

# Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

September 3/2009 27. Jahrgang



# Inhalt

5	<b>Übersicht über das Quartalsheft 3/2009</b>
6	<b>Bericht über die Geldpolitik</b>
44	<b>Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte</b>
48	<b>SNB Working Papers: Zusammenfassungen</b>
50	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>



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

Nach dem starken Rückgang der vergangenen Quartale hat sich die weltwirtschaftliche Konjunkturlage im zweiten Quartal aufgehellt. Am deutlichsten waren die Erholungssignale in den aufstrebenden Ländern Asiens und in Japan, wo der konjunkturelle Einbruch zuvor besonders ausgeprägt gewesen war.

Die SNB hat ihre globalen Wachstumsprognosen für die kurze Frist seit der letzten Lagebeurteilung nach oben angepasst. Mittelfristig erwartet die SNB jedoch keinen nachhaltigen Aufschwung, wie er üblicherweise nach einer tiefen Weltrezession zu beobachten ist. Entsprechend dürfte sich das Weltwirtschaftswachstum – nach einer vorübergehenden Beschleunigung – 2010 wieder abschwächen.

In der Schweiz setzte sich die negative BIP-Entwicklung mit einem Rückgang um 1,0% im zweiten Quartal verlangsamt fort. Damit verstärkte sich die Unterauslastung der Produktionsfaktoren. Besonders deutlich ist dies in der verarbeitenden Industrie, wo sowohl die technische Kapazitätsauslastung wie auch die Arbeitsnachfrage klar rückläufig waren. In den Dienstleistungsbranchen ist die Unterauslastung zwar ebenfalls präsent, jedoch weniger ausgeprägt als in der verarbeitenden Industrie. Dagegen bleibt die Auslastung der Produktionskapazitäten im Bausektor relativ hoch. In diesem Umfeld stieg sowohl die Zahl der Arbeitslosen als auch das Ausmass der Kurzarbeit mit hohem Tempo weiter an.

Für das Jahr 2009 rechnet die SNB neu damit, dass das BIP sich um 1,5% bis 2% zurückbildet, nachdem sie im Juni noch einen Rückgang um 2,5% bis 3% erwartet hatte. Diese Anpassung lässt sich grundsätzlich mit zwei Faktoren erklären: Einerseits lagen die BIP-Ergebnisse gemäss SECO-Schätzungen für die erste Jahreshälfte insgesamt deutlich über den Erwartungen; andererseits wirken sich die günstigeren Annahmen über die Weltkonjunktur positiv auf die zweite Jahreshälfte aus.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom September, an ihrer im März eingeleiteten expansiven Geldpolitik festzuhalten,

das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% zu belassen und weiterhin das Ziel zu verfolgen, den Libor im unteren Bereich des Zielbandes um 0,25% zu halten. Sie wird die Wirtschaft weiterhin grosszügig mit Liquidität versorgen und wenn nötig auch mit ihren Käufen von Schweizerfranken-Obligationen fortfahren, um die Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von privaten Schuldern zu reduzieren. Einer Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro wird sie weiterhin entschieden entgegenwirken.

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

Die rund 160 Vertreter aus verschiedenen Wirtschaftssektoren, mit denen die SNB-Delegierten in den Monaten Juli und August Gespräche führten, sprachen überwiegend von einer Verlangsamung der Abwärtsentwicklung. Am deutlichsten war dies in den frühzyklischen Branchen feststellbar. Gleichzeitig verbesserte sich die Einschätzung der Aussichten, wobei häufig eingeräumt wurde, die Lage bleibe fragil. Auftragsbestand und Produktion lagen weiterhin teilweise deutlich unter dem Vorjahresstand.

Aus den Gesprächen ging weiter hervor, dass die exportorientierten Unternehmen immer noch deutlich stärker von der Krise betroffen sind als die binnenorientierten. Die Stimmen, die von einer stabileren Auslandsnachfrage und positiven Signalen vor allem aus Asien sprachen, nahmen indessen zu. Umgekehrt verspürte die Binnenwirtschaft, die sich lange gut gehalten hatte, vermehrt die Auswirkungen der Krise. Relativ robust zeigte sich der Bau. Verbessert hat sich die Stimmung im Bankensektor.

Klagen über die Finanzierungsbedingungen der Banken und den Wechselkurs blieben selten. Eine Reihe von Gesprächspartnern äusserte jedoch die Sorge, dass die Zinssätze im nächsten Jahr steigen und der Franken wieder stärker werden könnte.

## **SNB Working Papers (S. 48)**

Zusammenfassung: Paul Söderlind, «Inflation risk premia and survey evidence on macroeconomic uncertainty», SNB Working Paper 2009-4.

# Bericht über die Geldpolitik

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

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

## Inhalt des Berichts über die Geldpolitik

8	Zu diesem Bericht
9	Geldpolitischer Entscheid
10	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
16	2.1 BIP-Entwicklung
17	2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen
20	2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt
21	2.4 Kapazitätsauslastung
23	2.5 Preise
25	2.6 Aussichten
26	3 Monetäre Entwicklungen
26	3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen
29	3.2 Wechselkurse
31	3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise
33	3.4 Geldaggregate
36	3.5 Kredite
38	4 Die Inflationsprognose der SNB
38	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
40	4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid
38	<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 September 2009 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen die geldpolitischen Entscheide des Direktoriums bis Mitte September 2009.

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

## Geldpolitischer Entscheid

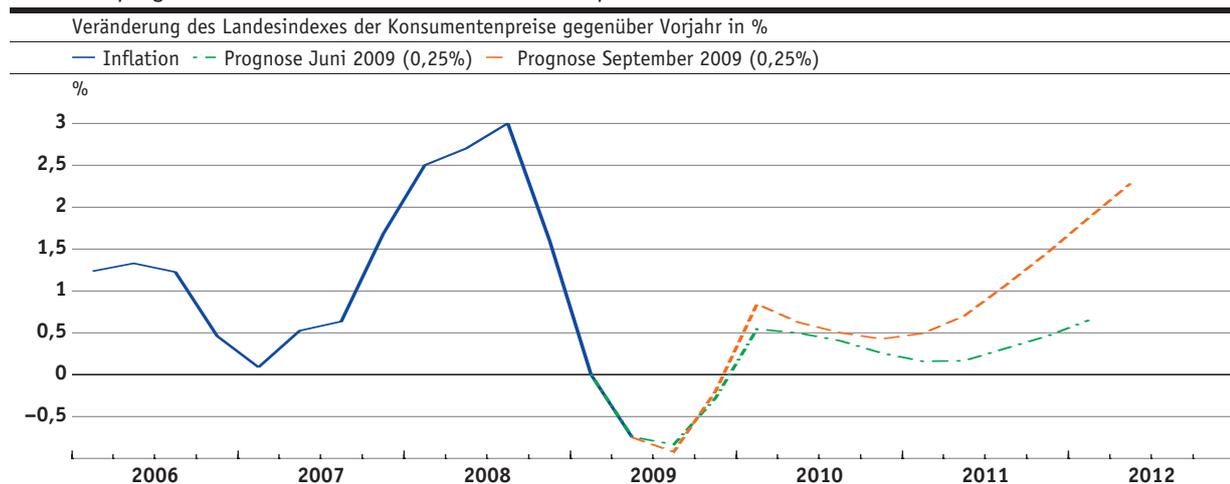
Die Schweizerische Nationalbank hat an ihrer Lagebeurteilung vom 17. September 2009 angekündigt, dass sie an ihrer im März eingeleiteten expansiven Geldpolitik festhalten wird. Auch wenn die weltweite Konjunkturlage sich in den letzten Monaten verbessert hat und der Rückgang der Schweizer Wirtschaft deutlich weniger markant ausfiel als im zweiten Quartal erwartet, bleibt die Unsicherheit über die künftige Entwicklung gross. Unter diesen Umständen beschloss die Nationalbank, ihren expansiven geldpolitischen Kurs unverändert fortzuführen.

Sie belies demnach das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–0,75%. Sie wird weiterhin das Ziel verfolgen, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten und die Wirtschaft

grosszügig mit Liquidität zu versorgen. Sie wird wenn nötig auch mit ihren Käufen von Schweizerfranken-Obligationen fortfahren, um die Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von privaten Schuldern zu reduzieren. Zudem wird sie einer Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro weiterhin entschieden entgegenwirken.

Eine unverzügliche Straffung der geldpolitischen Zügel ist nicht nötig. Die Inflationsprognose zeigt aber auch, dass die expansive Geldpolitik nicht endlos weitergeführt werden kann, ohne die mittel- bis langfristige Preisstabilität zu gefährden. Indem sie weiterhin die Inflationsprognose als Richtschnur verwendet, stellt die Nationalbank sicher, dass die zurzeit angewandten ausserordentlichen Massnahmen die mittel- und langfristige Preisstabilität nicht gefährden.

### Inflationsprognose Juni 2009 mit Libor 0,25% und September 2009 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

### Inflationsprognose Juni 2009 und September 2009

Durchschnittliche Jahresinflation in %	2009	2010	2011
Prognose Juni 2009, Libor 0,25%	-0,5	0,4	0,3
Prognose September 2009, Libor 0,25%	-0,5	0,6	0,9

Quelle: SNB

# 1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Nach dem starken Rückgang der vergangenen Quartale hat sich die weltwirtschaftliche Konjunkturlage im zweiten Quartal aufgehellt. Am deutlichsten waren die Erholungssignale in den aufstrebenden Ländern Asiens und in Japan, wo der konjunkturelle Einbruch zuvor besonders ausgeprägt gewesen war. Auch Deutschland und Frankreich konnten ein positives, über den Erwartungen liegendes Wachstum verzeichnen. Dies dürfte auf zwei Hauptfaktoren zurückzuführen sein. Einerseits belebte sich der Aussenhandel nach dem starken Rückgang, den die ausserordentlichen Turbulenzen an den Finanzmärkten im Winter ausgelöst hatten. Andererseits wurde die Nachfrage von den massiven fiskalpolitischen Massnahmen gestützt: Sowohl der private Konsum wie auch die Investitionen (letzte vor allem in China) konnten davon profitieren.

Die Lage auf den Geld- und Finanzmärkten hat sich weiter entspannt. Die Risikoprämien für sämtliche Fristigkeiten gingen weiter zurück und das Emissionsvolumen auf den Anleihenmärkten legte zu. Die Aktienmärkte setzten ihre im März begonnene Aufwärtsbewegung bis in den September fort.

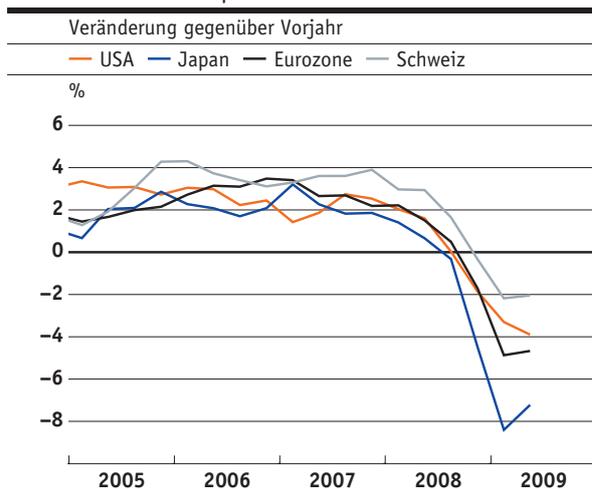
Die Stimmung bei den Unternehmen hat sich spürbar verbessert und lässt für die zweite Jahreshälfte einen klaren Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion erwarten. Ein wichtiger Impuls dürfte von der Trendwende im Lagerzyklus ausgehen.

Die Unternehmen hatten ihre Lager in den vergangenen Quartalen drastisch reduziert, und die Produktion insbesondere von dauerhaften Gütern (z.B. im Automobilsektor) war eingebrochen. Aufgrund der erwähnten Fiskalmassnahmen und Lagereffekte hat die SNB ihre globalen Wachstumsprognosen seit der letzten Lagebeurteilung für die kurze Frist nach oben angepasst.

Mittelfristig erwartet die SNB jedoch keinen nachhaltigen Aufschwung, wie er üblicherweise nach einer tiefen Weltrezession zu beobachten ist. Angesichts der enormen Vermögensverluste, des erschwerten Zugangs zu Bankkrediten sowie der schwierigen Lage am Arbeitsmarkt dürften die Ausgaben der privaten Haushalte nur zögerlich anziehen. Zudem wird der traditionelle zyklische Impuls aus dem Immobilienmarkt fehlen, da in einigen Ländern das bestehende Überangebot zuerst abgebaut werden muss. Die steigende Verschuldung verschiedener Staaten dürfte ebenfalls bremsend auf den Konsum wirken. Entsprechend dürfte sich das Weltwirtschaftswachstum – nach einer vorübergehenden Beschleunigung – 2010 wieder abschwächen. Die Prognoseunsicherheit ist weiterhin beträchtlich, dank der markanten Entspannung an den Finanzmärkten jedoch weniger nach unten gerichtet als zuvor.

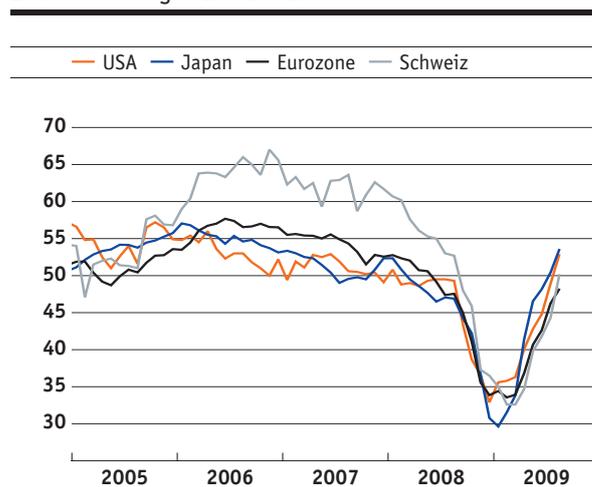
Obwohl die Rohstoffpreise seit letztem März wieder anziehen, dürften die hohe Arbeitslosigkeit und die tiefe Auslastung der Produktionskapazitäten die Inflation mittelfristig in Schach halten.

Grafik 1.1  
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2  
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Financial Datastream; © und Datenbankrecht Markit Economics Ltd 2009; alle Rechte vorbehalten

### Konjunkturelle Belebung in Japan ...

Zu den Ländern, aus denen im zweiten Quartal deutliche Erholungszeichen kamen, zählt Japan. Die Wirtschaftsleistung Japans zog erstmals seit einem Jahr wieder an. Nachdem das BIP zuvor mit zweistelligen Raten geschrumpft war, stieg es um 2,3% an, blieb aber 7,2% unter dem Vorjahresstand. Insbesondere der private Konsum und die Exporte erholten sich, während die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen weiter fielen. Der private Konsum dürfte von den staatlichen Barauszahlungen an die Privathaushalte im Umfang von insgesamt 0,4% des BIP gestützt worden sein, während bei den Exporten nach dem ausserordentlichen Einbruch ein gewisser Aufholeffekt zu beobachten war.

Die jüngsten Entwicklungen legen nahe, dass das BIP in der zweiten Jahreshälfte weiter expandieren wird. Vor allem der verarbeitende Sektor hat an Schwung gewonnen. Die Industrieproduktion, welche zu Jahresbeginn auf den Stand der frühen 1980er Jahre gefallen war, ist zwischen März und Juni um über 16% gestiegen, und die Unternehmen planen gemäss Umfragen, ihre Produktion in den nächsten Monaten weiter zu erhöhen. Der Wiederaufschwung ist im Elektroniksektor bereits markant, erfasst aber zunehmend auch andere Sektoren. Staatliche Anreize dürften in der zweiten Jahreshälfte insbesondere dem gebeutelten Automobilsektor Auftrieb verleihen. Die Exporte haben seit März deutlich zugelegt und dürften auch weiterhin von der Belebung der Verarbeitungsindustrie profitieren. Angesichts der geringen Auslastung der

Kapazitäten und schwacher Unternehmensgewinne sind indessen von den privaten Investitionen kurzfristig keine Impulse zu erwarten. Dies wird weitere Kosteneinsparungen mit sich bringen. Die im Laufe des nächsten Jahres abflauenden Fiskaleffekte dürften von einer graduellen Erholung der Weltnachfrage kompensiert werden.

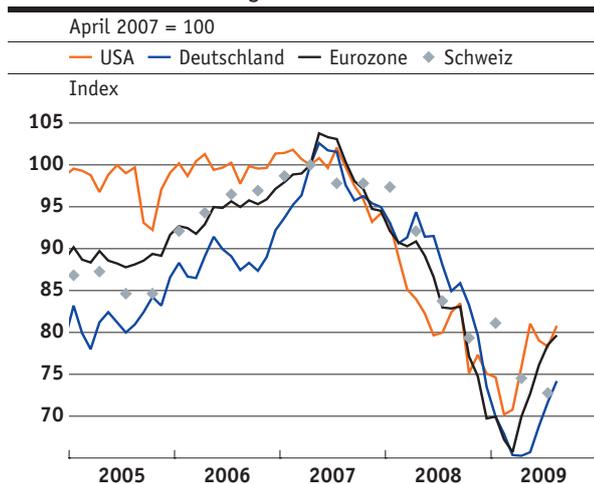
Die SNB hat ihre Wachstumsschätzung für die japanische Wirtschaft für das Jahr 2009 nach oben korrigiert. Sie erwartet jetzt einen BIP-Rückgang von 4,9%, verglichen mit einem solchen von 6,8% im Juni.

### ... und in den aufstrebenden Ländern Asiens

In China entfaltet das massive Konjunkturpaket, das für dieses und nächstes Jahr in Kraft ist, zunehmend seine Wirkungen. Das BIP-Wachstum legte im zweiten Quartal weiter zu, auf 7,9% gegenüber dem Vorjahr. Die Investitionen zogen stark an, aber auch der private Konsum reagierte positiv auf staatliche Anreize. Hingegen dämpfte der Aussenhandelsbeitrag das Wachstum, da stagnierende Exporte steigenden Importen gegenüberstanden.

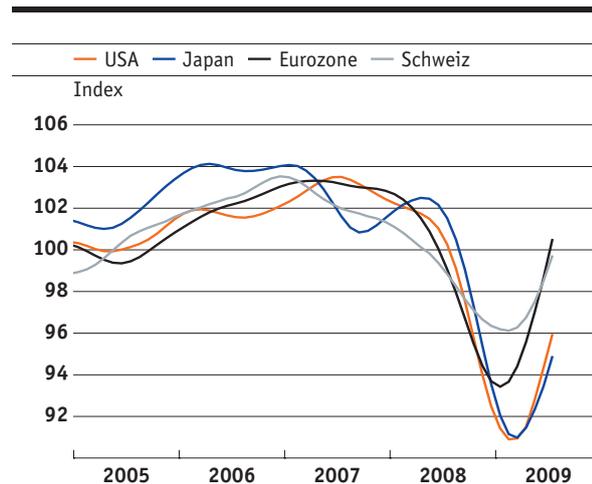
Verschiedene Indikatoren der verarbeitenden Industrie stimmen positiv für den weiteren Jahresverlauf. Die Exporte haben zur Jahresmitte erstmals angezogen. Gleichzeitig hat sich der Anstieg der Importe fortgesetzt, getrieben durch die ausserordentlich starke Nachfrage nach Rohstoffen. Letztere widerspiegelt wachsende staatliche Infrastruk-

Grafik 1.3  
Konsumentenstimmung



Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.4  
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

turausgaben, anziehende Wohnbauinvestitionen sowie die Notwendigkeit, die Lager wieder aufzubauen. Die zur Jahresmitte in Kraft getretenen Anreize für den Konsum dauerhafter Güter und die Erholung des chinesischen Aktienmarktes haben ausserdem die Konsumlust der privaten Haushalte spürbar belebt. Insgesamt dürfte daher das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte ebenfalls von der Binnennachfrage getrieben werden.

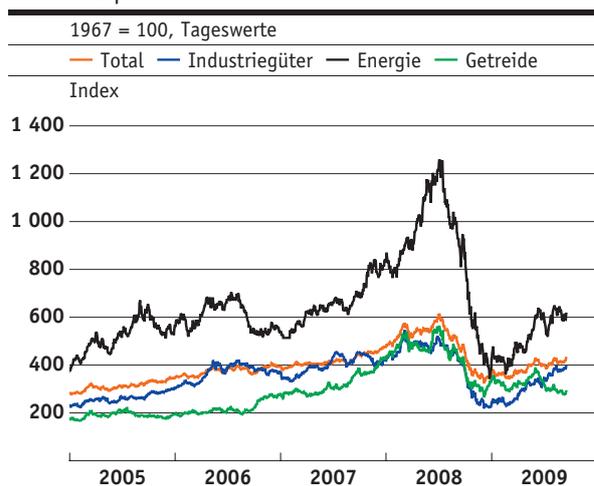
Der Aufschwung erfasste auch die ostasiatischen Tigerstaaten Korea, Taiwan, Hongkong und Singapur. Ihr BIP zog kräftig an. Anders als in China trieben vor allem die Exporte das Wachstum. Die Industrieproduktion stieg stark an und die Lager wurden abgebaut, um der unerwartet starken Nachfrage nachzukommen. In einzelnen Ländern erreichte die Industrieproduktion nahezu das Niveau vor der Krise; im Elektroniksektor wurde dieses bereits überschritten. Gesamtwirtschaftlich besteht allerdings weiterhin Aufholbedarf. Ein positiver Lagerzyklus und steigende Aufträge in der Exportindustrie dürften wesentlich zum Wachstum in der zweiten Jahreshälfte beitragen, während die expansive Geldpolitik und grosszügige Fiskalpakete die Binnennachfrage weiterhin stützen werden.

