

# Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Dezember 4/2009 27. Jahrgang



# Inhalt

5	<b>Übersicht über das Quartalsheft 4/2009</b>
6	<b>Bericht über die Geldpolitik</b>
44	<b>Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte</b>
48	<b>SNB Working Papers und SNB Economic Studies: Zusammenfassungen</b>
56	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>
58	<b>Inhaltsverzeichnis 27. Jahrgang, 2009</b>



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

Die Weltwirtschaft hat sich in den letzten Monaten aus der Rezession gelöst. Im dritten Quartal expandierte das reale BIP vieler Industrieländer erstmals seit über zwei Jahren stärker als im langfristigen Durchschnitt. Wichtigste Auslöser waren die Entspannung an den Finanz- und Kreditmärkten sowie die staatlichen Konjunkturprogramme. Am stärksten war die Erholung in den aufstrebenden Industrieländern Asiens, während die Wirtschaftstätigkeit in den westlichen Industrieländern nach wie vor unter dem Vorjahresstand lag. Die SNB rechnet mit einer Fortsetzung der internationalen Konjunkturerholung. Ihre globalen Wachstumsprognosen für 2009 und 2010 blieben gegenüber der Lagebeurteilung vom September praktisch unverändert.

Auch in der Schweiz legte das reale BIP im dritten Quartal erstmals seit Beginn der Rezession wieder zu. Die Exporte konnten sich dank dem günstigeren internationalen Umfeld etwas erholen, während die privaten Konsumausgaben und die Bauinvestitionen wie bisher stützend wirkten. Insgesamt blieb das BIP-Wachstum jedoch zu schwach, um eine Reduktion der bestehenden Unterauslastung der Produktionsfaktoren herbeizuführen. Entsprechend verschlechterte sich auch die Arbeitsmarktlage weiter. Für 2010 erwartet die SNB ein BIP-Wachstum von 0,5%–1,0%, nach einem geschätzten Rückgang von rund 1,5% im Jahr 2009. Ausserdem erwartet die SNB, dass die Konsumentenpreise 2010 um 0,5% steigen werden, nach voraussichtlich rund –0,5% im Jahr 2009. Die weltweite Konjunktur bleibt jedoch anfällig und die Prognosen sind weiterhin mit grossen Unsicherheiten behaftet.

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Dezember beschloss die SNB, an ihrer 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 Bandes um 0,25% zu halten. Sie wird die Wirtschaft weiterhin grosszügig mit Liquidität versorgen, wird aber den Kauf von Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner einstellen. Einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro wird sie entschieden entgegengetreten.

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

Aus den Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 180 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftsbranchen ergab sich für die Monate Oktober und November das Bild einer Konjunktur, die wieder allmählich Tritt fasst. Die ersten und zumeist noch schwachen Signale für eine Trendwende, die in der vorangegangenen Gesprächsrunde erkennbar waren, bestätigten und verdichteten sich. Zudem wurden die Erwartungen tendenziell übertroffen. Allerdings nahmen auch die Entlassungen zu, und die Kapazitäten blieben in vielen Bereichen der Wirtschaft teilweise deutlich unterausgelastet. Die meisten Gesprächspartner sprachen im Hinblick auf 2010 von einem weiteren schwierigen Jahr. Erstmals seit langem rechneten zwar mehr Gesprächspartner für die nächsten Monate mit einem Anstieg als mit einem Rückgang des Umsatzes. Doch beim Personalbestand richteten sich die meisten auf einen weiteren Abbau ein, und bei den Verkaufspreisen waren die Erwartungen ebenfalls tendenziell nach unten gerichtet.

## **SNB Working Papers und SNB Economic Studies (S. 48)**

Zusammenfassungen von zehn SNB Working Papers: Christian Hott, «Explaining house price fluctuations», SNB Working Paper 2009-5; Sarah M. Lein und Eva Köberl, «Capacity utilisation, constraints and price adjustments under the microscope», SNB Working Paper 2009-6; Philipp Haene und Andy Sturm, «Optimal central counterparty risk management», SNB Working Paper 2009-7; Christian Hott, «Banks and real estate prices», SNB Working Paper 2009-8; Terhi Jokipii und Alistair Milne, «Bank capital buffer and risk adjustment decisions», SNB Working Paper 2009-9; Philip Sauré, «Bounded love of variety and patterns of trade», SNB Working Paper 2009-10; Nicole Allenspach, «Banking and transparency: Is more information always better?», SNB Working Paper 2009-11; Philip Sauré und Hosny Zoabi, «Effects of trade on female labour force participation», SNB Working Paper 2009-12; Barbara Rudolf und Mathias Zurlinden, «Productivity and economic growth in Switzerland 1991–2005», SNB Working Paper 2009-13.

Zusammenfassungen von zwei SNB Economic Studies: Nicolas A. Cuche-Curti, Harris Dellas und Jean-Marc Natal, «DSGE-CH: a dynamic stochastic general equilibrium model for Switzerland», SNB Economic Study No. 5 2009; Katrin Assenmacher-Wesche und M. Hashem Pesaran, «A VECX\* model of the Swiss economy», SNB Economic Study No. 6 2009.

# Bericht über die Geldpolitik

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

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,  
die bis 10. Dezember 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 und Inflationserwartungen
26	2.6 Realwirtschaftliche Aussichten
27	3 Monetäre Entwicklungen
27	3.1 Zinsentwicklung
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 10. Dezember 2009 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen die Entscheide des Direktoriums bis zu diesem Datum.

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



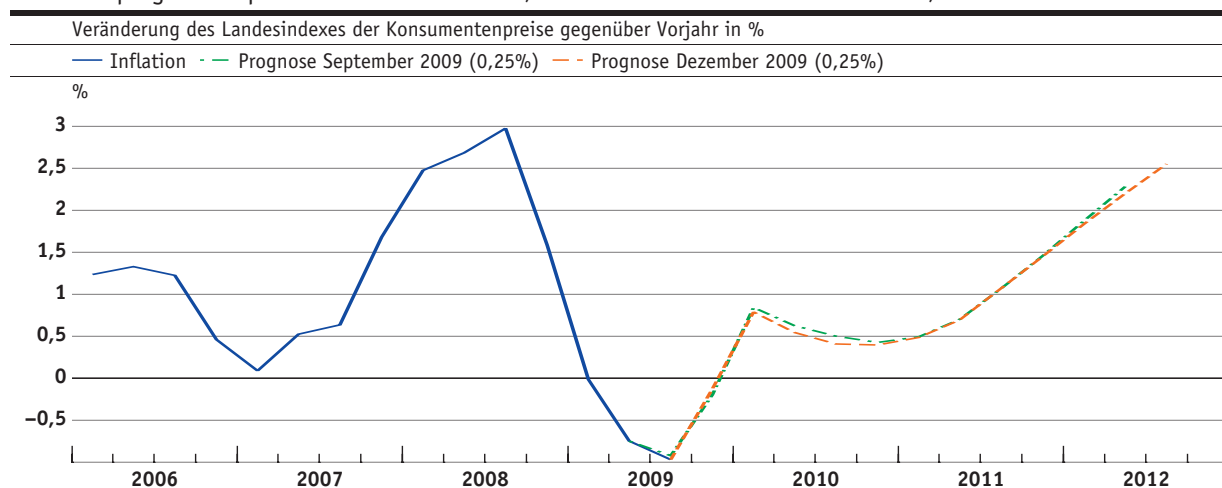
## Geldpolitischer Entscheid

Die Schweizerische Nationalbank hat an ihrer Lagebeurteilung vom 10. Dezember 2009 angekündigt, dass sie an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten wird. Die Anzeichen eines globalen Konjunkturaufschwungs haben sich verstärkt. Auch die Schweizer Wirtschaft befindet sich auf dem Weg der Erholung und entwickelt sich entsprechend den Erwartungen. Der Aufschwung bleibt aber fragil. Die Unsicherheit über die künftige Entwicklung ist immer noch gross. Unter diesen Umständen beschloss die Nationalbank, ihren geldpolitischen Kurs bis auf weiteres unverändert beizubehalten.

Sie belies deshalb 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. Einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro wird sie weiterhin entschieden entgegenwirken. Sie wird aber den Kauf von Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner einstellen.

Eine rasche Korrektur der Geldpolitik wäre verfrüht, denn die Inflationsaussichten bleiben mit Abwärtsrisiken behaftet. Die Inflationsaussichten zeigen aber auch, dass die expansive Geldpolitik nicht endlos weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden.

