monaten sehr deutlich und rasch verschlechtert. Im vierten Quartal 2008 ist das reale BIP auf annualisierter Basis um 1,2% gesunken. Zwar scheint der Rückgang in der Schweiz weniger ausgeprägt als in den grossen europäischen Ländern, doch zeigt diese Zahl nicht, wie stark die internationale Nachfrage, insbesondere in der verarbeitenden Industrie, eingebrochen ist und in der Folge die Exporte zurückgegangen sind. Die Firmen haben ihre Ausrüstungsausgaben spürbar reduziert. Die gesamte Endnachfrage bildete sich deutlich zurück.

Die Nationalbank reduziert deshalb ihre BIP-Wachstumsprognose für das laufende Jahr. Sie geht nun von einem Rückgang des realen BIP um 2,5% bis 3% aus. Die rasche Verschlechterung der Konjunkturlage und die sinkenden Rohstoffpreise haben auch bei der Inflationsprognose zu einer deutlichen Revision nach unten geführt. Die durchschnittliche Teuerung wird im Jahr 2009 bei -0,5% erwartet.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom März eine kräftige Lockerung der monetären Bedingungen. Sie kündigte an, sie werde einen erneuten Rückgang der Zinssätze herbeiführen und eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro verhindern. Zu diesem Zweck wird sie die Liquidität durch zusätzliche Repo-Geschäfte und den Kauf von Devisen und Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner stark erhöhen. Gleichzeitig kündigte die Nationalbank die Senkung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor um 25 Basispunkte auf 0,0%–0,75% an. Die Breite des Libor-Zielbandes verringerte sich damit von 100 auf 75 Basispunkte.

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

Der rasche und deutliche Konjunkturabschwung widerspiegelt sich auch in den Gesprächen, welche die SNB-Delegierten für Wirtschaftskontakte zwischen Dezember 2008 und Februar 2009 mit Vertretern verschiedener Sektoren und Branchen führten. Die Gespräche bestätigen, dass sich die Nachfrage auf breiter Basis rasch und deutlich abgeschwächt hat. Betroffen sind vor allem die exportorientierten Produzenten von Investitionsgütern, doch rechnen praktisch alle Branchen mit einem schwächeren Umsatz. Eine rasch wachsende Anzahl Unternehmen hat Kurzarbeit beantragt. Anfang Jahr sind zudem vermehrt Entlassungen ausgesprochen worden. Sorgen bereiten vielen Unternehmen auch die Margen, welche durch die Aufwertung des Frankens gegenüber Euro und Pfund sowie durch Strompreis- und Lohnerhöhungen unter Druck geraten sind.

## **Lagerhaltungspolitik der Unternehmen im Wandel: Ergebnisse eines Strukturberichts (S. 46)**

Jean-Pierre Jetzers Bericht zur Lagerhaltungspolitik basiert auf Interviews der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit 47 Schweizer Unternehmen. Der Bericht bestätigt den Eindruck, dass die Lagerbestände in den letzten 10 bis 15 Jahren relativ zum Umsatz deutlich gefallen sind. Dazu beigetragen haben unter anderem der Wandel vom Verkäufer- zum Käufermarkt, die rasante Entwicklung der Informationstechnologie und eine verbesserte Ausbildung. Tendenziell hat sich die Lagerhaltung von der Verkaufs- auf die Einkaufs- und Lieferantenseite verlagert. Zudem haben international tätige Unternehmen unter dem Einfluss des EU-Binnenmarkts ihre Regionallager zugunsten von grossen Zentrallagern reduziert.

## **SNB Working Papers (S. 54)**

Zusammenfassungen von vier Aufsätzen: Katrin Assenmacher-Wesche und Stefan Gerlach, «Financial structure and the impact of monetary policy on asset prices», SNB Working Paper 2008-16; Ernst Fehr, Martin Brown und Christian Zehnder, «On reputation: a microfoundation of contract enforcement and price rigidity», SNB Working Paper 2008-17; Raphael Auer und Andreas M. Fischer, «The effect of low-wage import competition on U.S. inflationary pressure», SNB Working Paper 2008-18; Christian Beer, Steven Ongena und Marcel Peter, «Borrowing in foreign currency: Austrian households as carry traders», SNB Working Paper 2008-19.

# Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums  
der Schweizerischen Nationalbank vom März 2009

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,  
die bis Mitte März 2009 bekannt wurden.

## Inhalt des Berichts über die Geldpolitik

8	Zu diesem Bericht
9	Geldpolitischer Entscheid
10	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
14	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
15	2.1 BIP-Entwicklung
16	2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen
19	2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt
20	2.4 Kapazitätsauslastung
21	2.5 Preise
24	2.6 Realwirtschaftliche Aussichten
25	3 Monetäre Entwicklung
25	3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen
28	3.2 Wechselkurse
29	3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise
31	3.4 Geldaggregate
33	3.5 Kredite
35	4 Die Inflationsprognose der SNB
35	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
37	4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid
35	<a href="#">Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts</a>

## Zu diesem Bericht

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

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

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom März 2009 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen die geldpolitischen Entscheide des Direktoriums bis Mitte März 2009.

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



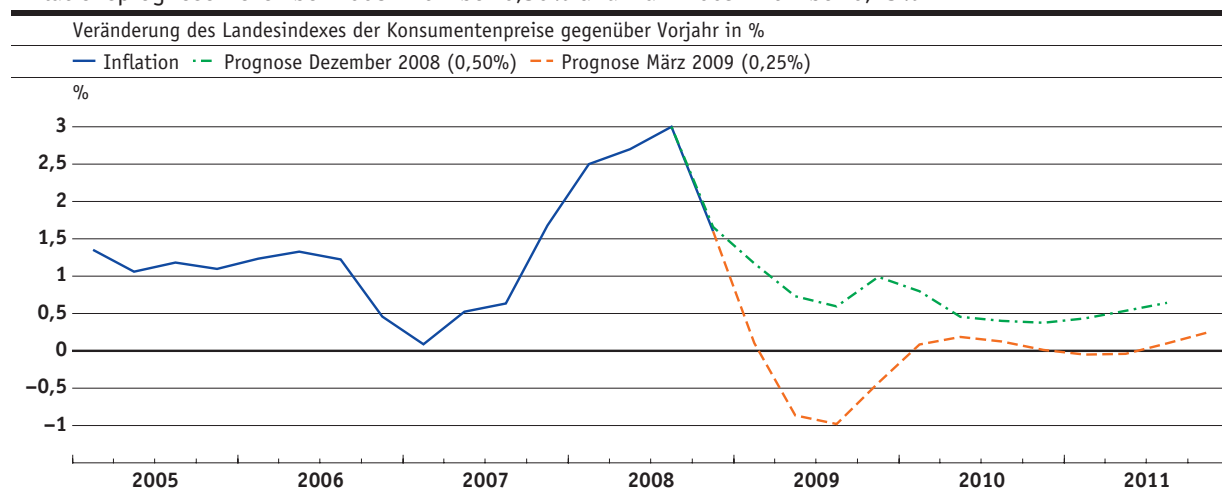
## Geldpolitischer Entscheid

Die Schweizerische Nationalbank hat an ihrer Lagebeurteilung vom 12. März 2009 angekündigt, die monetären Bedingungen kräftig zu lockern. Sie beschloss, einen erneuten Rückgang der Zinssätze herbeizuführen und eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern. Zu diesem Zweck wird sie die Liquidität stark erhöhen, indem sie zusätzliche Repo-Geschäfte abschliessen, Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner erwerben und Devisenkäufe auf dem Markt tätigen wird.

Gleichzeitig kündigte die Nationalbank an, das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 25 Basispunkte auf 0,0%–0,75% zu senken. Sie wird alles daran setzen, um den Libor allmählich in den unteren Bereich des neuen Zielbandes auf etwa 0,25% zu führen. Die Breite des Libor-Zielbandes verringerte sich damit von 100 auf 75 Basispunkte.

Mit diesen aussergewöhnlichen Massnahmen trägt die Nationalbank dazu bei, die Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise zu mildern, und schränkt das Risiko einer Deflation ein. Die Nationalbank hat den Auftrag, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Lage Rechnung zu tragen. Dies bedeutet, dass sowohl Deflation wie Inflation vermieden werden sollen. Bei der Erfüllung dieser Aufgabe wird sich die Nationalbank wie bisher auf eine Inflationsprognose stützen.

Inflationsprognose Dezember 2008 mit Libor 0,50% und März 2009 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

### Inflationsprognose Dezember 2008 und März 2009

Durchschnittliche Jahresinflation in %	2009	2010	2011
Prognose Dezember 2008, Libor 0,50%	0,9	0,5	
Prognose März 2009, Libor 0,25%	-0,5	0,1	0,1

Quelle: SNB

# 1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Entwicklung der Weltwirtschaft wird seit September 2008 durch die Verschärfung der Kreditkrise und einen raschen und starken Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage geprägt. Im vierten Quartal 2008 ging die am BIP gemessene Wirtschaftsleistung in den meisten Industrieländern deutlich zurück. Besonders stark betroffen war der Absatz von Industriegütern. Dies traf vor allem führende Exportländer wie Deutschland, Japan und Südkorea. Andere Länder litten zusätzlich unter der anhaltenden Korrektur an den Immobilienmärkten, so die USA, das Vereinigte Königreich und Spanien. Fallende Rohstoffpreise sowie Kapitalabflüsse bedrohen zudem zahlreiche aufstrebende Länder. Die globale Rezession widerspiegelt sich in den meisten Ländern in einem rapiden Anstieg der Arbeitslosigkeit. Der Inflationsdruck liess deutlich nach, primär als Reaktion auf den Rückgang der Energiepreise. Die Jahresteuerrate der G7 fiel zwischen Mitte und Ende 2008 von 4,6% auf 0,7%.

Die konjunkturellen Aussichten bleiben ungünstig. Die Kreditverknappung und die breite Verunsicherung der Wirtschaftsakteure werden die Nachfrage weiterhin dämpfen. Hohe Lagerbestände und der Tiefstand vorlaufender Indikatoren, wie z. B. die Stimmung der Konsumenten und Unternehmungen, lassen einen erneuten Rückgang der Aktivität im ersten Halbjahr erwarten. Die negativen Auswirkungen der fallenden Aktien- und Häuserpreise auf Konsum und Investitionen werden weiterhin spürbar sein.

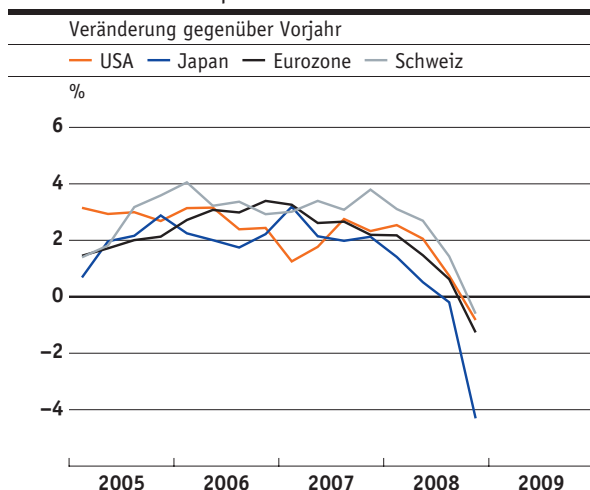
Im zweiten Halbjahr 2009 sollten die massiven geld- und fiskalpolitischen Impulse ihre stimulierende Wirkung entfalten. Die konjunkturelle Erholung dürfte jedoch graduell sein, da es Zeit braucht, bis die Kreditmärkte wieder gut funktionieren und das Vertrauen der Investoren, Unternehmen und Konsumenten wieder hergestellt ist.

Vor diesem Hintergrund hat die SNB ihre Prognosen für 2009 signifikant nach unten angepasst. Die nachfolgende Erholung bleibt schwach. Nur für die USA wurde das BIP-Wachstum für das kommende Jahr geringfügig nach oben angepasst, da die geplanten Fiskalmassnahmen stärker ausfielen als erwartet. Die Unterauslastung der Produktionskapazitäten dürfte in verschiedenen Ländern ein grösseres Ausmass erreichen als in sämtlichen Rezessionsphasen der letzten fünfzig Jahre.

Die Prognoserisiken sind beträchtlich, da starke Lagerschwankungen wahrscheinlich sind, Ausmass und Zusammensetzung der staatlichen Stützmassnahmen sich schnell verändern und die Unsicherheit hinsichtlich der makroökonomischen Auswirkungen der Kreditverknappung und der expansiven Fiskalpolitik gross ist.

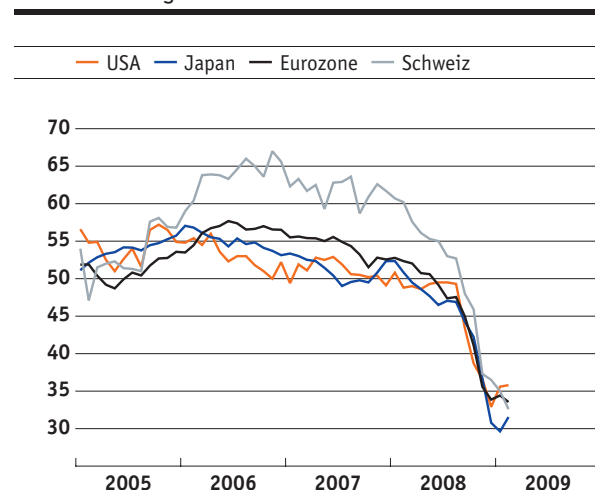
Auch ist inmitten des globalen Konjunkturabschwungs die Verletzlichkeit einiger mittel- und osteuropäischer Volkswirtschaften vermehrt in den Vordergrund getreten. Deutliche Wechselkursverluste, beschränkte Devisenreserven und hoher Finanzierungsbedarf beeinträchtigen den Ausblick für die Region. Zur Sicherung der Zahlungsfähigkeit einiger Länder koordinierte der IWF bereits Notkredite. Die teilweise starke Beteiligung westeuropäischer Ban-

Grafik 1.1  
Reales Bruttoinlandprodukt



Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Thomson Datastream

Grafik 1.2  
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

ken am lokalen Bankensystem bedeutet ein erhebliches Risiko.

In diesem Umfeld werden die Finanzmärkte fragil bleiben. Insgesamt dominieren weiterhin die Abwärtsrisiken.

### Starker BIP-Rückgang in den USA

Nach einem leichten Rückgang im dritten Quartal (-0,5%) ging das BIP in den USA im vierten Quartal deutlich um 6,2% zurück. Der stärkste Wachstumseinbruch seit 1982 ist auf ein weiteres Nachlassen des privaten Konsums sowie der Ausrüstungs- und Wohnbauinvestitionen zurückzuführen. Im Gegensatz zum dritten Quartal stützten die Exporte das Wachstum nicht mehr. Die konjunkturell schwierige Lage widerspiegelt sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Seit Beginn der Rezession Ende 2007 sind 4,4 Mio. Arbeitsplätze verloren gegangen, mehr als die Hälfte davon in den letzten vier Monaten. Die Arbeitslosenquote ist von 6,8% im November auf 8,1% im Februar gestiegen.

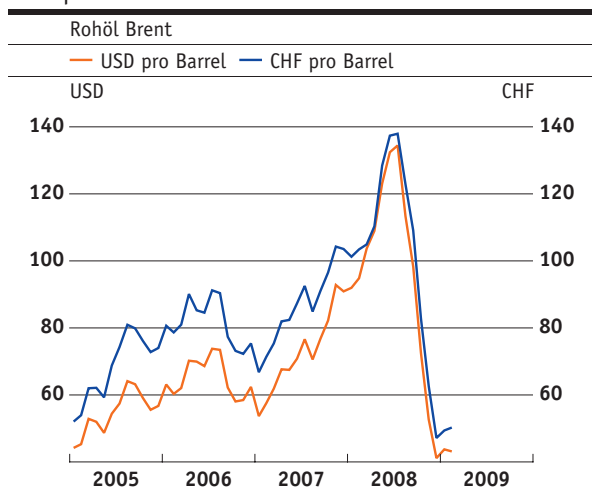
Der Abschwung dürfte sich in den nächsten Quartalen vertiefen. Es ist anzunehmen, dass die stark steigende Arbeitslosigkeit und das hohe Mass an Unsicherheit den Konsum weiter schwächen. Als Folge davon sehen die Unternehmen keinen Bedarf, ihre Kapazitäten auszuweiten, was auf die Ausrüstungsinvestitionen und den Geschäftsbau drückt, die beide bereits durch die restriktiveren Kreditbedingungen belastet sind. Aufgrund des Rückgangs der globalen Nachfrage ist auch von den Exporten kein Wachstumsimpuls zu erwarten. Hingegen werden die Staatsausgaben das Wachstum stützen. Das vom Kongress verabschiedete Fiskalpaket im Um-

fang von 787 Mrd. USD (5,5% des BIP) dürfte bereits im Jahr 2009 erste positive Impulse erzeugen und eine graduelle Erholung der Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte fördern. Für das Jahr 2009 geht die SNB von einem Rückgang des BIP von -1,8% aus. Im Dezember war noch eine Abnahme von -0,8% erwartet worden.

### Vertiefung der Rezession in der Eurozone

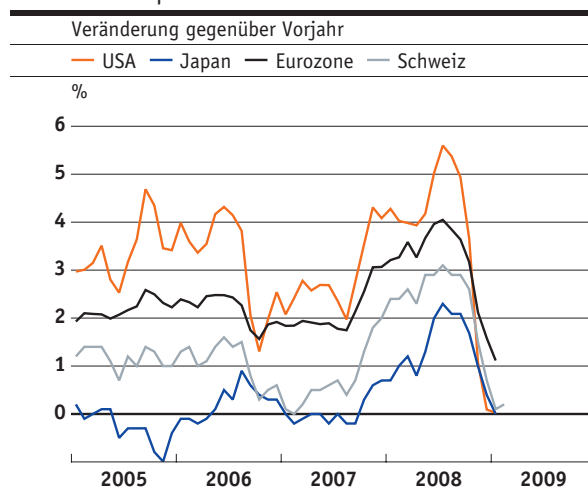
In der Eurozone hat sich der konjunkturelle Abschwung verstärkt. Im vierten Quartal 2008 brach das BIP um 5,8% ein. Viele Mitgliedsländer mussten deutliche BIP-Rückgänge hinnehmen, allen voran Deutschland. Die globalen Finanzturbulenzen wirkten sich vermehrt auf die in- und ausländische Nachfrage aus. Die Unternehmungen der Verarbeitungsindustrie schränkten aufgrund des schwindenden Auftragsbestandes die Produktion drastisch ein und stellten als Folge der wenig ausgelasteten Produktionskapazitäten vermehrt Arbeitskräfte frei. Der Geschäftsgang im Verarbeitungs- und Dienstleistungssektor fiel auf einen Tiefstand. Die Konsumenten ihrerseits schränkten ihre Ausgaben angesichts der erschwerten Arbeitsmarktlage ein; die Konsumentenstimmung fiel auf den tiefsten Wert seit Beginn der Aufzeichnungen im Jahr 1985. Die Kreditnachfrage bildete sich im vierten Quartal deutlich zurück, da die Unternehmungen Investitionen strichen oder aufschoben. Aufgrund der Schwierigkeiten vieler Banken dürfte auch das Kreditangebot abgenommen haben, so dass sich der Kreditzyklus spürbar abkühlte. Im Dezember sanken die Ausleihungen der Finanzinstitute an den Privatsektor zum ersten Mal seit knapp 17 Jahren.

Grafik 1.3  
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4  
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

Die Wirtschaftslage dürfte sich in den kommenden Quartalen nur allmählich verbessern. Die Umfragen zu Export- und Investitionserwartungen in der Verarbeitungsindustrie haben sich im ersten Quartal 2009 weiter verschlechtert. Es ist mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit in den kommenden Quartalen zu rechnen, was auf dem Privatkonsum lasten wird. Umgekehrt profitieren die Konsumenten vom Preiszerfall an den Rohstoffmärkten. Die Fiskalimpulse, darunter das im Januar aufgelegte Konjunkturpaket II in Deutschland, werden wohl erst in der zweiten Jahreshälfte 2009 spürbar zum Tragen kommen. Positive Wirkungen sind insbesondere für den Bausektor zu erwarten. Die weiterhin schlecht funktionierenden Kreditmärkte verstärken die Abwärtsrisiken für den weiteren Konjunkturverlauf. Die SNB rechnet für 2009 mit einem Rückgang des BIP von  $-2,7\%$ ; im Dezember wurde dieser noch mit  $-0,8\%$  veranschlagt.

### Konjunkturreinbruch in Asien

Zwischen Ende 2008 und Anfang 2009 brach auch die asiatische Konjunktur markant ein. Dies kam insbesondere in einer starken Abschwächung der internationalen Handelsströme zum Ausdruck.

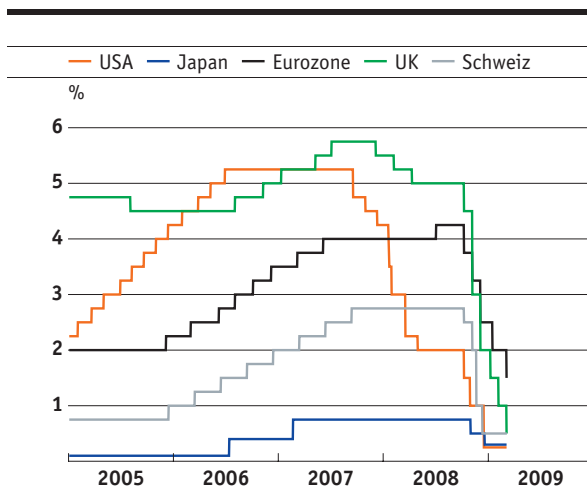
Das japanische BIP, welches seit dem zweiten Quartal 2008 rückläufig ist, ging im vierten Quartal um  $12,1\%$  zurück. Dies entspricht dem stärksten Quartalsrückgang seit 1974. Ausschlaggebend war ein ausserordentlich starker Rückgang des Aussenbeitrags, der durch den Einbruch der Exporte bei gleichzeitigem Anstieg der Importe entstand. Die inländische Endnachfrage ging erneut zurück. Da

der Nachfragerückgang für die Unternehmungen überraschend kam, stiegen die Lagerinvestitionen ungewollt an. Für das Gesamtjahr 2008 ergibt sich ein Rückgang des BIP von  $-0,6\%$ .