### USA: Rückkehr zu Wachstum im dritten Quartal erwartet

Die seit Ende 2007 anhaltende Rezession in den USA schwächte sich im zweiten Quartal 2009 deutlich ab. So betrug der Wachstumsrückgang 1,0%, gegenüber einem Einbruch um rund 6% in den beiden Vorquartalen. Der Aussenhandel sowie der Staatskonsum trugen positiv zum Wachstum bei. Ein weiterer Rückgang der Wohnbauinvestitionen und ein rekordhoher Lagerabbau belasteten hingegen das BIP im zweiten Quartal. Auch der private Konsum, welcher im Vorquartal noch stützte, ging zurück. Dies steht im Einklang mit der weiteren Verschlechterung auf dem Arbeitsmarkt. Die Beschäftigung fiel zwischen Mai und August um eine Million, während sich die Arbeitslosenquote auf 9,7% erhöhte.

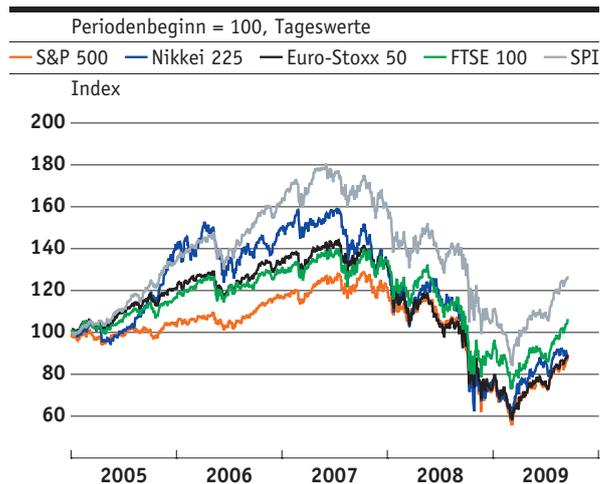
Die schwerste Rezession der Nachkriegszeit dürfte im laufenden Quartal ein Ende finden. Ein umkehrender Lagerzyklus sowie das Fiskalpaket sollten das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte stützen. Regierungsprogramme wie beispielsweise Abwrackprämien für den Kauf von energieeffizienteren Fahrzeugen und Kredite für erstmalige Hauskäufe bilden kurzfristige Wachstumsimpulse. Ein markanter Anstieg der Hausverkäufe und Baubewilligungen lässt eine Stabilisierung im Häusermarkt erkennen. Mittelfristig wird der Wohnungsbau aufgrund der hohen Bestände an unverkauften Häusern aber kaum starke Wachstumsbeiträge liefern. In der Industrie hat sich die Lage verbessert. Die Produktion zog im Juli wieder an, wobei Geschäftsumfra-

Grafik 1.5  
Rohwarenpreise



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.6  
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

gen sowie Auftragseingänge auch für die nächsten Monate zuversichtlich stimmen. Die tiefe Kapazitätsauslastung spricht jedoch gegen ein starkes Ansteigen der Unternehmensinvestitionen. Auch dürfte der Privatkonsum trotz Steuerrabatten nur leicht ansteigen, da die Vermögensverluste in den Vorquartalen und die hohe Arbeitslosigkeit die Haushalte belasten.

Aufgrund der besseren Aussichten für die zweite Jahreshälfte rechnet die SNB für die USA für das Jahr 2009 neu mit einem Rückgang des BIP von 2,4%. Im Juni wurde noch ein Wert von -2,8% erwartet. Für 2010 ist weiterhin mit einem moderaten Wachstum zu rechnen.

### Eurozone auf Erholungskurs

Wie in den USA liess in der Eurozone die Abschwungsdynamik spürbar nach. Das Bruttoinlandprodukt sank nur noch leicht um 0,5%, nachdem es im ersten Quartal um 9,5% abgenommen hatte. Überraschend stieg das BIP in Deutschland und Frankreich. Dagegen nahm es in mittelgrossen Volkswirtschaften wie Spanien und den Niederlanden erneut deutlich ab. Die staatliche Förderung des Kaufs von langlebigen Konsumgütern (v. a. Automobile) stützte den Privatkonsum und trug zu einer allgemeinen Stimmungsverbesserung bei. Der Aussenhandelsbeitrag zum Wachstum war erstmals seit drei Quartalen wieder positiv, da die Exporte weniger nachliessen als die Importe. Die Verkäufe nach Asien zogen wieder leicht an. Gleichzeitig nahmen die Unternehmen weitere Lagerbereinigungen vor. Die

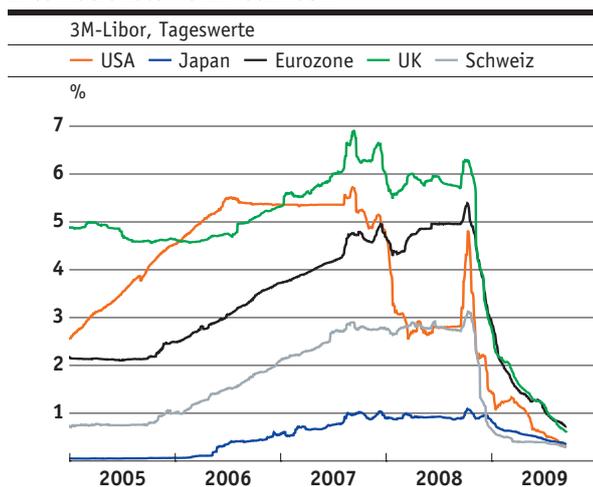
Investitionsausgaben der Unternehmen standen unverändert unter Druck, da die Auslastung der industriellen Kapazitäten erneut tief blieb.

Der weitere Anstieg der meisten Geschäftsklima-Indizes deutet auf eine Fortsetzung der Erholung. Die europäischen Einkaufsmanager-Indizes in der Industrie setzten ihren Anstieg dank einer positiveren Einschätzung der Neuaufträge fort. Der Lagerzyklus dürfte im zweiten Quartal seine Talsohle erreicht haben und in der zweiten Jahreshälfte positiv zum Wachstum beitragen. Nach einem Einbruch der Investitionen über die letzten vier Quartale um über 10% ist mit einem leichten Nachholbedarf zu rechnen. Auf den Finanzmärkten haben sich die Kreditspannen spürbar reduziert und damit die Finanzierungsbedingungen erleichtert. Die Konjunkturprogramme sollten zunehmend ihre Wirkung entfalten und die Bautätigkeit stützen. Mittelfristig könnte aber eine restriktivere Kreditvergabe der Banken die Aktivität bremsen. Zudem ist mit einer anhaltenden Verschlechterung am Arbeitsmarkt zu rechnen. Die SNB hat ihre Wachstumsprognose für die Eurozone für das Jahr 2009 auf -3,6% angehoben, verglichen mit -4,6% im Juni. Für 2010 erwartet die SNB ebenfalls ein höheres Wachstum als noch im Juni.

### Anhaltender Rückgang der Konsumententeuerung

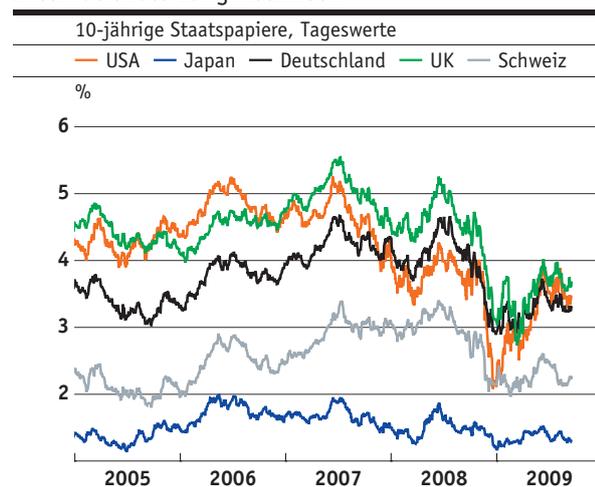
Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerung der Industrieländer setzte zwischen April und Juli den Abwärtstrend fort, hauptsächlich

Grafik 1.7  
Internationale Kurzfristzinsen



Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 1.8  
Internationale Langfristzinsen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

als Folge negativer Basiseffekte bei den Energiepreisen und eines geringeren Anstiegs der Nahrungsmittelpreise. Die Kerninflation, welche die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, gab kaum nach. Die negativen Basiseffekte bei den Energiepreisen werden in der zweiten Jahreshälfte nachlassen. Doch ist angesichts der geringen Wirtschaftsauslastung und der hohen Arbeitslosigkeit nicht mit einem Teuerungsschub zu rechnen.

In den USA verringerte sich die Jahresteu-erung von -0,7% im April auf -2,1% im Juli. Die Kerninflation sank im gleichen Zeitraum von 1,9% auf 1,5%. In der Eurozone fiel die Jahresteu-erung von 0,6% auf -0,2% im August. Die Kerninflation blieb demgegenüber höher (1,3% im Juli). In Japan rutschte die Jahresteu-erung weiter um über 2 Prozentpunkte auf -2,2% zurück. Die Kernteuerungs-rate fiel auf -0,9%. In den asiatischen Tigerstaaten fiel die Jahresteu-erung ebenfalls in den negativen Bereich, auf durchschnittlich -0,2%. In China verzeichnete die Jahresteu-erung einen weiteren Rückgang auf -1,8%.

### Fortsetzung der expansiven Geldpolitik

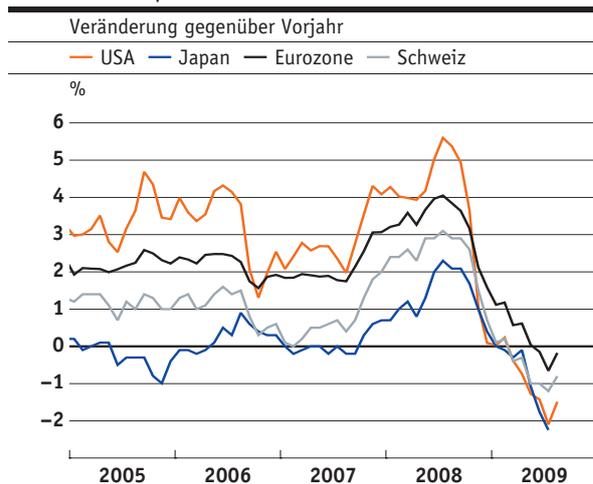
Die Zentralbanken der meisten Industrieländer haben ihre expansive Geldpolitik beibehalten. Das Fed hat seit März weder das Zielband für den Leit-zins (0,0%-0,25%) verändert noch die maximale geplante Summe von Wertpapierkäufen ausgewei-tet. Um einen graduellen Ausstieg zu ermöglichen, wurde das Ende der Käufe von Staatsanleihen im Wert von 300 Mrd. USD auf Oktober 2009 fest-

gelegt. Hingegen verlängerte das Fed das Kredit-programm TALF zur Stützung des Marktes für Ge-schäftsimmobilien um ein halbes Jahr bis Mitte 2010. Preise auf Geldmarktfutures implizieren den Beginn einer Normalisierung der Zinspolitik in der ersten Hälfte 2010

Die EZB hielt ihre lockeren geldpolitischen Bedingungen aufrecht und liess den Hauptrefinanzierungssatz bei 1%. Der Kauf von in Euro denomi-nierten Covered Bonds im Umfang von bisher über 12 Mrd. trug dazu bei, die Liquiditätssituation des Bankensystems zu stabilisieren. Die EZB beabsichtigt, den im Mai angekündigten Plafond von ins-gesamt 60 Mrd. EUR bis Mitte 2010 auszuschöpfen. Zudem vermochte Ende Juni die erste von drei ge-planten Refinanzierungsoperationen im Zwölfmo-natsbereich die Geldmarktzinsen zu senken. Zwei weitere Operationen werden Ende September und Mitte Dezember durchgeführt.

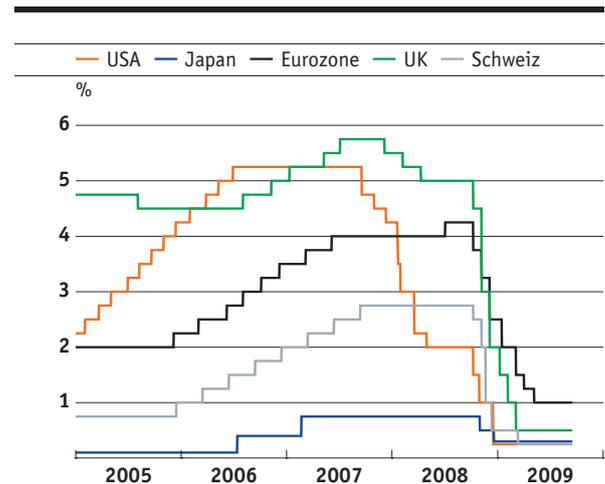
Die japanische Zentralbank belies den Tages-geldsatz bei 0,1% und erweiterte ihre unkonven-tionellen Massnahmen zur Erleichterung der kurz-fristigen Liquiditätsbeschaffung. Damit kam sie vor allem auch kleineren Unternehmen entgegen, die noch unter erschwerten Kreditbedingungen leiden. Die Zentralbanken vieler asiatischer Länder sind in Wartestellung verblieben, da noch beträchtliche Un-sicherheiten hinsichtlich der Nachhaltigkeit der ge-gewärtigen Konjunkturerholung bestehen.

Grafik 1.9  
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Financial Datastream

Grafik 1.10  
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

## 2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

In der Schweiz setzte sich die negative BIP-Entwicklung mit einem Rückgang um 1,0% im zweiten Quartal verlangsamt fort. Damit verstärkte sich die Unterauslastung der Produktionsfaktoren. Besonders deutlich ist dies in der verarbeitenden Industrie, wo sowohl die technische Kapazitätsauslastung wie auch die Arbeitsnachfrage deutlich rückläufig waren. Überdurchschnittlich stark betroffen sind die Maschinen-, die Metall- und die Uhrenindustrie. In den Dienstleistungsbranchen ist die Unterauslastung ebenfalls präsent, jedoch deutlich weniger ausgeprägt als in der Industrie. Dagegen bleibt die Auslastung der Produktionskapazitäten im Bausektor relativ hoch.

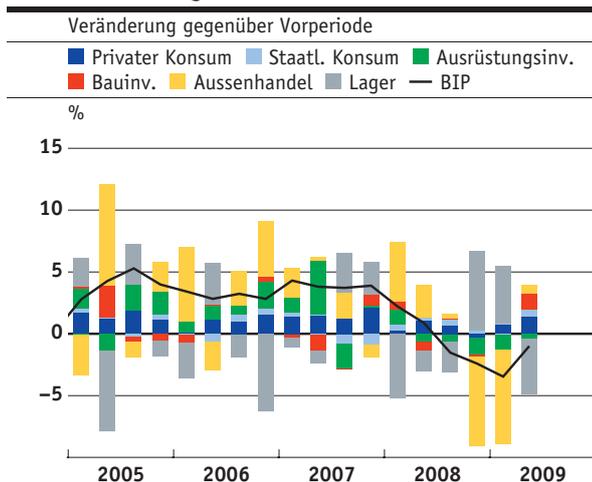
In diesem Umfeld stieg sowohl die Zahl der Arbeitslosen als auch das Ausmass der Kurzarbeit mit hohem Tempo weiter an. Dies wird sich mittelfristig auch beim Konsum bemerkbar machen. Im zweiten Quartal konnten die privaten Konsumausgaben zwar noch zulegen, in der nahen Zukunft ist jedoch mit einem schwächeren Wachstum zu rechnen.

Ausgehend von einem sehr tiefen Niveau verbesserten sich in der verarbeitenden Industrie die Erwartungen der exportorientierten Firmen zunehmend. Entsprechend ist im Lauf des dritten Quartals mit einer allmählichen Belebung der Exporttätigkeit zu rechnen. Erste Anzeichen für eine Wiederbelebung der Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten konnten bereits im Juli beobachtet werden.

Auch die rund 160 Vertreter aus verschiedenen Wirtschaftssektoren, mit denen die SNB-Delegierten in den Monaten Juli und August Gespräche führten, sprachen überwiegend von einer Verlangsamung der Abwärtsentwicklung. Am deutlichsten war dies in den frühzyklischen Branchen feststellbar. Ausserdem verbesserte sich die Einschätzung der Aussichten, wobei häufig eingeräumt wurde, die Lage bleibe fragil.

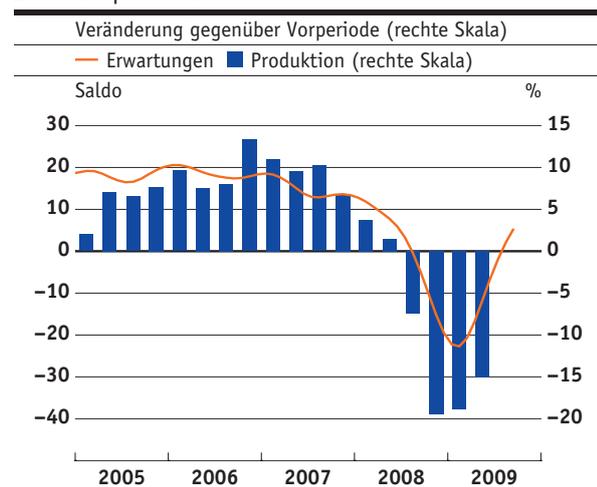
Aus den Gesprächen geht weiter hervor, dass sich die Unterschiede in der Entwicklung der export- und der binnenorientierten Unternehmen in den letzten Monaten etwas verwischt haben. Die exportorientierten Unternehmen blieben zwar stärker von der Krise betroffen als die binnenorientierten, doch häuften sich die Stimmen, die von einer stabileren Auslandsnachfrage und positiven Signalen vor allem aus Asien sprachen. Umgekehrt verspürte die Binnenwirtschaft, die sich lange gut gehalten hatte, vermehrt die Auswirkungen der Krise. Relativ positiv waren weiterhin die Berichte aus der Bauwirtschaft.

Grafik 2.1  
Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Grafik 2.2  
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

## 2.1 BIP-Entwicklung

Gemäss der ersten SECO-Schätzung nahm das schweizerische BIP im zweiten Quartal hochgerechnet um 1,0% ab, nachdem es im ersten Quartal noch um 3,5% geschrumpft war. Im Vorjahresvergleich betrug der Rückgang 2,0%. Er fiel signifikant schwächer aus, als von der Nationalbank und von den meisten Beobachtern erwartet worden war.

Auf der Nachfrageseite wurde die BIP-Entwicklung in erster Linie von einem negativen Lagerbeitrag getrieben. Die Ausrüstungsinvestitionen waren ebenfalls rückläufig. Der private Konsum und die Bauinvestitionen verzeichneten dagegen ein positives Wachstum. Die Exporte nahmen weiterhin

stark ab. Da die negative Entwicklung der Importe jedoch noch ausgeprägter war, fiel der Beitrag des Aussenhandels zum BIP-Wachstum positiv aus.

Auf der Produktionsseite wurde die Wertschöpfung vor allem durch die negative Entwicklung in der verarbeitenden Industrie und bei den unternehmensbezogenen Dienstleistungen belastet. Auch der inländische Handel und das Gastgewerbe verzeichneten einen Rückgang. Erstmals seit 2007 wies dafür der Bankensektor wieder ein positives Wachstum auf, was auf die Belebung der Finanzmärkte zurückzuführen ist. Weitere positive Beiträge stammten von der Bauwirtschaft und vom öffentlichen Sektor.