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



Quelle: SNB

### Inflationsprognose September 2009 und Dezember 2009

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

Quelle: SNB

# 1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Nach einer Aufhellung der Konjunkturlage im zweiten Quartal hat sich die weltwirtschaftliche Aktivität in den letzten Monaten weiter belebt. Erstmals seit über zwei Jahren expandierte das BIP im dritten Quartal in vielen Industrieländern stärker als im langfristigen Durchschnitt. Die Erholung war besonders ausgeprägt in Asien, teilweise mit zweistelligen BIP-Wachstumsraten.

Wichtigste Auslöser der Erholung waren die Entspannung an den Finanz- und Kreditmärkten sowie die staatlichen Konjunkturprogramme. Die Trendwende im Lagerzyklus und die Festigung der Endnachfrage stützten die Industrieproduktion und den Aussenhandel. Zudem profitierten die Investitionen – insbesondere in den USA und in China – von gezielten Massnahmen im Bausektor. Die gesamtwirtschaftliche Aktivität erreichte jedoch bei weitem nicht das Potenzialniveau und liegt, ausser in den aufstrebenden Ländern Asiens, auch weiterhin unter dem Vorjahresniveau (Grafik 1.1).

Jüngste Umfrageergebnisse bei den Unternehmen und den Konsumenten lassen erwarten, dass die Wirtschaftsleistung im vierten Quartal weiter zugenommen hat (Grafiken 1.2 und 1.3). Mittelfristig sprechen indessen verschiedene Argumente für einen verhaltenen Anstieg der Endnachfrage. Erstens dürfte der positive Lagerimpuls im Laufe des Jahres 2010 an Schwung verlieren. Zweitens sind viele der gegenwärtigen wirtschaftspolitischen Massnahmen nur temporär. Drittens leidet die Konsumneigung der Haushalte unter den massiven Vermögensverlusten

und der hohen Arbeitslosigkeit (Grafik 1.4). Viertens drückt die restriktivere Kreditvergabe der Banken auf die Investitionstätigkeit insbesondere kleiner Firmen. Und fünftens dürfte die Konsolidierung der Staatshaushalte, die mit der Zeit unumgänglich sein wird, die privaten Ausgaben bremsen.

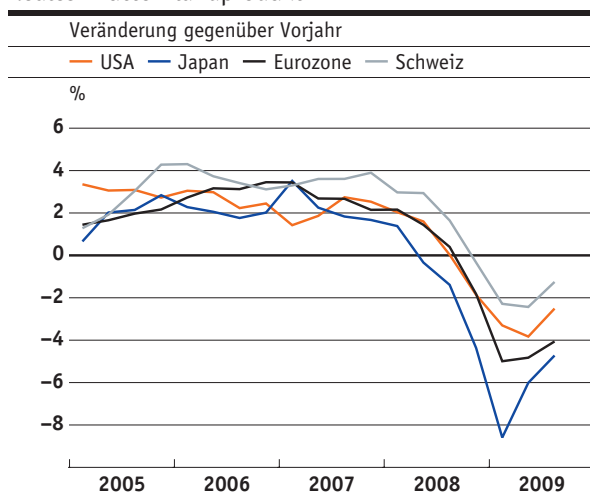
Die SNB hat ihre globalen Wachstumsprognosen für 2009 und 2010 seit dem letzten Quartal praktisch unverändert belassen. Die Prognoseunsicherheit bleibt gross. Die Risiken sind jedoch dank der markanten Erholung an den Finanzmärkten weniger nach unten gerichtet als noch zur Jahresmitte.

Die tiefe Auslastung der globalen Produktionskapazitäten hält den Teuerungsdruck gering. Ausgeprägte Basiseffekte bei den Ölpreisen sowie steigende Rohstoffpreise (Grafik 1.5) werden zwar die jährliche Konsumteuerung Ende Jahr in den meisten Ländern nach oben drücken. Die Kerninflation dürfte aber weiter nachlassen. Vor diesem Hintergrund haben die Zentralbanken der führenden Industrieländer ihren sehr expansiven geldpolitischen Kurs unverändert fortgeführt.

## Beginnende konjunkturelle Erholung in den USA ...

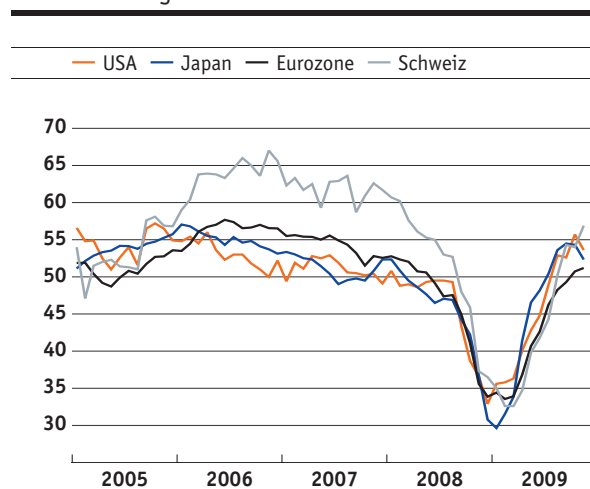
Das Wirtschaftswachstum in den USA betrug im dritten Quartal 2,8%. Damit dürfte die längste Rezession der amerikanischen Wirtschaft seit dem Zweiten Weltkrieg zu Ende gegangen sein. Abgesehen vom Geschäftsbau stützten sämtliche Nachfragekomponenten das Wachstum im dritten Quartal, angeführt vom Privatkonsum und einem weniger starken Lagerabbau. Zudem fand die lang anhalten-

Grafik 1.1  
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2  
Einkaufsmanager-Indizes Industrie

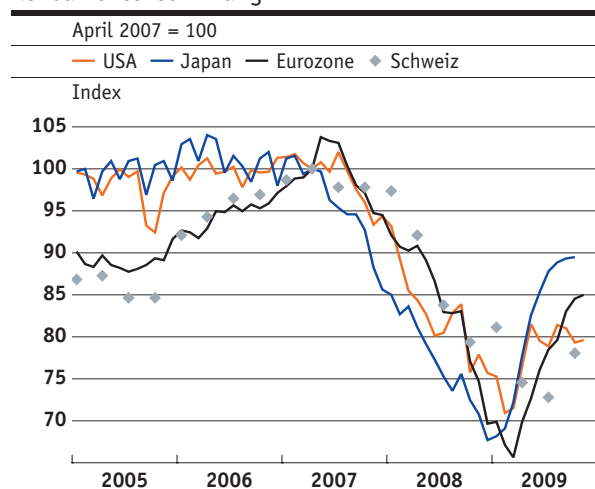


Quelle: Thomson Financial Datastream; © und Datenbankrecht Markit Economics Ltd 2009; alle Rechte vorbehalten

de Kontraktion der Wohnbau- und Ausrüstungsinvestitionen ein Ende. Der Arbeitsmarkt verschlechterte sich indessen weiter. Die Arbeitslosenquote stieg von 9,7% im August auf 10,0% im November und lag damit auf dem höchsten Wert seit der Rezession von 1981.

Eine weitere Verbesserung in der Produzentenstimmung sowie optimistische Produktionspläne von Autoherstellern deuten auf eine Fortsetzung des Aufschwungs vor allem im Verarbeitungssektor hin. Dennoch ist nicht von einem starken Anstieg der Geschäftsinvestitionen auszugehen, da die Unternehmen die Zunahme der Nachfrage mit der Nutzung freier Kapazitäten decken können. Da die Lager an Fertigprodukten stark abgebaut wurden, dürfte sich die steigende Nachfrage stärker in einer wachsenden Produktion widerspiegeln. Vom Privatkonsum wird ein kleinerer Wachstumsbeitrag erwartet, nachdem dieser im Vorquartal von den staatlichen Abwrackprämien für den Kauf von energieeffizienteren Fahrzeugen profitiert hatte. Mittelfristig werden die hohe Arbeitslosigkeit und die erlittenen Vermögensverluste den Konsum der Haushalte belasten. Die Lage auf dem Häusermarkt scheint sich dank staatlicher Unterstützung weiter stabilisiert zu haben. Es ist jedoch schwer abzuschätzen, ob der Nachfrageeffekt des Steuerkredits für erstmalige Hauskäufer nachhaltig ist. Der Rückgang der Geschäftsbautätigkeit dürfte sich in den kommenden Quartalen fortsetzen. Im November hat der amerikanische Kongress zusätzliche Mittel für die Belebung des Häuser- und Arbeitsmarkts genehmigt. Diese sollten vor allem die Wohnbauinvestitionen und den Privatkonsum stützen.