Die seit über einem Jahr andauernde Rezession dürfte sich in der ersten Jahreshälfte 2009 fortsetzen. Für das erste Quartal wird erneut ein starker BIP-Rückgang erwartet. Im verarbeitenden Sektor ist mit weiteren drastischen Produktionskürzungen und einem Lagerabbau zu rechnen. Die Exportindustrie leidet unter der markanten Aufwertung des Yen, die Mitte 2008 einsetzte und Anfang 2009 anhält. Gedämpfte Gewinnperspektiven werden weitere Investitionskürzungen und Kosteneinsparungen mit sich bringen und den Arbeitsmarkt belasten. Dagegen werden die im Fiskaljahr 2009 in Kraft tretenden Steuersenkungen für die privaten Haushalte im Umfang von  $1\%$  des BIP sowie der jüngste Rückgang der Rohstoffpreise die Haushalte und Unternehmen entlasten. Die SNB erwartet für 2009 eine Abnahme des BIP von  $-3,9\%$ , verglichen mit  $-0,4\%$  im Dezember. Dies entspricht dem stärksten jährlichen Rückgang der Nachkriegszeit.

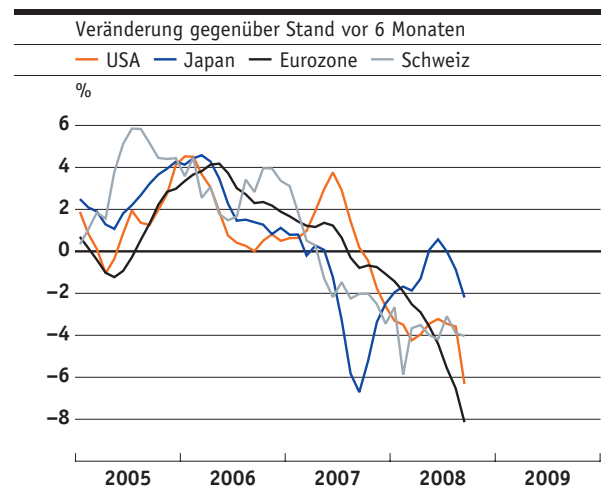
In China kühlte sich das Wachstum im vierten Quartal weiter auf  $6,8\%$  gegenüber dem Vorjahresquartal ab. Vor allem ein Einbruch der Exporte dämpfte das Wachstum, aber auch die Bauinvestitionen und der private Konsum verloren an Dynamik. Fallende Immobilienpreise und unsichere Arbeitsmarktperspektiven werden die Binnennachfrage belasten, doch dürfte diese dank staatlicher Anreize für die privaten Haushalte nach wie vor wachsen. Vermehrte Infrastrukturausgaben im Rah-

Grafik 1.5  
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Datastream

Grafik 1.6  
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

men des für 2009 und 2010 vorgesehenen und teilweise auf Ende 2008 vorgezogenen Fiskalpakets tragen zur Stabilisierung der Industrieproduktion bei.

Auch die ostasiatischen Tigerwirtschaften Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur litten im vierten Quartal stark unter dem globalen Nachfragerückgang. Exporte und Industrieproduktion, welche ab Jahresmitte an Schwung verloren, brachen im vierten Quartal ein. Das BIP fiel zum ersten Mal seit der IT-Krise 2001 unter den Vorjahresstand. Der Abschwung hat unterdessen auch die Binnen- nachfrage erfasst. Die Arbeitslosenquoten stiegen im vierten Quartal an, liegen aber im historischen Vergleich weiterhin relativ tief. Grosszügige Fiskalpakete und die schnelle Lockerung der Geldpolitik in den vergangenen Monaten werden die Konjunktur stützen, doch setzt ein Wiederaufschwung wohl eine Erholung der Nachfrage aus den USA, Japan und Europa voraus.

### **Markanter Rückgang der Konsumententeuerung**

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuering der Industrieländer ging zwischen Oktober und Januar markant zurück, insbesondere wegen sinkender Energie- und Nahrungsmittelpreise. Aber auch die Kernteuerungsraten, welche die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliessen, liessen tendenziell nach. Basiseffekte bei den Energiepreisen sowie die globale Konjunkturflaute lassen einen weiteren Teuerungsrückgang erwarten. Auch Preisumfragen legen nahe, dass der Preisdruck in den letzten Monaten markant nachgab. In zahlreichen Ländern dürfte die Teuerung zeitweise unter die Nullmarke fallen.

In den USA bildete sich die Jahresteuering von 3,7% im Oktober auf 0,0% im Januar zurück, während die Kernteuerung im gleichen Zeitraum von 2,2% auf 1,7% zurückging. In der Eurozone gab die Jahresteuering um 2,1 Prozentpunkte auf 1,1% nach, die Kernteuerung um 0,3 Prozentpunkte auf 1,6%. In Japan ging die Jahresteuering um 1,7 Prozentpunkte auf 0,0% zurück. Die Kernteuerungsraten verharrten nahe null (-0,2%). In den asiatischen Tigerwirtschaften Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur fiel die Jahresteuering um einen Prozentpunkt auf durchschnittlich unter 3%. In China brachte die bereits seit März abflachende inländische Nahrungsmittelteuerung die Jahresteuering auf 1% zurück.

### **Weitere geldpolitische Lockerung und liquiditätsfördernde Massnahmen**

Der Konjunkturabschwung und die tiefe Teuerung veranlassten das Fed, den Leitzins auf dem im Dezember festgelegten Zielband von 0,0%–0,25% zu belassen. Um die Kreditmärkte zu entspannen, weitete das Schatzamt seine liquiditätsfördernden Massnahmen im Rahmen des Financial Stability Plan aus. Zudem soll mit der Gründung des sogenannten Public-Private Investment Fund ein Markt für die der Krise zugrunde liegenden toxischen Wertpapiere aufgebaut werden. Die geldpolitischen Schritte in den USA scheinen langsam zu wirken. So haben sich die Risikoprämien im Geldmarkt, welche im Oktober Höchstwerte erreicht hatten, deutlich verringert, und die breiter definierten Geldaggregate sind gewachsen. Jedoch hat sich die Aktivität in vielen Kreditmärkten immer noch nicht belebt. Die EZB führte ihren Lockerungskurs, den sie im Oktober 2008 eingeschlagen hatte, weiter und senkte im Januar und im März den Hauptrefinanzierungssatz um je 50 Basispunkte auf 1,5%. Sie trug damit einem nachlassenden Inflationsdruck inmitten einer verstärkten konjunkturellen Abschwächung Rechnung. Während sie den Zinskorridor zwischen Spitzenrefinanzierungs- und Einlagenfazilität aufgrund einer hohen Einlagennachfrage wieder ausweitete, gewährte sie den Banken in ihren Geldmarktoperationen weiterhin unlimitierte Liquidität. Die japanische Zentralbank senkte den Tagesgeldsatz von 0,3% auf 0,1% und revidierte ihre Wachstums- und Inflationsprognosen erneut stark nach unten. Sie beschloss zudem den Kauf von Commercial Papers im Umfang von 3 Billionen Yen (0,6% des BIP) sowie von kurzfristigen Anleihen im Umfang von 1 Billion Yen bis September dieses Jahres, um den Unternehmen die kurzfristige Liquiditätsbeschaffung zu erleichtern. Weiter beschloss sie, von Finanzinstituten gehaltene Aktien zu kaufen, um deren Kapitalbasis zu stützen und die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Die Geldpolitik wurde auch in anderen asiatischen Ländern gelockert.

## 2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

Die globale Rezession hat auch die Schweiz stark in Mitleidenschaft gezogen. Im vierten Quartal war das Wachstum deutlich negativ, und auch das Ergebnis für das dritte Quartal wurde nach unten korrigiert. Somit ist das reale BIP der Schweiz seit Mitte 2008 rückläufig. Hauptursache dafür war ein markanter Rückgang der Exporte und der Ausüstungsinvestitionen.

Im Vergleich zu den meisten anderen Ländern fiel der Rückgang des BIP gering aus. Das Ergebnis wurde jedoch von einem stark positiven Lagerbeitrag begünstigt: Da die Firmen vom Ausmass des Nachfragerückganges überrascht wurden, konnten sie die Produktion nur teilweise den neuen Nachfragebedingungen anpassen. Dies wird höchstwahrscheinlich die Produktion im ersten Quartal des neuen Jahres belasten.

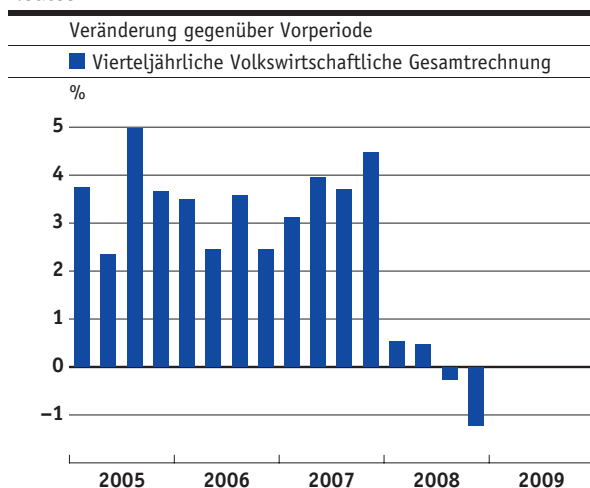
Die Beschäftigungsentwicklung erwies sich als etwas widerstandsfähiger als in der Eurozone. Dieser stützende Faktor dürfte jedoch in den kommenden Monaten wegfallen. Die Arbeitsmarktperspektiven trübten sich Anfang 2009 zusehends ein, und die Arbeitslosigkeit dürfte in den kommenden Quartalen weiter ansteigen.

Die Produzenten- und die Konsumentenstimmung verschlechterten sich im ersten Quartal weiter. Andere vorlaufende Indikatoren haben mittlerweile sogar einen historischen Tiefstand erreicht. Entsprechend ist in der kurzen Frist mit einem verstärkten Rückgang des BIP zu rechnen.

Der rasche und deutliche Konjunkturabschwung widerspiegelt sich auch in den Gesprächen, welche die SNB-Delegierten für Wirtschaftskontakte zwischen Dezember und Februar mit Vertretern verschiedener Sektoren und Branchen führten. Aus diesen Gesprächen geht hervor, dass sich die Nachfrage auf breiter Basis rasch und deutlich abschwächte. Betroffen sind weiterhin vor allem die exportorientierten Produzenten von Investitionsgütern, doch rechnen inzwischen praktisch alle Branchen mit einem schwächeren Umsatz. Eine rasch wachsende Anzahl Unternehmen hat Kurzarbeit beantragt. Seit Anfang Jahr sind zudem vermehrt Entlassungen ausgesprochen worden. Sorgen bereiten vielen Unternehmen auch die Margen: Sie sind durch die Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro und dem britischen Pfund, durch die Strompreiserhöhungen sowie die im vergangenen Herbst beschlossenen – auf die damalige hohe Teuerung abstellenden – Lohnerhöhungen zusätzlich unter Druck geraten.

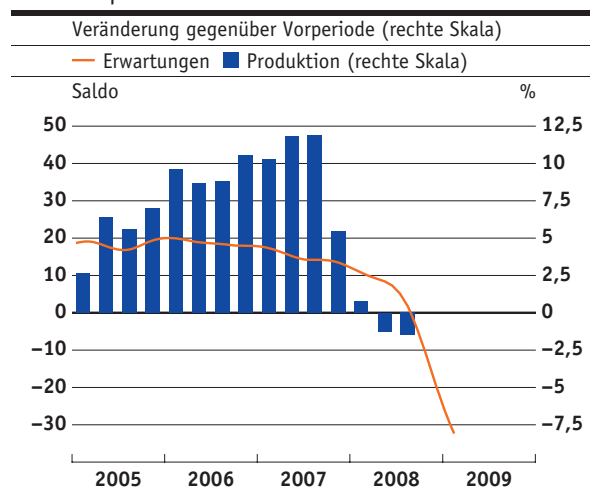
Um dieser markanten Abwärtstendenz entgegenzuwirken, löste der Bund im Februar die zweite Stufe des Massnahmenpakets zur Stabilisierung der Konjunktur aus. Sie beläuft sich, zusätzlich zu den bereits in der ersten Stufe ausgelösten Massnahmen, auf 700 Mio. Franken. Es handelt sich in erster Linie um vorgezogene Investitionen in die Infrastruktur; zusätzliche Mittel werden auch für die Forschung, für die Bereiche Energie und Umwelt sowie für die Exportrisikoversicherung zur Verfügung gestellt.

Grafik 2.1  
Reales BIP



Quelle: SECO

Grafik 2.2  
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

## 2.1 BIP-Entwicklung

Gemäss SECO-Schätzungen nahm das reale BIP im vierten Quartal 2008 um 1,2% gegenüber dem Vorquartal ab. Damit lag es 0,6% unter dem Wert des Vorjahrs.

Im Rahmen dieser Quartalsschätzung hat das SECO auch die drei Vorquartale nach unten revidiert. Das hochgerechnete BIP-Wachstum der ersten beiden Quartale wird nur noch auf 0,5% geschätzt, während die Entwicklung im dritten Quartal negativ ist (-0,3%). Für das gesamte Jahr 2008 ergibt sich somit eine Wachstumsrate von 1,6%. Diese Zahl ist in erster Linie auf das hohe BIP-Niveau am Anfang des Jahres zurückzuführen.

Der Einbruch der Gesamtnachfrage war viel ausgeprägter als der BIP-Rückgang. Die Exporte (-28,5%) und die Ausrüstungsinvestitionen

(-17,3%) büssten schwer ein. Die Bauinvestitionen waren ebenfalls rückläufig (-4,1%), und die privaten Konsumausgaben stiegen lediglich um 0,4%. Ein stark positiver Lagerbeitrag verhinderte eine noch deutlichere Abnahme des BIP. Die merkliche Nachfrageverschlechterung Ende 2008 übertrifft in ihrem Ausmass die im Quartalsheft 4/2008 beschriebene Einschätzung der SNB.

Auf der Produktionsseite wirkte sich vor allem die stark rückläufige Wertschöpfung im Finanzsektor (-12,6%), bei den Versicherungen (-4,1%) sowie in der verarbeitenden Industrie (-4,2%) negativ auf das BIP aus. Positive Wachstumsbeiträge lieferten dagegen die konsumnahen Branchen: Handel (+4,0%), Transport und Kommunikation (+2,5%) sowie die Produktion öffentlicher Dienstleistungen.

### Reales BIP und Komponenten

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2005	2006	2007	2008	2007				2008			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	1,8	1,6	2,1	1,7	3,1	2,2	3,4	2,4	0,6	2,5	0,5	0,4
Staatlicher Konsum	1,0	-0,9	-1,1	0,0	-0,4	-0,3	-6,1	-5,6	1,7	3,2	5,7	2,9
Anlageinvestitionen	3,8	4,7	5,4	-1,7	3,8	13,7	-9,9	4,3	1,1	-2,9	-7,2	-12,0
Bau	3,5	-1,4	-1,5	-2,9	-0,2	-10,6	-3,7	5,9	-6,0	-2,6	-4,3	-4,1
Ausrüstungen	4,0	10,0	10,9	-0,8	7,3	35,4	-14,0	3,3	6,5	-3,1	-9,2	-17,3
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>0,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,3</b>
<b>Inlandnachfrage</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>1,1</b>	<b>5,6</b>	<b>-4,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>7,6</b>
Exporte total	7,3	9,9	9,4	2,3	9,4	2,5	7,1	8,1	-2,7	14,0	1,1	-28,5
Güter	5,8	11,1	8,4	2,3	9,2	-3,3	6,3	5,8	-0,7	17,7	1,1	-32,7
ohne EESKA <sup>1</sup>	6,5	11,2	8,3	2,0	9,0	-2,2	6,5	6,5	-3,4	23,6	-4,9	-31,9
Dienstleistungen	11,3	6,8	12,1	2,5	10,0	19,4	9,3	13,9	-7,7	4,8	1,0	-16,5
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>6,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>4,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>-8,0</b>
Importe total	6,6	6,5	5,9	-0,2	-1,5	1,0	2,6	11,2	-12,0	14,0	-2,9	-21,3
Güter	5,6	7,8	5,1	-0,4	-3,9	-1,5	0,1	8,5	-8,3	17,0	-4,1	-29,7
ohne EESKA <sup>1</sup>	5,3	7,4	6,7	-0,8	6,8	-2,0	2,6	5,5	-9,6	16,8	-4,5	-25,9
Dienstleistungen	11,3	0,5	10,0	0,8	11,4	13,5	15,0	24,1	-27,0	0,2	3,4	30,7
<b>BIP</b>	<b>2,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,2</b>

<sup>1</sup> EESKA: Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten  
Quelle: SECO

## 2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

### Einbruch der Exporte

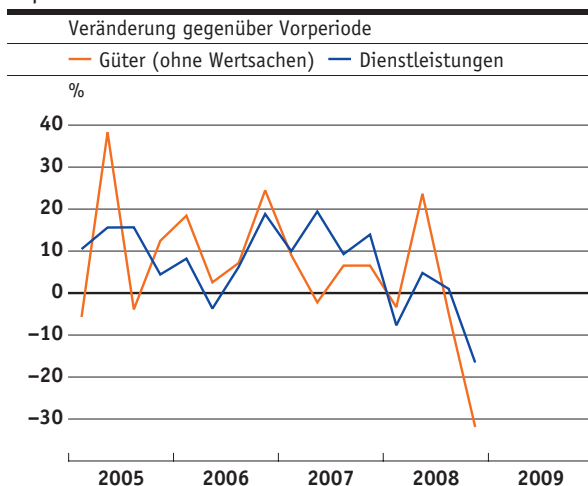
Im Zuge der globalen Nachfrageabschwächung brach der Handel in den letzten Monaten des vergangenen Jahres ein. Dieser Entwicklung konnte sich auch die Schweiz nicht entziehen. Ausgehend vom im dritten Quartal historisch hohen Niveau fielen die Exporte von Waren und Dienstleistungen im vierten Quartal stark zurück, zusätzlich belastet durch eine spürbare Aufwertung des Frankens. Bei den Warenexporten (ohne Wertsachen) erstreckte sich der Absatzrückgang auf nahezu alle Sektoren. Am meisten betroffen waren jedoch die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Angesichts der Krise im Automobilsektor gingen die Exporte von Metallwaren und chemischen Roh- und Grundstoffen massiv zurück. Aber auch jene von Investitionsgütern wie Industrie- und Elektromaschinen schrumpften infolge der dramatischen Verschlechterung der Auftragslage in den Hauptabsatzgebieten (vor allem in der EU) deutlich. Daneben bildeten sich erstmals auch die Ausfuhren von Präzisionsinstrumenten zurück. Ebenfalls betroffen waren die Konsumgüterexporte; insbesondere die Uhrenexporte registrierten eine

schwindende Nachfrage (u.a. aus den ölexportierenden Ländern).

Auch die Dienstleistungsexporte schrumpften im vierten Quartal deutlich. Dies war vor allem auf einen Einbruch der Einnahmen aus dem Transithandel zurückzuführen, der unter dem Rückgang der Rohstoffpreise zu leiden hatte. Daneben hat die Verschärfung der Finanzkrise das Kommissionsgeschäft der Banken mit ausländischen Kunden im vierten Quartal erneut spürbar belastet, während die Tourismusexporte nahezu stagnierten.

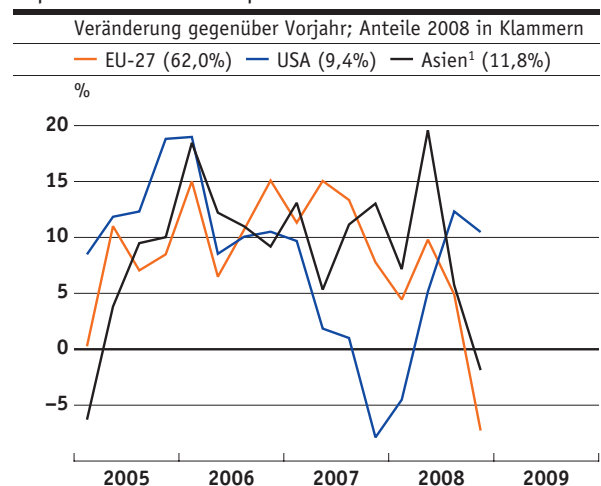
Im Januar setzte sich der Abwärtstrend der Warenexporte ungebremst fort. Dabei waren alle Warenkategorien von der Nachfrageschwäche betroffen. Auch regional gingen die Exporte auf breiter Front zurück. Für die nächsten Monate zeigen die Auftragslage und die Erwartungen der exportorientierten Industrieunternehmen keinerlei Verbesserung an.

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)



### Gedämpftes Konsumwachstum

Die Konsumdynamik hat sich im vierten Quartal weiter leicht abgeschwächt. Im Vorquartalsvergleich stiegen die privaten Konsumausgaben nur noch um 0,4%.

Gestiegen sind insbesondere die Ausgaben für Lebensmittel sowie für Bekleidung und Schuhe. Dagegen hat sich die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern und nach Dienstleistungen zurückgebildet. Entsprechend rückläufig entwickelten sich Konsumindikatoren wie die Neuzulassungen von Personenwagen und die inländische Nachfrage nach Hotelübernachtungen.

### Getrübte Konsumentenstimmung

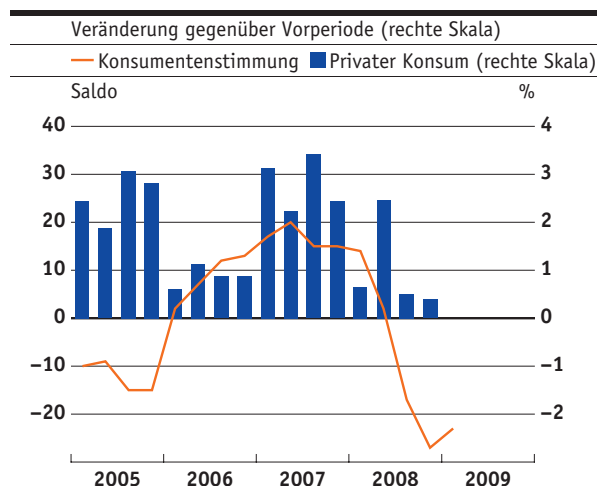
Der Index des Konsumentenvertrauens schwächte sich im Herbst ab, ist aber im Januar wieder leicht angestiegen, von -27 auf -23 Punkte. Die Verbesserung lässt sich primär auf eine günstigere Einschätzung der persönlichen finanziellen Situation zurückführen, welche auf dem Inflationsrückgang beruht. Die allgemeine Wirtschaftslage in der Schweiz wurde infolge der fortdauernden Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten schlechter beurteilt. Im Zuge der steigenden Arbeitslosigkeit wurde auch die Sicherheit der Arbeitsplätze pessimistischer eingeschätzt.

### Sinkende Bau- und Ausrüstungs- investitionen

Der Abwärtstrend der Bauinvestitionen setzte sich im vierten Quartal fort. Gegenüber der Vorperiode gingen die Bauinvestitionen um 4,1% zurück, nachdem sie schon in den ersten drei Quartalen des Jahres gesunken waren. Somit sind die Bauinvestitionen im Jahr 2008 im Vergleich zum Vorjahr insgesamt um 2,9% gefallen, befinden sich aber immer noch auf einem relativ hohen Niveau. Letzteres wird auch durch die vergleichsweise hohe Kapazitätsauslastung in der Bauindustrie bestätigt.