**Reales BIP und Komponenten**  
Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2005	2006	2007	2008	2007		2008				2009	
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	1,7	1,6	2,4	1,7	2,1	3,6	0,4	1,8	1,2	-0,4	1,2	2,3
Staatlicher Konsum	1,2	0,3	0,5	-0,1	-6,9	-7,8	4,7	2,4	4,2	2,1	0,9	5,1
Anlageinvestitionen	3,8	4,7	5,2	0,4	-9,7	4,9	8,7	-6,1	-2,5	-7,7	-5,9	4,4
Bau	3,5	-1,4	-2,3	0,9	-1,0	10,2	7,4	-8,1	0,6	-1,6	-0,1	14,7
Ausrüstungen	4,0	10,1	11,1	0,1	-15,2	1,4	9,7	-4,7	-4,7	-11,9	-10,3	-3,2
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>3,1</b>
<b>Inlandnachfrage</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>8,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>7,5</b>	<b>9,3</b>	<b>-4,3</b>
Exporte total	7,8	10,3	9,5	2,9	5,2	1,2	3,7	16,1	0,7	-27,5	-23,4	-10,4
Güter	5,8	11,1	8,4	2,6	3,7	3,2	7,9	14,9	-1,4	-34,1	-24,4	-7,2
ohne EESKA <sup>1</sup>	6,5	11,2	8,3	2,1	3,9	6,6	2,8	18,9	-7,7	-31,2	-22,2	-7,7
Dienstleistungen	13,2	8,4	12,5	3,4	8,9	-3,6	-6,1	19,1	5,9	-9,6	-20,7	-17,2
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>5,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-7,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-6,5</b>
Importe total	6,6	6,5	6,0	0,4	0,2	10,1	-9,7	17,1	-5,2	-18,6	-4,9	-18,2
Güter	5,6	7,8	5,1	-0,5	-2,1	9,5	-10,2	21,5	-7,3	-28,0	-2,0	-23,2
ohne EESKA <sup>1</sup>	5,3	7,4	6,7	-1,0	0,1	5,5	-11,7	22,4	-8,2	-24,8	-7,1	-19,8
Dienstleistungen	11,3	0,6	10,3	4,8	11,4	12,5	-7,4	-1,5	5,6	38,5	-15,1	6,2
<b>BIP</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>0,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,0</b>

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

## 2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

### Verlangsamung des Exportrückgangs

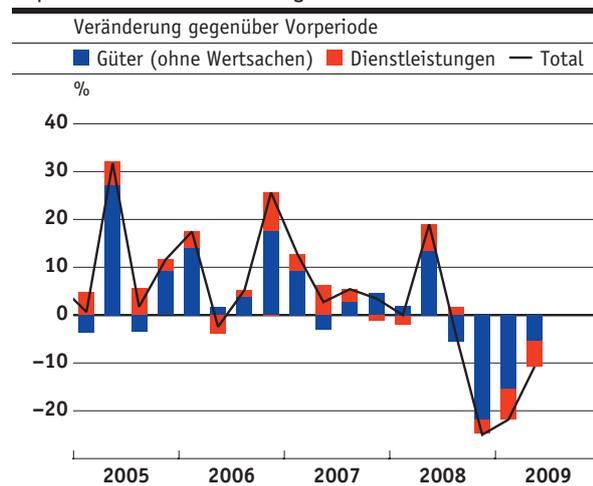
Im Zuge der sich abzeichnenden wirtschaftlichen Stabilisierung bei den Hauptabsatzpartnern verlangsamte sich der Rückgang bei den Waren- und Dienstleistungsexporten im zweiten Quartal, blieb aber mit  $-10.8\%$  (ohne Wertsachen) im Vergleich zur Vorperiode immer noch deutlich negativ. Bei den Warenexporten verlief die Entwicklung uneinheitlich. Einerseits konnten die Exporte von Vorleistungsgütern von der Wiederbelebung der ausländischen Industriekonjunktur (insbesondere in der EU) profitieren. Insgesamt verzeichneten die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten im Vergleich zur Vorperiode eine leichte Zunahme, nachdem sie im Winterhalbjahr um rund ein Viertel eingebrochen waren. Andererseits setzte sich der Abwärtstrend bei den Ausfuhren von Investitionsgütern ungebrochen fort. Insbesondere in der Maschinenindustrie zeigten sich noch keinerlei Anzeichen einer Besserung. Bei den Konsumgüterexporten verlangsamte sich der Rückgang; vor allem eine weniger negative Absatzentwicklung der Pharmazeutika trug dazu bei.

Bei den Dienstleistungsexporten zeichnete sich im zweiten Quartal noch keine Besserung ab. Der weiterhin starke Rückgang war primär auf eine erneute Abnahme der Einnahmen aus dem Transithandel und dem Privatversicherungsgeschäft zurückzuführen. Angesichts der Kursavancen an den Börsen registrierte indessen das Kommissionsgeschäft der Banken mit ausländischen Kunden erstmals seit Beginn der Krise eine leichte Zunahme. Die Tourismusexportzahlen profitierten davon, dass die Osterfeiertage im Unterschied zu 2008 wieder ins zweite Quartal fielen.

Im Juli mehrten sich die Anzeichen, dass der Tiefpunkt der Exportentwicklung erreicht sein dürfte. So bestätigte sich insbesondere die Trendwende bei den Exporten von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Daneben verlangsamte sich der Abwärtstrend bei den Konsumgüterexporten, und auch bei den Investitionsgütern war erstmals ein Nachlassen der Abwärtsdynamik zu erkennen. Nach Regionen war die weitere Verbesserung primär auf eine Stabilisierung der Ausfuhren in die Volkswirtschaften Westeuropas zurückzuführen, aber auch bei den Exporten in die anderen Regionen ist eine Entspannung der Situation erkennbar. Die sich gemäss KOF/ETH aufhellenden Erwartungen der exportorientierten Unternehmen lassen für die nächsten Monate eine weitere Besserung erwarten.

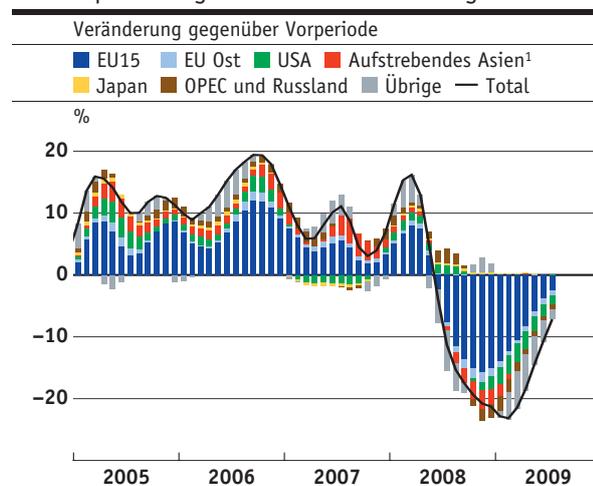
Grafik 2.3

Exporte: Wachstumsbeiträge



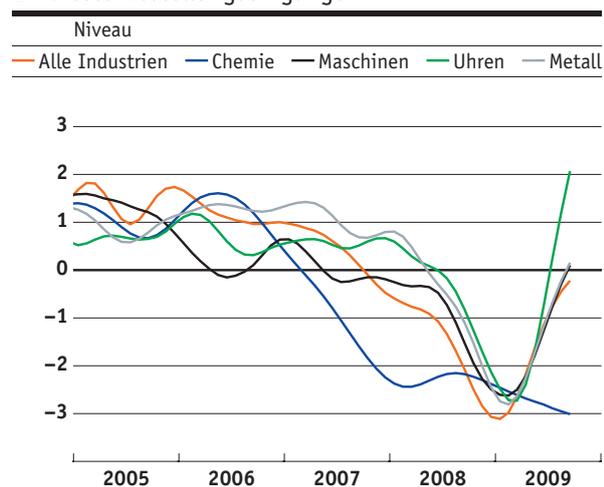
Grafik 2.4

Güterexporte: Regionale Wachstumsbeiträge



Grafik 2.5

Erwartete Bestellungseingänge



Grafik 2.3:

Quelle: SECO

Grafik 2.4:

<sup>1</sup> Aufstrebendes Asien: China, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Südkorea, Taiwan, Vietnam  
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV)

Grafik 2.5:

Quelle: KOF/ETH

### Stützende Bautätigkeit

Die Bauinvestitionen haben im zweiten Quartal deutlich angezogen (+14,7%), nachdem sie im ersten Quartal aufgrund der widrigen Wetterbedingungen noch stagniert hatten. Die Bautätigkeit bleibt laut Umfragen auf einem hohen Niveau, und die Aussichten in der Bauindustrie sind bis auf den Geschäftsbau weiterhin stabil. Auch die positive Beschäftigungsentwicklung in der Baubranche deutet darauf hin, dass die Bauaktivität stabil bleiben dürfte. Dies gilt dank tiefer Hypothekarzinsen und sinkender Baukosten für den Wohnbau und den durch fiskalpolitische Massnahmen stimulierten Tiefbau. Der Geschäftsbau hingegen wird infolge sinkender Investitionen der Unternehmen deutlich rückläufig sein.

### Rückläufige Ausrüstungsinvestitionen

Anders als bei den Bauinvestitionen sind die Folgen der Rezession bei den Ausrüstungsinvestitionen deutlich sichtbar. Im zweiten Quartal betrug der Rückgang 3,2%, nach -10,3% in den ersten drei Monaten des Jahres. Sowohl der Inlandabsatz der hiesigen Investitionsgüterindustrie wie auch die Importe von Investitionsgütern wiesen eine fallende Tendenz auf.

Die Unternehmen sind gegenwärtig mit ihren Investitionen sehr zurückhaltend. Dies lässt sich mit der sehr tiefen Kapazitätsauslastung in der Industrie erklären.

### Robustes Wachstum des Konsums

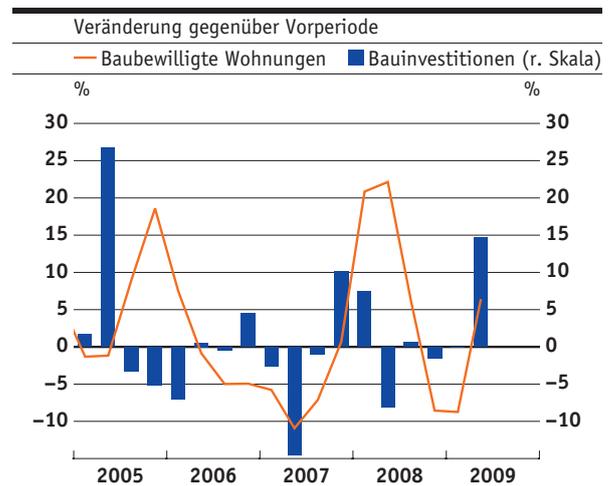
Der private Konsum hat im zweiten Quartal wiederum einen stützenden Effekt auf die Wirtschaft ausgeübt. Die robuste Entwicklung des privaten Konsums ist einer der Faktoren, durch die sich die Schweiz im bisherigen Verlauf der Rezession von vielen anderen Ländern unterscheidet.

Das Wachstum des Konsums beschleunigte sich auf 2,3%, nachdem es im ersten Quartal noch 1,2% betragen hatte. Das starke Wachstum lässt sich zum Teil mit rückläufigen Preisen und einer entsprechend günstigen Entwicklung der Kaufkraft der Haushalte erklären. Mittelfristig hat der Konsum auch von der starken Bevölkerungszunahme profitiert.

Eine Mehrheit der Unterkomponenten des Konsums nahm im zweiten Quartal zu. Die Verkäufe stiegen in weiten Teilen der Detailhandelsbranche. So nahmen die Ausgaben in den Segmenten Gesundheit/Körperpflege sowie Unterhaltungs- und Büroelektronik weiter deutlich zu. Die Nachfrage

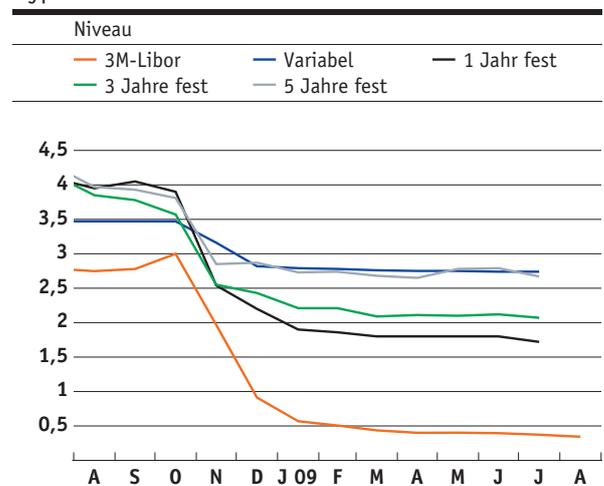
Grafik 2.6

Bau



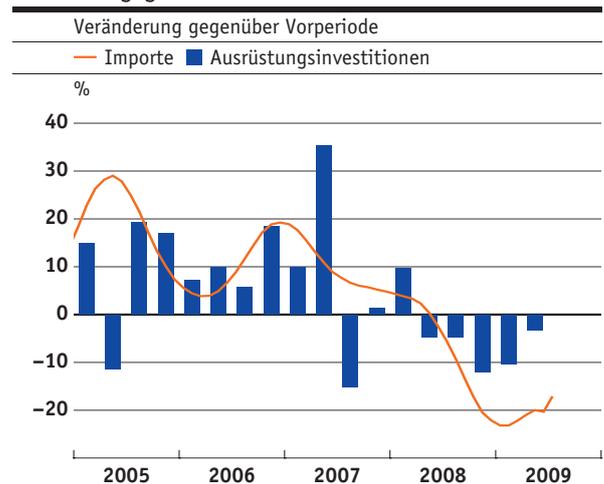
Grafik 2.7

Hypothekarzinsen und 3M-Libor



Grafik 2.8

Ausrüstungsgüter



Grafik 2.6:  
Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.7:  
Quelle: SNB

Grafik 2.8:  
Quellen: EZV, SECO

nach langlebigen Konsumgütern schwächte sich jedoch ab, was sich unter anderem an den rückläufigen Neuzulassungen von Personenwagen zeigt.

### Abschwächung der Konsumausgaben erwartet

Das Konsumentenvertrauen ging im Laufe des Frühlings und Sommers weiter zurück und ist im Juli von -38 auf -42 Punkte gefallen. Dies lässt sich vor allem auf eine leicht schlechtere Einschätzung der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung sowie der persönlichen finanziellen Lage zurückführen. Ausserdem bleibt die Sorge um den Arbeitsplatz akut: Die Sicherheit der Arbeitsplätze wird weiterhin erheblich schlechter eingestuft als noch im Herbst letzten Jahres.

Im Vergleich mit 2009 werden die Haushalte nächstes Jahr mit einer deutlich weniger günstigen Dynamik des realen verfügbaren Einkommens rechnen müssen. Für das Wachstum des Konsums bedeutet dies, dass die Abwärtsrisiken überwiegen.

### Starker Rückgang der Importe

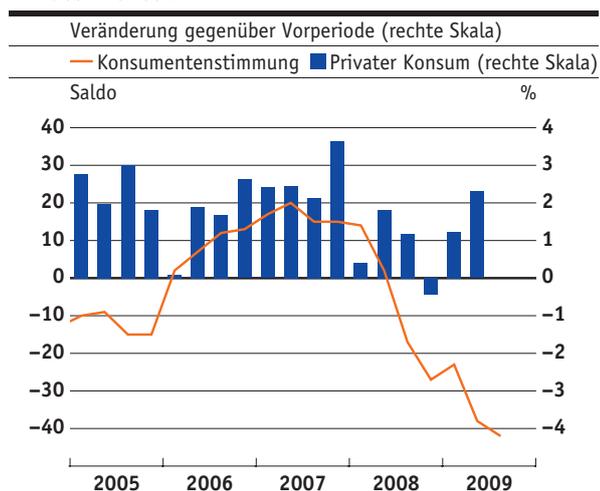
Die Importe verzeichneten im zweiten Quartal einen kräftigen Rückgang von 15.1% (ohne Wertsachen). Dies ist zum Teil auf den Wegfall eines Spezialeffekts zurückzuführen: Im ersten Quartal wurden im Warenhandel aussergewöhnlich hohe Einfuhren von Goldschmuck registriert; diese fielen im zweiten Quartal wieder auf ein normales Niveau zurück, was zu einer starken Korrektur der Konsumgüterimporte nach unten führte. Abgesehen davon

entwickelten sich die Konsumgüterimporte uneinheitlich. Während die Importe von Wohnungseinrichtungen ihren Abwärtstrend fortsetzten, verzeichneten die Einfuhren von Automobilen, Unterhaltungselektronik und Bekleidung, aber auch von Pharmaprodukten nach dem starken Rückgang im Winterhalbjahr einen leichten Zuwachs. Bei den anderen Hauptgütergruppen war die Entwicklung indessen weiter schwach: Im Zuge der anhaltenden Krise in der Industrie schrumpften die Importe von industrierelevanten Vorleistungsgütern sowie von Investitionsgütern erneut.

Bei den Dienstleistungsimporten erhöhten sich die Ausgaben für Tourismusdienstleistungen. Die Dienstleistungsimporte ohne Tourismus stagnierten hingegen: Den im Einklang mit der geringeren Produktionstätigkeit erneut rückläufigen Auslagen für Lizenzen und Patente standen höhere Ausgaben für Finanzdienstleistungen im Ausland gegenüber.

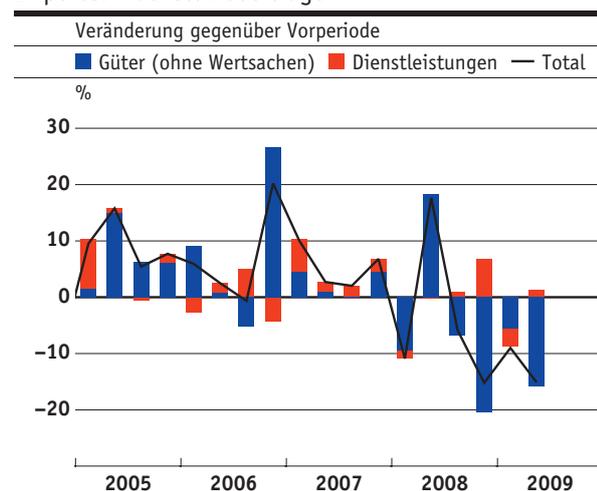
Im Juli zeigte sich für die Warenimporte ein Nachlassen des Abwärtstrends. So stabilisierten sich die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten, wenngleich auf einem um rund 20% tieferen Niveau als vor einem Jahr. Daneben schwächte sich der Rückgang der Investitionsgüterimporte auf breiter Front ab. Bei den Konsumgüterimporten blieb die Entwicklung dagegen uneinheitlich. Während sich die Erholung bei den Automobilen und der Unterhaltungselektronik auch im Juli fortsetzte, tendierten die Importe von Pharmaprodukten und Wohnungseinrichtungen abwärts.

Grafik 2.9  
Privater Konsum



Quelle: SECO

Grafik 2.10  
Importe: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

## 2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

### Stärker abnehmende Beschäftigung

Der Rückgang der Beschäftigung, der im ersten Quartal einsetzte, beschleunigte sich im zweiten Quartal. Die vollzeitäquivalente Beschäftigung ging um 1% zurück, nach -0,6% in den ersten drei Monaten des Jahres.

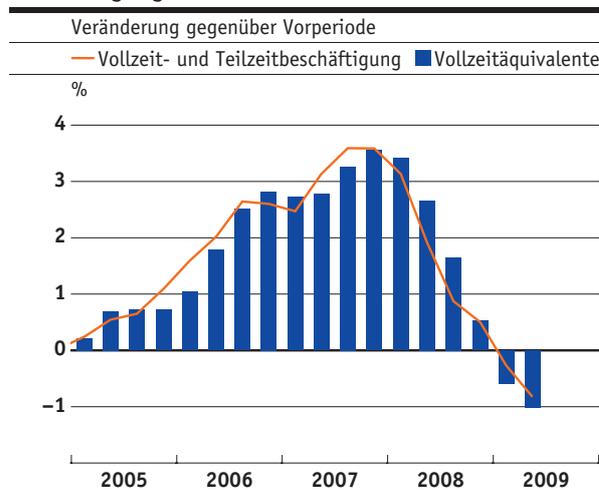
Auf Sektorebene blieb die Entwicklung recht uneinheitlich. In der verarbeitenden Industrie verzeichnete die Beschäftigung erneut einen starken und auf breiter Basis liegenden Rückgang (-5.2%). Im Dienstleistungssektor hingegen blieb die Beschäftigung insgesamt unverändert. Sie

nahm im öffentlichen Sektor (Verwaltung, Erziehung, Gesundheit) zu, während sie in der Finanzbranche, im Gastgewerbe sowie im Handels- und Reparaturgewerbe sank. Im Bausektor dagegen stieg die Beschäftigung wie schon im Vorquartal an.

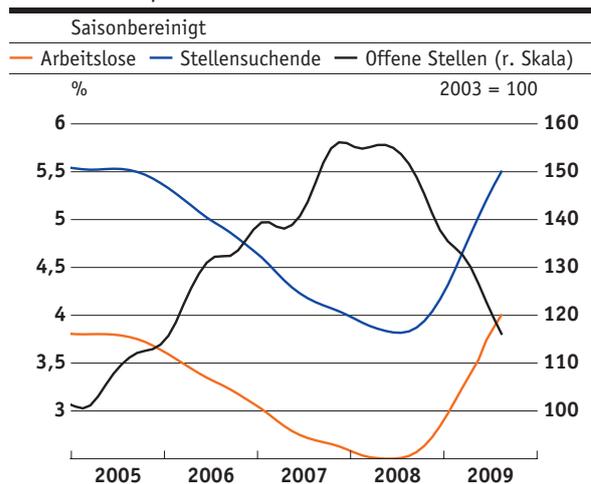
### Negative Beschäftigungsaussichten

Der Rückgang der Arbeitsnachfrageindikatoren setzte sich fort, auch wenn sich das Tempo etwas verlangsamt hat. Sämtliche Indikatoren befinden sich auf tiefem Niveau. Entsprechend ist mit keiner Besserung der Arbeitsmarktdynamik in der zweiten Jahreshälfte zu rechnen.