Grafik 1.3  
Konsumentenstimmung



Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

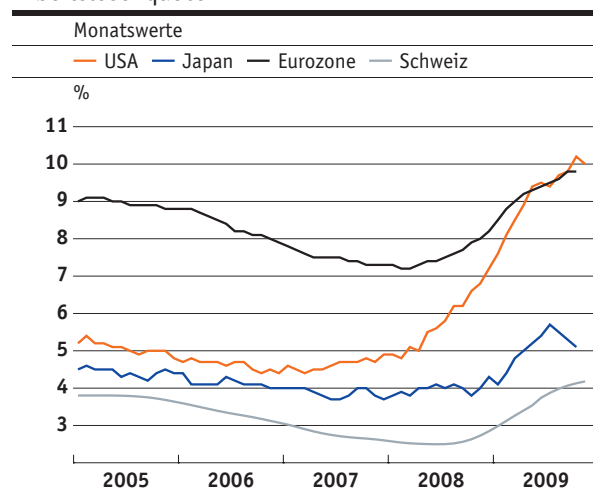
Die SNB hat ihre Schätzung für das Wachstum des US-BIP im Jahr 2009 bei -2,4% belassen. Aufgrund des schwachen Privatkonsums und nachlassender Fiskalimpulse wird für 2010 nur mit einem bescheidenen Wachstum von 2,4% gerechnet.

### ... und in der Eurozone

Auch die Eurozone erzielte im dritten Quartal ein positives BIP-Wachstum. Nach fünf Rezessionsquartalen stieg die Wirtschaftsleistung um 1,5%. Damit fand wohl die längste und tiefste Kontraktionsphase seit dem Zweiten Weltkrieg ihr Ende. Die Erholung erfasste die meisten Länder der Eurozone. Der wichtigste Wachstumsimpuls kam aus dem Ausland. Exporte und Industrieproduktion erholten sich dank steigender Nachfrage vor allem aus dem asiatischen Raum, aber auch der Güterhandel zwischen den Mitgliedsländern belebte sich. Hingegen gab der Privatkonsum leicht nach. Insbesondere verloren die Neuregistrierungen von Personewagen, welche die Privatausgaben im zweiten Quartal gestützt hatten, an Schwung, während die Furcht vor Arbeitslosigkeit die Bereitschaft zu größeren Anschaffungen dämpfte. Der Zuwachs der Arbeitslosigkeit, von dem vor allem Spanien betroffen ist, ging bis zuletzt weiter. Im Juli waren erstmals mehr als 15 Millionen Personen ohne Arbeit.

Die Wirtschaftsaktivität in der Eurozone dürfte sich in den kommenden Quartalen weiter erholen. Positive Impulse gehen derzeit von den Exporten, den staatlichen Konjunkturprogrammen und dem Lagerzyklus aus. Für die einzelnen Länder sind die Perspektiven allerdings je nach Exportorientierung und Verfassung des Immobilienmarktes unter-

Grafik 1.4  
Arbeitslosenquoten



Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

schiedlich. Die Unternehmen leiden noch immer unter der tiefen Auslastung ihrer Kapazitäten und einem erschwerten Zugang zu Bankkrediten, was eine rasche Erholung der Investitionstätigkeit unwahrscheinlich macht. Die sich im Gang befindliche Entschuldung der Unternehmen steht im Gegensatz zur steigenden Verschuldung des Staates. Bremseffekte auf das Wirtschaftswachstum, die von Massnahmen zur Konsolidierung der Staatsfinanzen herrühren können, sind indessen nicht vor 2011 zu erwarten.

Die SNB hat ihre BIP-Schätzung für die Eurozone für das Jahr 2009 auf -3,9% gesenkt, verglichen mit -3,6% im September. Ausschlaggebend waren die nur schwache Erholung im dritten Quartal und die markante Aufwertung des Euro zum Dollar. Für 2010 geht die SNB von einem Wachstum von 1,3% aus.

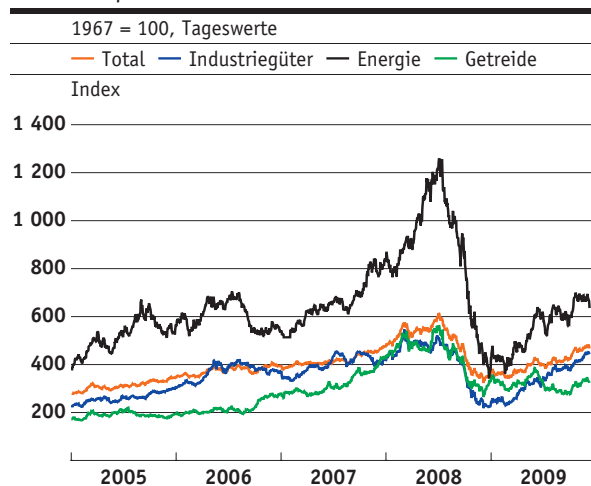
#### Fortsetzung der Erholung in Japan ...

In Japan setzte sich die Konjunkturerholung unter dem Einfluss fiskalpolitischer Impulse fort. Das BIP stieg im dritten Quartal um 1,3%, nachdem es im zweiten Quartal erstmals wieder gewachsen war. Der private Konsum profitierte von den staatlichen Anreizen zum Erwerb umweltfreundlicher Automobile und Haushaltsgeräte und expandierte trotz hoher Arbeitslosigkeit und massiver Bonuskürzungen kräftig. Auch die Exporte hoten weiter auf. Hingegen schrumpften die privaten Ausrüstungsinvestitionen, die bereits in den vergangenen Quartalen gesunken waren, erneut. Da die Importe, die in den vergangenen Quartalen gefallen waren, erstmals wieder zulegen, fiel der Aussenbeitrag weniger günstig aus als im Vorquartal.

Die Erholung der Konjunktur dürfte sich fortsetzen. Die Industrieproduktion hat seit ihrem Tiefstand zu Jahresbeginn bis Oktober um über 23% zugelegt. Gemäss Umfragen planen die Unternehmen, ihre Produktion in den nächsten Monaten weiter zu erhöhen. Die vom Elektroniksektor ausgehende Erholung hat zunehmend auch andere Sektoren erfasst. Trotz der Belebung bleibt die Kapazitätsauslastung in der Industrie sehr tief. Die Unternehmen signalisieren gemäss Tankan-Umfrage der japanischen Zentralbank weiterhin deutliche Überkapazitäten an Kapital und Arbeit, und ihre Investitionspläne für das Fiskaljahr 2009 zeugen von anhaltender Vorsicht. Von den Unternehmensinvestitionen sind daher kurzfristig kaum Impulse zu erwarten. Die Arbeitsmarktlage scheint sich indessen früher als erwartet zu stabilisieren; die Arbeitslosenquote sank von einem Allzeithoch von 5,7% im Juli auf 5,1% im Oktober. Die gesamtwirtschaftlichen Aussichten für 2010 bleiben unsicher, da schwer abzuschätzen ist, ob der Privatsektor nach Wegfall der Fiskalimpulse bereits genügend Eigendynamik entfalten wird. Zumindest für die erste Jahreshälfte kann eine Wachstumsdelle deshalb nicht ausgeschlossen werden.

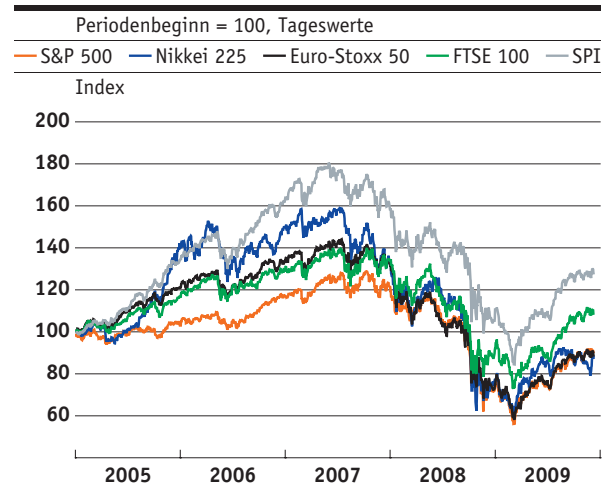
Die SNB hat ihre Wachstumsschätzung für die japanische Wirtschaft für das Jahr 2009 auf -5,2% reduziert, verglichen mit -4,9% im September. Die Korrektur geht im Wesentlichen auf eine Abwärtsrevision des BIP-Wachstums für das zweite Quartal 2009 zurück. Für 2010 wird ein Wachstum von 2,0% erwartet.