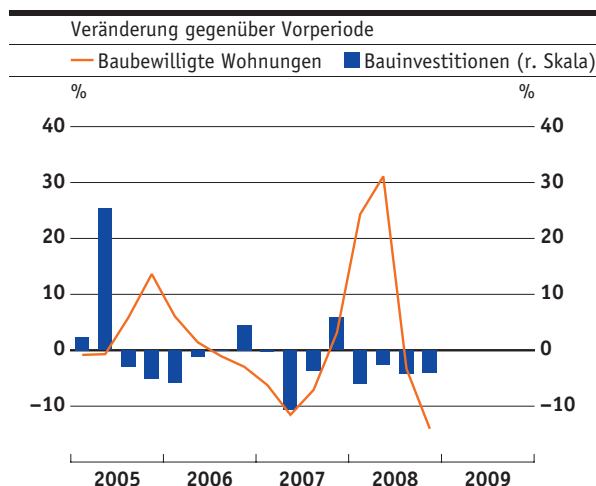
Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im vierten Quartal im Vergleich zum Vorquartal stark ab. Aufgrund der stark abnehmenden Auslastung ihrer technischen Kapazitäten, der sich verschlechternden Ertragslage, der ungünstigeren Kreditbedingungen sowie der grossen Unsicherheit hinsichtlich gesamtwirtschaftlicher Perspektiven halten die Firmen neue Investitionen zurück.

Grafik 2.5  
Privater Konsum



Quelle: SECO

Grafik 2.6  
Bau



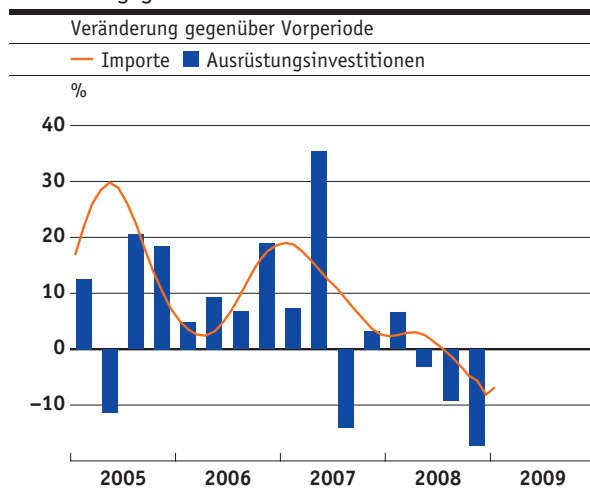
Quellen: BFS, SECO

## Zunehmende Importschwäche

Angesichts der düsteren Exportaussichten und der sich abkühlenden Binnenkonjunktur verzeichneten im vierten Quartal auch die Importe einen kräftigen Rückgang. Dieser war zum einen auf eine markante Abnahme der Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten zurückzuführen, die zu einem grossen Teil in der Exportindustrie verwendet werden. Zum anderen sanken die Importe von Investitionsgütern wie Maschinen und elektronischen Geräten spürbar, was die zunehmende Investitionszurückhaltung der inländischen Unternehmen widerspiegelt. Im Einklang mit der allmählichen Verlangsamung privater Konsumausgaben schwächten sich auch die Importe typischer dauerhafter Konsumgüter wie Personenkraftfahrzeuge und Wohnungseinrichtungen ab. Hingegen stiegen die Dienstleistungsimporte dank höherer Ausgaben für Transportdienstleistungen, Lizenzen und Patente kräftig an.

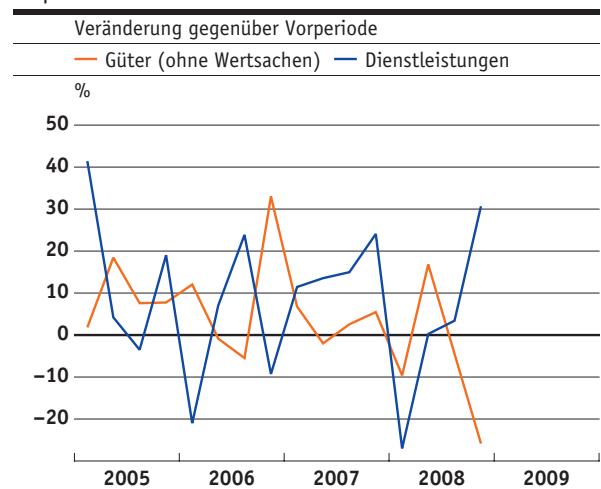
Im Januar verschärfte sich der Rückgang der Warenimporte leicht. Als besonders schwach erwiesen sich die Einfuhren von Rohstoffen, Halbfabrikaten und Investitionsgütern.

Grafik 2.7  
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

Grafik 2.8  
Importe



Quelle: SECO

## 2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

### Verlangsamtes Beschäftigungswachstum

Der im vierten Quartal beobachtete Rückgang der realwirtschaftlichen Tätigkeit hat zu einer weiteren Verlangsamung der Beschäftigungsdynamik geführt. Die vollzeitäquivalente Beschäftigung legte um 1,1% zu, nach einer Zunahme von 1,6% im dritten Quartal.

Je nach Branche fiel die Entwicklung jedoch sehr unterschiedlich aus. Deutlich rückläufig war die Beschäftigung in der verarbeitenden Industrie und im Bausektor. Im Dienstleistungssektor hat die Beschäftigung zugelegt, wobei die Banken und Versicherungen bedeutende Ausnahmen bildeten.

Mit der Verlangsamung des Beschäftigungswachstums entspannte sich auch die Lage auf dem schweizerischen Arbeitsmarkt. Der vom BFS berechnete Index der Schwierigkeiten bei der Personalrekrutierung bildete sich zurück, nachdem er seit Mitte 2005 kontinuierlich angestiegen war.

### Abnehmende Nachfrage

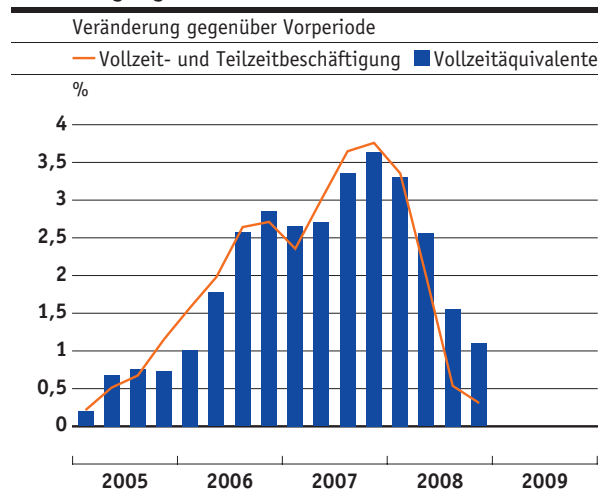
Die Anzahl offener Stellen nahm in den vergangenen Monaten signifikant ab. Die Abkühlung kam in erster Linie von der verarbeitenden Industrie, den Banken und Versicherungen sowie vom Handel. Für die kommenden Monate deuten die vorlaufenden Indikatoren auf eine weiter rückläufige Nachfrage hin. Besonders ungünstig sind die Perspektiven in der verarbeitenden Industrie, welche in der Aufschwungphase stark zum Beschäftigungswachstum beigetragen hatte.

### Steigende Arbeitslosigkeit

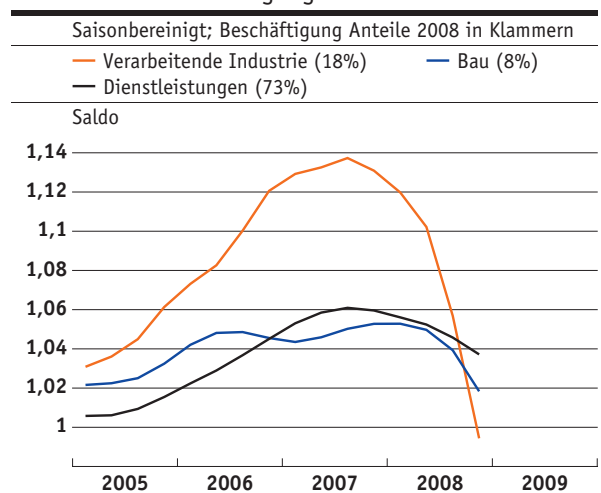
Bei der Arbeitslosigkeit hat sich die Trendwende, welche sich schon in den Herbstmonaten abgezeichnet hatte, akzentuiert: Zwischen November 2008 und Februar 2009 ist die Anzahl Arbeitsloser spürbar angestiegen.

Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote erreichte im Februar 3,1%, gegenüber 2,7% im November. Auch die Zahl der Stellensuchenden, welche neben den eingeschriebenen Arbeitslosen jene Personen umfasst, die an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einem Zwischenverdienst nachgehen, registrierte einen klaren Anstieg. Während der gleichen Periode kletterte ihre Quote von 4,0% auf 4,4%. Seit November 2008 hat zudem eine deutlich höhere Anzahl Firmen Kurzarbeit beantragt.

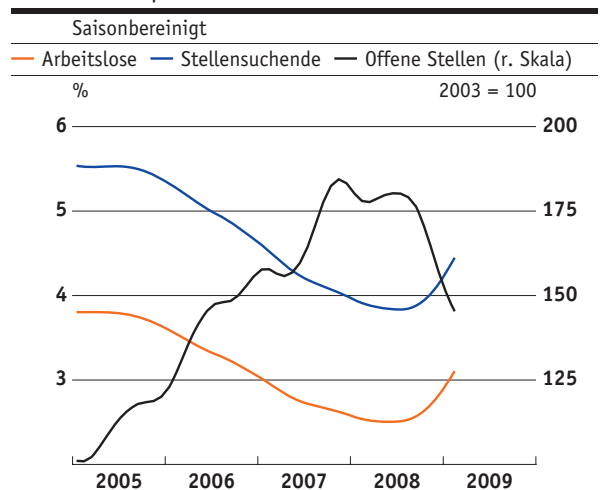
Grafik 2.9  
Beschäftigung



Grafik 2.10  
Indikator der Beschäftigungsaussichten



Grafik 2.11  
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafiken 2.9 und 2.10:  
Quelle: BFS

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

## 2.4 Kapazitätsauslastung

### Stark rückläufige Kapazitätsauslastung

Die Auslastung der technischen Kapazitäten ist im vierten Quartal erneut stark gesunken. In der verarbeitenden Industrie liegt die Auslastung bereits einen Prozentpunkt unter dem langfristigen Durchschnitt von 84% (siehe Grafik 2.12). Die verfügbaren Indikatoren, die von der KOF/ETH auf der Grundlage von Umfrageergebnissen berechnet werden, zeigen ausserdem, dass der Anteil der Industrieunternehmen, die sich durch die mangelnde Verfügbarkeit von Arbeitskräften eingeschränkt fühlen, ähnlich drastisch gefallen ist. Auch dieser Indikator liegt weit unter seinem historischen Mittelwert. Die negative Entwicklung der Produktionsindikatoren im Januar und Februar deutet auf eine weitere deutliche Reduktion der Produktionsfaktorauslastung in der verarbeitenden Industrie.

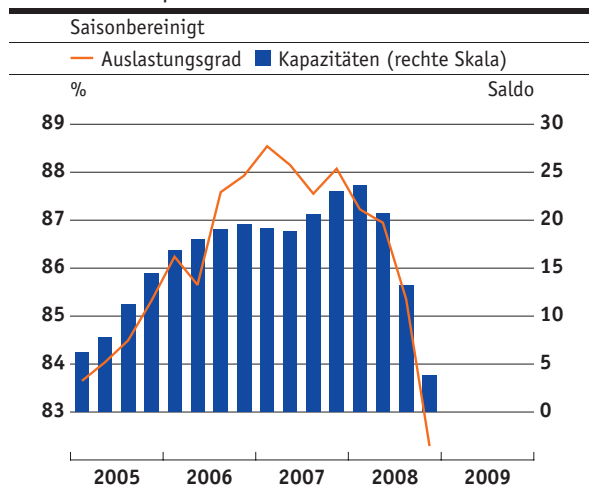
Obwohl der scharfe konjunkturelle Einbruch bisher die deutlichsten Spuren in der Kapazitätsauslastung der Industrie hinterlassen hat, zeigen auch die Indikatoren für die anderen Branchen nach unten. Die Kapazitätsauslastung in der Bauwirtschaft liegt zwar immer noch leicht über ihrem historischen Durchschnitt, doch haben die Indikatoren, die eine Beschränkung durch verfügbare Arbeitskräfte und durch die bestehenden technischen Kapazitäten anzeigen, bereits ihren jeweiligen Mittelwert unterschritten. Im Hotel- und Gaststättengewerbe

liegen die Zimmerauslastung und die Einschätzung der Personalsituation ebenfalls unter ihrem jeweiligen Durchschnittswert.

### Produktionslücke nahe null

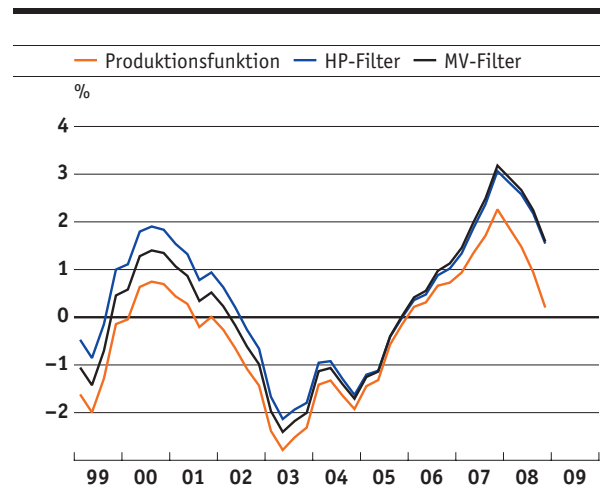
Der drastische Einbruch in der Kapazitätsauslastung spiegelt sich auch in der Entwicklung der Produktionslücke. Die Produktionslücke, die als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial errechnet wird, ist ein Mass für die Auslastung der Wirtschaft und den damit verbundenen Inflationsdruck. Grafik 2.13 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die auf verschiedenen Verfahren zur Bestimmung des Produktionspotenzials basieren. Gemäss der geschätzten Produktionsfunktion (PF) ist die Outputlücke im vierten Quartal annähernd geschlossen (+0,2%). Die Anwendung alternativer Filterverfahren, d. h. des Hodrick-Prescott-Filters (HP) und des multivariaten Filters (MV), ergibt hingegen noch eine positive Produktionslücke. Derartige Unterschiede je nach verwendeter Methode sind typisch für Abschwungphasen, weil die Filterverfahren das geschätzte Potenzialwachstum stärker und schneller nach unten anpassen. Trotz der Unterschiede im Niveau der Outputlücke deuten alle Verfahren auf einen abnehmenden Inflationsdruck hin. Diese Tendenz wird sich in den kommenden Quartalen noch verstärken.

Grafik 2.12  
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.13  
Produktionslücke



Quelle: SNB

## 2.5 Preise

### Preisindex des Gesamtangebots rückläufig

Erstmals seit dem Jahre 2004 ist der Teuerungsdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerten Konsumentenpreise ausgeht, insgesamt negativ. Der Preisindex des Gesamtangebots, der auf den Produzenten- und Importpreisen basiert, sank zwischen Februar 2008 und Februar 2009 um 1,8%. Im November hatte die Teuerung im Vorjahresvergleich noch 1,1% betragen. Betrachtet man nur den Inlandabsatz, so nahmen die Preise im Februar im Vorjahresvergleich um 2,8% und somit stärker als der Gesamtindex ab.

Dieser Rückgang war in erster Linie auf fallende Preise für importierte Waren und Dienste zurückzuführen. Die Veränderung der Importpreise betrug im Februar -5,0%. Dabei verzeichneten Energiegüter im Vorjahresvergleich die deutlichsten Preisnachlässe. Die Preise für importierte Vorleistungsgüter sanken um 6,6%. Auch für importierte Konsumgüter hat der Teuerungsdruck abgenommen, von 0,6% im November auf -1,4% im Februar.

Auch gemessen am Produzentenpreisindex bildete sich die Teuerung deutlich zurück und betrug im Februar -0,1% (November: 2,2%). Fallende Preise waren im Vorjahresvergleich bisher lediglich in der Kategorie Energie zu verzeichnen. Im Februar lagen nun auch die Preise für Vorleistungsgüter 2,7% unter ihrem Vorjahresstand. Die Teuerung reduzierte sich jedoch auch in den übrigen Sparten, insbesondere bei den Konsumgütern, beträchtlich.

### Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2008	2008			2008		2009	
		2. Q.	3. Q.	4. Q.	November	Dezember	Januar	Februar
<b>LIK total</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,7	1,6	1,9	2,1	2,1	2,0	1,7	1,7
Güter	1,7	1,6	1,6	1,9	1,8	1,9	1,2	1,2
Dienstleistungen	1,7	1,5	2,0	2,1	2,1	2,0	1,9	1,8
private Dienstleistungen ohne Mieten	1,4	1,3	1,8	1,9	1,9	1,9	1,6	1,4
Mieten	2,4	2,1	2,7	3,0	3,1	3,1	3,1	3,5
öffentliche Dienstleistungen	0,9	0,8	0,8	0,8	0,9	0,6	0,6	0,6
Ausländische Güter und Dienstleistungen	4,3	5,6	5,8	0,3	-0,1	-2,6	-3,8	-3,5
ohne Erdölprodukte	1,7	1,7	1,6	1,6	1,3	1,7	1,5	1,4
Erdölprodukte	17,8	26,2	27,8	-5,0	-7,3	-21,2	-26,1	-23,9

Quellen: BFS, SNB

### Starker Rückgang der Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung verringerte sich zwischen November und Februar von 1,5% auf 0,2%. Dieser Rückgang war in erster Linie auf rückläufige Preise für importierte Güter und Dienstleistungen und statistische Basiseffekte zurückzuführen. Aber auch die Teuerung inländischer Güter und Dienstleistungen nahm erstmals seit Mitte 2007 ab.

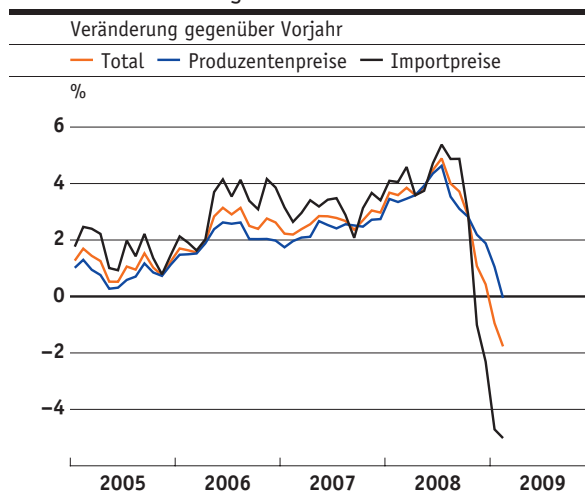
### Leichter Rückgang der Binnenteuerung

Die Teuerung inländischer Güter und Dienste sank von 2,1% im November auf 1,7% im Februar. Deutlich verbilligt haben sich insbesondere gewisse inländische Nahrungsmittel. Die Jahresteuerung inländischer Güter reduzierte sich sogar von 1,8% im November auf 1,2% im Februar. Bei den Dienstleistungen sank die Jahresteuerung seit November um 0,3 Prozentpunkte und betrug im Februar 1,8%. Ohne Wohnungsmieten betrug die Teuerung bei den privaten Diensten noch 1,4%, wobei Preisnachlässe vor allem für Internet- und Transportdienstleistungen zu verzeichnen waren. Die Wohnungsmieten verteuerten sich im Februar innert Jahresfrist um 3,5%.

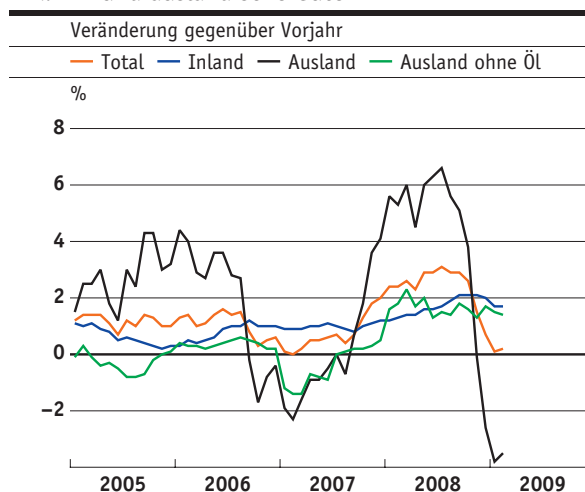
### Fallender Erdölpreis prägt Preisentwicklung importierter Konsumgüter

Der Erdölpreis fiel seit November um ca. 10 USD/Fass auf 43 USD/Fass im Februar. Dies führte zu fallenden Preisen bei Treibstoffen und Gas, aber auch bei energieintensiven Dienstleistungen wie z.B. beim Luftverkehr. Der Erdölpreis hatte im Februar 2008 ungefähr das Doppelte betragen und war bis Mitte Jahr auf Höchstwerte um 145 USD/Fass gestiegen. Dies bedeutet, dass die Vorjahresteuerung energieintensiver Güter zurzeit von massiven statistischen Basiseffekten geprägt ist. Die Teuerung bei den Erdölprodukten betrug im Februar -23,9% (November: -7,3%). Bei den übrigen importierten Gütern und Dienstleistungen stiegen die Preise im Vergleich zum Vorjahr um 1,4% (November: 1,3%).