Grafik 2.11  
Beschäftigung



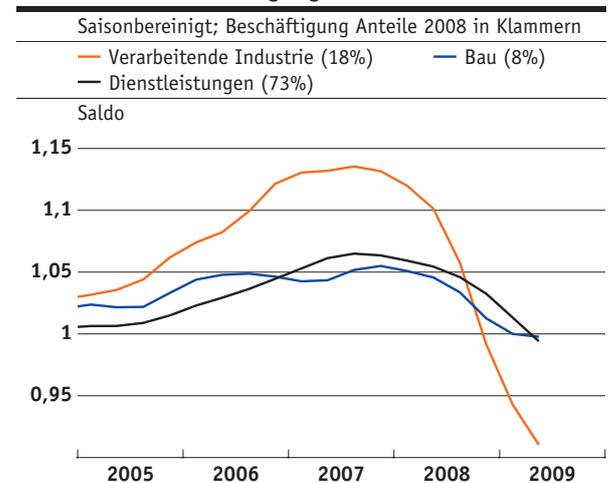
Grafik 2.13  
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



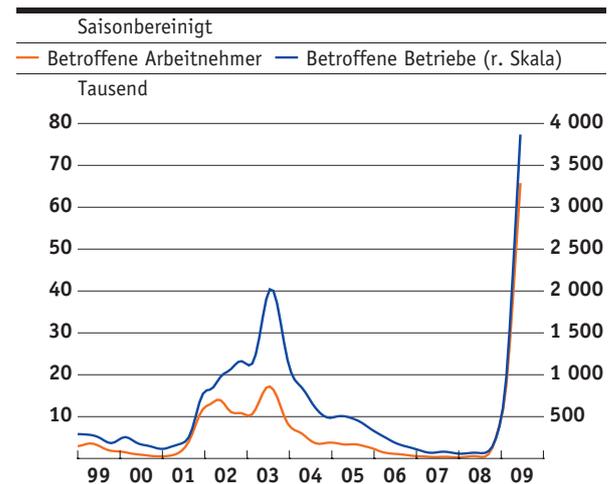
Grafik 2.11:  
Quelle: BFS

Grafik 2.13:  
Bei den regionalen Arbeitsämtern registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen); bereinigt um den Berechnungsmethodenwechsel vom Juni 2009  
Quelle: SECO

Grafik 2.12  
Indikator der Beschäftigungsaussichten



Grafik 2.14  
Kurzarbeit



Grafik 2.12:  
Quelle: BFS

Grafik 2.14:  
Quelle: SECO

### Stark steigende Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit

Die Zahl der Arbeitslosen nahm verstärkt zu. Zwischen Mai und August ist die saisonbereinigte Arbeitslosenquote um 0,5 Prozentpunkte gestiegen. Damit erreichte sie die 4,0%-Marke. Die Quote der Stellensuchenden, welche neben den eingeschriebenen Arbeitslosen auch diejenigen Personen umfasst, die an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einem Zwischenverdienst nachgehen, erhöhte sich während der gleichen Zeitperiode ebenfalls von 5,0% auf 5,5%.

Die von der Rezession stark betroffenen Industriebranchen haben weiterhin intensiv von der Möglichkeit zur Kurzarbeit Gebrauch gemacht. Die Anzahl Kurzarbeiter ist entsprechend weiter deutlich angestiegen. Im Juni waren 3870 Firmen und 65 800 Personen betroffen. Diese Zahlen sind mit den Spitzenwerten vergleichbar, die während der Rezession der frühen 1990er Jahre erreicht wurden. Damals fiel der Grossteil der Kurzarbeit jedoch in der Baubranche an.

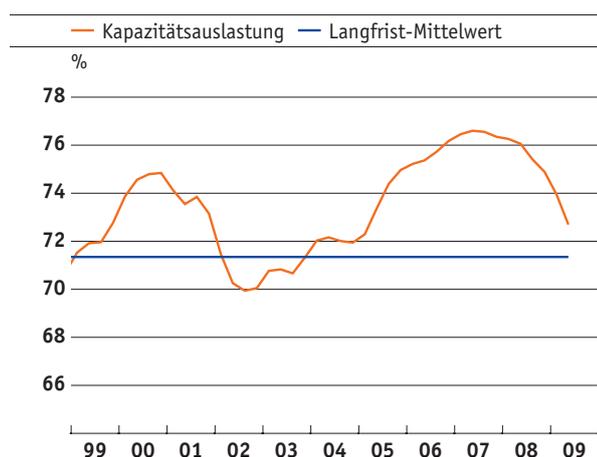
## 2.4 Kapazitätsauslastung

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

### Sehr niedrige Kapazitätsauslastung in der Industrie

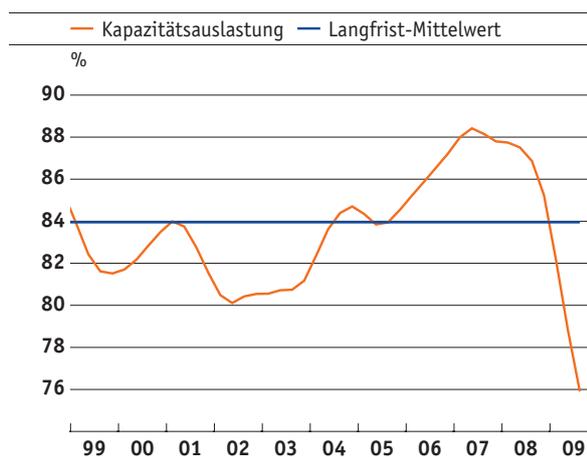
Die Kapazitätsauslastung ist bis Juli weiter zurückgegangen. Dies ist in erster Linie auf die negativen Entwicklungen in der verarbeitenden Industrie zurückzuführen. Die Umfragedaten der KOF/ETH zeigen, dass in diesem Sektor die Auslastung auf dem niedrigsten Stand seit der Rezession Mitte der 1970er Jahre liegt. Demnach waren im Juli lediglich 76,3% der Kapazitäten ausgelastet, verglichen mit einem langfristigen Mittelwert von etwa 84%. Eine Unterauslastung der Kapazitäten ist

Grafik 2.15  
Kapazitätsauslastung Bau



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.16  
Kapazitätsauslastung Industrie



Quelle: KOF/ETH

zum Teil auch im Dienstleistungssektor zu verzeichnen, beispielsweise im Gastgewerbe. Im Detailhandel wird mit einer abnehmenden Auslastung in der zweiten Jahreshälfte gerechnet. Dagegen liegt die Auslastung in der Baubranche weiterhin über ihrem langfristigen Durchschnitt.

### Produktionslücke und Potenzialwachstum

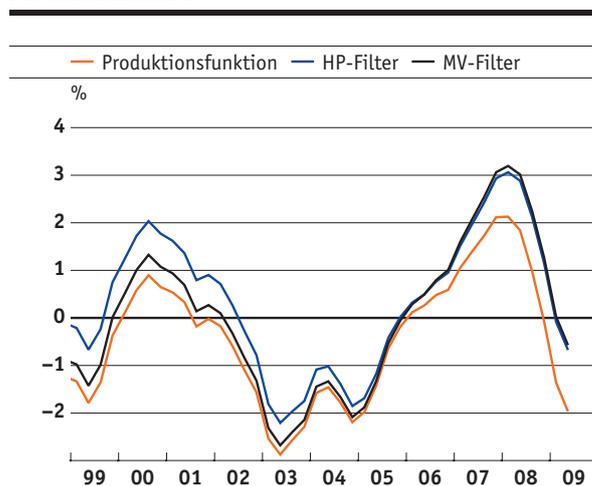
Die Produktionslücke, die als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial errechnet wird, ist ein Mass für die Auslastung der Wirtschaft und den damit verbundenen Inflationsdruck.

Im zweiten Quartal hat sich die Produktionslücke weiter in den negativen Bereich geöffnet. Der Produktionsfunktionsansatz (PF) ergibt eine Lücke von  $-2,0\%$  des Potenzialoutputs, nach  $-1,4\%$  im ersten Quartal 2009 (siehe Grafik 2.17). Der Hodrick-Prescott-Filter (HP) weist eine Produktionslücke von  $-0,7\%$  ( $-0,1\%$  im ersten Quartal) des Potenzials aus. Die Unsicherheit in Bezug auf die Grösse der Produktionslücke, die in diesen unterschiedlichen Resultaten zum Ausdruck kommt, ist nicht untypisch für Rezessionsphasen.

Das Potenzialwachstum wird sich in den kommenden Quartalen abschwächen. Neben einer geringeren Immigration und einer niedrigeren Partizipationsrate, die das Wachstum des Arbeitsangebots reduzieren, führt die schwache Investitionstätigkeit zu einer langsameren Kapitalakkumulation. Hinzu kommt, dass im Bankensektor, dessen Produktionspotenzial in der Vergangenheit überdurchschnittlich stark gewachsen ist, gerade erst eine zaghafte Erholung begonnen hat.

Da das tatsächliche Wachstum des BIP weiterhin unter dem Potenzialwachstum liegt, wird sich die Produktionslücke in der nahen Zukunft weiter vergrössern. Für das dritte Quartal 2009 ist mit einer Lücke von  $-2,3\%$  (PF) bzw.  $-0,7\%$  (HP) des Potenzialoutputs zu rechnen. Erst im nächsten Jahr dürfte sich die Produktionslücke wieder zurückbilden.

Grafik 2.17  
Produktionslücke



Quelle: SNB

## 2.5 Preise

### Preisindex des Gesamtangebots: tiefere Konsumgüterpreise

Seit letztem Mai entwickelten sich die Unterkomponenten des Preisindex des Gesamtangebots gegenläufig. Während die Produzentenpreise noch leicht zurückgingen, stiegen die Importpreise bereits wieder etwas an. Auf der Produzentenstufe wurden tiefere Preise vor allem für nicht-dauerhafte Konsumgüter und landwirtschaftliche Produkte registriert. Im Vorjahresvergleich befand sich die Teuerung aufgrund eines statistischen Basiseffekts bei der Energie und den Vorleistungsgütern immer noch deutlich im negativen Bereich, erhöhte sich jedoch im August auf  $-5.5\%$ . Aufgrund des allmählich abnehmenden Basiseffekts sollte die Vorjahresteuierung auf Ebene des Gesamtangebots weiter ansteigen.

### Negative Inflationserwartungen

Sowohl der Grosshandel als auch die verarbeitende Industrie rechnen in den kommenden Monaten weiterhin mit tieferen Preisen. Zwar haben sich einige vorausschauende Indikatoren leicht stabilisiert (Grafiken 2.19 und 2.20), doch blieb ihr Niveau tief. In Verbindung mit den im letzten Halbjahr bereits deutlich gesunkenen Produzenten- und Importpreisen deutet dies darauf hin, dass der negative Teuerungsdruck auf die Konsumentenpreise noch eine Zeit lang anhalten dürfte.

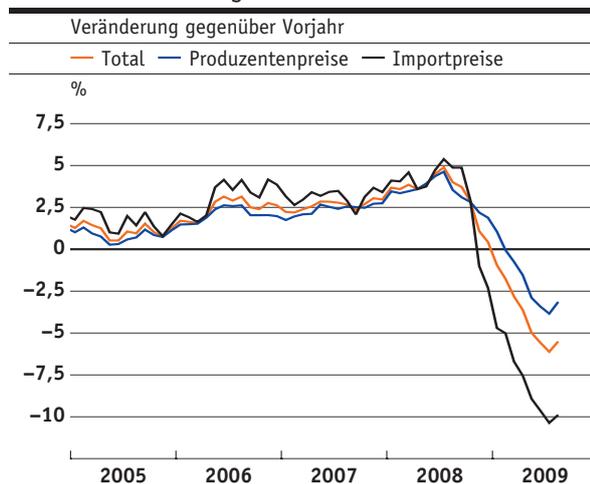
### Weiterhin fallender Konsumentenpreisindex

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuierung stieg zwischen Mai und August leicht an, nämlich von  $-1,0\%$  auf  $-0,8\%$ . Dieser Anstieg war zu einem beträchtlichen Teil auf allmählich auslaufende statistische Basiseffekte bei den Erdölprodukten zurückzuführen. Schliesst man die Basiseffekte aus, sank die Teuerung im August auf  $0,6\%$  (Mai:  $0,9\%$ ).

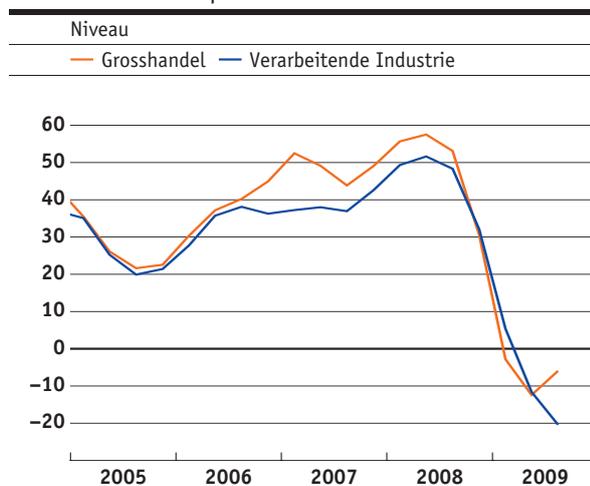
### Leicht rückläufige Binnenteuerung

Die Teuerung inländischer Güter und Dienstleistungen verringerte sich weiter und betrug im August  $1,0\%$ . Stützend wirkten eine Erhöhung der Tabaksteuer und höhere Preise für gewisse Nahrungsmittel, so dass die Teuerung inländischer Güter von  $1,3\%$  im Mai temporär auf  $1,7\%$  im Juni anstieg. Im August betrug die Teuerung inländi-

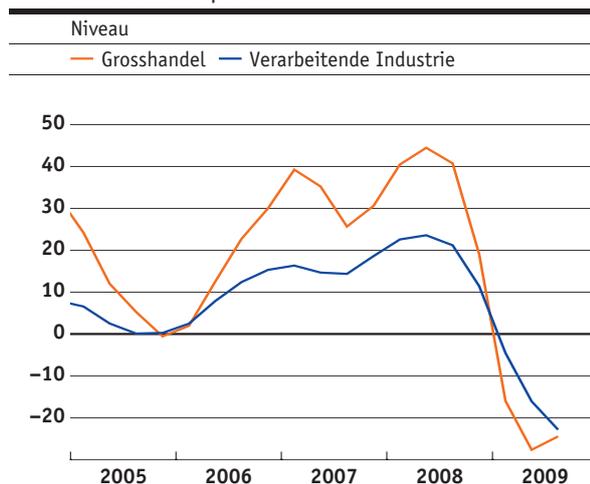
Grafik 2.18  
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.19  
Erwartete Einkaufspreise



Grafik 2.20  
Erwartete Verkaufspreise



Grafik 2.18:  
Quelle: BFS

Grafiken 2.19 und 2.20:  
Quelle: KOF/ETH

scher Güter noch 1,2%. Die Teuerung bei den Dienstleistungen sank weiter, und zwar um 0,3 Prozentpunkte auf 1,0% im August. Preiserhöhungen waren im Gesundheitsbereich zu beobachten, während die Preise für Luftverkehr und Hotellerie im Vergleich zum Vorjahr gesunken sind. Die Mieten lagen um 2,0% über ihrem Vorjahresniveau. Im Mai hatte die Teuerung noch 2,6% betragen.

### Negative importierte Teuerung

Die Jahresteuerung der importierten Güter und Dienstleistungen wurde weiterhin durch statistische Basiseffekte dominiert, die sich im August jedoch abgeschwächt haben. Der temporäre Rückgang des Erdölpreises von Mitte Juli führte dazu, dass die Jahresteuerung der Erdölprodukte von -34,2% im Mai auf -35,6% im Juli sank, bevor sie im August wieder auf -27,9% stieg. Bei den übrigen importierten Gütern und Dienstleistungen bildete sich die Teuerung im gleichen Zeitraum von 0,5% auf 0,1% zurück.

## Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

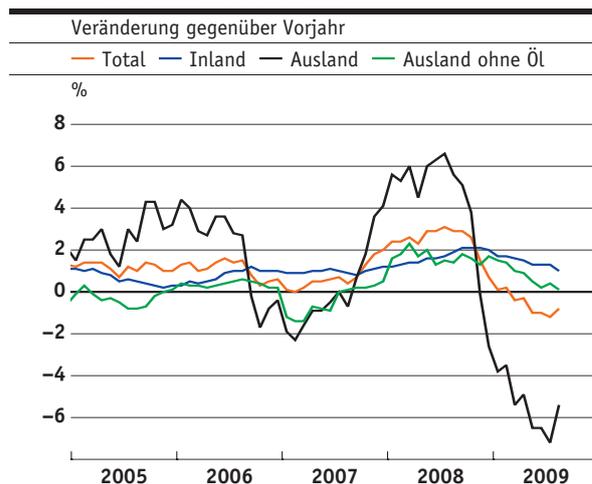
Tabelle 2.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2008	2008	2009	2009	2009	2009	2009	2009
		4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli	August
<b>LIK total</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,7	2,1	1,7	1,4	1,3	1,3	1,3	1,0
Güter	1,7	1,9	1,2	1,3	1,3	1,7	1,5	1,2
Dienstleistungen	1,7	2,1	1,8	1,4	1,3	1,2	1,2	1,0
private Dienstleistungen ohne Mieten	1,4	1,9	1,3	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5
Mieten	2,4	3,0	3,3	2,9	2,6	2,6	2,6	2,0
öffentliche Dienstleistungen	0,9	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Ausländische Güter und Dienstleistungen	4,3	0,3	-4,2	-6,0	-6,5	-6,5	-7,2	-5,4
ohne Erdölprodukte	1,7	1,6	1,3	0,6	0,5	0,2	0,4	0,1
Erdölprodukte	17,8	-5,0	-27,2	-32,1	-34,2	-32,6	-35,6	-27,9

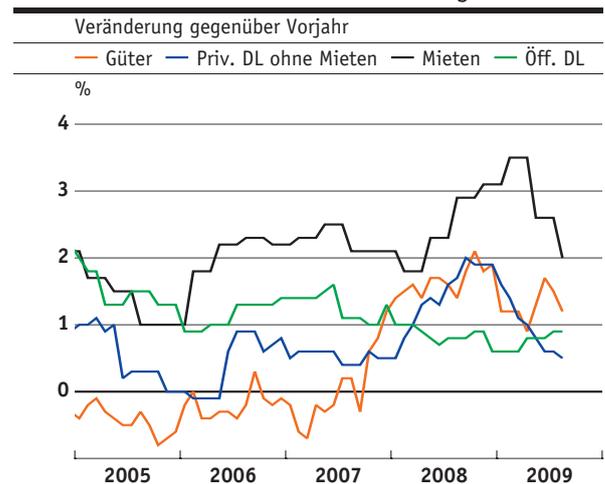
Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.21  
LIK: In- und ausländische Güter



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.22  
LIK: Inländische Güter und Dienstleistungen

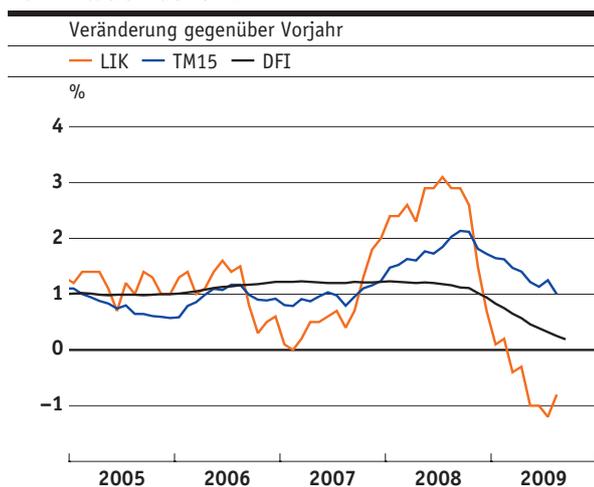


Quellen: BFS, SNB

## Kerninflation weiterhin leicht rückläufig

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristigen Schwankungen, welche die Sicht auf die allgemeine Grundteuerung verstellen können. Um dem entgegenzuwirken, werden sogenannte Kerninflationsraten berechnet. Die SNB berechnet zwei Messgrössen der Kerninflation (Grafik 2.23). Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat die 15% der Güterpreise mit der höchsten und die 15% mit der tiefsten Jahresänderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen. Demgegenüber berechnet die Dynamic Factor Inflation (DFI) die Grundteuerung anhand einer Vielzahl realwirtschaftlicher Daten, Finanzmarktindikatoren und monetärer Variablen. Die beiden Kerninflationsraten des BFS (Grafik 2.24) wiederum schliessen in jeder Periode die gleichen preisvolatilen Güter aus dem Warenkorb aus. 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 von der SNB als getrimmter Mittelwert berechnete Kerninflationsrate sank zwischen Mai und August um 0,2 Prozentpunkte auf 1,0%. Die Kerninflation 1 und 2 des BFS verringerten sich ebenfalls um 0,1 und 0,3 Prozentpunkte auf jeweils 0,7%. Der Rückgang der Kernteuerungsrate weist darauf hin, dass der negative Teuerungsdruck aus der vorgelagerten Produktionsstufe und die unterausgelasteten Kapazitäten mit einer gewissen Verzögerung nun auf die Konsumentenpreise wirken. Dies signalisiert auch die DFI der SNB, die zwischen Mai und August von 0,5% auf 0,3% gesunken ist.