Grafik 1.5  
Rohwarenpreise



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.6  
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

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

Die chinesische Wirtschaft verzeichnete als Folge des massiven Konjunkturpakets auch im dritten Quartal ein starkes, binnengetriebenes Wachstum. Das BIP legte gegenüber dem Vorjahr um 8,9% zu. Während staatliche Infrastrukturausgaben weiterhin eine wesentliche Stütze bildeten, gewann auch das Wachstum der privaten Binnennachfrage an Breite. Der Privatkonsum profitierte von staatlichen Anreizen zum Erwerb von Kleinautomobilen und Elektronikartikeln sowie von fallenden Preisen für Konsumgüter und steigenden Aktienkursen. Die Nachfrage im Bausektor belebte sich weiter und wurde von steigenden Immobilienverkäufen begleitet. Die Exporte legten im Gegensatz zu den von der starken Rohstoffnachfrage getriebenen Importen nur wenig zu.

Die verfügbaren Indikatoren sprechen für eine Fortsetzung der positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im vierten Quartal. Die Industrieproduktion legte im Oktober und November weiter zu, und auch jüngste Umfrageresultate lassen wachsenden Optimismus erkennen. Die Exporte dürften das BIP-Wachstum weiter stärken. Ein zusätzlicher Wachstumsimpuls könnte vom Wiederaufbau der tiefen Lagerbestände ausgehen. Insgesamt dürfte daher das Wachstum im vierten Quartal breiter abgestützt sein. Das massive Fiskalpaket, das auch für 2010 konjunkturstützende Massnahmen vorsieht, sowie die stimulierenden Wirkungen der expansiven Geldpolitik lassen ein robustes Wachstum der chinesischen Wirtschaft für nächstes Jahr erwarten.

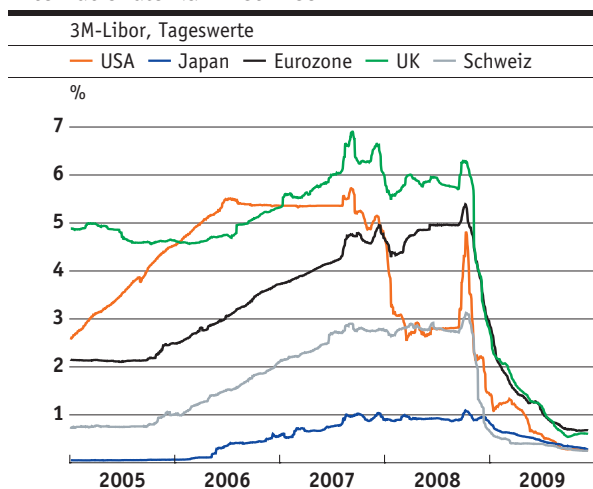
Der Aufschwung setzte sich auch bei den ostasiatischen Tigerstaaten Südkorea, Taiwan, und

Singapur sowie in Hongkong fort. Die gesamtwirtschaftliche Aktivität zog im dritten Quartal unter dem Einfluss des expansiven «Policy mix» nochmals deutlich an und erreichte nahezu das Niveau von vor der Krise. Die Industrieproduktion stieg in einzelnen Ländern teilweise sogar auf neue Höchststände, und die Kapazitäten in der Industrie waren wieder stark ausgelastet. Treibende Kraft war der Elektroniksektor und in Südkorea zudem die Automobilindustrie, welche wie in vielen anderen Ländern von fiskalpolitischen Anreizen profitierte. Die Lager wurden weiter abgebaut, um der starken Nachfrage vor allem aus China nachzukommen, und befinden sich auf tiefem Niveau. Sie dürften im vierten Quartal wieder aufgebaut werden und das Wachstum stimulieren. Allerdings ist nach dem schnellen Aufschwung zur Jahresmitte mit einer Verlangsamung der Wachstumsraten zu rechnen.

### Tiefstand der Jahreststeuerung im Juli erreicht

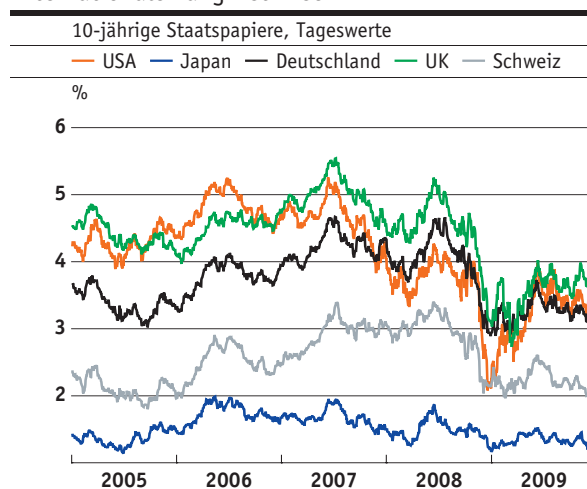
Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahreststeuerung in den Industrieländern erreichte im Juli einen Tiefstand und legte hauptsächlich als Folge von Energiepreis-Basiseffekten bis Oktober wieder zu (Grafik 1.9). Die Kerninflation, welche die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, verlief im gleichen Zeitraum in den einzelnen Ländern uneinheitlich, liess aber tendenziell nach. Die von den Energiepreisen ausgehenden Basiseffekte werden sich auch in den nächsten Monaten auf die Jahreststeuerung auswirken, so dass diese Ende Jahr in vielen Ländern wieder positiv ausfallen dürfte. Angesichts der geringen Wirt-

Grafik 1.7  
Internationale Kurzfristzinsen



Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 1.8  
Internationale Langfristzinsen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

schaftsauslastung und der hohen Arbeitslosigkeit ist jedoch auch im nächsten Jahr mit nur geringem Teuerungsdruck zu rechnen.

In den USA stieg die Jahresteuering von einem Tiefstand von  $-2,1\%$  im Juli auf  $-0,2\%$  im Oktober. Die Kerninflation blieb im gleichen Zeitraum nahezu unverändert und notierte im Oktober bei  $1,6\%$ . In der Eurozone stieg die Jahresteuering von  $-0,7\%$  auf  $-0,1\%$ , während die Kerninflation von  $1,3\%$  auf  $1,2\%$  nachgab. Anders als in den USA und in der Eurozone sank die Jahresteuering in Japan als Folge rückläufiger Preise für frische Nahrungsmittel von  $-2,3\%$  auf  $-2,5\%$ . Die Kernteuerungsrate rutschte indessen auch in Japan weiter ab ( $-1,1\%$ ). In den asiatischen Tigerstaaten rückte die Jahresteuering nach einem negativen Wert im Juli wieder in den positiven Bereich und betrug im Oktober durchschnittlich  $0,6\%$ . In China erhöhte sie sich vor allem als Folge steigender Nahrungsmittelpreise, verharrte aber bis Oktober im negativen Bereich ( $-0,5\%$ ).

### Noch keine Kursänderung der Notenbanken

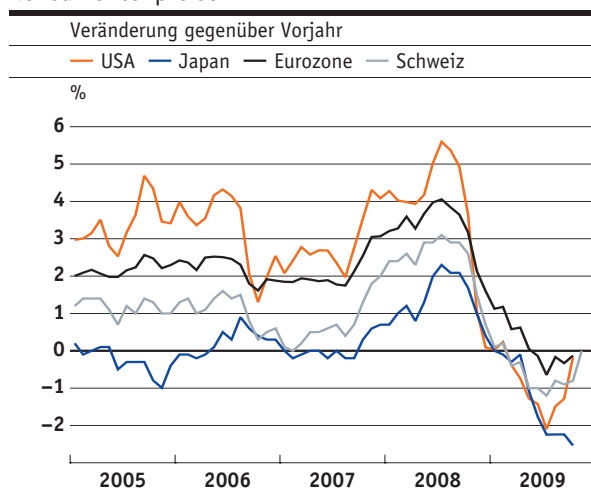
Die Zentralbanken der meisten Industrieländer haben ihre expansive Geldpolitik beibehalten (Grafik 1.10). Die Federal Reserve liess noch keine Anzeichen auf einen baldigen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik erkennen. Das Zielband für den Leitzins blieb unverändert bei  $0,0\%$ – $0,25\%$ . Dagegen stellte die Federal Reserve die Käufe von

Staatsanleihen Ende Oktober ein und kündigte an, sie werde auch die Käufe von hypothekenbezogenen Wertpapieren im Umfang von 1,425 Billionen USD im ersten Quartal 2010 beenden. Ausserdem beschloss sie, einige ausserordentliche Liquiditätsprogramme auslaufen zu lassen.