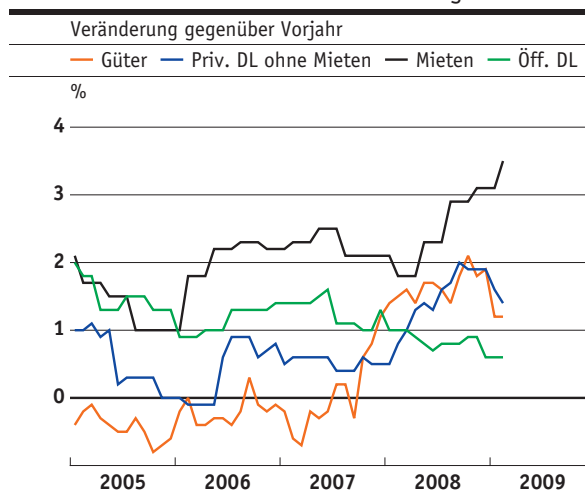
Grafik 2.14  
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.15  
LIK: In- und ausländische Güter



Grafik 2.16  
LIK: Inländische Güter und Dienstleistungen



Grafik 2.14:  
Quelle: BFS

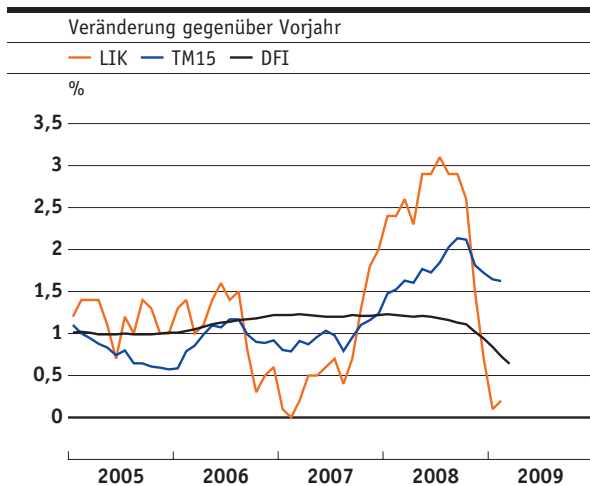
Grafiken 2.15 und 2.16:  
Quellen: BFS, SNB

### Kerninflationen weiterhin leicht rückläufig

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig Schwankungen, welche die Sicht auf die allgemeine Grundteuerung verstellen können. Deswegen werden sogenannte Kerninflationen berechnet, welche die Grundtendenz der Preisentwicklung abbilden sollen. Die SNB berechnet zwei Messgrößen der Kerninflation, die in Grafik 2.17 abgebildet sind. Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat die 15% der Güterpreise mit der höchsten und die 15% der Güterpreise mit der tiefsten Jahresänderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen. Demgegenüber extrahiert die Dynamic Factor Inflation (DFI) die Grundteuerung anhand einer Vielzahl von realwirtschaftlichen Daten, Finanzmarktindikatoren und monetären Variablen. Die beiden Kerninflationen des BFS schliessen in jeder Periode die gleichen preisvolatilen 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.

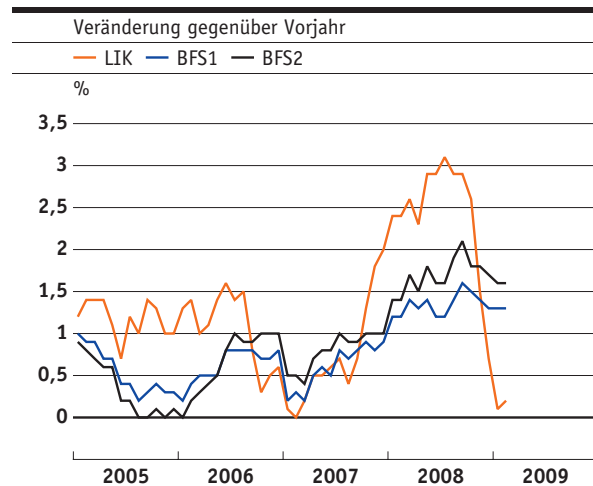
Die als getrimmter Mittelwert berechnete Kerninflationenrate reduzierte sich zwischen November und Februar von 1,8% auf 1,6%. Gleichzeitig fielen die beiden Kerninflationen des BFS um 0,1 und 0,2 Prozentpunkte auf 1,3% und 1,6%. Der nur geringe Rückgang dieser traditionellen Masse lässt darauf schliessen, dass bis anhin eine relativ enge Auswahl an Gütern und Dienstleistungen von fallenden Preisen betroffen ist. Der weitere Rückgang der DFI deutet dagegen darauf hin, dass die Grundteuerungstendenz aufgrund der düsteren wirtschaftlichen Aussichten weiterhin abwärts gerichtet ist.

Grafik 2.17  
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.18  
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

## 2.6 Realwirtschaftliche Aussichten

### **Fortsetzung der globalen Rezession**

Wie im ersten Teil des Berichts erläutert, geht die SNB in der kurzen Frist von einem weiteren deutlichen Konjunkturabschwung im Ausland aus. Dies wird die Auslandnachfrage nach schweizerischen Gütern und Dienstleistungen in den kommenden Monaten schwer belasten. Die Investitionsgüterindustrie dürfte weiterhin unter den Finanzierungsschwierigkeiten der Kunden und dem weltweiten Abschwung der verarbeitenden Industrie leiden. Die Arbeitsmarktverschlechterung und die verminderten Einnahmen aus dem Rohwarengeschäft dürften die Entwicklung der verfügbaren Einkommen in wichtigen Partnerländern weiter belasten und entsprechend die schweizerischen Konsumwaren- und Tourismusexporte schwächen.

### **Verschärfter Abschwung in der Schweiz**

Rückläufige Exporte und grosse Unsicherheiten hinsichtlich der mittelfristigen Geschäftsperspektiven werden sich auch auf die inländischen Investitionsausgaben negativ auswirken. Der konjunkturabhängige Geschäftsbau dürfte sich ebenfalls zurückbilden. Eine abnehmende Arbeitsnach-

frage dürfte einen spürbaren Anstieg der Arbeitslosigkeit verursachen, was die Dynamik des privaten Konsums zunehmend dämpfen wird. Stützend dürften die öffentlichen Konsumausgaben und der Wohnungsbau wirken. Die deutliche Zunahme an Baubewilligungen seit Anfang 2008, die fallenden Hypothekarzinsen und weiterhin steigende Häuserpreise deuten an, dass sich der Wohnungsbau ab Mitte 2009 beleben wird.

Für die erste Jahreshälfte zeichnet sich ein stärkerer Rückgang des BIP ab, als im Dezember vorausgesehen wurde. Ab der zweiten Jahreshälfte 2009 sollten die in vielen Ländern ergriffenen wirtschaftspolitischen Massnahmen erste Wirkung zeigen. In dieser Hinsicht bleibt jedoch die Unsicherheit beträchtlich, da die angeschlagenen Bankensysteme die Transmission der geldpolitischen Impulse erschweren.

Für das gesamte Jahr 2009 geht die SNB neu von einem Rückgang des Schweizer BIP um 2,5% bis 3% aus. Der heftige Einbruch der Kapazitätsauslastung und ein deutlicher Rückgang der geleisteten Arbeitsstunden tragen dazu bei, dass die Outputlücke im Verlauf des Jahres deutlich negativ wird.



### 3 Monetäre Entwicklung

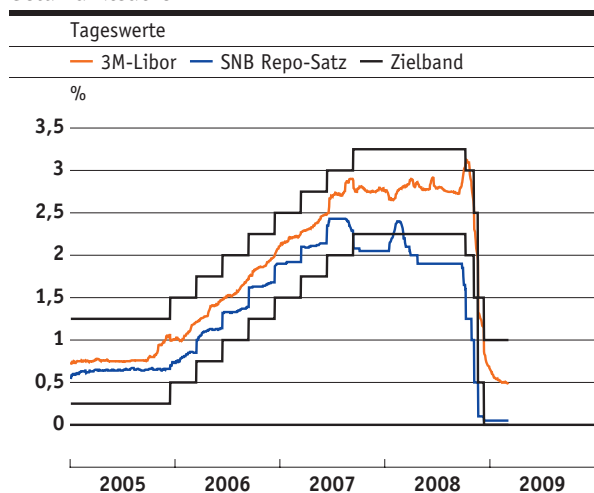
#### 3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

Das letzte Quartal des Jahres 2008 war in jeder Hinsicht aussergewöhnlich. Die Aussichten für die Weltwirtschaft verschlechterten sich rapide und die Teuerung ging markant zurück. Die SNB reagierte mit einer beispiellosen Lockerung der Geldpolitik und senkte das Zielband für den 3M-Libor an drei ausserordentlichen Lagebeurteilungen (8. Oktober, 6. November und 20. November) um insgesamt 175 Basispunkte. An der ordentlichen Lagebeurteilung vom 11. Dezember 2008 beschloss die SNB, das Zielband um weitere 50 Basispunkte auf 0,0%–1,0% zu senken. Vor dem Hintergrund des massiven Konjunktur-einbruchs haben auch zahlreiche andere Zentralbanken ihre Leitzinsen gesenkt. Die SNB gehörte allerdings zu den Zentralbanken, welche die Zinsen am raschesten und deutlichsten zurücknahmen.

Die SNB strebte wie üblich an, den 3M-Libor in der Mitte des Zielbandes zu halten. Dies stellte sich

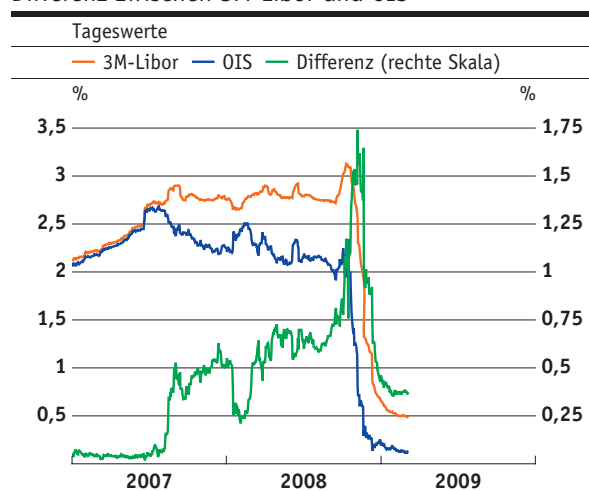
aufgrund der hohen und stark schwankenden Risikoprämie im Libor jedoch als schwierig heraus. Die SNB steuert den 3M-Libor nicht direkt, sondern über Repo-Transaktionen. Im Unterschied zum Repo, der ein gesichertes Geldmarktgeschäft ist, liegt dem Libor ein ungesichertes Geschäft zugrunde. Die Risikoprämie auf ungesicherte Geschäfte reflektierte in den letzten Monaten die Unsicherheit und das Misstrauen zwischen den Banken. Sie war in der zweiten Septemberhälfte 2008 stark gestiegen, nachdem mit Lehman Brothers eine der grössten amerikanischen Investmentbanken um Gläubigerschutz ersucht hatte. Der 3M-Libor stieg in der Folge zeitweise auf über 3% und lag damit deutlich über der Mitte des damaligen Zinsbandes. Ab Mitte Oktober sank er indessen wieder deutlich. Nach der Lagebeurteilung vom Dezember blieb er zwar zunächst erneut über dem Mittelwert des neuen Zielbandes von 0,0%–1,0%, doch bewegte er sich in den darauf folgenden Wochen kontinuierlich in Richtung Zielbandmitte. Ab Mitte Februar lag er dann bei 0,5%. Gemessen am Spread zwischen dem 3M-Libor und dem entsprechenden Overnight Swap (OIS) bildete sich die Risikoprämie im Franken-Geldmarkt zwischen der Lagebeurteilung vom 11. Dezember und der Lage-

Grafik 3.1  
Geldmarktsätze



Quellen: SNB, Reuters

Grafik 3.2  
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Quellen: Bloomberg, Reuters

beurteilung vom 12. März 2009 von rund 80 auf 40 Basispunkte zurück.

Die SNB ergriff verschiedene Massnahmen, um die Lage auf dem Geldmarkt zu beruhigen. Zum einen hat sie das Zielband für den 3M-Libor stark gesenkt und zum anderen den Umfang der Liquiditätsbereitstellung deutlich erhöht. Üblicherweise bedient die SNB die Nachfrage der Banken nach Liquidität über kurzfristige Repo-Geschäfte. Am Tag der Lagebeurteilung vom Dezember 2008 und am Folgetag schloss die SNB aber auch Repo-Geschäfte mit längeren Laufzeiten von bis zu einem Jahr ab.<sup>1</sup> Am 16. Januar 2009 kündigten die SNB gemeinsam mit der Europäischen Zentralbank und der polnischen Zentralbank an, dass sie die Einwochen-Devisenswaps mindestens bis Ende April 2009 fortsetzen werden, um weitere Verbesserungen am kurzfristigen Franken-Geldmarkt zu unterstützen. Am 28. Januar 2009 wurde eine analoge Kooperation der SNB und der ungarischen Zentralbank angekündigt.

### Finanzierung des SNB StabFund

Mit der im Herbst 2008 begonnenen Emission eigener Schuldverschreibungen in Franken (SNB Bills) mit einer Laufzeit von bis zu einem Monat reduziert die SNB teilweise die überschüssige Frankenliquidität. Mitte Februar begann die SNB mit der Ausgabe eigener Schuldverschreibungen in US-Dollar («SNB USD Bills») mit Laufzeiten von weniger als einem Jahr. Die damit aufgenommenen Mittel dienen der Finanzierung des Darlehens an den Stabilisierungsfonds für die Verwertung von Aktiven der UBS (SNB StabFund). Ferner gab die SNB bekannt, der StabFund werde UBS-Aktiven im Umfang von 39,1 Mrd. Dollar übernehmen. Dies liegt deutlich unter dem ursprünglich geplanten Maximalbetrag von rund 60 Mrd. Dollar.

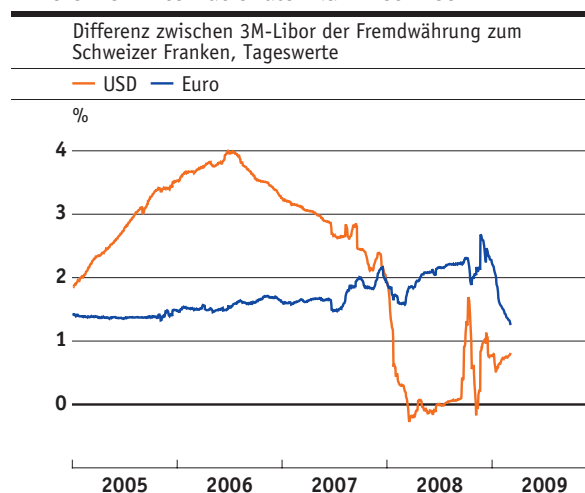
### Verschiebung der Zinsstruktur nach unten

Neben den Geldmarktzinsen sind auch die Renditen von Staatsanleihen im kurz- und mittelfristigen Segment gesunken. Der Zinsrückgang beruht im Wesentlichen auf zwei Faktoren: dem mit dem Konjunkturabschwung verbundenen Abbau der Inflationserwartungen und der Flucht in sichere Anlagen.

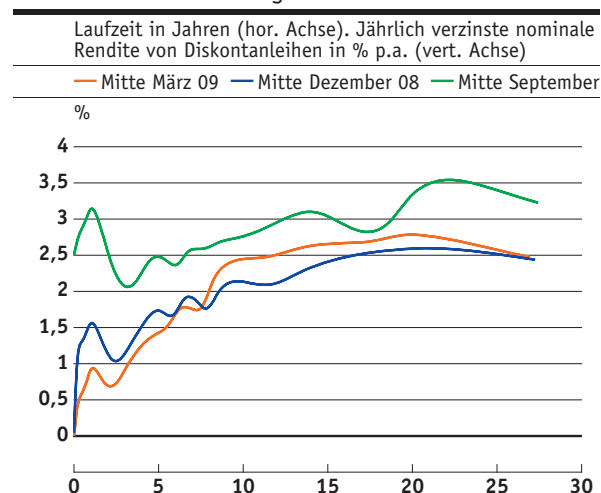
Im Gegensatz dazu zogen die Renditen von Unternehmensanleihen an. Vor allem die Anleihen von Unternehmen mit tiefen Ratings erlebten nach dem Konkurs von Lehman Brothers beträchtliche Zunahmen der Kreditrisikoprämie. Sie liegt deutlich über dem Durchschnitt, den sie in den Monaten vor dem Ausbruch der Subprime-Krise im August 2007 aufwies.

1 Für eine Übersicht über die von der SNB bis Ende 2008 ergriffenen Massnahmen siehe Box «Neue Massnahmen der SNB zur Steuerung des Geldmarkts», Bericht über die Geldpolitik, Quartalsheft 4/2008, S. 28f.

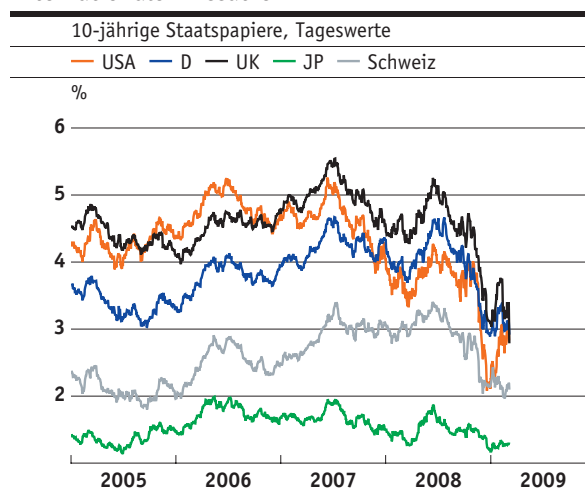
Grafik 3.3  
Differenzen internationaler Kurzfristzinsen



Grafik 3.4  
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.5  
Internationale Zinssätze



Grafik 3.3:  
Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.4:  
Quelle: SNB

Grafik 3.5:  
Quellen: SNB, Thomson Datastream

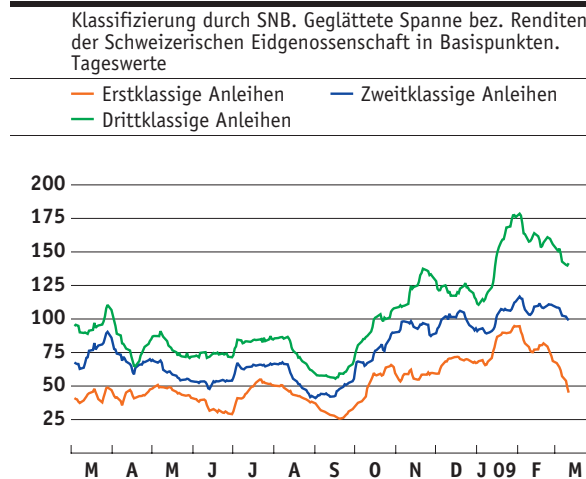
### Stabilisierung des kurzfristigen realen Zinssatzes auf tiefem Niveau

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 3.7 zeigt die Entwicklung des dreimonatigen Realzinses. Dieser ist als Differenz zwischen dem 3M-Libor und dem über den gleichen Zeitraum erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen dem Durchschnitt der Prognosen verschiedener Modelle entsprechen. Der so gemessene Realzins lag im vierten Quartal 2008 gleich wie im Vorquartal bei  $-0,2\%$ . Der tiefere 3M-Libor wurde also durch tiefere Inflationserwartungen gerade kompensiert.

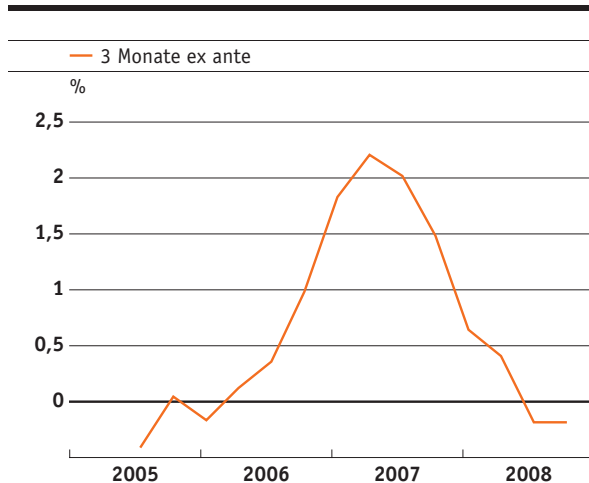
Auf verminderte Inflationserwartungen in der kurzen Frist deutet auch die vom SECO im Januar durchgeführte Haushaltsumfrage zur Konsumentenstimmung hin. Der Anteil der Befragten, die einen Preisrückgang in den kommenden zwölf Monaten erwarteten, nahm von 5% auf 35% zu. Zudem stieg der Anteil der Befragten, die mit stabilen Preisen rechneten, von 25% auf 35%.

Die mittelfristigen Inflationserwartungen gingen weniger stark zurück als die kurzfristigen. Vor dem Hintergrund der fallenden Nominalzinsen sanken deshalb auch die realen Zinssätze mit mittelfristigen Fälligkeiten leicht: Der dreijährige Realzins liegt bei  $0,7\%$ . Das Realzinsniveau ist im historischen Vergleich auch für mittlere Laufzeiten tief und wirkt stimulierend auf die Wirtschaft.

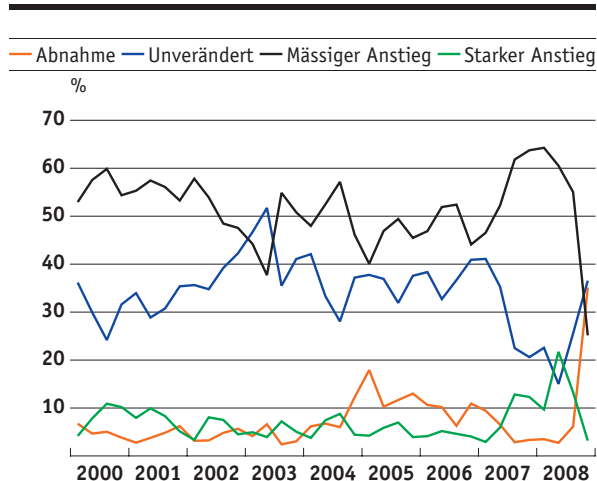
Grafik 3.6  
Zinsspanne von Industrielanleihen 5-jähriger Laufzeit



Grafik 3.7  
Geschätzter Realzinssatz



Grafik 3.8  
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafiken 3.6 und 3.7:  
Quelle: SNB

Grafik 3.8:  
Quellen: SECO, SNB

## 3.2 Wechselkurse

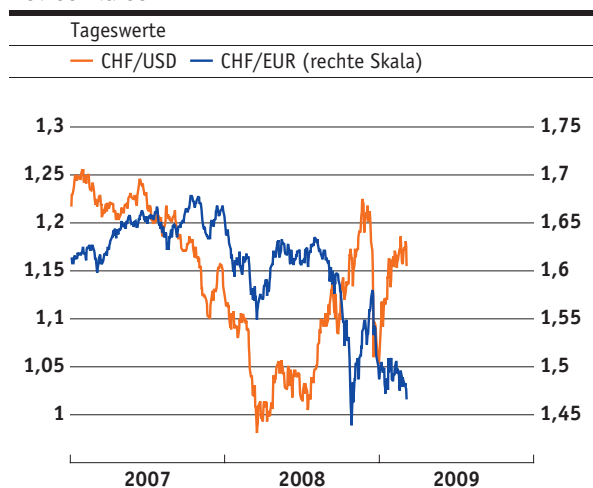
### Festigung des Frankens im Zuge der Finanzkrise

Der Franken festigte sich im Zuge der Finanzkrise. Die Wechselkursentwicklung seit Ausbruch der Finanzkrise lässt sich in zwei Phasen gliedern. In einer ersten Phase, als sich die Finanzkrise vor allem auf US-amerikanische Finanzinstitute zu beschränken schien, wertete sich der Dollar beschleunigt gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken ab. Im August 2008 begann dann die zweite Phase, nachdem Indikatoren zum ersten Mal deutlich signalisierten, dass der Euroraum und die Schweiz ebenfalls heftig von der Krise betroffen würden. Als sich dieses Bild zusehends konkretisierte, festigte sich der Dollar bis Mitte Dezember gegenüber dem Euro und dem Schweizer Franken markant. Im Dezember wertete sich indessen der Dollar gegenüber dem Franken wieder deutlich ab. Diese Abschwächung dauerte nur kurze Zeit. Ab Januar begann sich der Dollar wieder zu festigen und machte den im Dezember verlorenen Boden weitgehend wieder gut. Auch der Euro schwächte sich im Dezember gegenüber dem Franken und stabilisierte sich danach. Insgesamt schwächte sich der Franken im letzten Halbjahr gegenüber dem Dollar um 7%, während er sich gegenüber dem Euro um 9% aufwertete. Diese Entwicklungen widerspiegeln sich im handelsgewichteten nominalen Franken-Kurs. Dieser erhöhte sich um 14% seit Juli 2007.