Grafik 2.23  
Kerninflation der SNB



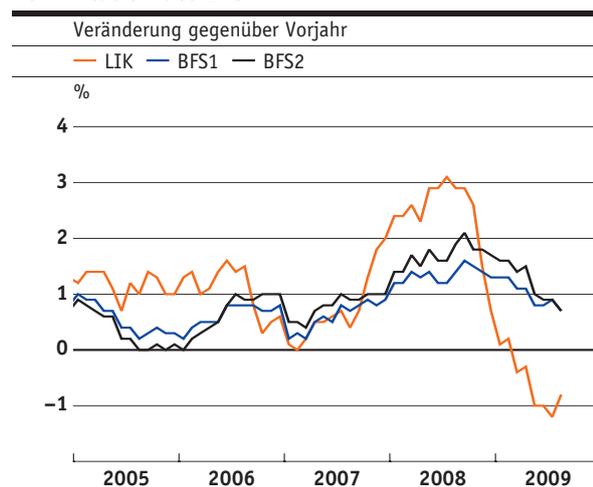
Quellen: BFS, SNB

## 2.6 Aussichten

Wie in Kapitel 1 beschrieben, rechnet die SNB ab dem dritten Quartal mit einem deutlich positiven Wachstum in allen wichtigen Wirtschaftsräumen. Die erwartete Wiederbelebung der Weltkonjunktur wird sich positiv auf die Warenexporte der Schweiz auswirken sowie eine allgemeine Besserung des Geschäftsklimas im Industriesektor begünstigen. Setzt sich die Erholung an den Finanzmärkten fort, wird auch die Wertschöpfung im Bankensektor weiter ansteigen. Die privaten Konsumausgaben dürften hingegen an Schwung verlieren und die Ausrüstungsinvestitionen gedämpft bleiben.

Für das Jahr 2009 rechnet die SNB neu mit einem BIP-Rückgang von 1,5% bis 2%, verglichen mit einem Rückgang von 2,5% bis 3% an der Juni-Lagebeurteilung. Diese Anpassung lässt sich grundsätzlich mit zwei Faktoren erklären: Einerseits lagen die BIP-Ergebnisse gemäss SECO-Schätzungen für die erste Jahreshälfte insgesamt deutlich über den Erwartungen; andererseits wirken sich die günstigeren Annahmen über die Weltkonjunktur positiv auf die zweite Jahreshälfte aus.

Grafik 2.24  
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

## 3 Monetäre Entwicklung

### 3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

An der Lagebeurteilung vom Juni belies die SNB das Zielband für den 3M-Libor bei 0%–0,75%, wobei sie einen 3M-Libor von 0,25% anpeilte. Im Umfeld einer ungünstigen Wirtschaftslage und weiter bestehendem Deflationsrisiko schien eine expansive Geldpolitik weiterhin angezeigt. Die SNB versorgte die Wirtschaft weiterhin grosszügig mit Liquidität. Sie kündigte an, den Erwerb von Schweizerfranken-Obligationen, mit dem die Risikoprämien auf langfristige Anleihen von privaten Schuldern reduziert werden sollen, fortzusetzen. Zudem bekräftigte sie ihre Absicht, einem Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenzuwirken.

Diese Politik trug zu einer weiteren Entspannung am Geldmarkt bei. Der 3M-Libor sank von 40 Basispunkten Mitte Juni auf 30 Basispunkte Mitte September (Grafik 3.1). Die an der Differenz zwischen dem 3M-Libor und dem OIS gemessene Risikoprämie verringerte sich weiter von 0,34 Prozentpunkten im zweiten Quartal auf 0,23 Prozentpunkte im dritten Quartal (Grafik 3.2). Der Libor-OIS-Spread liegt zwar weiterhin über dem historischen Durchschnitt, er hat sich aber im Vergleich zu den Rekordwerten nach dem Konkurs von Lehman Brothers deutlich zurückgebildet.

Die Zusammenarbeit der Zentralbanken setzte sich fort. Am 25. Juni 2009 kündigte die SNB zu-

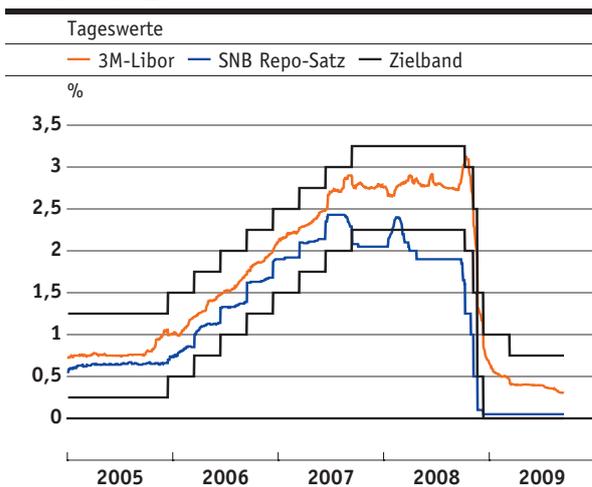
sammen mit weiteren Zentralbanken eine Verlängerung der Swap-Abkommen mit dem Fed an. Die befristeten Swap-Abkommen (Swap-Limiten) zwischen dem Fed und weiteren Zentralbanken – einschliesslich der SNB – sind bis zum 1. Februar 2010 verlängert worden. Koordiniert mit der EZB und der BoE führte die SNB im dritten Quartal 2009 weitere Repo-Geschäfte mit Laufzeiten von 7 und 84 Tagen zur Versorgung des Marktes mit US-Dollar-Liquidität durch. Da die Dollargeschäfte inzwischen weniger genutzt wurden, stellte die SNB die Auktionen mit Laufzeiten von 28 Tagen per Ende Juli 2009 ein.

Ebenfalls am 25. Juni 2009 gaben die SNB, die EZB, die Narodowy Bank Polski und die Magyar Nemzeti Bank bekannt, bis mindestens zum 31. Oktober 2009 weitere EUR/CHF-Devisenswaps mit einer Laufzeit von 7 Tagen durchzuführen. Diese Massnahme war darauf ausgerichtet, eine weitere Entspannung am kurzfristigen Schweizerfranken-Geldmarkt herbeizuführen.

Ausserdem emittierte die SNB wiederum wöchentlich SNB Bills in Schweizer Franken, um gezielt Frankenliquidität abzuschöpfen. Seit der Lagebeurteilung vom 18. Juni 2009 wurden ausschliesslich SNB Bills mit einer Laufzeit von sieben Tagen platziert. Im Durchschnitt wurden durch die SNB-Bills-Auktionen im Juni und Juli 12,3 Milliarden Franken (bei Geboten von 23,4 Mrd. CHF) abgeschöpft. Die volumengewichtete Durchschnittsrendite pro Auktion schwankte zwischen 0,01% und 0,02%.

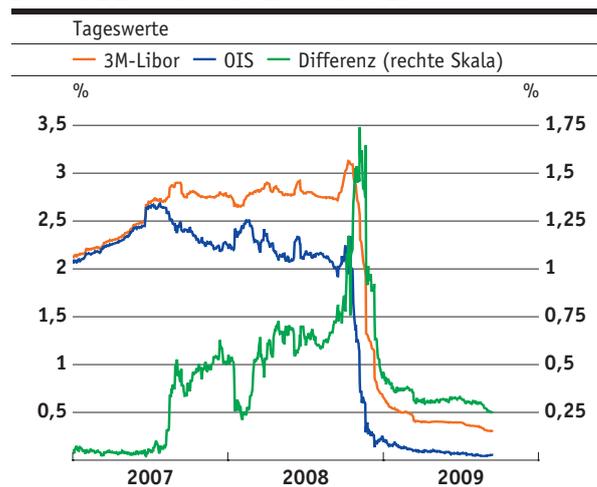
Des Weiteren setzte die SNB im letzten Quartal die Emission eigener Schuldverschreibungen in US-Dollar (SNB USD Bills) im Rahmen der Finanzierung des Darlehens an den SNB StabFund fort. Diese wur-

Grafik 3.1  
Geldmarktsätze



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.2  
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Quellen: Bloomberg, Reuters

den in vierzehntäglichen Abständen aufgelegt und wiesen Laufzeiten von 28, 84 und 168 Tagen auf. Das ausstehende Volumen betrug Mitte September rund 20 Milliarden US-Dollar. Der Aufschlag der SNB USD Bills gegenüber den Renditen der jeweiligen amerikanischen Staatsanleihen hat sich seit der Lagebeurteilung vom Juni deutlich zurückgebildet.

### Verschiebung der Zinsstruktur nach unten

Nicht nur am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums, sondern auch im mittel- und langfristigen Segment sanken die Renditen seit der Lagebeurteilung vom Juni. Die Rendite der zehnjährigen Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft beispielsweise fiel von 2,48% Mitte Juni auf 2,25% Mitte September. Somit hat sich die ganze Zinsstrukturkurve nach unten verschoben (Grafik 3.3).

### Neue Franken-Referenzzinssätze

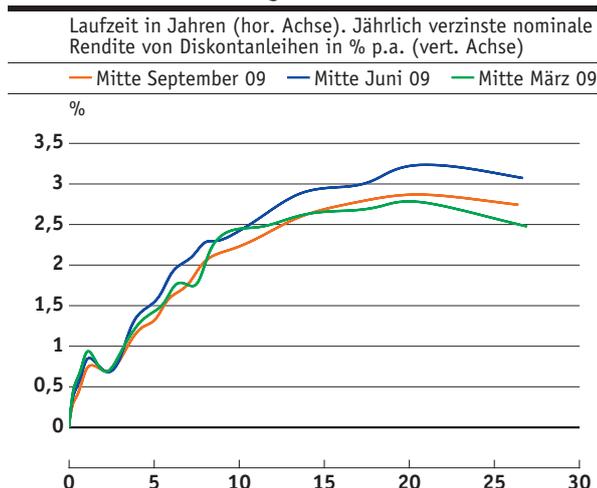
Die SNB und die SIX Swiss Exchange AG lancierten im dritten Quartal gemeinsam neue Franken-Referenzzinssätze für die Finanzmärkte, die sogenannten Swiss Reference Rates. Diese basieren auf abgeschlossenen Transaktionen sowie handelbaren Preisstellungen (Quotes) des Franken-Repo-Interbankenmarktes der Eurex Zürich AG. Die Berechnung der Swiss Reference Rates erfolgt für das Laufzeitenspektrum Overnight bis sechs Monate. Mit der Einführung der Swiss Reference Rates wird dem zunehmenden Marktbedürfnis nach Referenzzinssätzen, die auf dem besicherten Geldmarkt basieren, Rechnung getragen. Mithilfe der Swiss Reference Rates kann die SNB die Entwicklungen am Geldmarkt besser überwachen und folglich die Steuerung des Zins-

niveaus optimieren. Gleichzeitig wird mit den neuen Referenzzinssätzen eine risikoneutrale Franken-Zinskurve für die Finanzmärkte geschaffen. Der Tagesgeldsatz dieser Referenzzinssatzgruppe – Swiss Average Rate Overnight (SARON®) – wird als Referenzgrösse eine gewichtige Rolle für die Finanzmärkte einnehmen und ist künftig der Ausgangswert für die Franken-Zinskurve. Dem SARON® misst die SNB die grösste Bedeutung bei, da bisher weder auf besicherter noch auf unbesicherter Basis ein Franken-Overnight-Satz mit hoher Relevanz für die Finanzmärkte existierte. Der SARON® reagiert am stärksten auf die Verhältnisse am Repo-Markt und dient als allgemeiner Indikator für Veränderungen der kurzfristigen Zinsen. Er ersetzt den bisherigen Repo-Overnight-Index (SNB) per 25. August 2009 in allen Bereichen, in denen dieser als Bezugsgrösse diente. Die Publikation des Repo-Overnight-Indexes (SNB) wurde per sofort eingestellt.

### Auch international tiefere Zinsen

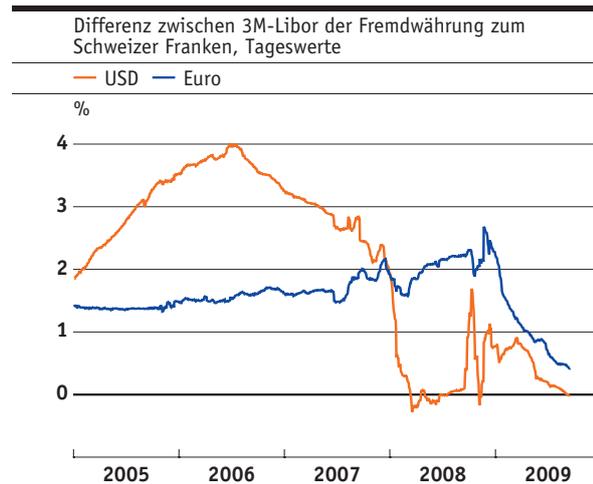
International fielen die kurzfristigen Zinsen noch etwas stärker als in der Schweiz, was zu einer Verringerung der Zinsspannen zum Dollar- bzw. Euroraum führte. Mitte September betrugen sie 0 bzw. 42 Basispunkte gegenüber 21 bzw. 84 Basispunkten Mitte Juni (Grafik 3.4). Der Abwärtstrend der Geldmarktzinsen ist einerseits auf die von einigen Zentralbanken reichlich bereitgestellte Liquidität zurückzuführen. Andererseits dürften die rückläufigen Renditen ein gestärktes Vertrauen der Marktteilnehmer ins Finanzsystem widerspiegeln. Die langfristigen internationalen Zinsen tendierten ebenfalls nach unten (Grafik 3.5) – in Deutschland etwa im

Grafik 3.3  
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Quelle: SNB

Grafik 3.4  
Differenzen internationaler Kurzfristzinsen



Quellen: Reuters, SNB

gleichen Ausmass wie in der Schweiz. In den USA gab die Rendite von zehnjährigen Anleihen des amerikanischen Schatzamtes etwas kräftiger nach als in der Schweiz, sodass sich die Renditedifferenz zwischen amerikanischen und schweizerischen Anleihen verringerte. Gefördert wurde die Entwicklung fallender Renditen durch die in vielen Ländern praktizierte quantitative Lockerungspolitik der Zentralbanken, welche zumeist aus dem Ankauf langfristiger Staats- bzw. Unternehmensanleihen bestand.

### Weitere Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen

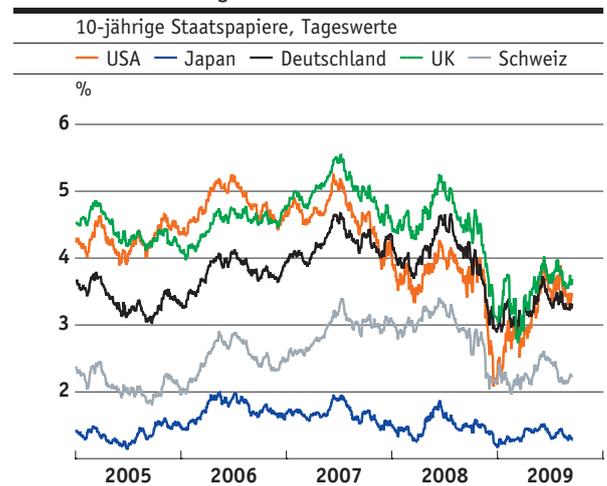
In den letzten Monaten verbesserten sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen weiter. Insbesondere die Zinsen von Schweizer Unternehmensanleihen mit niedrigerem Rating gaben nach. Dies lässt vermuten, dass die Investoren wieder vermehrt Vertrauen in die Solvenz und die Gewinnmöglichkeiten der Firmen gewonnen haben. Auch die Ankäufe der SNB von Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner dürften zur neuerlichen Entspannung beigetragen haben.

### Weiterhin tiefe reale Zinssätze

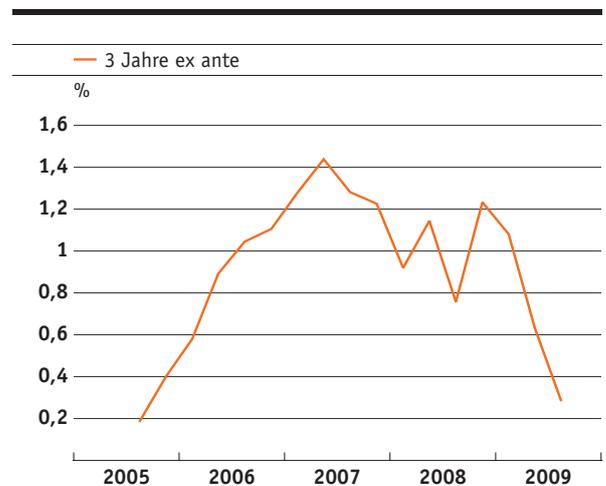
Der Realzins ist eine wichtige Bestimmungsgrösse für das Spar- und Investitionsverhalten der Haushalte und Unternehmen und damit von zentraler Bedeutung für die zukünftige Entwicklung der Konjunktur. Grafik 3.6 zeigt die Entwicklung des dreijährigen Realzinses. Dieser ist als Differenz zwischen dem dreijährigen Nominalzins und dem über den gleichen Zeitraum erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen dem Durchschnitt der unbedingten Prognosen verschiedener SNB-Modelle entsprechen. Der so gemessene Realzins lag im dritten Quartal 2009 bei 0,3%. Das Realzinsniveau ist im historischen Vergleich für mittlere Laufzeiten sehr tief und wirkt stimulierend auf die Wirtschaft.

Die vom SECO im August veröffentlichte Haushaltsumfrage zur Konsumentenstimmung deutet auf nur unwesentlich erhöhte Inflationserwartungen in der kurzen Frist hin (Grafik 3.7). Zwar hat sich der Anteil der Befragten, die einen Preisrückgang in den nächsten zwölf Monaten erwarten, im Vergleich zur letzten Umfrage etwas vermindert, und der Anteil, der steigende Preise antizipiert, ist leicht gestiegen. Insgesamt bleiben die Inflationserwartungen für das kommende Jahr aber sehr gedämpft.

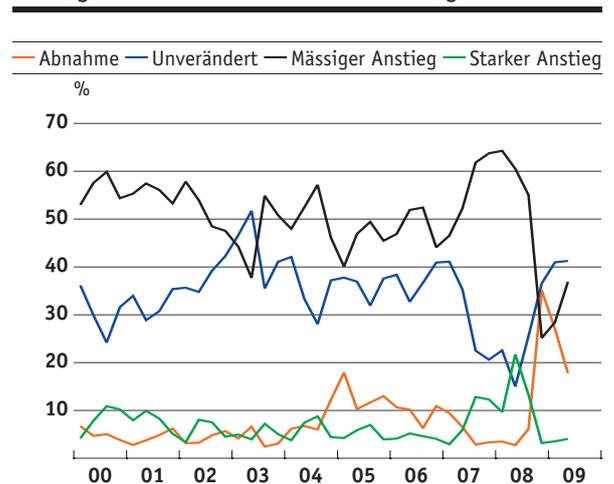
Grafik 3.5  
Internationale Langfristzinsen



Grafik 3.6  
Geschätzter Realzinsatz



Grafik 3.7  
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafik 3.5:  
Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafik 3.6:  
Quelle: SNB

Grafik 3.7:  
Quellen: SECO, SNB

## 3.2 Wechselkurse

### Geringere Volatilität an den Devisenmärkten

In jüngster Zeit verlief die Entwicklung an den Devisenmärkten ruhig. Dies fällt besonders im Vergleich mit den ausgeprägten Schwankungen nach Ausbruch der Finanzkrise im August 2007 auf. Zwischen Mitte Juni und Mitte September gab der US-Dollar gegenüber dem Euro um 5,1% nach, während er sich zum Euro im Verlaufe des zweiten Quartals 2009 noch um 11% abgeschwächt hatte.

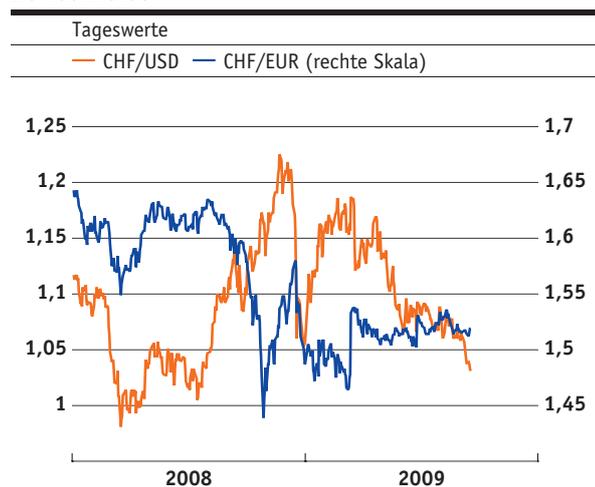
Der Franken wertete sich seit der Lagebeurteilung vom Juni gegenüber dem US-Dollar um 4,2% auf und notierte Mitte September bei 1.03 CHF/USD. Gegenüber dem Euro gab er um 1,0% nach und lag Mitte September bei 1.52 CHF/EUR (Grafik 3.8). Die Entwicklung des Frankens ist auch im Kontext der unkonventionellen Massnahmen der SNB zu sehen. Sie zielt darauf ab, den Frankenkurs gegenüber dem Euro nicht weiter ansteigen zu lassen.