Auch die EZB liess den Hauptrefinanzierungssatz unverändert bei  $1,0\%$ . Sie führte den Kauf von in Euro denominierten Covered Bonds planmässig fort. Sie kündigte jedoch an, dass angesichts der verbesserten Finanzmarktbedingungen inskünftig nicht alle der bisherigen Liquiditätserhöhenden Massnahmen im gleichen Ausmass mehr notwendig sein werden. Insbesondere plant sie für 2010 keine Refinanzierungsoperationen im Zwölfmonats-Bereich.

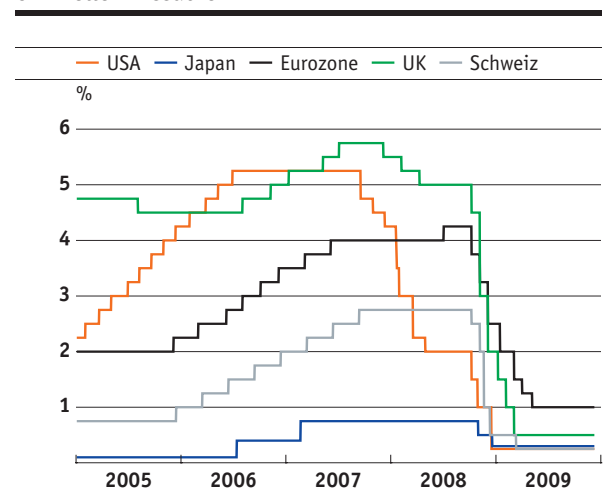
Die japanische Zentralbank belies den Tagesgeldsatz bei  $0,1\%$  und führte ihre unkonventionellen Massnahmen zur Erleichterung der kurzfristigen Liquiditätsbeschaffung weiter. Im Oktober bestätigte sie das planmässige Ende der Käufe von Wertpapieren auf Ende Dezember und verlängerte ein ausserordentliches Liquiditätsprogramm bis Ende März 2010. Die Wachstums- und Inflationsprognosen für die japanische Wirtschaft widerspiegeln eine graduelle konjunkturelle Erholung und eine bis ins Fiskaljahr 2011 anhaltende Deflation. Die Zentralbanken vieler asiatischer Länder sind in Wartezeit verblieben, da noch beträchtliche Unsicherheiten hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Konjunkturerhholung bestehen.

Grafik 1.9  
Konsumentenpreise



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

Grafik 1.10  
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

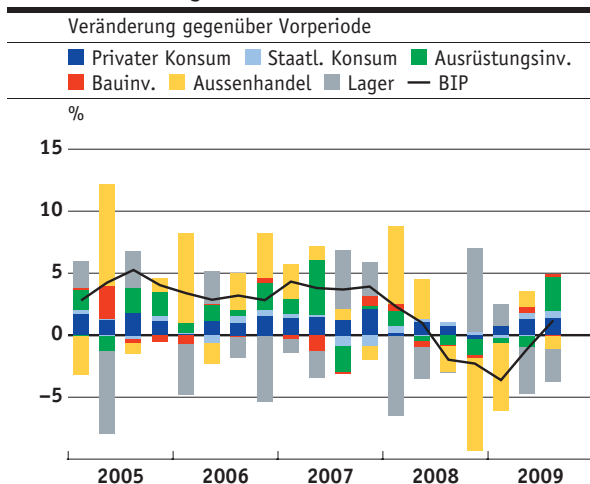
## 2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

In den Sommermonaten legte das reale BIP auch in der Schweiz wieder zu. Die Exporte konnten sich dank dem günstigeren internationalen Umfeld etwas erholen, während die privaten Konsumausgaben und die Bauinvestitionen weiterhin stützend wirkten. Insgesamt blieb das BIP-Wachstum jedoch zu schwach, um eine Reduktion der bestehenden Unterauslastung der Produktionsfaktoren herbeizuführen. Entsprechend verschlechterte sich die Arbeitsmarktlage weiter.

Gemäss den Gesprächen, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte im Oktober und November mit rund 180 Vertretern verschiedener Wirtschaftsbranchen führten, hat sich die moderate Erholung in den letzten Monaten wei-

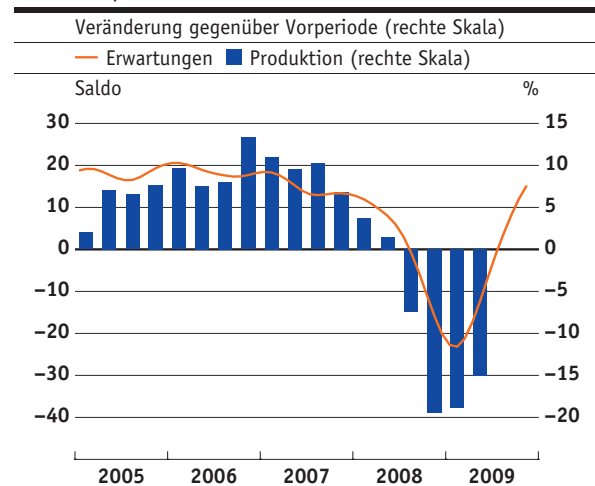
ter fortgesetzt. Vor allem in der Exportwirtschaft und im Finanzsektor schien die positive Konjunkturentwicklung vermehrt Tritt zu fassen. Die ersten und zumeist noch schwachen Signale für eine Trendwende, die in der vorhergehenden Gesprächsrunde bereits erkennbar gewesen waren, bestätigten und verdichteten sich. Allerdings blieben die personellen und technischen Kapazitäten in vielen Bereichen der Wirtschaft teilweise stark unterausgelastet. Die meisten Gesprächspartner sprachen im Hinblick auf 2010 von einem weiteren schwierigen Jahr. Zwar erwarteten erstmals seit langem mehr Gesprächspartner für die nächsten Monate einen Anstieg statt einen Rückgang des Umsatzes, doch beim Personalbestand rechneten die meisten mit einem weiteren Abbau. Auch bei den Verkaufspreisen waren die Erwartungen sehr gedämpft.

Grafik 2.1  
Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Grafik 2.2  
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

## 2.1 BIP-Entwicklung

Gemäss den provisorischen SECO-Schätzungen nahm das reale BIP im dritten Quartal um 1,2% gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem es zuvor während vier Quartalen in Folge rückläufig gewesen war. Trotz dieser Zunahme lag das reale BIP immer noch 1,3% unter dem Vorjahreswert. Die Vorjahreswachstumsraten für das zweite und dritte Quartal wurden etwas nach unten revidiert.

Alle Komponenten der Endnachfrage entwickelten sich positiv. Starke Wachstumsbeiträge kamen von den Ausrüstungsinvestitionen und vom privaten Konsum. Auch die Exporte legten wieder

zu. Insgesamt stieg die aggregierte Nachfrage um 3,5%. Ein Teil dieses Anstiegs wurde jedoch durch eine bedeutende Zunahme der Importe sowie durch eine Abnahme der Lager befriedigt (Grafik 2.1).

Auf der Produktionsseite verzeichneten vor allem die Banken und die Versicherungen zweistellige Wachstumsraten, wobei auch die Bauwirtschaft, der Gross- und Detailhandel sowie der Transport- und Kommunikationssektor und der Gesundheitssektor positiv zum Wachstum beitrugen. In der verarbeitenden Industrie, im Tourismussektor und bei den unternehmensbezogenen Dienstleistungen blieb die Wertschöpfung hingegen klar rückläufig (Grafik 2.2).