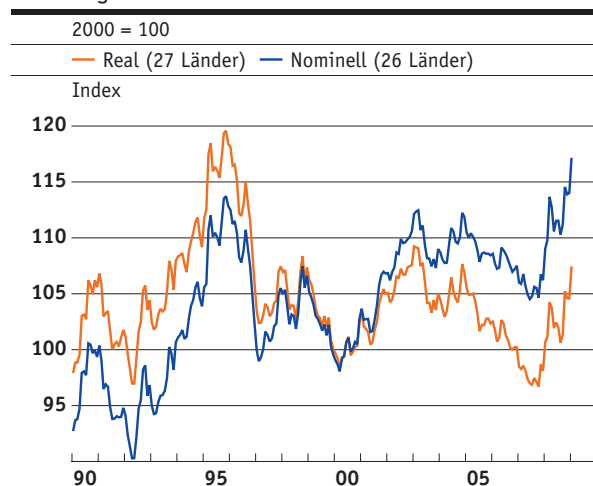
### Entwicklung des realen Aussenwerts

Der in Grafik 3.10 abgebildete, relativ stabile Verlauf des handelsgewichteten realen Aussenwerts deutet an, dass die Bewegungen des nominalen Wechselkurses die Inflationsdifferenzen über einen längeren Zeitraum tendenziell ausgleichen (relative Kaufkraftparität). Seit Ausbruch der Finanzkrise entwickelte sich der reale Aussenwert des Frankens ähnlich wie der nominale Wechselkurs. So notierte Anfang Jahr der reale Aussenwert des Frankens um 11% höher als im Juli 2007.

Grafik 3.9  
Devisenkurse



Grafik 3.10  
Handelsgewichteter Aussenwert des Frankens



Grafik 3.11  
MCI nominal



Grafiken 3.9 und 3.11:  
Quelle: SNB

Grafik 3.10:  
Quelle: BIZ

### Restriktivere monetäre Bedingungen

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

Die jüngste Entwicklung des MCI deutet auf restriktivere monetäre Bedingungen hin. Dies bedeutet, dass der Kursanstieg des Frankens die Senkung des 3M-Libors bis auf 0,5% mehr als wettgemacht hat (Grafik 3.11).

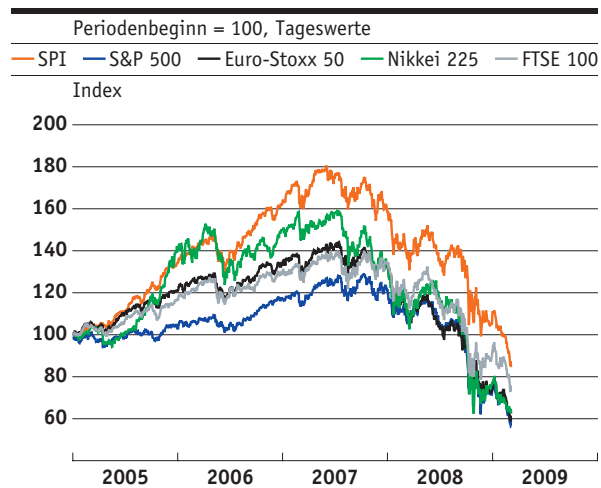
## 3.3 Aktien- und Immobilienpreise

### Fortsetzung des Abwärtstrends auf den Aktienmärkten

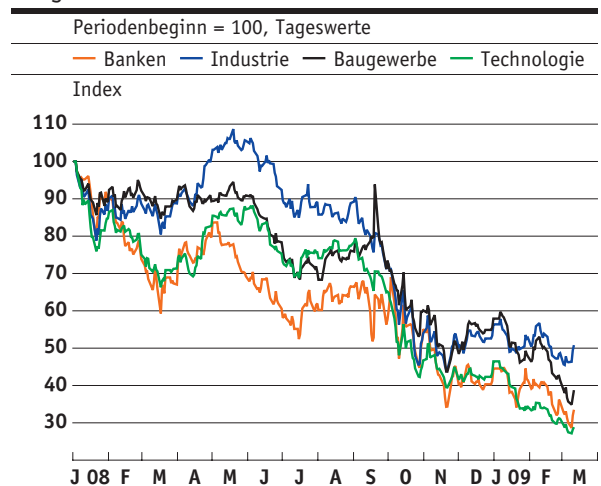
Die Performance der Aktienmärkte war seit Jahresbeginn negativ. Zahlreiche makroökonomische und unternehmensspezifische Meldungen liessen ein Übergreifen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft erwarten. Seit der Lagebeurteilung vom 11. Dezember 2008 fiel der Swiss Performance Index (SPI) um weitere 22%. Der Standard & Poor's 500 Index (S&P) verlor 19%, der Dow Jones EURO STOXX (DJ Euro) 23% und der Nikkei 225 (Nikkei) 21%. Die an der impliziten Volatilität gemessene Unsicherheit an den Aktienmärkten hat zwar abgenommen, sie ist im historischen Vergleich aber nach wie vor hoch.

Innerhalb des SPI haben die grossen exportorientierten Unternehmen am meisten gelitten. Darin widerspiegeln sich die verschlechterten Aussichten der Weltwirtschaft. In den gegenwärtigen Bewertungen kommen ausserdem die erschwerten Finanzierungsbedingungen zum Ausdruck, was besonders jene Unternehmen trifft, die sich massgeblich mit Fremdkapital finanzieren und über eine geringe Liquidität verfügen.

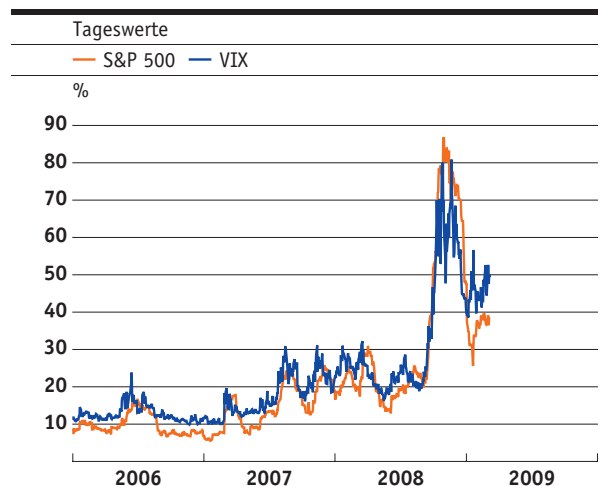
Grafik 3.12  
Aktienkurse



Grafik 3.13  
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.14  
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.12:  
Quellen: Bloomberg, Thomson Datastream

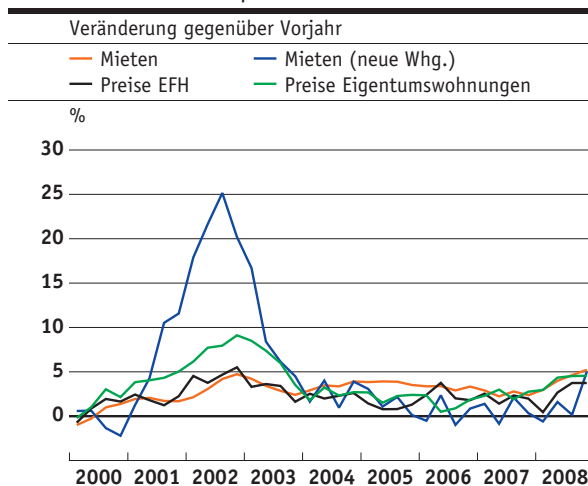
Grafik 3.13:  
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 3.14:  
Quellen: SNB, Thomson Datastream

### Stabiler Immobilienmarkt

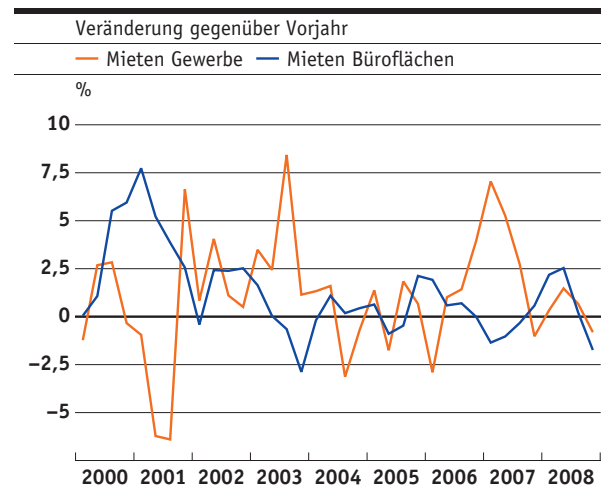
Auswirkungen des Konjunkturrückgangs auf die Preisentwicklung im Immobilienmarkt sind bislang nur sehr partiell festzustellen. Im Vorjahresvergleich legten die nominalen Immobilienpreise im vierten Quartal noch spürbar zu. Die Preise für Eigentumswohnungen stiegen um 4,5%, diejenigen für Einfamilienhäuser um 3,7%. Von Interesse ist in diesem Zusammenhang auch die Entwicklung der Wohnungsmieten. Diese lagen im vierten Quartal um 5,1% über dem Vorjahresstand. Bei Erstvermietungen, welche die Marktkräfte besser abbilden, betrug der entsprechende Anstieg 4,9%. Einzig im gewerblich genutzten Bereich gingen die Mieten um 1,8% zurück.

Grafik 3.15  
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

Grafik 3.16  
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Quelle: Wüest & Partner

## 3.4 Geldaggregate

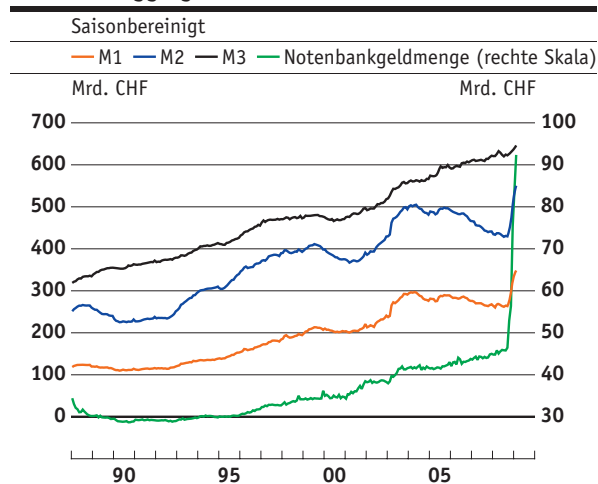
### Wachstum der Geldaggregate

Die SNB versorgte den Markt mit Liquidität, um die aussergewöhnlich hohe Nachfrage der Geschäftsbanken zu befriedigen. In den gegenwärtigen unsicheren Zeiten wuchs auch die Nachfrage nach Banknoten mit einer hohen Stückelung. Der im Februar verzeichnete massive Anstieg der Notenbankgeldmenge um 105,7% gegenüber dem Vorjahr ist deshalb nicht Ausdruck einer übermässigen Geldversorgung der Wirtschaft und birgt keine Teuerungsriskiken.

Dies wird auch dadurch bestätigt, dass die breiteren Geldaggregate trotz ihres jüngsten Anstiegs noch unter ihrem Trendniveau liegen (Grafik 3.17). Sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) gingen nach einem hohen Wachstum in den Jahren 2003–2005 ab Anfang 2006 infolge des Zinsanstiegs zurück. Ab Herbst 2007 stabilisierten sich diese Geldmengen wieder, was dem flacheren Verlauf der kurzfristigen Zinsen entspricht. Mit den jüngsten Zinssenkungen begannen M1 und M2 wieder kräftig zu wachsen. Im Februar lag M1 um 33,9% über dem Vorjahresniveau, M2 um 27,0%. Die Geldmenge M3 (M2 plus Termineinlagen), die im Allgemeinen weniger schwankt als die anderen Aggregate, weitete sich um 4,1% aus (Tabelle 3.1).

Aufgrund des tiefen Ausgangsniveaus stellen die gegenwärtigen Wachstumsraten keine Gefahr für die Preisstabilität dar. Zur Einschätzung möglicher Inflations- oder Deflationsgefahren aufgrund einer übermässigen bzw. einer unzureichenden Liquiditätsversorgung der Wirtschaft kann ein «Money Gap» geschätzt werden. Dieser entspricht der positiven (Geldüberhang) oder negativen Abweichung (Geldlücke) der Geldmenge M3 von einem Gleichgewichtswert, der anhand 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 3.18 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.

Grafik 3.17  
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

	2007		2008		2007				2008			2009
			4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar		
<b>Notenbankgeldmenge<sup>2</sup></b>	<b>44,2</b>	<b>49,6</b>	<b>44,8</b>	<b>45,8</b>	<b>45,4</b>	<b>45,3</b>	<b>61,7</b>	<b>77,4</b>	<b>85,9</b>	<b>92,6</b>		
Veränderung <sup>3</sup>	2,5	12,1	2,7	2,6	3,3	4,4	37,8	65,4	85,2	105,7		
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>268,9</b>	<b>273,0</b>	<b>268,7</b>	<b>266,4</b>	<b>265,3</b>	<b>258,5</b>	<b>301,7</b>	<b>327,3</b>	<b>343,7</b>	<b>355,4</b>		
Veränderung <sup>3</sup>	-4,8	1,5	-4,4	-3,4	-1,7	-1,1	12,3	20,7	28,7	33,9		
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>450,5</b>	<b>443,1</b>	<b>443,5</b>	<b>438,7</b>	<b>434,3</b>	<b>423,7</b>	<b>475,7</b>	<b>513,0</b>	<b>537,5</b>	<b>555,7</b>		
Veränderung <sup>3</sup>	-6,4	-1,7	-6,5	-5,8	-4,3	-3,5	7,3	15,1	22,0	27,0		
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>612,8</b>	<b>625,9</b>	<b>618,8</b>	<b>625,2</b>	<b>629,3</b>	<b>617,9</b>	<b>631,1</b>	<b>637,5</b>	<b>643,7</b>	<b>649,7</b>		
Veränderung <sup>3</sup>	2,1	2,1	1,8	1,9	2,8	1,8	2,0	2,1	3,0	4,1		

1 Definition 1995

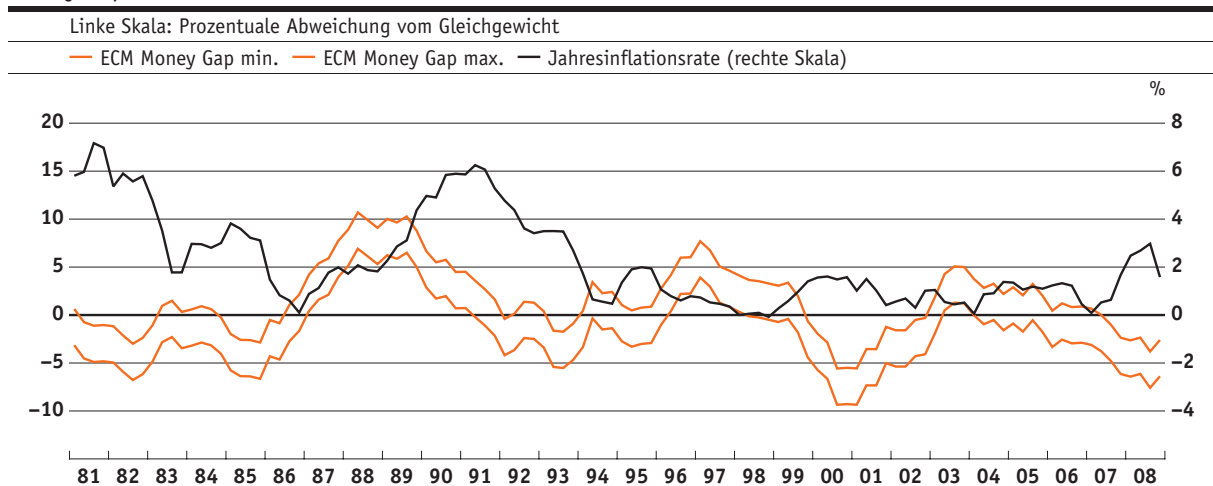
2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.18

Money Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB



## 3.5 Kredite

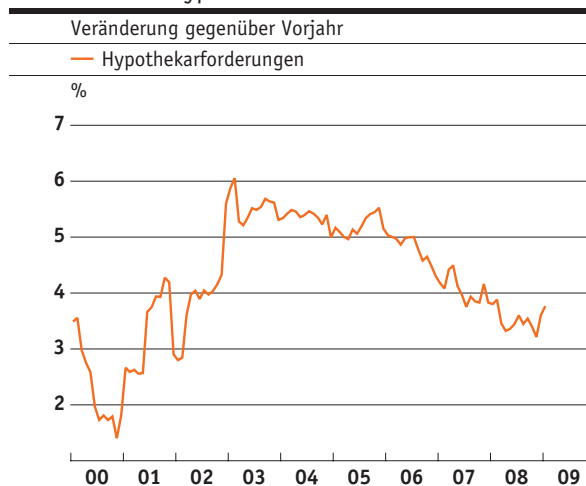
### Stärkeres Wachstum der Hypothekarforderungen

Das Kreditwachstum sank insgesamt. Im vierten Quartal 2008 fiel das Jahreswachstum auf 4,2%, von 5,8% im dritten Quartal. Diese Verlangsamung ist in erster Linie auf einen Wachstumsrückgang bei den übrigen (d. h. nicht hypothekarisch gesicherten) Krediten zurückzuführen. Die Hypothekarforderungen, die vier Fünftel des Totals der Bankkredite ausmachen, wuchsen im Januar im Zuge der jüngsten Senkungen des 3M-Libors im Vergleich zum Vorjahr stärker als im Dezember (Grafik 3.19). Die Situation ist ähnlich mit jener im Jahre 2003, als der 3M-Libor stark gesenkt wurde und die Hypotheken kräftig expandierten. Wie der Tabelle 3.2 entnommen werden kann, wuchsen die Hypotheken sowohl im Haushalts- als auch im Unternehmenssektor weiter.

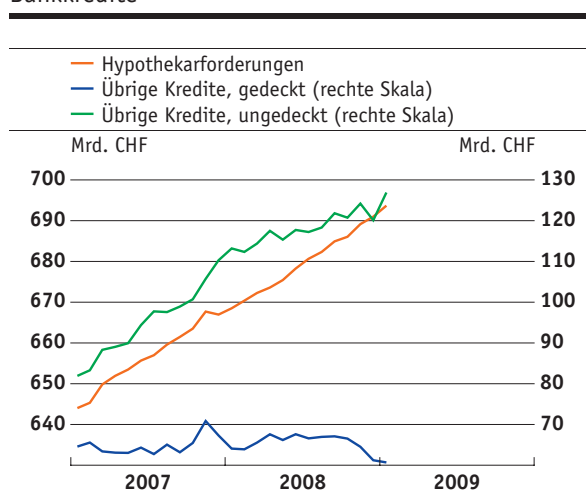
Die übrigen Kredite nahmen im vierten Quartal deutlich langsamer zu als in den Vorquartalen. Der Wachstumsrückgang ist auf eine Schrumpfung der gedeckten übrigen Kredite um 5,6% zurückzuführen, nachdem sie im dritten Quartal noch um 5,1% gewachsen waren. Die ungedeckten übrigen Kredite nahmen indessen um 15,3% zu, gegenüber 21,4% im Vorquartal. Die Wachstumsrate der übrigen Kredite stieg aber im Januar 2009 wieder. Wie aus Grafik 3.20 ersichtlich wird, nahmen die ungedeckten übrigen Kredite im Niveau im Vergleich zum Dezember 2008 zu, während sich die gedeckten übrigen Kredite zurückbildeten. Werden aber nur die übrigen Kredite in Schweizerfranken betrachtet, so zeigt sich, dass sie weiter gestiegen sind (Grafik 3.21).

Die Analyse der Kreditvolumenentwicklung zeigt, dass zurzeit in der Schweiz keine klaren Anzeichen für eine Kreditverknappung, einen so genannten «Credit Crunch», vorliegen. Mit dem Konjunkturrückgang wird sich aber das Wachstum der übrigen Kredite zurückbilden, während die Hypothekarforderungen durch die Geldpolitik gestützt werden dürften. Dieses Bild deckt sich weitgehend mit einer Umfrage über die Kreditbedingungen, welche die SNB seit Anfang 2008 bei 20 Banken, die 85% des Kreditmarktes im Inland abdecken, quartalsweise durchführt. Diese Umfrage ergänzt die auf der Entwicklung der Kreditvolumen basierenden quantitativen Indikatoren.

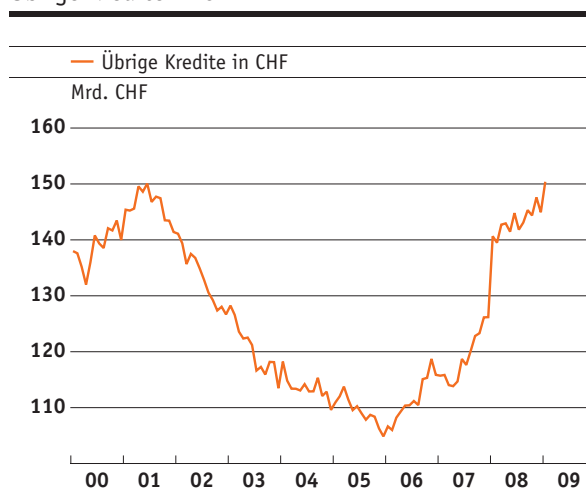
Grafik 3.19  
Wachstum der Hypotheken



Grafik 3.20  
Bankkredite



Grafik 3.21  
Übrige Kredite in CHF



Grafiken 3.19, 3.20 und 3.21:  
Quelle: SNB

Die im Januar 2009 durchgeführte Umfrage zeigt eine leichte Verschärfung der Kreditbedingungen im vierten Quartal 2008. Marktanteilgewichtet (d.h. gewichtet mit ihrem Anteil am schweizerischen Kreditmarkt) meldeten 13% der Banken eine leichte Verschärfung der Kreditbedingungen bei Krediten an Unternehmen und 6% bei Hypotheken für Wohnliegenschaften. Für das erste Quartal 2009 erwarten die Banken bei allen Kreditkategorien eine weitere leichte Verschärfung der Kreditbedingungen. Bei den Krediten an Unternehmen gilt dies marktanteilgewichtet für 31%, bei den Hypotheken für Wohnliegenschaften für 17%. Diese Resultate bestätigen erste Anzeichen einer Verschärfung der Kreditbedingungen in der Umfrage der SNB vom Oktober.