Seit der Lagebeurteilung vom Juni hat sich der handelsgewichtete nominale Aussenwert des Schweizer Frankens kaum verändert. Seit Beginn der Krise im August 2007 beläuft sich der Anstieg des Frankens aber auf 11% (Grafik 3.9).

### Langfristig stabiler realer Aussenwert

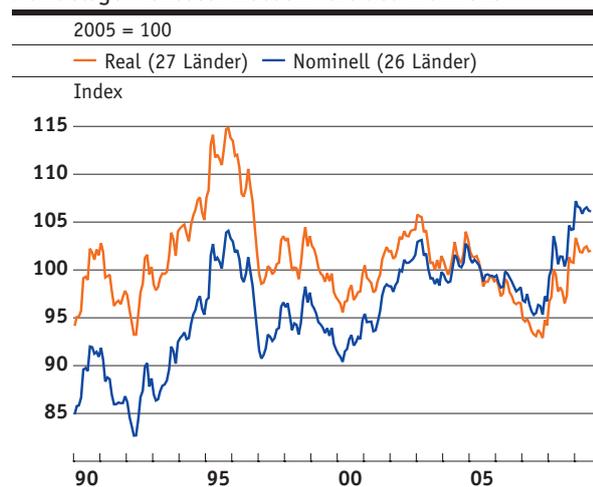
Grafik 3.9 zeigt auch den handelsgewichteten realen Aussenwert des Frankens. Dessen relativ stabiler Verlauf bringt zum Ausdruck, dass die Bewegungen der nominellen Wechselkurse die Teuerungsunterschiede zwischen den Wirtschaftsräumen über längere Zeiträume tendenziell ausgleichen.

Grafik 3.8  
Devisenkurse



Quelle: SNB

Grafik 3.9  
Handelsgewichteter Aussenwert des Frankens



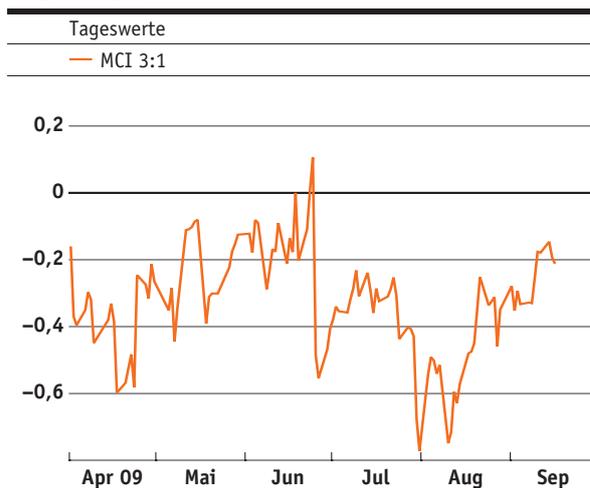
Quelle: BIZ

### Leichte Lockerung der monetären 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, Quartalsheft 1/2004, S. 27).

Der leicht rückläufige 3M-Libor und ein etwas schwächerer exportgewichteter nominaler Aussenwert des Frankens bewirkten bis Mitte September einen Rückgang des MCI, was einer Lockerung der monetären Bedingungen entspricht (Grafik 3.10).

Grafik 3.10  
MCI nominal



Quelle: SNB

### 3.3 Aktien-, Rohwaren- und Immobilienpreise

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

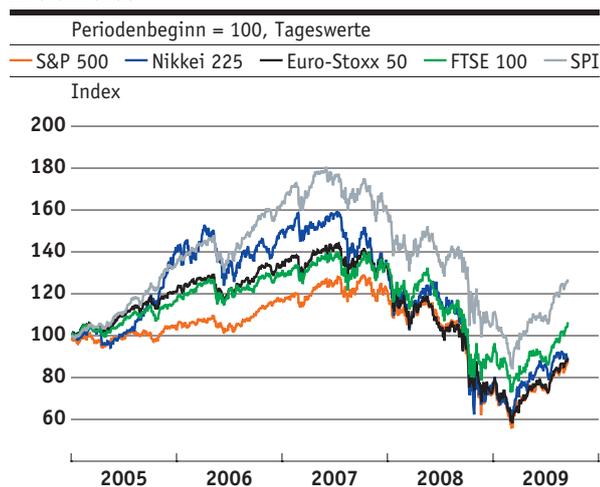
#### Erholung auf den Aktienmärkten

Die internationalen Aktienmärkte gewannen im dritten Quartal 2009 deutlich an Fahrt. Seit Mitte Juni stieg der Swiss Performance Index (SPI) um 16%. In etwa gleichem Umfang legten der euro-

päische Euro-STOXX 50 und der amerikanische S&P 500 zu. Das Ausmass der Erholung ist vor dem Hintergrund der vorangegangenen Kursstürze zu sehen. Die anziehenden Kurse dürften auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein: Die Marktteilnehmer scheinen zunehmend davon überzeugt zu sein, dass das Schlimmste überstanden ist. Des Weiteren fielen die Ergebnisse zahlreicher, vor allem US-amerikanischer Unternehmen besser aus als erwartet, was den Kursen Auftrieb verlieh. Ausserdem trägt die niedrige Verzinsung von Staatsanleihen ebenfalls zur relativen Attraktivität der Aktien bei.

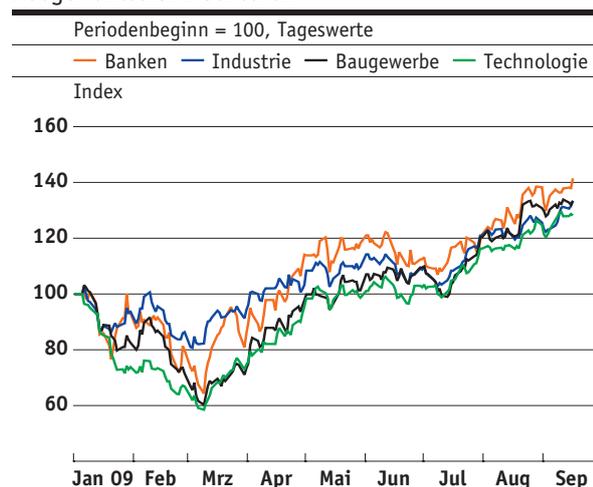
Betrachtet man die einzelnen Komponenten des SPI nach Unternehmensgrösse, zeigt sich, dass vor allem mittlere und grosse Schweizer Unternehmen vom jüngsten Aufwärtstrend profitierten. Der Aktienkurs der grosskapitalisierten Unternehmen stieg zwischen Mitte Juni und Mitte September um 16%, die Kurse der mittleren und kleinen Unternehmen um 17% bzw. 12%. Insbesondere profitierten die Aktien der Technologieunternehmen und der Baubranche. Der massive Druck auf die Kurse im Bankensektor hat ebenfalls nachgelassen.

Grafik 3.11  
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

Grafik 3.12  
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 3.13 zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden dreissig Tage anhand des Chicago-Board-Options-Exchange-Volatility-Index (VIX) sowie die realisierte Volatilität gemessen als annualisierte Standardabweichung der monatlichen Renditen des S&P 500. Die Volatilität, welche ein Zeichen der Unsicherheit ist, hat sich auf ein für eine Rezession übliches Niveau zurückgebildet.

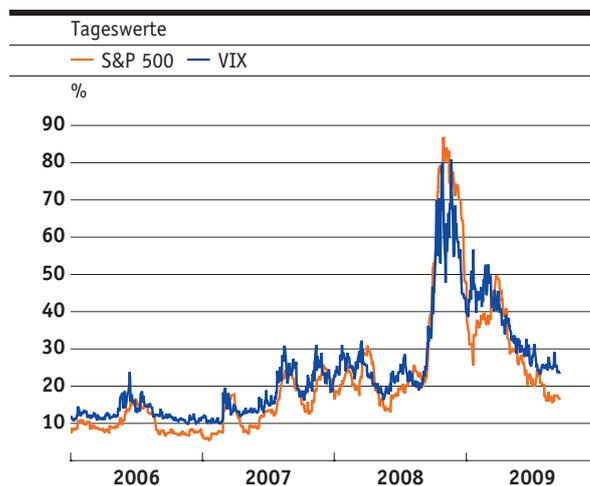
### Höhere Rohwarenpreise

Die Rohstoffpreise erhöhten sich in der Berichtsperiode. Gemäss dem Commodity-Research-Bureau-Index (CRB) zogen die Rohwarenpreise zwischen Mitte Juni und Mitte September um 7% an. Insbesondere verteuerten sich die Industriegüter (19%), während die Preise für Weizen schrumpften (-19%). Der Erdölpreis in Dollar gab zuerst im Juli nach, zog dann aber wieder an und lag Mitte September bei 70 USD pro Fass. Der Goldpreis hingegen stieg in der Berichtsperiode deutlich an und kam zeitweise auf über tausend Dollar pro Unze zu liegen.

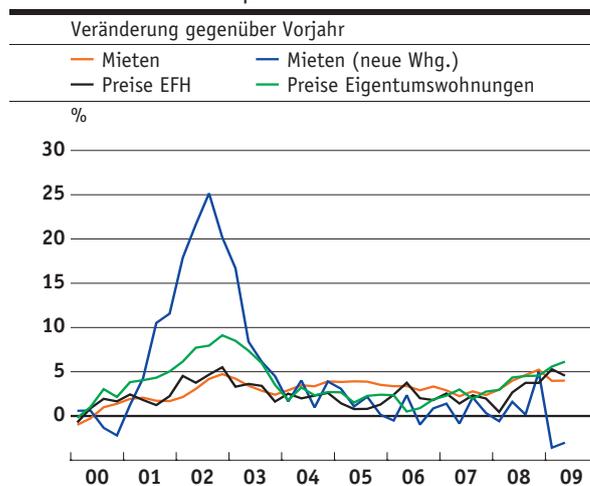
### Uneinheitliche Entwicklung der Immobilienpreise

Im zweiten Quartal 2009 entwickelten sich die Immobilienpreise in der Schweiz uneinheitlich (Grafiken 3.14 und 3.15). Die Preise von Eigentumswohnungen legten um 6% zu; Einfamilienhäuser verteuerten sich um 4,5%. Der Wohnungsmarkt in der Schweiz besteht zum grössten Teil aus Mietwohnungen. Insgesamt stiegen die Mieten wie schon im Vorquartal um 3,9%. Die Mieten bei Erstvermietungen, welche stärker auf die Marktkräfte reagieren, schrumpften dagegen um 3,1%. Die Mieten im gewerblich genutzten Bereich sanken um weitere 10,5%, nachdem bereits im Vorquartal ein Rückgang von 8,7% zu verzeichnen war.

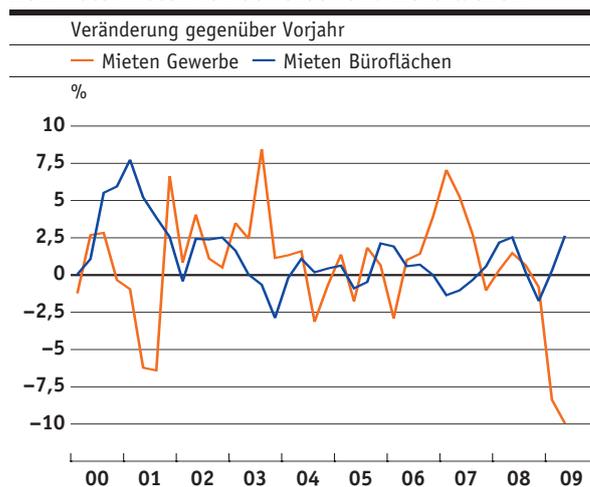
Grafik 3.13  
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.14  
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Grafik 3.15  
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Grafik 3.13:  
Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafiken 3.14 und 3.15:  
Quelle: Wüest & Partner

## 3.4 Geldaggregate

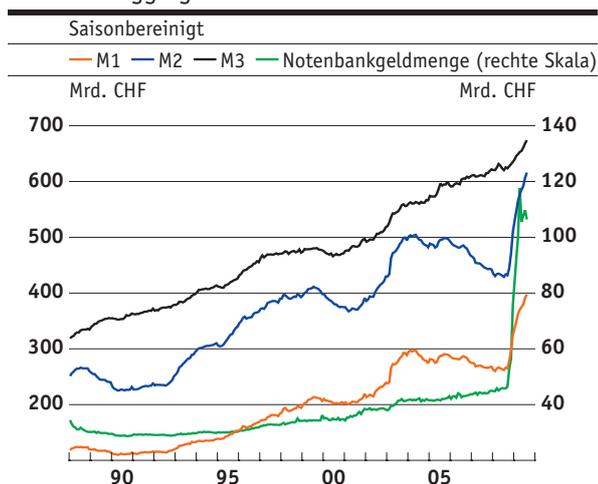
### Geldaggregate wachsen deutlich

Um die hohe Nachfrage der Geschäftsbanken zu befriedigen, versorgte die SNB den Markt weiterhin grosszügig mit Liquidität. Die allgemeine Verunsicherung liess auch die Nachfrage nach Banknoten mit einer hohen Stückelung ansteigen. Der im August verzeichnete massive Anstieg der Notenbankgeldmenge um 134,5% gegenüber dem Vorjahr ist deshalb nicht Ausdruck einer übermässigen Geldversorgung der Wirtschaft. So kamen denn auch die breiteren Geldaggregate erst in jüngster Zeit über ihr Trendniveau zu liegen (Grafik 3.16). Sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) waren nach einem hohen Wachstum in den Jahren 2003–2005 ab Anfang 2006 infolge ansteigender Zinsen zurückgegangen. Ab Herbst 2007 stabilisierten sich diese Geldmengen im Einklang mit dem flacheren Verlauf der kurzfristigen Zinsen wieder. Mit den jüngsten Zinssenkungen begannen M1 und M2 wieder kräftig zu wachsen. M1 lag im August um 48,9% über dem Vorjahresniveau, M2 um 41,8%. Die Geldmenge M3 (M2 plus Termineinlagen), die im Allgemeinen weniger volatil ist als die anderen Aggregate, weitete sich um 7,7% aus (Tabelle 3.1).

### Höhere Inflationsraten in der mittleren Frist

Zur Beurteilung möglicher Inflations- oder Deflationsrisiken 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, Quartalsheft 1/2005, S. 33). Grafik 3.17 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. Der «Money Gap» schloss sich im zweiten Quartal und erreichte im dritten Quartal positive Werte. Er deutet somit in der mittleren Frist auf höhere Inflationsraten hin.

Grafik 3.16  
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

	2007	2008	2008			2009		2009		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
<b>Notenbankgeldmenge<sup>2</sup></b>	<b>44,2</b>	<b>49,6</b>	<b>45,4</b>	<b>45,3</b>	<b>61,7</b>	<b>92,9</b>	<b>110,2</b>	<b>107,3</b>	<b>109,3</b>	<b>105,5</b>
Veränderung <sup>3</sup>	2,5	12,1	3,3	4,4	37,8	102,9	142,6	135,4	140,4	134,5
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>268,9</b>	<b>273,1</b>	<b>265,3</b>	<b>258,4</b>	<b>302,2</b>	<b>355,2</b>	<b>375,2</b>	<b>373,8</b>	<b>381,8</b>	<b>384,9</b>
Veränderung <sup>3</sup>	-4,8	1,5	-1,7	-1,1	12,5	33,3	41,4	43,7	49,1	48,9
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>450,5</b>	<b>443,1</b>	<b>434,3</b>	<b>423,8</b>	<b>475,8</b>	<b>554,9</b>	<b>586,2</b>	<b>586,0</b>	<b>596,1</b>	<b>601,8</b>
Veränderung <sup>3</sup>	-6,4	-1,6	-4,3	-3,5	7,3	26,5	35,0	37,1	41,3	41,8
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>612,8</b>	<b>626,0</b>	<b>629,4</b>	<b>618,1</b>	<b>631,3</b>	<b>648,3</b>	<b>657,9</b>	<b>658,0</b>	<b>664,0</b>	<b>667,6</b>
Veränderung <sup>3</sup>	2,1	2,2	2,9	1,8	2,0	3,7	4,5	5,9	7,7	7,7

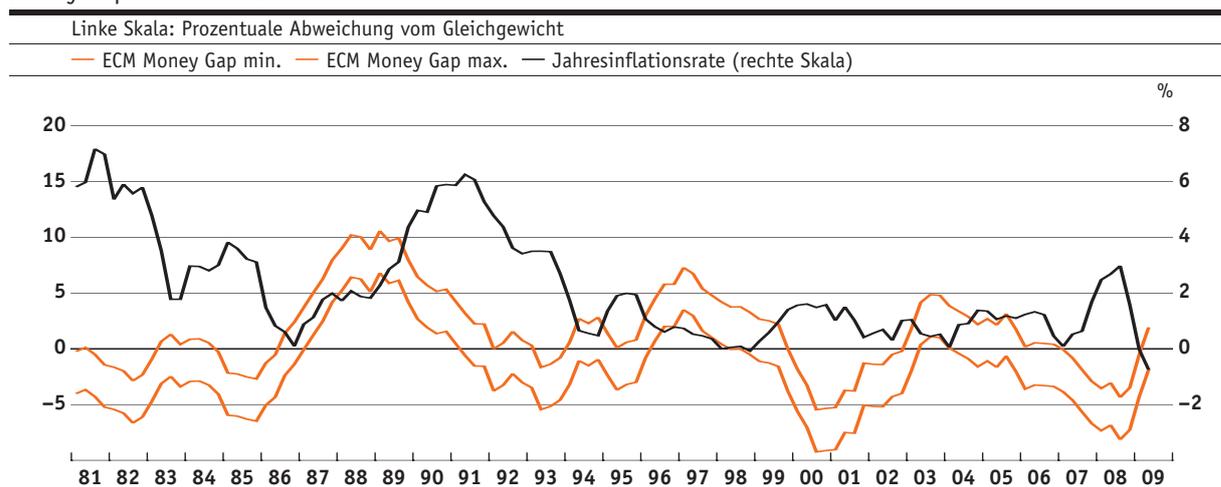
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.17  
Money Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

### Hohe Nachfrage nach Zentralbankgeld

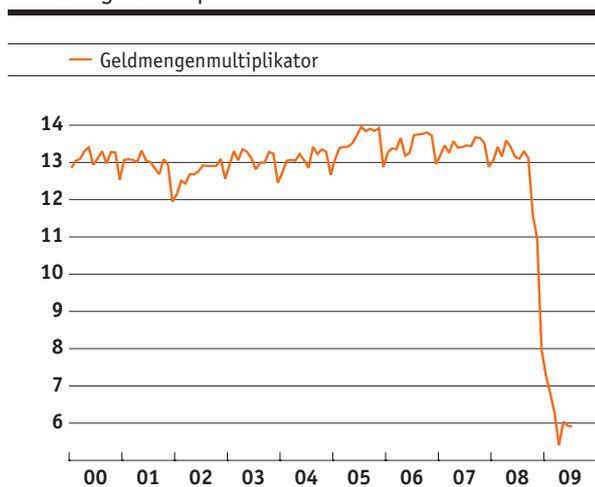
Die monetäre Basis, bestehend aus den Giro Guthaben der Banken bei der SNB und dem Notenumlauf, ist ein Mass für die Liquidität im Interbankenmarkt. Die Notenbankgeldmenge hat sich seit September 2008 mehr als verdoppelt, weil sich die Banken seit dem Ausbruch der Finanzkrise gegenseitig nicht mehr im gleichen Umfang Kredite gewähren wie vorher. Die Notenbanken haben diese im Normalfall von den Geschäftsbanken ausgeübte Funktion übernommen, so auch die SNB. Die Zunahme der Nachfrage der Banken nach Notenbankgeld lässt sich am Verhältnis der Giro Guthaben zu den Depositen (Sicht-, Termin- und Spareinlagen) im Publikum, die in der Geldmenge M3 enthalten sind, ablesen.

Zwischen der Liquidität im Interbankenmarkt, den Giro Guthaben und der Geldmenge M3 besteht in der Regel eine stabile Beziehung, die im Geldmultiplikator zusammengefasst wird (Grafik 3.18). Dieser bringt zum Ausdruck, dass die Banken auf Basis der ihnen selbst zur Verfügung stehenden liquiden Mittel

über Kreditgewährung ein Vielfaches an Geld im Publikum entstehen lassen können. Der M3-Geldmultiplikator ist der Quotient aus dem Geldaggregat M3 und der monetären Basis. Seit Herbst 2008 sind die Giro Guthaben als Teil der monetären Basis deutlich gestiegen, was sich in einem starken Rückgang des Multiplikators widerspiegelt. Jüngst hat sich der Multiplikator kaum mehr verändert.