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

Tabelle 2.1

	2005	2006	2007	2008	2008				2009			
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Privater Konsum	1,7	1,6	2,4	1,7	3,7	0,3	1,8	1,2	-0,4	1,2	2,2	2,3
Staatlicher Konsum	1,2	0,3	0,5	-0,1	-7,8	5,4	2,7	3,2	2,2	-2,0	5,1	5,3
Anlageinvestitionen	3,8	4,7	5,2	0,4	5,0	8,3	-4,5	-3,9	-7,7	-1,8	-2,5	14,1
Bau	3,5	-1,4	-2,3	0,9	9,6	6,5	-5,3	-1,0	-2,4	0,1	4,8	3,0
Ausrüstungen	4,0	10,1	11,1	0,1	1,9	9,6	-3,8	-6,0	-11,4	-3,4	-7,9	23,7
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>0,1</b>	<b>1,4</b>	<b>5,3</b>
<b>Inlandnachfrage</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>8,3</b>	<b>-6,4</b>	<b>0,2</b>	<b>-3,2</b>	<b>7,6</b>	<b>5,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,3</b>
Exporte total	7,8	10,3	9,5	2,9	3,2	5,9	15,5	-4,1	-26,4	-20,0	-8,6	10,8
Güter	5,8	11,1	8,4	2,6	4,1	8,8	16,0	-4,2	-33,4	-23,5	-6,1	15,2
ohne EESKA <sup>1</sup>	6,5	11,2	8,3	2,1	7,6	4,6	19,6	-11,7	-29,7	-20,6	-6,8	9,0
Dienstleistungen	13,2	8,4	12,5	3,4	1,0	-0,8	14,4	-3,7	-6,9	-11,2	-13,8	1,1
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>3,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>1,4</b>	<b>6,3</b>	<b>-1,8</b>	<b>6,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-7,1</b>	<b>-4,4</b>	<b>-5,6</b>	<b>3,5</b>
Importe total	6,6	6,5	6,0	0,4	11,8	-10,4	17,8	-6,9	-16,9	-6,1	-15,4	9,1
Güter	5,6	7,8	5,1	-0,5	11,6	-10,5	22,8	-10,2	-26,2	-1,8	-21,6	12,4
ohne EESKA <sup>1</sup>	5,3	7,4	6,7	-1,0	8,7	-10,6	19,8	-10,7	-21,7	-5,6	-21,2	15,2
Dienstleistungen	11,3	0,6	10,3	4,8	13,1	-10,0	-3,0	10,8	38,0	-21,3	16,3	-3,1
<b>BIP</b>	<b>2,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	<b>3,9</b>	<b>2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,2</b>

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



## 2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

### Tiefpunkt der Exporte überwunden

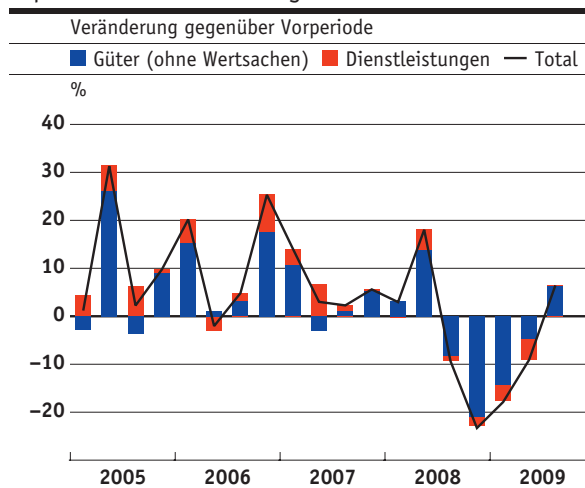
Die Erholung der Weltwirtschaft hatte einen positiven Einfluss auf die schweizerischen Ausfuhren. Erstmals seit Beginn der Krise stiegen die Exporte von Waren im dritten Quartal wieder an (Grafik 2.3). Bei den Dienstleistungen ging der Rückgang zu Ende. Insgesamt stiegen die Exporte von Waren und Dienstleistungen um 6,5% (ohne Wertsachen). Im Vergleich zum vorangehenden Einbruch fiel die Zunahme allerdings bescheiden aus, so dass das Exportvolumen nach wie vor weit unter dem vor der Krise erreichten Niveau liegt.

Bei den Waren profitierten die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten von der insbesondere in Asien wieder anziehenden Industriekonjunktur. Aber auch die Exporte von Konsumgütern – vor allem von Pharmazeutika – erholten sich spürbar. Die Exporte von Investitionsgütern blieben dagegen unter dem Einfluss der immer noch schwachen Kapazitätsauslastung im Ausland rückläufig.

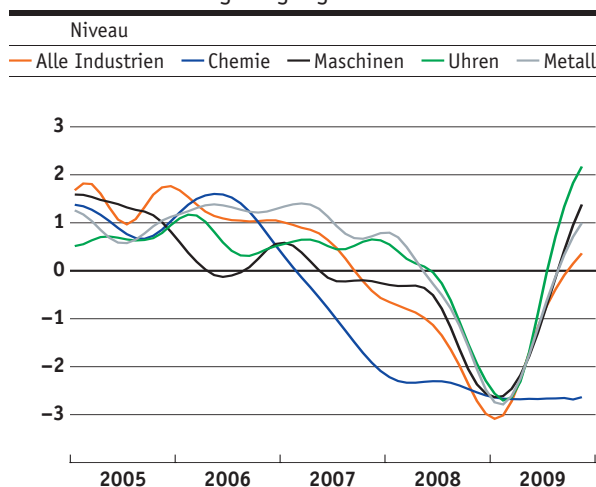
Bei den Dienstleistungsexporten verzeichnete zwar der Transithandel trotz höherer Rohwarenpreise einen starken Rückgang, doch wurde dieser durch einen markanten Anstieg der volatilen Einnahmen im Lizenz- und Patentgeschäft wieder ausgeglichen. Daneben erhöhten sich die durch den Anstieg der Börsenumsätze gestützten Einnahmen aus dem Kommissionsgeschäft der Banken und, im Einklang mit der wieder zunehmenden Anzahl der Logiernächte aus dem Ausland, die Tourismusexporte.

Angesichts der sich weiter aufhellenden Erwartungen in der Industrie dürfte der Tiefpunkt bei den Exporten überwunden sein (Grafik 2.4). Im Vergleich mit dem zuvor erlebten Einbruch dürfte der Aufschwung jedoch moderat ausfallen. Im Oktober hat sich das Wachstum der Warenexporte denn auch nicht weiter erhöht (Grafik 2.5).

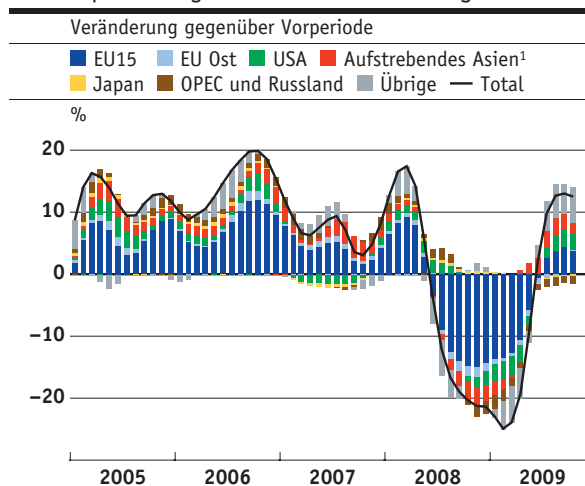
Grafik 2.3  
Exporte: Wachstumsbeiträge



Grafik 2.4  
Erwartete Bestellungseingänge



Grafik 2.5  
Güterexporte: Regionale Wachstumsbeiträge



Grafik 2.3:  
Quelle: SECO

Grafik 2.4:  
Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.5:  
¹ Aufstrebendes Asien: China, Hongkong, Indien, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Südkorea, Taiwan, Vietnam  
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV)

### Lebhafte Wohnbautätigkeit

Nach einem kräftigen Anstieg im zweiten Quartal nahmen die Bauinvestitionen im dritten Quartal nochmals zu (Grafik 2.6). Das Wachstum schwächte sich jedoch im Vergleich zum Vorquartal etwas ab. Die weiterhin sehr tiefen Hypothekarzinsen und stabile Baukosten dürften vor allem den Wohnbau stark gestützt haben (Grafik 2.7). Auch die Aktivität im Tiefbau ist dank fiskalpolitischer Massnahmen robust geblieben. Dagegen waren die Unternehmen erneut sehr zurückhaltend mit Investitionen in Geschäftsgebäude.

### Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen verzeichneten im dritten Quartal eine starke Zunahme, nachdem sie über mehrere Quartale rückläufig gewesen waren (Grafik 2.8). Auch die Nettoimporte von Investitionsgütern legten zu, was vor allem auf einen deutlichen Anstieg in den Kategorien Transportfahrzeuge und Telekommunikation zurückzuführen war. Dagegen profitierte die inländische Produktion von Investitionsgütern kaum von den erhöhten Investitionsausgaben.

Die Kapazitätsauslastung in der Industrie ist laut Umfragedaten der ETH/KOF zuletzt zwar nicht weiter gefallen, liegt jedoch weiterhin auf einem sehr tiefen Niveau. Entsprechend dürfte das Investitionsverhalten der Unternehmen in den kommenden Monaten sehr vorsichtig bleiben.

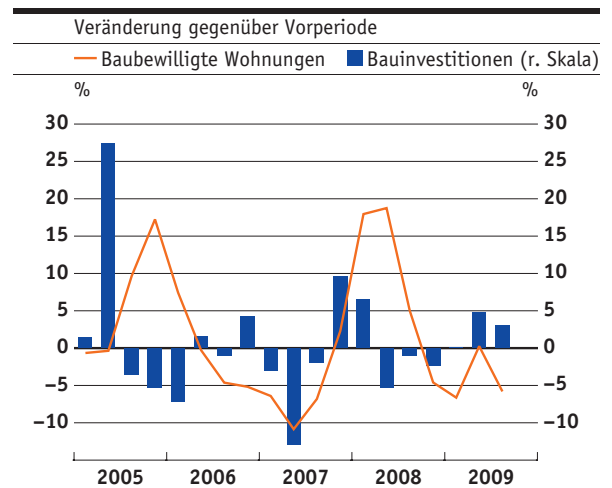
### Robustes Wachstum des privaten Konsums

Der private Konsum stieg im dritten Quartal um 2,3% gegenüber dem Vorquartal. Im Vorjahresvergleich entspricht dies einem Wachstum von 1,3% (Grafik 2.9). Der Privatkonsum hat sich somit in den vergangenen Quartalen als sehr krisenresistent erwiesen. Dies lässt sich einerseits mit der im internationalen Vergleich gesunden Finanzlage der Schweizer Haushalte und andererseits mit der stützenden Wirkung der Einwanderung erklären.

Das Resultat des dritten Quartals beruht nicht zuletzt auf wieder erstarkten Detailhandelsumsätzen. Saisonbereinigt wuchsen sie um 1,5%, nach einer Zunahme von 0,8% im Vorquartal. Positiv entwickelten sich insbesondere die Bereiche Nahrungsmittel und Getränke sowie Gesundheits- und Pflegeprodukte. Die Umsätze in den Sparten Bekleidung und Schuhe blieben demgegenüber weiterhin schwach. Die Neuzulassungen von Personenwagen, ein Indikator für den Konsum dauerhafter Konsumgüter, erholten sich leicht. Die inländische Tourismussachfrage blieb in den Sommermonaten Juli und August robust, so dass sich im dritten Quartal ein Zuwachs bei den Hotelübernachtungen von saisonbereinigt 5,3% ergab.

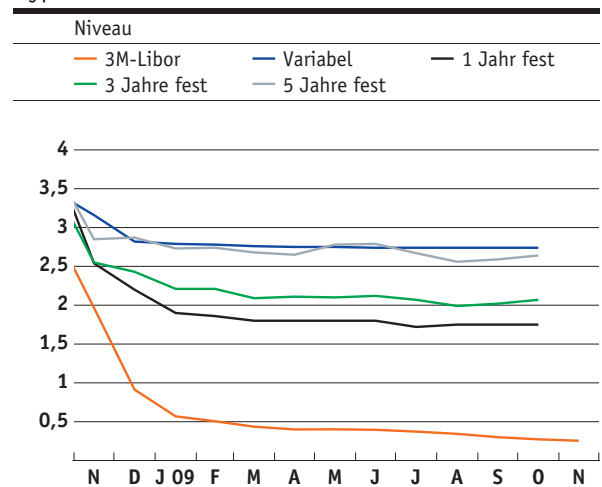
Grafik 2.6

### Bau



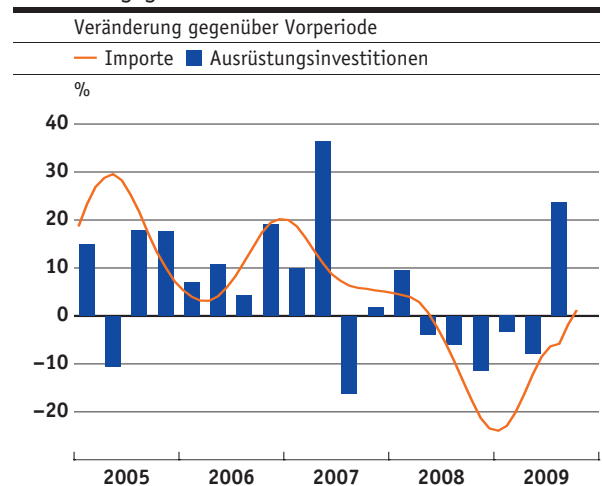
Grafik 2.7

### 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

## Erholung der Konsumentenstimmung im Herbst

Die Erfassung der Konsumentenstimmung wurde vom SECO im Herbst erstmals in einer revidierten und EU-kompatiblen Form durchgeführt. Laut dieser Umfrage verbesserte sich die Konsumentenstimmung zwischen Juli und Oktober zwar markant, blieb aber unter dem historischen Durchschnittsniveau. Die Verbesserung der letzten Monate beruht vor allem auf optimistischeren Erwartungen zur künftigen wirtschaftlichen Entwicklung: Die Konsumenten sehen den Tiefpunkt der Krise als überwunden. Die Sorge um den Arbeitsplatz bleibt hingegen akut, und es wird weiterhin mit steigenden Arbeitslosenzahlen gerechnet. Leicht erhöht hat sich gemäss der Umfrage die Wahrscheinlichkeit, dass die Konsumenten in den kommenden zwölf Monaten vermehrt sparen werden.

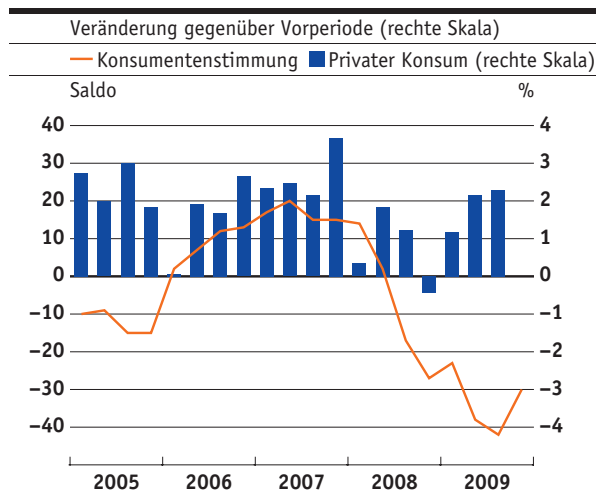
## Kräftiger Anstieg der Importe

Analog zu den Exporten stiegen auch die Importe im dritten Quartal erstmals seit Beginn der Krise wieder an (Grafik 2.10). Der Zuwachs belief sich auf hohe 11,1% (ohne Wertsachen) und betraf ausschliesslich die Warenimporte. Im Einklang mit der sich gemäss KOF/ETH allmählich verbessernden Auftragslage in der Metall-, Kunststoff- und Textilindustrie verzeichneten vor allem die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten hohe Wachstumsraten. Daneben wurden erstmals seit Beginn der Krise wieder mehr Investitionsgüter eingeführt, gestützt durch eine grössere Lieferung neuer Schienenfahrzeuge. Bei den Konsumgütern gingen die Pharmaimporte weiter zurück, während die Importe in den anderen Konsumgüterkategorien mehrheitlich zunahm. Trotz des insgesamt kräftigen Anstiegs im dritten Quartal liegen die Warenimporte noch weit unter ihrem Vorkrisenniveau.

Die Dienstleistungsimporte verzeichneten hingegen einen Rückgang. Insbesondere die Auslagen für Lizenzen und Patente verringerten sich spürbar. Dagegen verharrten die Ausgaben für Tourismusdienstleistungen im Ausland auf hohem Niveau.