### Bankkredite

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2007	2008	2007 4. Q.	2008 1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	2008 November	Dezember	2009 Januar
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>	<b>3,3</b>	<b>4,2</b>
Hypothekarforderungen <sup>1</sup>	4,0	3,5	3,9	3,7	3,4	3,5	3,4	3,2	3,6	3,8
davon Haushalte <sup>2</sup>	4,3	3,3	3,7	3,6	3,0	3,5	3,3	3,2	3,4	3,5
davon Unternehmen <sup>2</sup>	2,3	3,8	4,3	3,7	4,2	3,5	3,7	3,1	4,3	4,7
Übrige Kredite <sup>1</sup>	13,4	14,8	20,2	19,3	19,0	15,0	7,1	6,9	2,1	5,8
davon gedeckt <sup>1</sup>	8,2	1,2	13,1	0,0	5,7	5,1	-5,6	-8,9	-9,0	-5,3
davon ungedeckt <sup>1</sup>	17,2	24,2	25,3	34,1	28,2	21,4	15,3	17,5	8,9	12,1
davon in CHF <sup>1</sup>	5,7	20,3	7,4	22,4	23,6	19,3	16,3	17,0	14,9	6,9
davon in anderen Währungen <sup>1</sup>	44,3	-1,8	74,5	8,8	5,2	2,3	-18,5	-20,7	-31,4	-0,9

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 Prognosezeitraums 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 Konjunk-

turszenario 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 Dezember-Prognose.

#### **Markanter Wachstumseinbruch**

Ein markanter Wachstumseinbruch kennzeichnet das internationale Konjunkturszenario. Die Wachstumsannahmen wurden im Vergleich zur Prognose vom Dezember für das Jahr 2009 nochmals nach unten revidiert. Es wird für das laufende Jahr mit einem BIP-Rückgang in den USA von 1,8% gerechnet. In Europa wird eine Schrumpfung des BIP von 2,8% angenommen. Für 2010 wird eine Erholung erwartet. Dabei wird in den USA aufgrund der in Aussicht gestellten Fiskalimpulse für das nächste Jahr ein höheres Wachstum erwartet als im Dezember, während jenes in Europa leicht tiefer veranschlagt wird. Langfristig, d. h. ausserhalb des Prognosezeitraums, wird für die beiden Wirtschaftsräume weiterhin ein Wachstum erwartet, welches gegen das Potenzial von rund 3% (USA) bzw. 2% (EU) tendiert.

Für Erdöl wird für die nächsten Quartale ein Preis von 42 Dollar, danach von 45 Dollar pro Fass unterstellt. Für die Jahre 2009 und 2010 werden rezessionsbedingt weltweit deutlich tiefere Inflationsraten prognostiziert. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird im Prognosezeitraum unverändert bei 1.30 USD/EUR fixiert.

## 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.

## Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

<b>März 2009</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
BIP USA <sup>1</sup>	-1,8	1,9	2,9
BIP EU-15 <sup>1</sup>	-2,8	0,5	2,2
		<b>Kurze Frist</b>	<b>Lange Frist</b>
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>		1.30	1.30
Ölpreis in USD/Fass <sup>2</sup>		42	45
Ölpreis in CHF/Fass <sup>3</sup>		49	52

<b>Dezember 2008</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
BIP USA <sup>1</sup>	1,4	-0,8	1,1
BIP EU-15 <sup>1</sup>	0,9	-1,0	0,7
		<b>Kurze Frist</b>	<b>Lange Frist</b>
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>		1.30	1.30
Ölpreis in USD/Fass <sup>2</sup>		48	60
Ölpreis in CHF/Fass <sup>4</sup>		58	72

1 Veränderung in %

2 Niveau

3 Niveau, Kurs vom 12. März 2009

4 Niveau, Kurs vom 10. Dezember 2008

Quelle: SNB

## 4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

Die wirtschaftliche Lage hat sich seit Dezember 2008 deutlich verschlechtert, und für die drei nächsten Jahre besteht das Risiko einer negativen Inflation. Diese Umstände erfordern eine kräftige Lockerung der monetären Bedingungen. Die SNB hat deshalb beschlossen, einen erneuten Rückgang der Zinssätze herbeizuführen und eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern. Zu diesem Zweck wird sie die Liquidität stark erhöhen, indem sie zusätzliche Repo-Geschäfte abschliesst, Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner erwirbt und Devisenkäufe auf dem Markt tätigt.

An der Lagebeurteilung vom 12. März 2009 senkte die SNB das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 0,0%–0,75%. Sie setzt alles daran, um den Libor allmählich in den unteren Bereich des neuen Zielbandes auf etwa 0,25% zu führen. Die Breite des Libor-Zielbandes verringerte sich damit von 100 auf 75 Basispunkte.

Mit diesen aussergewöhnlichen Massnahmen trägt die SNB dazu bei, die Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise zu mildern, und schränkt das Risiko einer Deflation ein. Die Nationalbank hat den Auftrag, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Lage Rechnung zu tragen. Dies bedeutet, dass sowohl Deflation wie Inflation vermieden werden sollen. Bei der Erfüllung dieser Aufgabe wird sich die SNB wie bisher auf eine Inflationsprognose stützen.

Im vierten Quartal 2008 hat sich die Konjunktur in allen Teilen der Welt gleichzeitig und markant verlangsamt, und alles deutet darauf hin, dass sich diese Entwicklung im ersten Quartal 2009 fortgesetzt hat. Die Verschlechterung trifft die Schweizer Wirtschaft mit voller Wucht. Praktisch alle Sektoren sind betroffen, ganz besonders aber die Exportindustrie. Die SNB reduzierte deshalb ihre BIP-Wachstumsprognose für das laufende Jahr. Sie geht nun von einem Rückgang des realen BIP von 2,5% bis 3% aus. Die rasche Verschlechterung der Konjunkturlage und die sinkenden Rohstoffpreise haben auch bei der Inflationsprognose zu einer deutlichen Revision nach unten geführt. Die durchschnittliche Teuerung wird im Jahr 2009 bei –0,5% liegen. Mit den heute getroffenen Massnahmen geht die Nationalbank für 2010 und 2011 von einer durchschnittlichen Jahresteuernähe bei null aus.

Diese Teuerungsaussichten verlangen nach einem dezidierten Handeln der SNB. Mit der erneuten Senkung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor und der Verhinderung einer weiteren Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro will die Nationalbank dem Risiko einer Deflation und einer massiven Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage entgegentreten.

### **Internationale Wirtschaftsaussichten**

In den USA hat sich die Wirtschaftsaktivität stark zurückgebildet, und der Konsum sowie die Exporte sind gesunken. Auch in Europa war ein deutlicher Rückgang zu verzeichnen. Die Länder Asiens haben sich dieser Entwicklung nicht entziehen können und sind ebenfalls stark betroffen. Die Krise, die von den Finanzmärkten der bedeutendsten Volkswirtschaften ausging und sich dann auf die Realwirtschaft übertrug, hat nun die gesamte Weltwirtschaft erfasst. Deshalb hat die Nationalbank ihre Wachstumsprognosen für die grossen Volkswirtschaften für das laufende Jahr deutlich nach unten korrigiert.

### **Wirtschaftsaussichten für die Schweiz**

Die Konjunkturlage hat sich auch in der Schweiz in den letzten sechs Monaten sehr deutlich und rasch verschlechtert. Im vierten Quartal 2008 ist das reale BIP auf annualisierter Basis um 1,2% gesunken. Zwar scheint der Rückgang in der Schweiz weniger ausgeprägt als in den grossen europäischen Ländern, doch zeigt diese Zahl nicht, wie stark die internationale Nachfrage, insbesondere in der verarbeitenden Industrie, eingebrochen ist und in der Folge die Exporte zurückgegangen sind. Die Firmen haben ihre Ausrüstungsausgaben spürbar reduziert. Die Bauinvestitionen haben sich ebenfalls negativ entwickelt. Die Endnachfrage bildete sich somit deutlich zurück.

Das Ausmass des Nachfragerückgangs im vierten Quartal 2008 war unerwartet. Die in der Folge entstandene unbeabsichtigte Erhöhung der Lager hat künstlich zum BIP-Wachstum beigetragen. Eine Wende dürfte im ersten Quartal dieses Jahres eintreten, und die Nationalbank geht folglich von einer Verstärkung des BIP-Rückgangs im ersten Halbjahr 2009 aus.

Die Zahl der Arbeitslosen steigt seit September wieder. Diese Entwicklung wird in den kommenden Monaten andauern. Die dadurch entstehende Unsicherheit wird das Verhalten der privaten Haus-

halte beeinflussen und die Konsumausgaben abflachen lassen. Darüber hinaus dürfte die schwache globale Nachfrage die Schweizer Exporte weiterhin belasten und die Unternehmen dazu bringen, ihre Investitionspläne zu verschieben oder zu überdenken. Demgegenüber dürften die günstigen Finanzierungsbedingungen die Wohnbauinvestitionen weiterhin stützen. Zudem werden die Staatsausgaben antizyklisch wirken. Aufgrund der Verstärkung der weltweiten Rezession rechnet die Nationalbank nun für das laufende Jahr mit einem BIP-Rückgang, der zwischen 2,5% und 3% liegen dürfte.

### **Entwicklung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen**

Die SNB hat das Zielband für den Dreimonats-Libor im vierten Quartal 2008 kräftig gesenkt, und zwar um insgesamt 225 Basispunkte. Dieser geldpolitische Impuls wird sich weiterhin und zunehmend auf die Wirtschaft auswirken. Die kurzfristigen Zinssätze sind zurückgegangen und die Zinskurve ist steiler geworden. Die Risikoprämien an den Kapitalmärkten sind jedoch seit dem Konkurs der Bank Lehman Brothers deutlich gestiegen, was die Übertragung der geldpolitischen Impulse beeinträchtigt. Dies veranlasst die SNB dazu, Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner zu erwerben und so eine Lockerung der Konditionen auf dem Kapitalmarkt herbeizuführen.

Der Wert des Frankens hat sich seit Ausbruch der Krise im August 2007 spürbar erhöht. Dieser Trend hat sich seit der Lagebeurteilung vom Dezember 2008 verstärkt, was einer Straffung der monetären Bedingungen entspricht, die in der gegenwärtigen Lage unwillkommen ist. Die Nationalbank hat deshalb beschlossen, am Markt Devisen zu kaufen, um eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern.

Die Geldaggregate M1 und M2 verzeichnen hohe Wachstumsraten. Das Wachstum der Geldmenge M3 bleibt moderat. Die Notenbankgeldmenge hingegen hat sich in einem Jahr beinahe verdoppelt. Diese Entwicklung widerspiegelt die Bemühungen der Nationalbank, den Interbankenmarkt ausreichend mit Liquidität zu versorgen. Die SNB hat damit auf die enorme Zunahme der Liquiditätsnachfrage der Wirtschaft reagiert, welche in einem Klima der Unsicherheit entstanden ist. Hätte sie diese Zusatznachfrage nicht befriedigt, wäre ein unerwünschter Anstieg der Zinssätze die Folge gewesen.

Seit Anfang 2008 führt die Nationalbank quartalsweise eine qualitative Umfrage bei zwanzig Banken durch, die zusammen einen Grossteil des inländischen Kreditmarktes abdecken. Aus der Umfrage vom Januar 2009 geht hervor, dass einige Banken die Kreditbedingungen leicht verschärft haben. Zudem hat die Zahl der Banken zugenommen, die von einer baldigen Verschärfung ihrer eigenen Kreditbedingungen ausgehen. In quantitativer Hinsicht bestätigen die Statistiken, dass sich das Wachstum des gesamten Kreditvolumens abflacht. Ein Rückgang lässt sich jedoch aus den Statistiken nicht ablesen. Die Hypothekarkredite sind von dieser Entwicklung nicht betroffen. Sie verzeichnen seit November 2008 eine steigende Wachstumsrate, die im Januar bei 3,8% lag. Zum jetzigen Zeitpunkt kann noch nicht gesagt werden, ob es sich um eine Folge der Senkung des Libors handelt, wie sie in der Vergangenheit beobachtet worden war. Bei den übrigen Krediten hingegen sind die Wachstumsraten stark zurückgegangen. Das Wachstum hat im Januar 5,8% betragen, während es ein Jahr zuvor noch über 20% gelegen hatte. Die Kategorie der übrigen Kredite verhält sich ausgeprägt zyklisch und widerspiegelt die Konjunkturentwicklung. Die übrigen Kredite dürften deshalb in naher Zukunft schrumpfen. Insgesamt ist die Entwicklung am Kreditmarkt nicht mit derjenigen im Ausland vergleichbar.

### **Inflation und Inflationsrisiko**

Nachdem die Inflation im Juli 2008 einen Höchstwert von 3,1% verzeichnet hatte, ist sie bis Februar auf 0,2% zurückgefallen. Diese Entwicklung erklärt sich daraus, dass in der gleichen Zeit der Erdölpreis markant von 145 US-Dollar auf 40 US-Dollar pro Fass gesunken ist und sich der Franken aufgewertet hat. Die Inflation wird weiter nachgeben und im Verlauf des Jahres 2009 eine negative Rate aufweisen, denn die Preise der importierten Waren und Dienstleistungen, namentlich jene des Erdöls, werden dieses Jahr im Vergleich zum Vorjahr niedriger sein. Bei den inländischen Waren und Dienstleistungen hingegen wird die Teuerung zwar im Laufe des Jahres zurückgehen, 2009 aber im positiven Bereich bleiben.

In den Jahren 2010 und 2011 wird die Inflation nahe bei null liegen, weil sich die Produktion unter ihrem Potenzial entwickeln und die Arbeitslosenquote auf hohem Niveau verharren wird. Sollte sich die Konjunkturlage deutlicher verschlechtern als erwartet, besteht das Risiko einer negativen Inflation.

### **Der geldpolitische Entscheid**

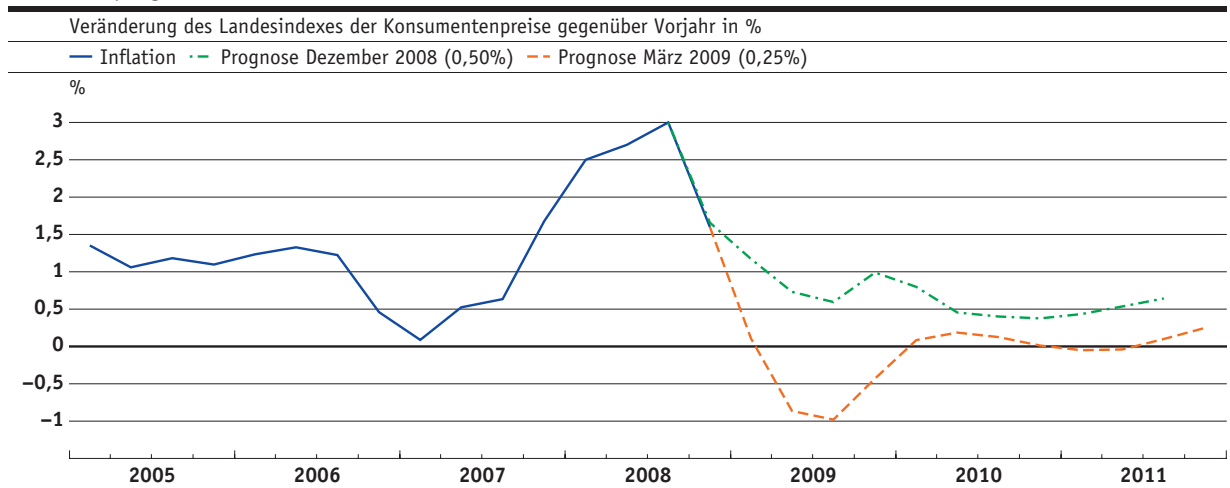
Eine dauerhaft negative Inflationsrate ist mit dem Ziel, die Preisstabilität auf mittlere Frist aufrechtzuerhalten, nicht vereinbar. Im gegenwärtigen belasteten Umfeld ist jegliche Straffung der monetären Rahmenbedingungen unwillkommen. Indem die SNB das Zielband für den Dreimonats-Libor auf 0,0%–0,75% senkte und den Libor allmählich in den unteren Bereich dieses Zielbandes auf etwa 0,25% zurückführt, und indem sie eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro verhindert, setzt sie ihre expansive Geldpolitik fort. Sie stützt damit die Konjunktur und schränkt das Risiko einer Deflation ein. Die vorübergehende Verengung des Libor-Zielbandes, das nun 75 Basispunkte beträgt anstelle von 100 Basispunkten, ist durch die Tatsache bedingt, dass ein negativer Liborsatz technisch unmöglich ist.

### **Grafik der Inflationsprognose**

Die neue Inflationsprognose (Grafik 4.1, rot gestrichelte Linie) reicht vom ersten Quartal 2009 bis zum vierten Quartal 2011. Während die vorhergehende Prognose (strichpunktierte grüne Linie) auf der Annahme eines konstanten Dreimonats-Libors von 0,5% beruhte, wird für die neue Prognose von einem bei 0,25% liegenden Zinssatz ausgegangen. Die Inflationsrate ist im Jahr 2009 deutlich negativ, was sich hauptsächlich aus der Ölpreisentwicklung (Basiseffekt) erklärt. In den Jahren 2010 und 2011 bleibt die Inflation schwach, trotz eines bei 0,25% liegenden Libors. Der Grund dafür liegt in der ungünstigen Konjunkturentwicklung. Die Teuerung zieht Ende 2011 leicht an. Dieser schwache Anstieg erklärt sich damit, dass ein über mehrere Jahre bei 0,25% liegender Libor nicht einem Gleichgewichtsniveau entspricht, das langfristig Preisstabilität gewährleistet.

Grafik 4.1

Inflationsprognose Dezember 2008 mit Libor 0,50% und März 2009 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

Beobachtete Inflation März 2009

Tabelle 4.2

	2005				2006				2007				2008				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	3,00	1,60	1,1	0,7	2,5

Inflationsprognose Dezember 2008 mit Libor 0,50% und März 2009 mit Libor 0,25%

	2008				2009				2010				2011				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 Dez. 2008, Libor 0,50%					1,66	1,17	0,73	0,59	0,99	0,80	0,45	0,40	0,38	0,43	0,54	0,64		0,9	0,5	
Prognose März 2009, Libor 0,25%					0,10	-0,86	-0,98	-0,43	0,09	0,19	0,13	0,01	-0,05	-0,04	0,10	0,25		-0,5	0,1	0,1

Quelle: SNB





# Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2009

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den von Dezember 2008 bis Februar 2009 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

## Zusammenfassung

Die rund 170 Vertreter aus verschiedenen Wirtschaftssektoren, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten Dezember 2008 bis Februar 2009 Gespräche führten, sprachen mehrheitlich von einer raschen und deutlichen Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation. Nachdem die meisten Unternehmen ihren Geschäftsgang noch bis in den Sommer 2008 hinein als gut bis sehr gut beurteilt hatten, wendete sich das Blatt im September und Oktober schlagartig. Seither hat sich die Verlangsamung des Geschäftsgangs zusehends verstärkt.

Die Auswirkungen des Konjunkturerinbruchs auf die verschiedenen Unternehmen blieben je nach Branche und Marktposition unterschiedlich. Besonders stark betroffen ist die Exportwirtschaft und hier wiederum vor allem die Investitionsgüter-

industrie. Weniger stark unter Druck sind die binnen- und konsumorientierten Unternehmen. Auch die Gesprächspartner aus diesem Teil der Wirtschaft rechnen allerdings für die kommenden Monate mit einem schwächeren Geschäftsgang.

Die Unternehmen reagierten auf den Konjunkturerinbruch mit einer Straffung des Kostenmanagements. Die getroffenen Massnahmen sind weitreichend und schliessen auch die Überprüfung von Investitionsplänen ein. An strategisch wichtigen Investitionen wird zwar im Allgemeinen festgehalten, ansonsten aber auf alles, was nicht unbedingt nötig ist, verzichtet. Eine rasch wachsende Anzahl Firmen führte Kurzarbeit ein oder bereitete diese vor. Im Januar und Februar wurden auch deutlich mehr Entlassungen ausgesprochen.

Die Unsicherheit über das Ausmass und die Dauer der Krise ist gross. Alle Gesprächspartner rechnen mit einem schwierigen Jahr.

# 1 Produktion

## Industrie

Die Maschinenindustrie zählt zu den Branchen, die am stärksten von der Krise betroffen sind. Die Unternehmen erleben die Krise als deutlich abrupter, intensiver und globaler als die Rezession von 2002/03. Der Rückgang des Auftragseingangs erfolgte damals langsamer. Zudem gab es regionale Unterschiede, was dieses Mal nicht mehr der Fall ist. Einen besonders massiven Einbruch des Auftragseingangs erlitten die Hersteller von Textilmaschinen und die Zulieferer der Autoindustrie. Weniger drastisch war die Entwicklung bei den Herstellern von Investitionsgütern für die Energiewirtschaft und bei den Produzenten von Medizintechnik. Aber auch diese Unternehmen spüren inzwischen die Auswirkungen der Krise. Gleiches gilt für die Uhrenindustrie, die in den letzten Jahren einen regelrechten Boom erlebt hatte.

Ausserhalb der Maschinenindustrie verlangsamte sich der Geschäftsgang vor allem bei den Herstellern von Metallen, Kunststoffen, chemischen Substanzen (ausser Agrochemie), Textilien und Bekleidung. Relativ gut hielten sich hingegen die traditionell konjunkturresistenten Industrien, d.h. die Nahrungsmittel- und die Pharmaindustrie.

Der Rückgang des Auftragseingangs widerspiegelt zum Teil Lagerbewegungen: Verschiedene Gesprächspartner wiesen darauf hin, ihre Kunden hätten die Lager aggressiv gesenkt, was den Bestellungseingang stark gedrückt habe. Damit verbindet sich die Hoffnung, der Auftragseingang werde sich in den kommenden Quartalen wieder stärker im Einklang mit der Produktion bzw. dem Absatz entwickeln.