Über kurz oder lang wird der Multiplikator zu seinem Normalwert zurücktendieren. Dies kann grundsätzlich auf zwei Arten geschehen. Im ersten, geldpolitisch zu vermeidenden Fall, würde der Multiplikator bei unveränderter monetärer Basis ansteigen. Die hohe Liquidität der Banken würde so über die Gewährung von Krediten der übrigen Wirtschaft zur Verfügung gestellt. Der damit einhergehende Anstieg von M3 könnte mit der Zeit inflationstreibend wirken. Steigt hingegen der Multiplikator, weil die SNB die Liquidität aus dem Interbankenmarkt abschöpft und somit die Giro Guthaben ermässigt, bleiben das Wachstum von M3 und die Teuerung unter Kontrolle.

Grafik 3.18  
Geldmengenmultiplikator M3



Quelle: SNB

## 3.5 Kredite

### Unternehmenskredite weiterhin robust

Das jährliche Kreditwachstum verlangsamte sich im zweiten Quartal 2009 zum fünften Mal in Folge. Es betrug 3,2% gegenüber 4,1% im ersten Quartal 2009. Diese Verlangsamung ist vor allem auf das Wachstum der übrigen Kredite zurückzuführen (Grafik 3.19), welches zum ersten Mal seit 2006 einen negativen Wert aufweist (von 4,7% im ersten Quartal auf -0,9% im zweiten Quartal 2009). Dieser Rückgang spiegelt die Wirtschaftslage wider: Die Wachstumsrate der übrigen Kredite hat eine hohe Korrelation mit dem realen BIP-Wachstum. Der Rückgang ist in erster Linie auf eine starke Wachstumsverlangsamung der ungesicherten übrigen Kredite zurückzuführen. Diese wuchsen um nur 2,1% im zweiten Quartal 2009 gegenüber 10,9% ein Quartal zuvor. Die gedeckten übrigen Kredite schrumpften mit 6,2% in ähnlichem Umfang wie im Vorquartal. Das Wachstum der Hypotheken dagegen nahm von 3,9% im ersten Quartal auf 4,3% im zweiten Quartal 2009 zu. Der starke Volumenanstieg der Hypotheken lässt sich mit den jüngsten Zinssenkungen erklären.

Die Unterteilung der Kreditentwicklung nach Haushalten und Unternehmen zeigt, dass die Kredite an Haushalte im Vorjahresvergleich um mehr als 17 Mrd. Franken expandierten (Grafik 3.20). Dies entspricht einer Wachstumsrate von 3,2% im Vergleich zu 2,2% im Vorquartal. Haushaltshypotheken nahmen mit 4,6% deutlich rascher zu als im Vorquartal (3,7%), während die übrigen Haushaltskredite um 15% schrumpften. Während die Hypotheken durch die Lockerung der Geldpolitik gestützt

wurden, spiegelt die Abnahme der übrigen Kredite den Rückgang des Konsums wider.

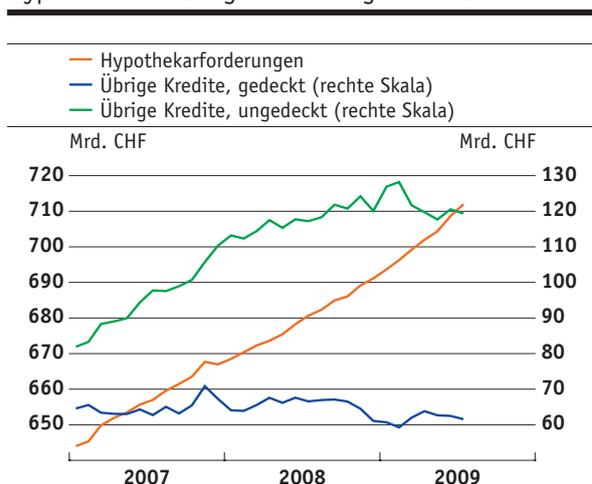
Die Kredite an private Unternehmen nahmen in der gleichen Zeitspanne um mehr als 16 Mrd. Franken zu. Die Wachstumsrate fiel von 9,5% im ersten Quartal auf 6,2% im zweiten Quartal 2009, blieb aber für eine Rezessionsphase relativ robust. Das langsamere Wachstum ist auf einen Rückgang der Wachstumsrate der übrigen Kredite von 14,6% im ersten Quartal auf 6,4% im zweiten Quartal 2009 zurückzuführen, während die Hypothekarforderungen etwas kräftiger zunahmen (5,7%).

Im Allgemeinen wuchsen die Kredite an private Unternehmen stärker als diejenigen an die Haushalte. So expandierten die Hypothekarausleihungen an Unternehmen im Juli um 6,0%, während die Hypotheken an die Haushalte nur um 4,8% zunahmen. Ferner stiegen die Kredite an Kleinunternehmen stärker als die Kredite an die Haushalte.

Diese Entwicklung steht im Einklang mit der bei den Banken durchgeführten Umfrage (sog. Bank Lending Survey<sup>1</sup>), die auf eine leichte Verschärfung der Kreditstandards für Unternehmen hinweist. Obwohl die Daten eine Verlangsamung des Kreditwachstums zeigen, deutet die Kreditentwicklung zurzeit auf keine eindeutige Kreditverknappung hin. Gemäss Bank Lending Survey erwartet für das dritte Quartal erstmals seit Dezember 2008 wieder ein kleinerer Anteil von Banken eine Verschärfung ihrer Kreditbedingungen.

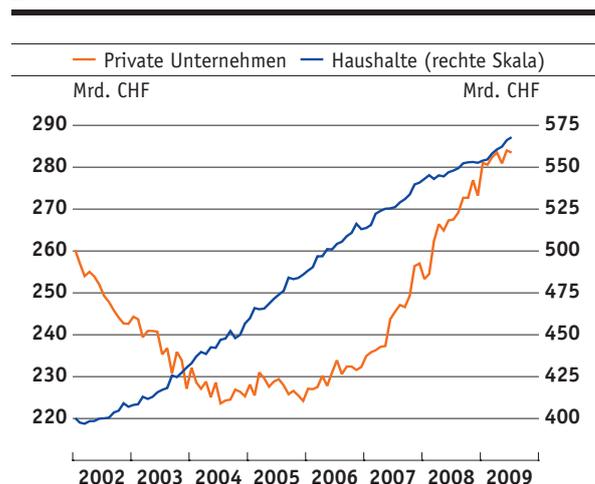
1 Der Bank Lending Survey ist eine Umfrage über die Kreditbedingungen, welche die SNB seit Anfang 2008 bei 20 Banken, die 85% des Kreditmarktes im Inland abdecken, quartalsweise durchführt.

Grafik 3.19  
Hypothekarforderungen und übrige Kredite



Quelle: SNB

Grafik 3.20  
Bankkredite



Quelle: SNB

## Bankkredite

Tabelle 3.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2007	2008	2008			2009		2009		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli
<b>Total<sup>1</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>
Hypothekarforderungen <sup>1</sup>	4,0	3,5	3,4	3,5	3,4	3,9	4,3	4,3	4,5	4,6
davon Haushalte <sup>2</sup>	4,3	3,3	3,0	3,4	3,2	3,7	4,6	4,6	4,7	4,8
davon private Unternehmen <sup>2</sup>	2,2	3,8	4,3	3,4	3,6	5,2	5,8	5,6	6,2	6,0
Übrige Kredite <sup>1</sup>	13,4	14,8	19,0	15,0	7,1	4,7	-0,9	-0,6	-1,2	-1,6
davon gedeckt <sup>1</sup>	8,2	1,2	5,7	5,1	-5,6	-6,0	-6,2	-5,3	-7,6	-7,5
davon ungedeckt <sup>1</sup>	17,2	24,2	28,2	21,4	15,3	10,9	2,1	2,0	2,4	1,8
davon in CHF <sup>1</sup>	5,7	20,3	23,6	19,3	16,3	6,2	1,2	1,6	0,7	1,3
davon in anderen Währungen <sup>1</sup>	44,3	-1,8	5,2	2,3	-18,5	-3,2	-9,7	-10,3	-9,2	-12,7

1 Monatsbilanzen

2 Kreditvolumenstatistik

Quelle: SNB

## 4 Die Inflationsprognose der SNB

### 4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Der Teuerungsverlauf in der Schweiz ist neben inländischen Bestimmungsfaktoren auch stark von exogenen Einflüssen geprägt. Verschiedene der für die Erstellung der SNB-Inflationsprognose verwendeten Modelle tragen diesem Umstand Rechnung, indem sie die zu erwartende Entwicklung in der Schweiz in ein weltwirtschaftliches Umfeld einbetten. Das dabei unterstellte internationale Konjunkturszenario stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 zeigt die wichtigsten Annahmen dieses Szenarios im Vergleich zur Juni-Prognose.

#### **Rasche Erholung erwartet**

Da sich die internationale Konjunktur in den letzten Monaten positiver als erwartet entwickelte, wurden die Wachstumsannahmen für das Jahr 2009 nach oben angepasst. Für das laufende Jahr wird ein BIP-Rückgang von 2,4% in den USA und von 3,6% in Europa unterstellt. Für 2010 werden dagegen positive Jahreswachstumsraten antizipiert, die aufgrund der weltweiten konjunkturstützenden Massnahmen deutlich gegenüber der Juni-Prognose nach oben revidiert wurden.

Für Erdöl wird in den nächsten Quartalen ein Preis von 72 Dollar, danach von 70 Dollar pro Fass unterstellt. Für das Jahr 2009 werden weltweit stabile Konsumentenpreise angenommen. Für die Jahre 2010 und 2011 werden dagegen leicht positive Inflationsraten prognostiziert. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird im Prognosezeitraum bei 1.42 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.

<b>September 2009</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
BIP USA <sup>1</sup>	-2,4	2,4	2,5
BIP EU-15 <sup>1</sup>	-3,6	2,2	2,3
		<b>Kurze Frist</b>	<b>Lange Frist</b>
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>		1.42	1.42
Ölpreis in USD/Fass <sup>2</sup>		72	70
Ölpreis in CHF/Fass <sup>3</sup>		77	75
<b>Juni 2009</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
BIP USA <sup>1</sup>	-2,8	1,7	2,9
BIP EU-15 <sup>1</sup>	-4,6	0,2	2,1
		<b>Kurze Frist</b>	<b>Lange Frist</b>
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>		1.34	1.34
Ölpreis in USD/Fass <sup>2</sup>		60	54
Ölpreis in CHF/Fass <sup>4</sup>		65	58

1 Veränderung in %

2 Niveau

3 Niveau, Kurs vom 17. September 2009

4 Niveau, Kurs vom 18. Juni 2009

Quelle: SNB

## 4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

Die SNB hält an ihrer im März eingeleiteten expansiven Geldpolitik fest. Auch wenn in letzter Zeit vermehrt ermutigende Konjunktursignale festzustellen waren, bleibt die Unsicherheit über die künftige Entwicklung gross. Unter diesen Umständen lässt die SNB Vorsicht walten und führt ihren gegenwärtigen geldpolitischen Kurs unverändert fort.

Sie belässt demnach das Zielband für den Drei-monats-Libor bei 0%–0,75%. Sie verfolgt dabei weiterhin das Ziel, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten. Sie wird die Wirtschaft weiterhin grosszügig mit Liquidität versorgen. Sie wird wenn nötig auch mit ihren Käufen von Schweizerfranken-Obligationen fortfahren, um die Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von privaten Schuldner zu reduzieren. Zudem wird sie einer Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro weiterhin entschieden entgegenwirken.

Die weltweite Konjunkturlage hat sich in den letzten Monaten verbessert, und der Rückgang der Schweizer Wirtschaft fiel deutlich weniger markant aus als im zweiten Quartal erwartet. Deshalb passt die Nationalbank ihre Wachstumsprognose für das reale Bruttoinlandprodukt für das laufende Jahr an. Sie geht nun davon aus, dass das reale BIP um 1,5% bis 2% sinken wird. Die Wirtschaft wird im Verlauf der nächsten Monate allmählich wieder wachsen.

Was die Inflation anbelangt, bleibt die Prognose für 2009 praktisch unverändert. Für die folgenden Jahre allerdings liegt sie auf einem leicht höheren Niveau. Dieser Unterschied ist insbesondere auf die schweizerische und weltweite Konjunktur-entwicklung zurückzuführen, die weniger ungünstig ausgefallen ist als erwartet. Die durchschnittliche Jahresteuern wird für 2009 negativ ausfallen und bei etwa –0,5% liegen. Für 2010 und 2011 rechnet die Nationalbank mit Preissteigerungen von 0,6% bzw. 0,9%. Die Inflationsprognose ist mit grossen Unsicherheiten behaftet. Die erwartete weltwirtschaftliche Erholung könnte ausbleiben. Ausserdem kann eine erneute Verschlechterung der Lage im Finanzsektor nicht ganz ausgeschlossen werden, auch wenn sich dieser Sektor derzeit spürbar erholt. Demnach besteht weiterhin ein Deflationsrisiko. Eine unverzügliche Straffung der geldpolitischen Zügel ist deshalb nicht nötig. Die Inflationsprognose zeigt aber auch, dass die expansive Geldpolitik

nicht endlos weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden.

Angesichts dieser Unsicherheiten bleibt die Nationalbank vorsichtig und hält an der im letzten März eingeschlagenen expansiven Geldpolitik fest. Indem sie weiterhin die Inflationsprognose als Richtschnur verwendet, stellt sie sicher, dass die zurzeit angewandten ausserordentlichen Massnahmen die mittel- und langfristige Preisstabilität nicht gefährden.

### **Internationale Wirtschaftsaussichten**

Die wirtschaftlichen Aussichten der Schweiz werden stark durch das internationale Umfeld beeinflusst. Aus diesem Grund stützt die SNB ihre Inflationsprognose auf die wahrscheinlichsten Annahmen zur künftigen Entwicklung der Weltwirtschaft ab. Sie geht nun davon aus, dass sich das Wachstum etwas rascher erholen wird als noch im Juni erwartet. So rechnet sie damit, dass die Wachstumsraten sowohl in den USA als auch in Europa vor Ende Jahr wieder positiv werden. Nach wie vor bestehen für die internationale Konjunktur-entwicklung aber bedeutende Risiken.

### **Wirtschaftsaussichten für die Schweiz**

Die Schweiz befindet sich weiterhin in einer schwierigen konjunkturellen Lage. Das BIP ist im zweiten Quartal weiter zurückgegangen. Der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten ist weiter gesunken, insbesondere in der verarbeitenden Industrie. Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit nehmen stark zu und der Index für die Konsumentenstimmung bewegt sich auf tiefem Niveau.

In den nächsten Monaten dürften allerdings die Warenexporte von der Erholung der Weltwirtschaft profitieren. Der Aufschwung wird nicht alle Exportbereiche gleichermassen erfassen. So dürfte namentlich die Nachfrage nach Ausrüstungs- und dauerhaften Konsumgütern moderat bleiben. Bei der inländischen Nachfrage dürften sowohl der schwache private Konsum als auch die geringen Investitionsausgaben das BIP-Wachstum dämpfen.

Für 2009 insgesamt rechnet die SNB jetzt mit einem weniger ausgeprägten Rückgang des BIP von –1,5% bis –2% (Juni-Prognose: –2,5% bis –3%). Die Prognose wurde revidiert, weil sich die Weltwirtschaft rascher als erwartet erholt und weil der Rückgang des BIP in der Schweiz bereits im zweiten Quartal weniger stark ausgefallen ist als angenommen. Die SNB bleibt jedoch der Meinung, dass der

Weg bis zur vollen Auslastung der Produktionskapazitäten insgesamt länger und unsicherer sein wird, als dies üblicherweise gegen Ende einer Rezession der Fall ist.

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

Die monetären Rahmenbedingungen bleiben stark gelockert. Der Dreimonats-Libor ist gesunken, ganz im Einklang mit dem Ziel der SNB, diesen Satz in den unteren Bereich des Zielbands zu führen. Auch die Renditen der Bundesobligationen haben nachgegeben. Für zehnjährige Anleihen liegt die Rendite bei etwa 2,2%. Am Kapitalmarkt sind die Risikoprämien zurückgegangen.

Der handelsgewichtete Aussenwert des Frankens ist stabil, ebenso der Kurs des Frankens gegenüber dem Euro. Die im letzten März ergriffenen geldpolitischen Massnahmen haben sich somit als wirksam erwiesen. Solange die weltweiten finanziellen Unsicherheiten andauern, bleibt die Lage jedoch schwierig. Die SNB wird deshalb einer Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro weiterhin entschieden entgegenwirken.

Die Entwicklung der Kredite und der Geldmengen widerspiegelt die massive Lockerung der geldpolitischen Zügel. Die Hypothekarkredite, die 80% des gesamten Kreditvolumens ausmachen, erhöhten sich im Juli um 4,6%. Der Anstieg setzte im November 2008 ein, als die SNB das Libor-Zielband drastisch senkte; zuvor war die Entwicklung rückläufig. Den Hauptanteil der Hypothekarkredite machen Baukredite aus. Die übrigen, nicht hypothekarischen Kredite nahmen im Juli um 1,6% ab. Die Entwicklung dieser Kreditkategorie verläuft gleich wie in früheren Rezessionsphasen. Diese statistischen Informationen werden durch die Ergebnisse der Quartalsumfrage zu den Kreditvergabebedingungen gestützt, welche die SNB seit Anfang 2008 bei den zwanzig wichtigsten Banken der Schweiz durchführt. Aus der Umfrage geht hervor, dass 40% der befragten Banken ihre Kreditbedingungen leicht verschärft haben.

Die einschlägigen Statistiken deuten in keiner Weise auf eine eigentliche Kreditverknappung (Credit Crunch) hin, weder bei den Krediten an private Haushalte noch bei jenen an kleine und grosse Unternehmen. Da sich die Qualität mancher Schuldner in einer Rezession verschlechtert und sich die wirtschaftliche Aktivität zurückbildet, ist eine zyklische Verschärfung der Kreditbedingungen oder

gar ein Rückgang des Kreditvolumens unvermeidbar. Eine solche Entwicklung darf aber nicht mit einer eigentlichen Kreditverknappung gleichgesetzt werden, da sie nicht auf eine einseitige Reduktion des Angebots durch die Banken zurückzuführen ist. Aus heutiger Sicht ist die SNB der Auffassung, dass zusätzliche Stützungsmaßnahmen der öffentlichen Hand auf dem Kreditmarkt nicht angebracht sind.

Die Notenbankgeldmenge hat sich seit Ausbruch der Finanzkrise mehr als verdoppelt, ist aber in den letzten Monaten bereits wieder deutlich gesunken. Diese Entwicklung widerspiegelt die Bemühungen der Nationalbank, den Interbankenmarkt mit genügend Liquidität zu versorgen. Die Nationalbank berücksichtigt damit die erhöhte Nachfrage, die ihrerseits auf den Vertrauensverlust zwischen den Akteuren im Finanzsektor zurückzuführen ist.

Die Liquidität ist hoch, nicht nur im Banken- und Finanzsektor, sondern auch bei den privaten Haushalten und den Unternehmen. Dies spiegelt sich im seit Jahresbeginn zunehmend rascheren Wachstum der Geldaggregate. Die Geldmenge M3, die bis zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung vom vergangenen Juni noch moderat anstieg, weitet sich nun schneller aus. Die Geldmengenentwicklung wird von der Nationalbank aufmerksam beobachtet.

### **Inflation und Inflationsrisiken**

Die Inflation ist seit sechs Monaten negativ, und die Kerninflation nimmt weiterhin ab. Im März und im Juni wurde aufgrund der Konjunkturaussichten für die Jahre 2010 und 2011 mit einer nahe bei null liegenden Inflation gerechnet, welche die Gefahr einer Deflation in sich barg. Nun ist die Inflationsprognose leicht nach oben angepasst worden. Somit hat sich das Deflationsrisiko verringert. Es könnte sich jedoch wieder erhöhen, sollte eines der beiden folgenden Szenarios eintreten:

Einerseits müssen sich die jüngsten Anzeichen einer weltweiten konjunkturellen Erholung noch bestätigen. In der Tat wird die Konjunktur derzeit durch Faktoren gestützt, die eine zeitlich begrenzte Wirkung haben, wie die staatlichen Ankurbelungsmassnahmen oder der Abbau der Lagervorräte. Dazu kommt, dass die USA dank einer starken Nachfrage nach Importgütern die Lokomotivfunktion für die Weltkonjunktur übernommen haben. Ein verstärkter Schuldenabbau der Konsumenten könnte jedoch verhindern, dass die USA weiterhin diese Rolle spielen können. Eine andere Quelle der inländischen Nachfrage ist in den USA aber nicht in Sicht.

Andererseits befindet sich der Finanzsektor in der Erholungsphase. Die Zentralbanken versorgen die Finanzmärkte immer noch grosszügig mit Liquidität. Es ist schwer einzuschätzen, inwieweit der Bankensektor von der zu erwartenden Verschlechterung der finanziellen Situation bei den privaten Haushalten und Unternehmen betroffen sein wird.

#### **Der geldpolitische Entscheid**

Die langfristigen Inflationsaussichten haben sich gegenüber der Lagebeurteilung vom Juni geändert. Sie deuten darauf hin, dass die expansive Geldpolitik nicht während der drei nächsten Jahre weitergeführt werden kann, da die längerfristige Preisstabilität gefährdet wäre.

Eine sofortige Korrektur der Geldpolitik wäre allerdings verfrüht, denn die Inflationsaussichten sind mit grossen Abwärtsrisiken behaftet. Sollten sich diese Risiken bestätigen, könnte die Deflationsgefahr wieder aufflammen. Die Unsicherheiten bestehen sowohl bezüglich der Weltkonjunktur als auch hinsichtlich der Erholung des Finanzsektors. Unter diesen Umständen nimmt die SNB eine vorsichtige Haltung ein und behält ihren geldpolitischen Kurs bis auf Weiteres unverändert bei.

#### **Grafik der Inflationsprognose**

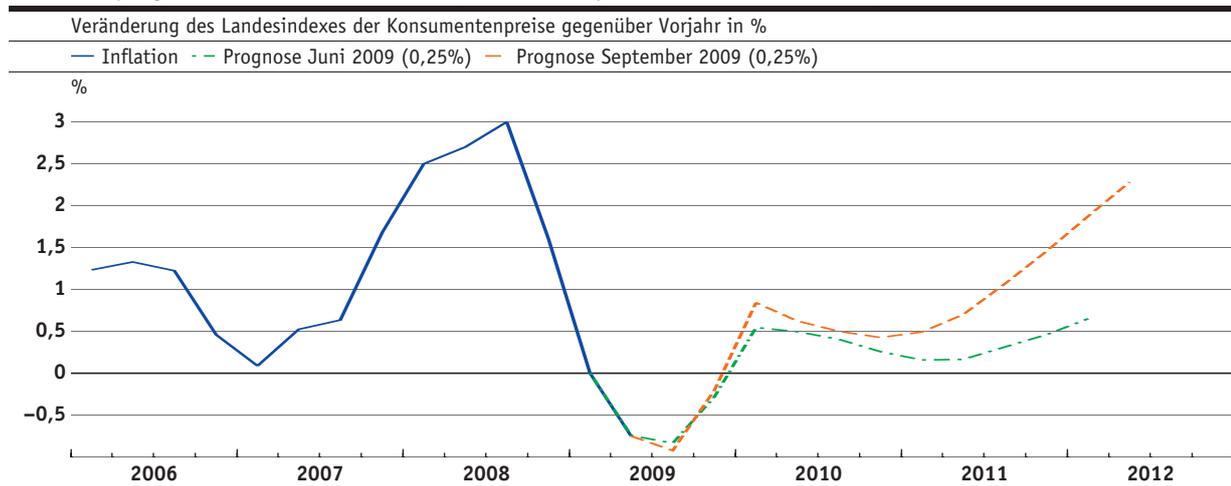
Die neue Inflationsprognose (rot gestrichelte Linie) deckt den Zeitraum vom dritten Quartal 2009 bis zum zweiten Quartal 2012 ab. Sie beruht, wie die Prognose vom Juni (strichpunktierte grüne Linie), auf der Annahme eines konstanten Drei-monats-Libors von 0,25%.

Für die Jahre 2009 und 2010 ist der Verlauf der neuen Inflationsprognose praktisch unverändert. Die negative Inflation im Jahr 2009 wie auch der Teuerungsschub Anfang 2010 sind auf einen Basiseffekt als Folge der Energiekostenentwicklung zurückzuführen. So dürfte der Ölpreis bis Ende 2009 unter dem vor Jahresfrist verzeichneten Stand verbleiben.

Anfang nächsten Jahres dürfte sich die Situation wieder umkehren. Die Inflation wird 2010 angesichts der Unterauslastung der Wirtschaft auf einem tiefen Niveau verharren. Die neue Prognose geht davon aus, dass sich die Lücke zwischen tatsächlicher und potenzieller Produktion rascher schliessen wird, als es die SNB im Juni vorhersagte. Dies würde für 2011 und insbesondere für 2012 zu einer höheren Inflation führen, falls die expansive Geldpolitik auf unbestimmte Zeit beibehalten würde. Die Teuerung würde dann ab Ende des Prognosehorizonts die 2%-Marke überschreiten.

Grafik 4.1

Inflationsprognose Juni 2009 mit Libor 0,25% und September 2009 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

Beobachtete Inflation September 2009

Tabelle 4.2

	2006				2007				2008				2009				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	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70	3,00	1,60	0,00	-0,75				1,1	0,7	2,5

Inflationsprognose Juni 2009 mit Libor 0,25% und September 2009 mit Libor 0,25%

	2009				2010				2011				2012				2009	2010	2011	
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.				
Prognose Juni 2009, Libor 0,25%	-0,74	-0,83	-0,28	0,55	0,50	0,40	0,26	0,16	0,17	0,31	0,46	0,65						-0,5	0,4	0,3
Prognose Sept. 2009, Libor 0,25%			-0,92	-0,20	0,84	0,63	0,50	0,43	0,49	0,70	1,07	1,46	1,87	2,28				-0,5	0,6	0,9

Quelle: SNB

## Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 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 im Juli und August 2009 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

## Zusammenfassung

Die rund 160 Vertreter aus verschiedenen Wirtschaftssektoren, mit denen die SNB-Delegierten in den Monaten Juli und August Gespräche führten, sprachen überwiegend von einer Verlangsamung der Abwärtsentwicklung. Am deutlichsten war dies in den frühzyklischen Branchen feststellbar. Gleichzeitig verbesserte sich die Einschätzung der Aussichten, wobei häufig eingeräumt wurde, die Lage bleibe fragil. Auftragsbestand und Produktion liegen jedoch weiterhin teilweise deutlich unter dem Vorjahresstand.

Die Unterschiede in der Entwicklung der export- und der binnenorientierten Unternehmen haben sich in den letzten Monaten etwas verwischt. Grundsätzlich sind die exportorientierten Unternehmen immer noch deutlich stärker von der Krise

betroffen als die binnenorientierten, doch häuften sich die Stimmen, die von einer stabileren Auslandsnachfrage und positiven Signalen vor allem aus Asien sprachen. Umgekehrt verspürte die Binnenwirtschaft, die sich lange gut gehalten hatte, vermehrt die Auswirkungen der Krise. Relativ robust zeigt sich nach wie vor der Bau. Verbessert hat sich die Stimmung im Bankensektor.

Klagen über die Finanzierungsbedingungen der Banken und den Wechselkurs blieben selten. Offenbar haben sich die Finanzierungsbedingungen kaum stärker verschlechtert, als dies in einem konjunkturellen Abschwung, in dem die Produktion und die Ertragslage der Firmen unter Druck geraten, normal ist. Sorgen, dass die Zinssätze im nächsten Jahr steigen und der Franken wieder stärker werden könnte, sind jedoch verbreitet.

# 1 Produktion

## Industrie

Die Gesprächspartner aus der Industrie äussern sich zum Auftragseingang sehr unterschiedlich. Im Vergleich zu den Vormonaten nahmen die positiven Stimmen aber eindeutig zu, so dass man davon ausgehen kann, dass sich der Auftragseingang im Durchschnitt aller Firmen stabilisiert haben dürfte. Auftragsbestand und Produktion sind indessen in vielen Fällen weiter zurückgegangen, wobei sich die Abwärtsentwicklung deutlich verlangsamt zu haben scheint.

Die Unterschiede zwischen den Industriebranchen sind nach wie vor gross. In der Maschinenindustrie hat sich der Geschäftsgang weiter verschlechtert und die Erwartungen für die nahe Zukunft sind nach wie vor negativ. Gedreht hat sich die Stimmung in jüngster Zeit hingegen in der Chemie, die ähnlich wie die Maschinenindustrie früh von der Krise getroffen worden war. Nach wie vor gut halten sich die Nahrungsmittelindustrie und die Pharmaindustrie. Geografisch scheinen die positiven Impulse der letzten Monate vor allem von Asien und Südamerika auszugehen, wo die Nachfrage nach Infrastrukturvorhaben weiterhin gross ist. Dagegen wurde die Nachfrage aus den USA und Westeuropa überwiegend als schwach beurteilt.

Die meisten Gesprächspartner beurteilten die Aussichten verhalten. Zwar war häufig von einer Bodenbildung die Rede, doch gingen viele Firmenvertreter davon aus, dass der Aufschwung erst 2010 kommen und auch dann nur schwach ausfallen wird. Einige Gesprächspartner wiesen darauf hin, dass die positiven Nachrichten vor allem Branchen betreffen, die indirekt von staatlichen Hilfspaketen im Ausland profitierten. Das Risiko einer kurzlebigen Erholung sei deshalb gross. Andere Gesprächspartner wiesen auf den in den letzten Jahren erfolgten weltweiten Aufbau grosser Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie hin und äusserten die Erwartung, dass diese Überkapazitäten viele Firmen in Finanzierungsschwierigkeiten bringen dürften und eine Konsolidierungswelle mit Werkschliessungen und Standortzusammenlegungen wahrscheinlich sei. Auf mittlere Frist sei deshalb mit einer anhaltend schwachen Investitionsbereitschaft zu rechnen.

## Dienstleistungen

Im Detailhandel präsentiert sich die Situation zwar besser als in der Industrie, doch macht sich die Krise seit dem Frühjahr auch hier bemerkbar. Häufig war davon die Rede, dass die Konsumenten teure Artikel durch billigere substituierten. Nach wie vor gross sind die Unterschiede zwischen den Sparten. Der Food-Bereich hält sich generell besser als der Nonfood-Bereich, wobei im Nonfood-Bereich vor allem die Nachfrage nach Bekleidung, Möbeln und Unterhaltungselektronik gelitten hat. Die Gesprächs-

partner aus dem Detailhandel (wie auch aus anderen konsumnahen Bereichen) stellten sich überwiegend auf eine weitere Verschlechterung der Konsumentenstimmung ein. In der Regel wurde dies mit dem erwarteten Anstieg der Arbeitslosigkeit begründet.

Die Gesprächspartner aus dem Gastgewerbe und der Hotellerie äusserten sich ähnlich. Die Ausgaben pro Gast sind spürbar gesunken. Die Gästezahlen sind ebenfalls rückläufig, liegen aber in den meisten wichtigen Tourismusregionen immer noch auf dem Niveau von 2006 oder 2007, die damals als gute Jahre betrachtet wurden. Die Ausfälle sind bei den Gästen aus dem Ausland grösser als bei den Schweizer Gästen. Einigen Betrieben ist es sogar gelungen, den Rückgang der Zahl ausländischer Gäste durch zusätzliche Gäste aus der Schweiz zu kompensieren, in der Regel allerdings mit Hilfe von Aktionen und entsprechenden Margenverlusten. Gut hält sich nach wie vor die Parahotellerie und das Geschäft mit Tagestouristen aus der Schweiz und dem benachbarten Ausland. Die stärksten Einbussen wurden wie bereits vor drei Monaten im Geschäftstourismus und bei den Kongressen und Seminaren registriert. In diesen Bereichen hinterlassen die Kostensparanstrengungen der Unternehmen deutliche Spuren.

Ähnlich wie der Geschäftstourismus haben auch andere geschäftsbezogene Dienstleistungen einen Einbruch erlitten. In den meisten Bereichen ist der Geschäftsgang unverändert schlecht. Dies trifft auf Beratung und Marktforschung ebenso zu wie auf Werbung. Verbessert hat sich die Situation seit Juli allerdings im Transportgewerbe, wo die grossen schweizerischen Anbieter ihre Kapazitäten senkten. Zudem sprachen einige Software-Anbieter von einer anhaltend robusten Nachfrage nach IT-Lösungen.

Im Bankensektor, insbesondere im Vermögensverwaltungsgeschäft, hat sich die Stimmung in den letzten Monaten dank der weltweiten Belebung der Finanzmärkte verbessert. Die Resultate der Unternehmen waren besser als erwartet, und die Risikobereitschaft der Anleger scheint wieder etwas zugenommen zu haben. Eine gewisse Erleichterung brachte auch die Lösung im Steuerstreit mit den USA. Generell hoch blieb die Nachfrage nach Hypothekarkrediten, während die Nachfrage nach kommerziellen Krediten weiter unter der Rezession litt. Trotz gestiegener Kreditvolumen blieben die Einnahmen aus dem Zinsgeschäft unter Druck. Höhere Einnahmen resultierten jedoch aus dem durch die gute Börse stimulierten Kommissionsgeschäft.

## Bau und Immobilien

Die Vertreter der Bauwirtschaft berichteten wie vor drei Monaten von einem guten Geschäftsgang. Zwar ist das Bauvolumen saisonbereinigt leicht zurückgegangen, doch sind Auftragseingang und Auftragsbestand zufriedenstellend geblieben. Aufgrund des anhaltend hohen Auftragsbestands rech-

neten die Gesprächspartner auch für das zweite Halbjahr mit einer Bautätigkeit auf hohem Niveau.

Zum guten Geschäftsgang im Bausektor tragen insbesondere der Wohnungsbau und der Tiefbau bei. Hingegen harzt der gewerblich-industrielle Bau, da zahlreiche Projekte eingefroren oder aufgegeben wurden. Im Wohnungsbau wirken die tiefen Hypothekenzinssätze und die demografische Entwicklung stützend. Ausserdem profitiert das Ausbaugewerbe von der staatlichen Förderung von Energiesparmassnahmen.

Der Baukonjunktur hilft generell, dass der gegenwärtigen Rezession nicht wie so oft in der Vergangenheit eine Überhitzung des Immobilienmarkts vorausging. Die Gesprächspartner aus dem Immobiliengeschäft beurteilten das gegenwärtige Preisniveau überwiegend als angemessen und sahen nur bei gewerblich-industriellen Immobilien und bei teuren Wohnimmobilien an nicht wirklich erstklassiger Lage (weiteren) Korrekturbedarf.

## 2 Arbeitsmarkt

Der Arbeitsmarkt hat sich in den letzten Monaten kontinuierlich eingetrübt. Nachdem die Unternehmen auf die nachlassende Nachfrage zunächst vor allem mit Kurzarbeit, einem Einstellungsstopp und der Ausnutzung natürlicher Fluktuationen reagiert hatten, nahmen in den letzten Monaten die Entlassungen zu.

Die Gespräche bestätigten den vor drei Monaten gewonnenen Eindruck, dass mit weiteren Entlassungen zu rechnen sei. Die weit verbreitete Kurzarbeit dürfte mehr und mehr in Arbeitslosigkeit umgewandelt werden. Die Firmen versuchen zwar weiterhin, gut ausgebildete Arbeitskräfte zu behalten. Viele Gesprächspartner sprachen aber von einem erhöhten Druck, weitere Stellen abzubauen. Die einfachen Kostensenkungsmassnahmen seien ausgereizt und der Druck zu Effizienzsteigerung nehme zu.

Die Unterschiede zwischen den Branchen und zwischen Firmen derselben Branche sind allerdings gross. Verschiedene Gesprächspartner erwähnten erneut die Schwierigkeiten, Spezialisten zu finden. Zudem gibt es auch in der verarbeitenden Industrie Firmen, die in den letzten Wochen die Kurzarbeit eingestellt haben und wieder voll produzieren.

## 3 Kreditbedingungen

Die befragten Bankenvertreter betonten wie in früheren Gesprächsrunden, der Kreditzugang und die Kreditbedingungen hätten in der grossen Mehrheit der Fälle nicht geändert. Das Wachstum des Kreditvolumens sei gesunken, weil sich die Nachfrage abgeschwächt hätte. Zudem seien die verbliebenen Investitionsvorhaben der Firmen häufig eigenfinanziert.

Die Gesprächspartner aus anderen Branchen bestätigten im Wesentlichen dieses Bild. Die Finanzierungsbedingungen wurden praktisch von allen als grundsätzlich unverändert bezeichnet. Viele rechneten indessen mit einer bevorstehenden Verschärfung aufgrund der nun schlechteren Kennzahlen. Zudem wurde wiederholt erwähnt, die Situation bei den Grosskrediten sei schwieriger geworden. In einer Reihe von Gesprächen kamen generelle Befürchtungen zur weiteren Zinsentwicklung zum Ausdruck. Verschiedentlich wurde die Sorge geäussert, dass es den Zentralbanken nicht gelingen könnte, die massive Ausdehnung der den Banken zur Verfügung gestellten Liquidität zeitgerecht und störungsfrei wieder abzubauen.

## 4 Preise, Margen und Ertragslage

Die meisten Gesprächspartner konstatierten, die Preise seien stabil geblieben oder leicht gesunken, mit allerdings grossen Unterschieden zwischen den verschiedenen Branchen. Die schwache Nachfrage und der hohe Wettbewerbsdruck drücken auf die Verkaufspreise. Eine gewisse Entlastung bringen die monetären Bedingungen sowie Rohstoffpreise und Transportkosten. Zwar sind die Rohstoffpreise und Transportkosten in den letzten Monaten gestiegen, doch liegen sie nach wie vor tiefer als vor Jahresfrist.

Aufgrund der Überkapazitäten, des starken Wettbewerbs und der Umschichtung der Nachfrage hin zu billigeren Produkten sind die Margen gesunken. In einigen Gesprächen war von beträchtlichen weltweiten Überkapazitäten in den meisten verarbeitenden Industrien die Rede. Die Auslastung dieser Kapazitäten werde sich angesichts des zu erwartenden Wachstums lediglich langsam erhöhen. Die Aussichten für die Ertragslage und die Margen blieben deshalb düster.

Verschiedene Firmenvertreter erwähnten, neben der eigenen Ertragslage hätte auch jene der Lieferanten und der Kunden an Bedeutung gewonnen. Generell widmeten sie dem Liquiditätsmanagement und der Durchsetzung der Zahlungsmodalitäten grosse Aufmerksamkeit.

Wenig zu reden gab der Wechselkurs. Vertreter der Exportwirtschaft begrüsst die im März angekündigten Devisenkäufe der SNB, die darauf abzielen, eine weitere Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern. Die Unsicherheit über die Kursentwicklung habe sich damit deutlich reduziert. Einige Gesprächspartner äusserten allerdings die Befürchtung, der Franken könnte im nächsten Jahr wieder stärker werden.



# Inflation risk premia and survey evidence on macroeconomic uncertainty

**Paul Söderlind**

**Working Paper 2009-4**

Dieses Paper versucht, die beobachtete «Gesamtprämie» (Differenz zwischen Nominal- und Realzinsen, abzüglich Umfrageergebnisse über Inflationserwartungen) mit einer Liquiditätsprämie und mit Umfrageergebnissen über die Unsicherheit/Uneinigkeit bezüglich Inflation und Output zu erklären. Die Angaben beziehen sich auf die USA und decken den Zeitraum von 1997 (als inflationsindexierte US-Staatsanleihen eingeführt wurden) bis Mitte 2008 ab.

Die Umfrageergebnisse sind dem vierteljährlichen, von der Federal Reserve Bank of Philadelphia verwalteten «Survey of Professional Forecasters» entnommen. Es handelt sich dabei um ein Panel von 30 bis 40 Prognostikern, die Prognosen zu einer Vielzahl von wirtschaftlichen Variablen sowie Wahrscheinlichkeiten verschiedener Inflations- und BIP-Wachstumsszenarien liefern. Der Autor konstruiert Masse der Unsicherheit aus den Wahrscheinlichkeitswerten und Masse der Uneinigkeit aus der Streuung der individuellen Prognosen.

Er kommt zum Schluss, dass diese Variablen sowohl statistisch als auch ökonomisch signifikant sind. Die Unsicherheit und die Uneinigkeit in Bezug auf die Inflation bilden anscheinend eine Inflationsrisikoprämie ab, während die nominelle Liquiditätsprämie auf «Off-the-run»-Staatsanleihen und die Unsicherheit über das BIP-Wachstum zusammen die reale Liquiditätsprämie abbilden.



## Beibehaltung des geldpolitischen Kurses

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung vom 17. September 2009 beschloss die Nationalbank, an ihrer im März eingeleiteten expansiven Geldpolitik festzuhalten, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% zu belassen und weiterhin das Ziel zu verfolgen, den Libor im unteren Bereich des Zielbandes um 0,25% zu halten. Ferner kündigte die Nationalbank an, sie werde die Wirtschaft weiterhin grosszügig mit Liquidität versorgen und, wenn nötig, auch mit ihren Käufen von Schweizerfranken-Obligationen fortfahren, um die Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von privaten Schuldnern zu reduzieren. Ausserdem werde sie einem Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro weiterhin entschieden entgegenwirken.

**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 (Vervielfältigung, Nutzung via Internet etc.) zu nicht kommerziellen Zwecken einer Quellenangabe. Die urheberrechtliche Nutzung zu kommer- ziellen Zwecken ist nur mit der ausdrücklichen Zustimmung der SNB gestattet.

Allgemeine Informationen und Daten, die von der SNB ohne Copyright-Vermerk veröffentlicht werden, können auch ohne Quellenangabe genutzt werden.

Soweit Informationen und Daten ersichtlich aus fremden Quellen stammen, sind Nutzer solcher Informationen und Daten verpflichtet, allfällige Urheberrechte daran zu respektieren und selbst entsprechende Nutzungsbefugnisse bei diesen frem- den Quellen einzuholen.

**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.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 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