## Dienstleistungen

Die Auswirkungen des Konjunkturabschwungs auf den Detailhandel blieben bisher verhalten. Viele Gesprächspartner waren vom Weihnachtsgeschäft positiv überrascht. Nach dem Rekordjahr 2007 hatten die meisten eine spürbare Abschwächung erwartet. Auch der Beginn des Jahres 2009 verlief positiv. Allerdings gibt es quer über das Sortiment Unterschiede. Gut entwickelten sich vor allem die Nahrungsmittelumsätze. Auch der Absatz von Wintersportartikeln lag über den Erwartungen. Deutlich schlechter liefen die dauerhaften Konsumgüter (Elektronik, Möbel). Gelitten hat auch der Absatz von Autos sowie die Nachfrage im Luxussegment. Verschiedene Gesprächspartner erklärten dies mit den negativen Vermögenseffekten, welche von der Finanzkrise verursacht worden sind.

Die Vertreter aus der Hotellerie und der Tourismusbranche zeigten sich mit dem Jahr 2008 ebenfalls überwiegend zufrieden. Zwar lagen die Übernachtungszahlen mehrheitlich unter den sehr guten Ergebnissen von 2007, doch hielt sich der Rückgang in Grenzen. In den letzten Monaten wurden die Auswirkungen der schwachen Konjunktur allerdings vor allem in den Städten immer deutlicher sichtbar. Der Geschäftstourismus ist stark rückläufig und das Ausgabeverhalten ist generell vorsichtiger geworden, wozu auch der starke Franken beiträgt. Diese negative Entwicklung wird teilweise durch die gute Wintersaison der Skistationen überdeckt, die von den sehr guten Schneeverhältnissen profitiert haben. Für die Sommersaison sind die Erwartungen gedämpft. Man rechnet jedoch nicht mit einem Einbruch.

Andere Zweige des Dienstleistungssektors spüren die Krise stärker. Im IT-Sektor ist das Bild noch gemischt. Hingegen erklärten Vertreter des Transport- und Logistikgewerbes, das internationale Geschäft sei eingebrochen und entsprechend stark seien die Frachttarife gesunken. Einen kräftigen Rückschlag erlitten auch die Medien. Die Einnahmen aus Inseraten gingen deutlich zurück. Betroffen sind alle Inseratetypen, also Stellen- und Immobilieninserate ebenso wie kommerzielle Inserate.

Bei den Banken litten vor allem die Kommissionseinnahmen. Der Grund liegt in den gefallen Aktienkursen und den tieferen Transaktionszahlen. Die Gesprächspartner aus dem Bankensektor erklärten, die Anleger wünschten zurzeit in erster Linie Sicherheit und Liquidität. Die Lehman-Pleite, der Madoff-Skandal und die Schliessung zahlreicher Hedge Fonds hätten das Vertrauen der Kunden untergraben. Von strukturierten Produkten (die mit hohen Kommissionseinnahmen verbunden waren) wollten die Kunden nichts mehr wissen. Weiter erklärten die Banken, sie hätten ihre Kreditpolitik nicht verändert. Die Margen seien gesunken, zum einen aufgrund des starken Wettbewerbs auf dem Hypothekarmarkt und zum anderen aufgrund der Schwierigkeit, die Liquidität ertragreich anzulegen. Die meisten Gesprächspartnern aus dem Nichtbankensektor bestätigten das Bild einer weitgehend unveränderten Kreditpolitik. Allerdings sei die Überwachung des Geschäftsverlaufs intensiver geworden. Ausserdem seien grössere Kredite – insbesondere Exportkredite – schwieriger zu bekommen. Dazu trage bei, dass der Wettbewerb in diesem Bereich nur beschränkt spiele, da kleinere Banken in der Regel nicht bereit seien, für eine der beiden Grossbanken in die Lücke zu springen. Von vielen Kunden wird zudem befürchtet, dass sich die

Kreditbedingungen bei anhaltender Rezession verschlechtern werden.

Gesprächspartner aus der Versicherungsbranche sprachen von einer kräftigen Nachfrage nach Lebensversicherungsprodukten. Im BVG-Bereich sei der technische Zinssatz weiterhin eine schwierig zu erreichende Zielgrösse. Viele Pensionskassen, die eine Unterdeckung aufweisen, suchten deshalb eine Vollversicherungslösung.

### **Bau und Immobilien**

Die Gesprächspartner aus der Bauwirtschaft beurteilten den Auftragsbestand überwiegend als befriedigend. Die Konjunkturschwäche hatte bisher keine drastischen Auswirkungen. Auch für die nächsten Quartale wird nicht mit einem Einbruch gerechnet. Dazu dürften auch die Impulsprogramme des Bundes und verschiedener Kantone beitragen, die stark auf Infrastrukturprojekte ausgerichtet sind.

Gut gehalten hat sich vor allem der Wohnungsbau. Die Gesprächspartner rechnen weiterhin mit einer soliden Entwicklung, da die tiefen Zinssätze die Nachfrage stützen sollten. Überdies sei Wohneigentum aufgrund der schwachen Börse für viele Anleger wieder attraktiver geworden. Anhaltend stark blieb auch die Nachfrage nach Unterhalts- und Renovationsarbeiten, wovon vor allem das Ausbaugewerbe profitierte. Deutlich schwächer war der Geschäftsgang im gewerblich-industriellen Bau. Viele Gesprächspartner sprachen davon, dass Firmen Investitionsprojekte zurückgestellt hätten. Im Tiefbau ist die Auftragslage weiterhin regional unterschiedlich und teilweise stark von Grossprojekten geprägt.

Gesprächspartner aus dem Immobiliengewerbe sprachen mehrheitlich von einer Stabilisierung des Preisniveaus. Da die Immobilienpreise im Konjunkturaufschwung nicht übermässig gestiegen sind, habe es in der Schweiz keine Immobilienblase gegeben. Sie erwarteten deshalb auch keine starke Korrektur.

## **2 Arbeitsmarkt**

Die Personalausgaben sind für die Mehrzahl der Unternehmen der grösste Kostenfaktor. Die Krise wirkte sich in den letzten Monaten denn auch zunehmend auf den Arbeitsmarkt aus. In einer ersten Phase erneuerten die Unternehmen vor allem Temporärarbeitsverträge nicht mehr und veranlassten ihre Mitarbeiter, Überstunden einzuziehen. Viele Unternehmen beantragten in den letzten Wo-

chen zudem Kurzarbeit. Diese ist für die Unternehmen jedoch teuer, weshalb auch die Zahl der Entlassungen zunahm. Betroffen sind in erster Linie die unterqualifizierten Arbeitskräfte.

Zurzeit wird die Kurzarbeit der Entlassung in der Regel vorgezogen, weil die Unternehmen die eben erst mühsam rekrutierten qualifizierten Arbeitskräfte nicht ziehen lassen wollen. Auch will man angesichts des volatilen Geschäftsgangs für den Fall einer Erholung gerüstet sein, selbst wenn sich diese bloss als temporär herausstellen sollte.

## **3 Preise, Margen und Ertragslage**

Der Wettbewerbsdruck blieb hoch oder hat sich mit dem Konjunkturabschwung noch verstärkt. Der Spielraum für Preiserhöhungen ist damit deutlich geschwunden. Allerdings wird der Wettbewerb nicht nur über den Preis ausgetragen. Gesprächspartner aus der Hotellerie erklärten beispielsweise, sie wollten die Preise unverändert lassen und dafür Zusatzleistungen bieten.

Mit Beginn der Krise hat sich der schon seit mehreren Jahren anhaltende Preiskampf im Detailhandel wieder verschärft. Bei den Grossverteilern läutete Coop Anfang Jahr mit einer Preisreduktion auf 600 Markenprodukten eine neue Preisrunde ein. Andere Grossverteiler reagierten darauf mit gezielten Preisanpassungen auf dem eigenen Sortiment. Die Aufmerksamkeit wendet sich nun dem Marktauftritt eines neuen Grossanbieters (Lidl) zu.

Auch in der verarbeitenden Industrie stehen die Margen unter Druck, da viele Unternehmen wachsende Überkapazitäten haben. Eine gewisse Entlastung brachten in den letzten Monaten die fallenden Preise für Rohstoffe. Belastend wirkte jedoch die Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro und dem britischen Pfund sowie die in der hohen Wechselkursvolatilität sich widerspiegelnde Unsicherheit. Dazu kommen nun die im vergangenen Herbst beschlossenen Lohnerhöhungen. Unter Hinweis auf die fallende Teuerung werden diese im Nachhinein vereinzelt bereits als zu hoch bezeichnet. Die Volatilität des Wechselkurses und die Strompreiserhöhungen bereiten vielen Unternehmen ebenfalls weiterhin Sorgen.

# Lagerhaltungspolitik der Unternehmen im Wandel: Ergebnisse eines Strukturberichts der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Jean-Pierre Jetzer, Delegierter für regionale Wirtschaftskontakte

# 1 Einführung

«Hohe Lagerbestände sind ein Zeichen von nicht harmonisierten Produktionsabläufen.»

Roman Boutellier, ETHZ

«Durch hohe Vorratsbestände werden Probleme in der Unternehmensorganisation verdeckt.»

Erik Hofmann, Universität St. Gallen

«Schlanke» Produktionsmethoden und moderne Liefersysteme – sowohl auf der Beschaffungs- als auch der Absatzseite – erlauben es den Unternehmen, ihre Produktionsprozesse zu optimieren, und haben dadurch einen direkten Einfluss auf die Lagerhaltung. Die von den Firmenleitern häufig vermittelte Erfahrung einer beachtlichen Reduktion der Lagerbestände hat das Direktorium der SNB veranlasst, eine systematischere Untersuchung der in der Schweizer Wirtschaft praktizierten Lagerhaltungspolitik der Unternehmen durchzuführen.<sup>1</sup>

Lagerinvestitionen sind sowohl unter betriebs- als auch volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten von Interesse. Auf *Unternehmensebene* wurden die Vorräte erst in den 1990er Jahren als strategische Grösse für den Betriebserfolg und als Wettbewerbsfaktor erkannt. *Makroökonomisch* liegt die Bedeutung der Vorratshaltung einerseits darin begründet, dass die Lagerkomponente – bezogen auf ihre Grösse – von der Konjunkturtheorie als das

wohl instabilste Nachfrageaggregat bezeichnet wird; die Schwankungen der Lagerinvestitionen sind so ausgeprägt, dass sie als *die* Konjunkturschwankungen betrachtet werden können (Tichy, 1994, S. 87). Andererseits entziehen sich Lagerveränderungen weitgehend der statistischen Erfassung. Im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) werden die Vorratsveränderungen als Differenz zwischen dem Bestandswert der Lager vorräte der aktuellen Periode und demjenigen der Vorperiode ermittelt. Da keine offizielle Messung des Lagerbestands existiert, müssen die Vorratsveränderungen in der Praxis geschätzt werden.

Der Schwerpunkt des Strukturberichts liegt in der selektiven Erfassung des Einflusses neuer Fertigungsverfahren und integrierter Lieferketten auf die Höhe der *Lagerbestände* aus der Sicht ausgewählter Unternehmen des Industrie- und Dienstleistungssektors. Als weitaus vielschichtiger und schwieriger zu fassen erwiesen sich die Auswirkungen der Neukonzeption der Wertschöpfungskette auf die Ausprägung der *Lagerschwankungen*. Hier mussten die Ansprüche weitgehend den Möglichkeiten bzw. Grenzen einer Unternehmensbefragung untergeordnet werden. Dennoch haben die Befragungen zu den kurzfristigen Vorratsschwankungen Tendenzaussagen von vereinzelt Unternehmen sowie von ebenfalls interviewten Fachexperten geliefert.

1 Für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung des Strukturberichts dankt der Verfasser Attilio Zanetti und Daniel Emmenegger von der SNB, Bruno Parnisari und Peter Steiner vom SECO sowie Philippe Küttel und Klaus Leemann vom BFS.

## 2 Konzeption und Umfang der Untersuchung

Die Konzeption der Untersuchung wurde mit der OE Konjunktur der SNB sowie mit Vertretern vom BFS und vom SECO vorbesprochen. Ebenso wurde ein Fragenkatalog im Sinn eines Leitfadens für die Firmengespräche ausgearbeitet. Die Fragen hatten primär qualitativen, vereinzelt auch quantitativen Charakter. Man war sich bewusst, dass vermutlich in den wenigsten Fällen quantitative Antworten erwartet werden konnten. Die Unternehmer wurden während des Gesprächs zudem mit einer Grafik des BFS über die nominalen Lagerveränderungen (Jahreswerte gemäss VGR) im Zeitraum 1980 bis 2007 konfrontiert (vgl. Grafik «Nominale Lagerveränderung» unten).

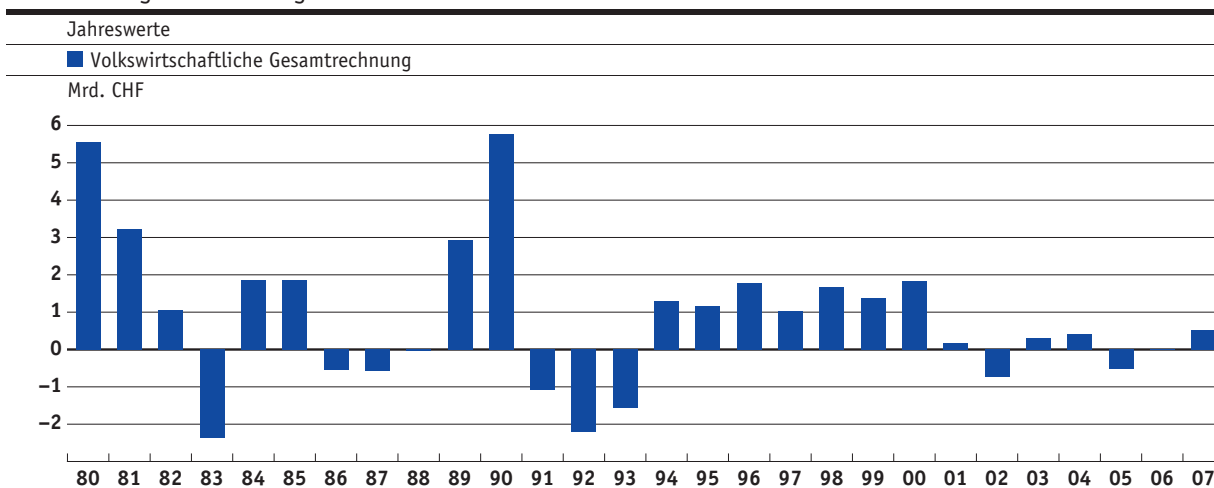
Die Grafik veranschaulicht zwei wichtige Aspekte. Erstens hat seit Anfang der 1990er Jahre die *Volatilität* der Reihe deutlich abgenommen. Zweitens hat sich die *durchschnittliche Lagerveränderung* stark reduziert. Während zwischen 1980 und 1990 die Lagerveränderungen im Durchschnitt klar positiv waren – das heisst die Lagerbestände wurden über diese Zeit deutlich aufgebaut –, sinkt ab 1991 der Durchschnitt beinahe auf null. Diese beiden Beobachtungen deuten auf einen *fundamentalen Strukturbruch* hin. Dieser könnte tendenziell auf zwei Faktoren zurückzuführen sein. Entweder hat sich die Sektorenstruktur der schweizerischen

Wirtschaft gewandelt (Tertiärisierung) und/oder die Lagerbewirtschaftung seitens der Firmen wurde modifiziert. Die Gesprächspartner sollten sich bei der Betrachtung der Grafik dazu äussern, ob sich darin die Erfahrung ihres Unternehmens spiegle und welche Faktoren ihrer Auffassung nach diese markanten Trends ausgelöst haben könnten.

Lager können je nach Tätigkeit vorwiegend auf der *Produktions-* (Einkaufslager für Rohstoffe und Halbfabrikate) oder auf der *Absatzseite* (Verkaufslager von Fertigfabrikaten) oder aber auf beiden Seiten bestehen. Die Fragen an die Unternehmen waren somit zu präzisieren und die Antworten mit einem Vermerk zu versehen, ob sie sich auf die Einkaufs- oder Verkaufslager beziehen. Die Befragung beschränkte sich auf die klassischen Lagerformen (physische Vorräte). Entsprechend wurde aus konzeptionellen Gründen auf die Erfassung des sogenannten *Service-Inventars* verzichtet (z. B. Entwürfe von Musterverträgen ohne Mandat durch eine Anwaltskanzlei).

Die sieben regionalen Strukturberichte beruhen auf insgesamt 47 Firmenbesuchen, 29 aus dem Industrie- und 18 aus dem Dienstleistungssektor. Obschon sich aufgrund der Untersuchung zum Teil bemerkenswerte Veränderungen der Lagerhaltungspolitik feststellen liessen, sind Rückschlüsse auf die gesamtwirtschaftlichen Effekte solcher Veränderungen nur sehr beschränkt zulässig.

Nominale Lagerveränderung



Quelle: SNB



### 3 Ergebnisse der Untersuchung

Im Folgenden werden die Hauptergebnisse der Unternehmensbefragungen präsentiert. Die Ergebnisse werden in der Form von *Thesen* formuliert und kommentiert. Ebenso werden die Feldinformationen in der gebotenen Kürze mit Erkenntnissen und empirischer Evidenz konfrontiert, welche in der bestehenden Fachliteratur erläutert werden.

Festgehalten werden einerseits jene Unternehmenseffahrungen, die mit einem prinzipiellen Wandel der Lagerhaltungsphilosophie verbunden sind, und andererseits jene lagerrelevanten Veränderungen, die vermutlich eher den allgemeinen Trend in der Wirtschaft widerspiegeln.

These 1:

#### **Trend zur Reduktion der Lager-Umsatz-Verhältnisse**

Die Entwicklung der Lager-Umsatz-Verhältnisse wurde in diversen empirischen Langzeitstudien untersucht. Statistisch gesichert ist der Einfluss hoher *Zinssätze* auf die signifikante Reduktion dieser Relation im britischen Industriesektor während der 1980er Jahre (Black und Peters, 1994). Der Zinsfaktor hat sich dabei auf alle Lagerkomponenten ausgewirkt (Einkaufs-, Zwischen- und Fertigproduktlager). *Irvine* (2005) bestätigte die Tendenz einer Reduktion der Lager-Umsatz-Verhältnisse ab 1983 sowohl für die verarbeitende Industrie als auch für den Handel in den USA. Ermittelt wurde der Einfluss neuer Produktionstechnologien und Ressourcenplanungssysteme (ERP) auf die Lager-Output-Relation. Gewisse Zweifel an einer weitgreifenden Reduktion der Lager-Umsatz-Verhältnisse für die USA aufgrund des technologischen Faktors (unter anderem IT) äussert dagegen *Adam J. Fein* in einer empirischen Studie vom Oktober 2004.

In der Schweizer Industrie ist die *Lagerbestands-Umsatz-Relation* in den letzten 10–15 Jahren um rund 50% reduziert worden. Die Unternehmer und befragten Experten führen dies in erster Linie auf das zunehmende Kostenbewusstsein hinsichtlich Warenlager zurück. In den konjunkturell schwierigen 1990er Jahren stand die *Schweizer Industrie* unter erheblichem Rationalisierungsdruck. Das in einer ersten Phase unter anderem durch die *Optimierung der Vorratslager* freigesetzte Kapital konnte für die Rentabilisierung und das Wachstum der Unternehmen – allenfalls auch für den Schuldenabbau – eingesetzt werden. In einer zweiten Etappe dürften die neuen, flexibleren und *schlanke-*

*ren Produktionsverfahren* eine Reduktion der Lagerbestände begünstigt haben. Damit verbunden waren die Beschleunigung der Durchlaufzeiten sowie das allgemein erhöhte betriebswirtschaftliche Verständnis für die Bildung von betriebsübergreifenden *Wertschöpfungsnetzwerken* zwischen Beschaffung, Produktion und Absatz bzw. Distribution. Die Konzentration der Unternehmen auf ihre *Kernkompetenzen* zwang die Betriebe zudem, die *Breite und Tiefe ihres Sortiments* zu überprüfen. Auch diesbezüglich haben sich Senkungen der Vorratshaltung ergeben.

Bei allen Bemühungen, die Lagerbestände zu reduzieren, hat bei den Unternehmen das Vermeiden von *Out-of-stock-Situationen* und damit die Lieferfähigkeit die absolute Priorität: Der Verfügbarkeitsvorteil (*convenience yield*) kann vor allem im Zeitwettbewerb ein entscheidender Faktor sein.

Auf makroökonomischer Ebene dürfte ausserdem der anhaltende Trend in Richtung *Tertiarisierung* der Volkswirtschaft eine weitere plausible Erklärung für die sinkenden Lager-Umsatz-Verhältnisse sein.

These 2:

#### **Weitgehend optimierte Lagerbewirtschaftung im Handel**

Die Grossverteiler haben ihre regionalen Lager optimiert und stark zentralisiert. Diese haben – dank sehr effizienter Lieferketten – praktisch nur noch die Funktion von *Transitlagern* mit entsprechend hoher Umschlagshäufigkeit. Im Detailhandel befinden sich die physischen Lager somit grundsätzlich in den einzelnen Ladengeschäften.

Das eigentliche *Rationalisierungspotenzial* liegt einerseits in der Minimierung des Waren-Handlings (Güterbewegungen innerhalb der eigenen Lager sowie zwischen den Gliedern der Lieferkette). Andererseits kann durch die Einführung des Konsignationslagersystems, das vom Zulieferer beim Kunden errichtet wird, der Lagerbestand durch eine stabile Lieferkette, den Einsatz von IT und die Einbindung von Logistikpartnern optimiert werden.

These 3:

#### **Wandel vom Verkäufer- zum Käufermarkt**

Rückblickend zeigt sich, dass insbesondere die *Investitionsgüterindustrie* in der Vergangenheit eine kapazitätsorientierte Strategie verfolgte, welche sich auf relativ *starre Absatzprognosen und Kapazitätsplanungssysteme* stützte. Dies war so lange gerechtfertigt, als man in *Verkäufermärkten* ope-

rierte und entsprechend die produzierten Güter «in den Markt drückte». Es war die Zeit der klassischen *Lagerfertigung*, welche – aufgrund des angebotsbestimmten Absatzmarktes – die *Glättung der Produktion* zum Optimierungsziel erhob (*production smoothing*).

Mit dem Übergang zu *Käufermärkten* und dem entsprechenden Wandel zur auftrags- bzw. *kundenspezifischen Fertigung* hat sich das Verhältnis zwischen Produktion und Lager grundlegend verändert. Es wird nur noch das produziert, was effektiv vom Markt gewünscht und abgenommen wird. Diese marktorientierte Produktion hat zur Konsequenz, dass Nachfrageschwankungen direkter auf die *Kapazitätsauslastung* und damit den *Beschäftigungsgrad* durchschlagen. Aufgrund der flexiblen Jahresarbeitszeiten, der Beschäftigung von Temporärarbeitskräften sowie des Outsourcings lassen sich Marktschwankungen in einer gewissen Bandbreite über den eigenen Produktionsapparat abfedern.

These 4:

#### **Starker Einfluss der Informationstechnologie und der Ausbildung**

Die erwähnte Studie von Black und Peters (1994) über die Reduktion des Lager-Umsatz-Verhältnisses in der verarbeitenden Industrie in Grossbritannien schreibt den Faktoren *Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT)* und Professionalisierung der Lagerbewirtschaftung zumindest anekdotische Evidenz zu. Der *technologische Fortschritt* hat sich gemäss der erwähnten Untersuchung vor allem auf die Bewirtschaftung der Einkaufslager – und weniger der Verkaufslager – ausgewirkt.

In der Schweiz nehmen die Entwicklungen in den Bereichen IKT *sowie* Prozessmanagement und Logistik nach einhelliger Auffassung der befragten Unternehmer und Experten eine Schlüsselfunktion in der Optimierung des Materialbeschaffungswesens und der Lagerbewirtschaftung ein.

These 5:

#### **Ver mehrt Lagerhaltung auf Vorstufen mit geringerer Wertschöpfung**

Die Tendenz, die Lagerhaltung von der Verkaufs- auf die *Einkaufs- bzw. Lieferantenseite* zu verlagern, ist einerseits eine Frage der Marktmacht, andererseits aber auch kostenanalytisch zu begründen: Auf den vorgelagerten Stufen verzeichnen die Vorratsbestände einen tieferen Wert als nach ihrer Weiterverarbeitung, was einer geringeren Kapital-

bindung entspricht. Dieser Trend war insbesondere in jenen Betrieben anzutreffen, die in eine stabile Lieferkette integriert sind. In dieser Konstellation wird zudem mit *Rahmenverträgen* (meistens auf Jahresbasis) operiert, die den Lieferanten zu einem bestimmten Produktionsvolumen verpflichten, über welches der Kunde nach Massgabe seines eigenen Bestellungsflusses über Abrufe ab Lager disponieren kann. Die Vorratshaltung der Vor- oder Zwischenprodukte verbleibt entweder beim Lieferanten – der Kunde verfügt über eine *Lagerreservation* – oder kann als *Konsignationslager* beim Kunden betrieben werden. In beiden Fällen erfolgt eine Vorfinanzierung der Lagerhaltung durch den Lieferanten. Dieses System erhöht die Produktionsflexibilität des Zulieferers, indem dieser seine Produktionsplanung optimieren und zum Beispiel grössere Lose herstellen kann. Der Lieferant versorgt seinen Kunden meistens nicht nur mit den gewünschten Teilen, sondern bietet darüber hinaus komplette IT-gestützte Warenbewirtschaftungssysteme und Logistikleistungen an. Aus der Sicht der beteiligten Partner der Lieferkette können die Lagerbestände optimiert und die Vorratsschwankungen reduziert werden.

These 6:

#### **Kürzere Produktlebenszyklen erhöhen tendenziell die Lagerbestände**

Die sich beschleunigende Innovationskadenz der Unternehmen bzw. die in immer kürzeren Abständen erfolgenden Produktentwicklungen bewirken einen tendenziellen Anstieg der Vorratshaltung (Einkaufslager). Dies gilt vor allem in der Einführungsphase von Neuerungen bei gleichzeitiger, aber sukzessiver Ablösung alter Produktgenerationen. Darüber hinaus nehmen auch die Ersatzteillager für Artikelgruppen zu, für die das Unternehmen den Kunden bestimmte Servicegarantiezeiten gewährt. Sodann fördert vor allem in der Investitionsgüterindustrie der Trend, auch Dienstleistungen anzubieten, den Aufbau von Ersatzteillagern. Garantieleistungen über einen längeren Zeitraum sowie eine hohe Lieferbereitschaft für Ersatzteile sind angesichts der Internationalisierung des Geschäfts sowie der kurzen Lieferzeiten zu entscheidenden *Wettbewerbsfaktoren* für die Lieferanten geworden.

These 7:

### **Der EU-Binnenmarkt fördert die Bildung von grossen Zentrallagern**

Verschiedene international tätige Unternehmen haben in den letzten Jahren ihre Regionallager auf einen minimalen Sicherheitsbestand heruntergefahren und die Bewirtschaftung des Gros der Fertigprodukte auf ein *Zentrallager* für mehrere europäische Absatzländer übertragen. Die tieferen Lagerhaltungskosten bei zentraler Lagerung sowie die gesamtbetrieblich tieferen Lagerbestände im Fall der Zentralisierung erlauben substanzielle Kosteneinsparungen. Die Zentralisierung ermöglicht zudem – unter anderem dank besser ausgelasteter LKW-Kapazitäten – eine weitere Optimierung der Transportkosten. Mitentscheidend für den Erfolg des zentralistischen Modells war gemäss den Unternehmen die Bildung des *EU-Binnenmarkts*, in welchem *grenzüberschreitende Lieferungen mit geringeren Transaktionskosten (z. B. Zollabfertigung) verbunden sind*.

These 8:

### **Outsourcing als kontroverses Thema**

Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene konnte seit Anfang der 1990er Jahre kein trendmässiger Rückgang der *Wertschöpfungsquote* durch eine stärker gestiegene Vorleistungsbeschaffung aus dem Ausland festgestellt werden. Gemäss einer Untersuchung des *SECO* (2007) trifft dieser Befund sowohl für die Gesamtwirtschaft als auch für die Industrie und ihre Subbranchen zu.

Das Outsourcing ganzer Produktionsschritte wie auch der Lagerhaltung und -bewirtschaftung – innerhalb der Schweiz oder ins Ausland – wird von den befragten Unternehmen sehr unterschiedlich praktiziert und beurteilt. Zu einem nicht unwesentlichen Teil hängt die Outsourcing-Strategie eng mit der *Unternehmensphilosophie* der Geschäftsleitung zusammen. Jene Unternehmen, welche sich mit dem Thema Outsourcing beschäftigen bzw. ihre Wertschöpfungstiefe bereits reduziert haben, sind meistens auch bestrebt, die *Lagerfunktion* für die zu beschaffenden Materialien auf die Lieferantenstufe zu überwälzen. Obschon dadurch die Vorratsbestände im eigenen Betrieb gesenkt bzw. eliminiert werden können, sind – je nach Wiederbeschaffungszeiten – entsprechende Sicherheits- und Pufferlager im Unternehmen aufzubauen.

These 9:

### **Schwierig abschätzbare Lagerschwankungen**

Die weitgehend lagerlose Produktion, die in vereinzelt Unternehmen praktiziert wird, dürfte eher dem Idealfall als der Regel entsprechen. Obschon die Unternehmen zum Teil überzeugt sind, dass die Schwankungen ihrer Vorräte im Laufe der Zeit abgenommen haben, sind sie bezüglich einer Quantifizierung zurückhaltend. Von Unternehmensseite wurde etwa die Auffassung vertreten, dass Lagerbestände und -schwankungen durch die Nutzung verbesserter IKT-Systeme bis zu einem gewissen Grad reduziert werden können. Dies setzt allerdings voraus, dass die Partner der Lieferkette teils sensible Firmen- und Kundendaten austauschen.

Die befragten Experten halten *generelle Aussagen* über die Volatilitäten der Lager bzw. die Entwicklung derselben im Zeitverlauf für schwierig. Zwar gibt es *organisatorische und technologische Neuerungen*, die im Unternehmerurteil auf eine Tendenz zur Abschwächung der Lagerschwankungen hindeuten. Von Expertenseite wird indessen vermutet, dass der Übergang von der früheren Lagerfertigung zur *kundennahen Produktion* die Frequenz der Schwankungen tendenziell zu- und die Amplituden abnehmen lässt. Die Nachfrage ist aufgrund kompetitiver Märkte ebenfalls volatil, was sich in *hektischeren Bestellrhythmen* niederschlägt. Dadurch haben *Absatzprognosen* tendenziell an Stellenwert eingebüsst oder beziehen sich auf einen relativ kurzfristigen Zeithorizont. Auch der Einsatz von IT kann die Unwägbarkeiten im Einkaufsverhalten über den gesamten Kundenstamm betrachtet nicht wesentlich reduzieren.

Die Reaktionszeiten der Unternehmer sind heute viel geringer (unter anderem aufgrund von IT und neuen Managementtechniken) und der Produktionsapparat ist nicht mehr so rigide wie früher (tiefere Fixkosten), was die Absorptionsfähigkeit von Auftragschwankungen entsprechend erhöht. Aufgrund der Tendenz, die Lagerhaltung auf jene Produktionsstufe zu verschieben, wo der Veredelungsgrad am tiefsten ist, trifft dieses veränderte Schwankungsmuster gemäss den Experten mehr auf die Einkaufsvorräte – bei den Unternehmen selbst oder ihren Zulieferanten – zu als auf die Ware in Arbeit und die Fertigproduktlager.

These 10:

### **Verletzlichkeit von integralen Produktions- und Liefersystemen**

Die *Globalisierung der Märkte* und die *Internationalisierung der Produktion* aufgrund komparativer Kostenvorteile haben die *Wertschöpfungsketten* in den Unternehmen zersplittert und über Partnerschaften neu kombiniert und vernetzt. Diese technologischen und organisatorischen Neuerungen sind in der Regel mit einer Reduktion der Einkaufs- und Verkaufslager auf einzelbetrieblicher Ebene verbunden.

Die Unternehmer sind sich indessen bewusst, dass dadurch die *Abhängigkeiten* zwischen den Gliedern der Wertschöpfungskette zugenommen haben und die *Lieferzuverlässigkeit* sowie die *Qualitätssicherung* zu kritischen Faktoren geworden sind. Globale Lieferketten über grosse Distanzen, über Grenzen und zwischen unterschiedlichen Kulturen sind verletzlicher und reagieren sehr sensibel auf Veränderungen, zum Beispiel auf einen Anstieg der Beschaffungs- und Transportkosten. Die der *industriellen Logik* zugrunde liegende Philosophie der Prozessverschlanung kann die betriebliche Absorptionsfähigkeit von Schocks auch insofern beeinträchtigen, als die *Lieferanten-Portfolios* gegenüber früher stark reduziert wurden. Engpässe auf den Beschaffungsmärkten können sich dadurch sehr schnell und empfindlich auswirken. Im Rohstoffsegment beispielweise wurden die Unternehmen in der jüngeren Vergangenheit gezwungen, ihre Einkaufslager durch antizipierte bzw. «spekulative» Käufe massiv aufzubauen. Damit nehmen die *strategischen Risiken* der Unternehmen tendenziell zu.

## 4 Fazit

In *struktureller* Hinsicht hat der Bericht einerseits den Einfluss neuer Produktionsverfahren in der Industrie auf die Entwicklung der Lagerbestände untersucht und die zum Teil beachtliche Reduktion der *Lagerbestands-Umsatz-Relation* bestätigt. Andererseits konnte punktuell nachgewiesen werden, dass die *Zentralisierung* der Vorratshaltung in Industrie und Handel einen wesentlichen Beitrag zur Lagerbestandsreduktion leistet. Der *EU-Binnenmarkt* hat den Trend weg von den Regional- und hin zu Zentrallagern gefördert. Das Potenzial zur weiteren Reduktion der Lagerhaltung ist nach Auffassung der Unternehmer und Experten noch nicht ausgeschöpft. Die Umfrage hat ergeben, dass die *Kapitalkosten* des Umlaufvermögens einen Einfluss auf die Lagerhaltungspolitik der Unternehmen ausüben. Für die Optimierung der Vorratslager in der Stagnationsphase der 1990er Jahre dürfte unter anderem das Zinsniveau, zusammen mit dem Rationalisierungsdruck, eine gewisse Rolle gespielt haben.

Im Hinblick auf die *Lagerschwankungen* in Verbindung mit modernen Produktionsverfahren und der überbetrieblichen Vernetzung der Wertschöpfungskette sind die Ergebnisse des Berichts uneinheitlich bis diffus. Die erfassten Antworten haben überwiegend den Charakter von Vermutungen bzw. Tendenzaussagen. Aus ihnen lässt sich schliessen, dass aufgrund der kundennahen Produktion und der schnelleren Bestellrhythmen die *Frequenz* der Lagerschwankungen künftig zunehmen, ihr *Ausmass* dagegen abnehmen dürfte.

Parallel zur Spezialisierung in der Wirtschaft nehmen die *Abhängigkeiten* zwischen den einzelnen Gliedern der Wertschöpfungskette tendenziell zu. Engpässe in bestimmten Bereichen des Material- und Warenflusses können sich dadurch sehr schnell und empfindlich auswirken. Damit erhöhen sich die *strategischen Risiken* der Unternehmen. Eine Folge könnte sein, dass vorab im KMU-Bereich die *Bankfinanzierung* erschwert bzw. verteuert wird.

### Literaturverzeichnis

Black, I. G. und M. Peters: Why are UK manufacturing inventory-output ratios falling? in: *International Journal of Production Economics* 35 (1994), S. 1–9.

Fein, A. J.: The myth of decline: Assessing time trends in U.S. inventory-sales ratios, in: *Discussion Papers; Center for Economic Studies* 04-18, Bureau of the Census, Washington DC, Oktober 2004.

Irvine, F. O.: Trend breaks in US inventory to sales ratios, in: *International Journal of Production Economics* 93-94 (2005), S. 13–23.

Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO): Outsourcing, Produktionsstruktur und Wertschöpfungsquote, in: *Konjunkturtendenzen*, Sommer (Juli) 2007, S. 35–44.

Tichy, G.: Konjunktur. Stilisierte Fakten, Theorie, Prognose, 2. Auflage, Springer-Verlag, Berlin/Heidelberg, 1994.



## Financial structure and the impact of monetary policy on asset prices

**Katrin Assenmacher-Wesche  
und Stefan Gerlach  
Working Paper 2008-16**

Es wird oft argumentiert, dass Zentralbanken durch eine Straffung der Geldpolitik spekulative Blasen bei Vermögenswerten verhindern sollen. Ob eine solche Politik empfehlenswert ist, hängt von der Wirkung der Geldpolitik auf die Vermögenspreise relativ zu ihrer Wirkung auf Inflation und Beschäftigung ab. In der vorliegenden Studie untersuchen die Autoren die Reaktion von Immobilien- und Aktienpreisen, Inflation und Beschäftigung auf geldpolitische Schocks in 17 Ländern. Sie schätzen Vektorautoregressionen für einzelne Länder sowie für ein Panel dieser Länder mit Daten von 1986–2006, wobei sie die Länder hinsichtlich der Charakteristika ihrer Finanzmärkte in zwei Gruppen aufteilen. Es zeigt sich, dass die Geldpolitik nur etwa dreimal so stark auf die Vermögenspreise wie auf das Bruttoinlandprodukt wirkt. Falls die Geldpolitik dazu eingesetzt wird, Schwankungen der Vermögenspreise zu dämpfen, ergibt sich also ein merklicher Effekt auf die Beschäftigung. Obwohl die Struktur der Finanzmärkte die Transmission der Geldpolitik auf die Vermögenspreise beeinflusst, ist ihre Bedeutung geringer, als oft angenommen wird.

## On reputation: a microfoundation of contract enforcement and price rigidity

**Ernst Fehr, Martin Brown  
und Christian Zehnder  
Working Paper 2008-17**

Viele Arbeits-, Kredit-, und Gütermärkte sind von «Moral Hazard» (von moralischem Wagnis) gekennzeichnet. Für Arbeitgeber ist es oft schwierig zu beurteilen, ob ihre Angestellten die vereinbarte Arbeitsleistung erbracht haben. Für Banken ist es schwierig festzustellen, ob die von Kreditnehmern angegebenen Gründe für Verspätungen bei den Rückzahlungen der Wahrheit entsprechen. Konsumenten können oft nicht im Voraus feststellen, ob die von ihnen gekauften Güter der von den Produzenten versprochenen Qualität entsprechen. In diesen Märkten spielen Reputationsanreize höchstwahrscheinlich eine wichtige Rolle bei der Verhinderung von opportunistischem Verhalten durch Arbeitnehmer, Kreditnehmer und Produzenten. Es gibt jedoch nur wenig empirische Evidenz. Zudem können soziale Präferenzen den «Moral Hazard» reduzieren, auch wenn die Marktteilnehmer nicht wiederholt interagieren.

Die vorliegende Studie untersucht die Wirkung von Reputationsanreizen auf die Vertragsdurchsetzung, die Verteilung der Tauschgewinne und die Struktur der Wechselbeziehungen zwischen den Teilnehmern in Wettbewerbsmärkten, die von potenziellem «Moral Hazard» gekennzeichnet sind. Die Resultate zeigen, dass Reputation die positiven Wirkungen sozialer Präferenzen auf die Markteffizienz kräftig verstärkt. Die Reputationsbildung verändert auch die Struktur der Tauschbeziehungen im Markt. Bilaterale, wiederholte Beziehungen sind häufiger anzutreffen, da die Reputationsbildung wiederholte Interaktionen voraussetzt. Überraschenderweise führen die vermehrten bilateralen Beziehungen nicht zu einer Untergrabung der Wettbewerbskräfte im Markt: die Preise reagieren nicht rigider auf Veränderungen von Angebot und Nachfrage als in Märkten ohne Reputationsbildung.

## The effect of low-wage import competition on US inflationary pressure

**Raphael Auer und  
Andreas M. Fischer**  
**Working Paper 2008-18**

Wie hoch ist der Beitrag von billigen Importen aus China und anderen Niedriglohnländern auf den Preisdruck in reichen Nationen? Diese Studie stellt eine neue Methode zur Schätzung des Effekts von Importen aus Niedriglohnländern auf US-Produktionspreise vor. Als erstes wird gezeigt, dass das Wachstum der Produktionskapazität in Niedriglohnländern am meisten deren Exporte von arbeitsintensiven Produkten in die USA ansteigen lässt. Zweitens wird gezeigt, dass die temporäre und relative Komponente der Importe, bedingt durch die Arbeitsintensität und das Wachstum des Outputs, in Niedriglohnländern orthogonal zu Angebots- und Nachfrageschocks in den USA sind und daher benutzt werden können, um den ursächlichen Einfluss von Importwettbewerb auf Preise festzustellen. In einem Panel von 325 Industriezweigen von 1997 bis 2006 wird gezeigt, dass die Importe aus neun Niedriglohnländern mit einem starken Abwärtsdruck auf US-Preise verbunden sind. Wenn Importe aus diesen Ländern ihren US-Marktanteil um 1% steigern, sinken die US-Preise in diesem Sektor um 3,1%. Dies kann annäherungsweise mit einem Anstieg der Arbeitsproduktivität um 2,4% und einer Abnahme der Marge um 0,4% erklärt werden. Im Allgemeinen wird gezeigt, dass die Importe der betrachteten Länder die Produzentenpreis-inflation der verarbeitenden Industrie in den USA um ungefähr zwei Prozentpunkte pro Jahr gesenkt haben.

## Borrowing in foreign currency: Austrian households as carry traders

**Christian Beer, Steven Ongena  
und Marcel Peter**  
**Working Paper 2008-19**

Fremdwährungskredite sind in Österreich seit längerem sehr beliebt. Einer Finanzvermögensumfrage aus dem Jahr 2004 zufolge waren 12% aller österreichischen Privathaushalte mit einem Wohnbaukredit in Schweizer Franken oder japanischen Yen verschuldet. Trotz des Ausmasses dieser «Haus-halt-Carry-Trades» ist sehr wenig über die Charakteristika der involvierten Privathaushalte bekannt.

In dieser Studie wird besagte Umfrage unter 2556 österreichischen Haushalten ausgewertet, um ein umfassendes Einstellungs- und Eigenschaftsprofil der an diesem Carry Trade beteiligten Privathaushalte zu erstellen. Technisch beruht die Studie auf univariaten Auswertungen sowie auf multivariaten (multinomialen) Logit-Regressionen.

Die Analyse ergibt, dass risikofreudige und vermögende Ehepaarhaushalte eher einen Wohnbaukredit in Fremdwährung aufnehmen als andere Haushalte. Wohnbaukredite werden am ehesten von einkommensstarken Haushalten aufgenommen. Stabilitätspolitische Bedenken über die Risikofähigkeit der in Fremdwährung verschuldeten Privathaushalte können daher teilweise entkräftet werden.







## Kräftige Lockerung der monetären Bedingungen

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung vom 12. März 2009 beschloss die Nationalbank eine kräftige Lockerung der monetären Bedingungen. Sie kündigte an, sie werde einen erneuten Rückgang der Zinssätze herbeiführen und eine weitere Aufwertung des Francs gegenüber dem Euro verhindern. Zu diesem Zweck wird sie die Liquidität durch zusätzliche Repo-Geschäfte und den Kauf von Devisen und Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner stark erhöhen. Gleichzeitig kündigte die Nationalbank die Senkung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor um 25 Basispunkte auf 0,0%–0,75% an. Die Breite des Libor-Zielbandes verringerte sich damit von 100 auf 75 Basispunkte.

#### **Herausgeberin**

Schweizerische Nationalbank  
Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach  
8022 Zürich

#### **Urheberrecht/Copyright** ©

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) respektiert sämtliche Rechte Dritter namentlich an urheberrechtlich schützba- ren Werken (Informationen bzw. Daten, Formulierungen und Darstel- lungen, soweit sie einen individuellen Charakter aufweisen).

Soweit einzelne SNB-Publikationen mit einem Copyright-Vermerk versehen sind (© Schweizerische Nationalbank / SNB, Zürich / Jahr o. ä.), bedarf deren urheberrechtliche Nutzung (Vervielfäl- tigung, Nutzung via Internet, etc.) zu nicht kommerziellen Zwecken einer Quellenangabe. Die urheberrechtliche Nutzung zu kommerziellen Zwecken ist nur mit der ausdrücklichen Zustim- mung der SNB gestattet.

Darüber hinaus stellt die SNB Informationen und Daten aus eigenen Quellen und einzelne weiterverarbeitete Daten aus frem- den Quellen zur Verfügung. Die Informationen und weiter- verarbeiteten Daten können – für nicht kommerzielle Zwecke – genutzt, unter Quellenangabe übersetzt, übermittelt oder sonstwie bestimmungsgemäss weiterverwendet werden.

#### **Haftungsbeschränkung**

Die SNB bietet keine Gewähr für die von ihr zur Verfügung gestellten Informationen. Sie haftet in keinem Fall für Verluste oder Schäden, die wegen Benutzung der von ihr zur Verfügung gestellten Informationen entstehen könnten. Die Haftungs- beschränkung gilt insbesondere für die Aktualität, Richtigkeit, Gültigkeit und Verfügbarkeit der Informationen.

Ebenso wenig bietet die SNB dafür Gewähr, dass die Nutzung der von ihr zur Verfügung gestellten weiterverarbeiteten Daten aus fremden Quellen zulässig ist. Soweit Daten ersichtlich aus fremden Quellen stammen, sind Nutzer solcher Daten verpflich- tet, allfällige Urheberrechte daran zu respektieren und selbst entsprechende Nutzungsbefugnisse bei diesen fremden Quellen einzuholen.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2009

#### **Gestaltung**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

#### **Satz und Druck**

Neidhart + Schön AG, Zürich

#### **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