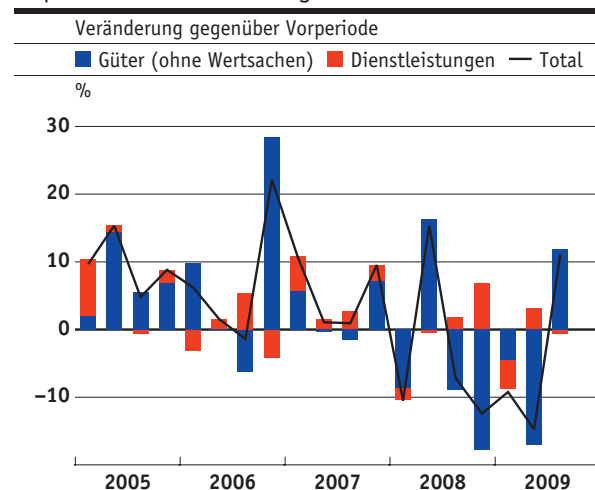
Vor dem Hintergrund der nach wie vor schwierigen Situation in der Industrie sollte sich das Wachstum der Importe nach dem dritten Quartal etwas verlangsamen. Diese Einschätzung wird durch die Entwicklung der Warenimporte im Oktober bekräftigt.

Grafik 2.9  
Privater Konsum



Quelle: SECO

Grafik 2.10  
Importe: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

## 2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

### Begrenzte Abnahme der Beschäftigung

Die Anzahl Stellen nahm im dritten Quartal erneut ab. Nach einem Minus von 0,7% im zweiten Quartal betrug der Rückgang nun 0,6% (Grafik 2.11). Abgeschafft wurden hauptsächlich Vollzeitstellen. Bei den Teilzeitstellen hingegen kam es sogar zu einem leichten Anstieg. Insgesamt nahm die vollzeitäquivalente Beschäftigung um 1,0% ab.

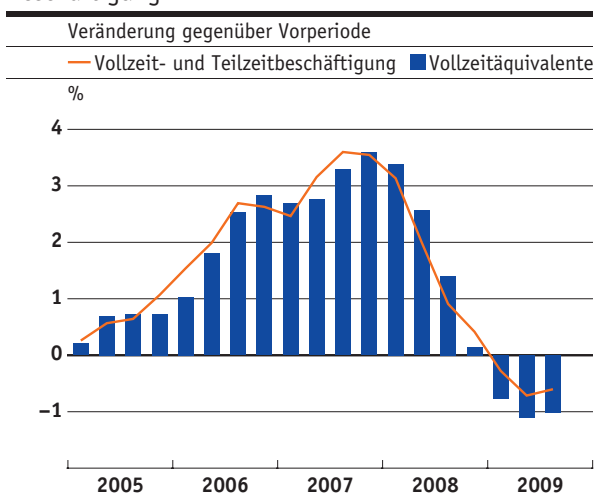
Im internationalen Vergleich ist die seit Beginn der Rezession registrierte Beschäftigungsabnahme in der Schweiz moderat ausgefallen. Am schwersten betroffen war bisher die verarbeitende Industrie, in der innerhalb eines Jahres etwa 30 000 Arbeitsplätze verloren gingen. Im Dienstleistungs-

bereich fand lediglich in den Branchen Handel und Reparatur sowie Verkehr ein Stellenabbau statt. In der Bauwirtschaft nahm die Beschäftigung sogar zu.

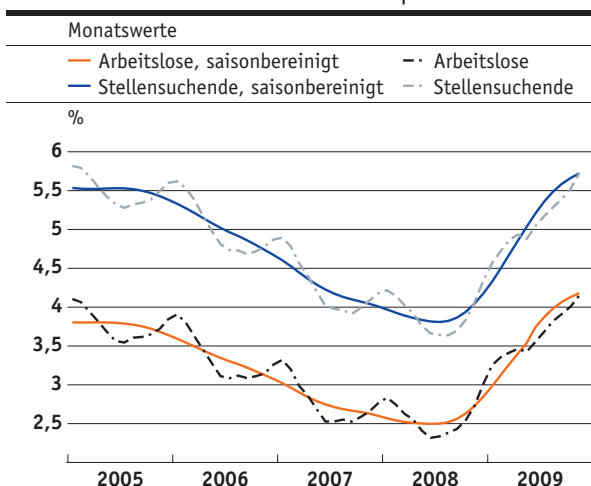
### Stabilisierung der Indikatoren der Arbeitsnachfrage

Die Indikatoren der Arbeitsnachfrage lieferten im dritten Quartal erste Signale einer Stabilisierung. Der vom BFS berechnete Index der offenen Stellen ging nicht mehr zurück, während der Index der Beschäftigungsaussichten sich sogar leicht erhöhte. Diese Entwicklung war branchenmässig breit abgestützt (Grafik 2.12). Sie findet jedoch auf tiefem Niveau statt, was für eine weitere – wenngleich verlangsamte – Abnahme der Beschäftigung in der kurzen Frist spricht.

Grafik 2.11  
Beschäftigung



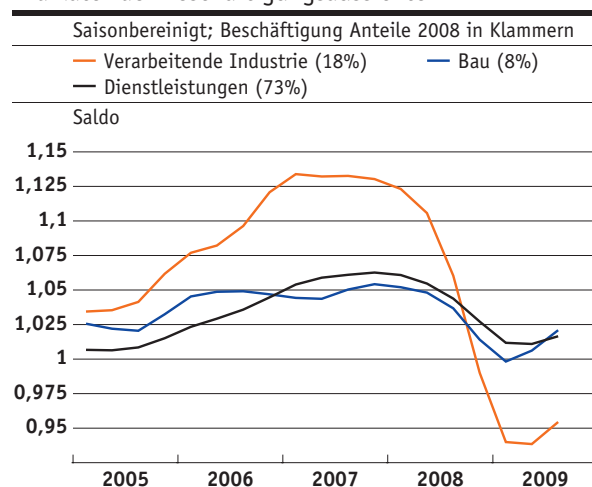
Grafik 2.13  
Arbeitslosen- und Stellensuchendenquoten



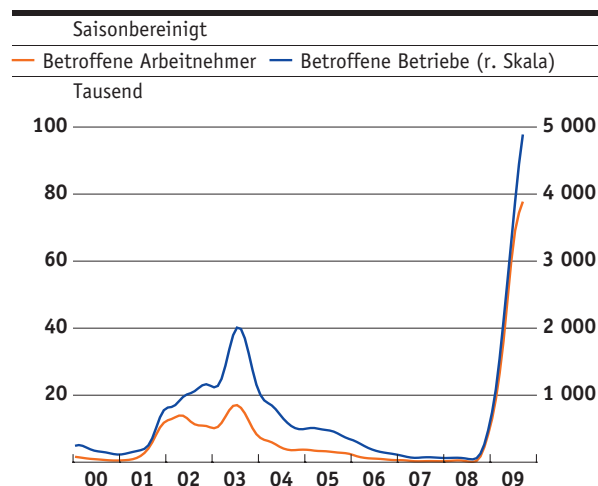
Grafik 2.11:  
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 2.13:  
Bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)  
Quelle: SECO

Grafik 2.12  
Indikator der Beschäftigungsaussichten



Grafik 2.14  
Kurzarbeit



Grafik 2.12:  
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 2.14:  
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

### Weiterer Anstieg der Arbeitslosigkeit und der Kurzarbeit

Nachdem die Zahl der Arbeitslosen bis August stark angestiegen war, setzte sich die Zunahme in den Folgemonaten etwas verlangsamt fort (Grafik 2.13). Saisonbereinigt erreichte die Arbeitslosenquote im November 4,1%. Die Zahl der Stellensuchenden, welche neben den eingeschriebenen Arbeitslosen auch alle Personen umfasst, die an Ausbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmen oder einem Zwischenverdienst nachgehen, stieg ebenfalls weiter an. Ihre Quote lag im November bei 5,7%.

Die offiziellen Arbeitslosenzahlen messen nur einen Teil der Unterbeschäftigung. In den Sommermonaten gewann auch die Kurzarbeit weiter an Bedeutung. Im September waren davon saisonbereinigt 4900 Unternehmen und 77 700 Arbeitnehmer betroffen (Grafik 2.14).

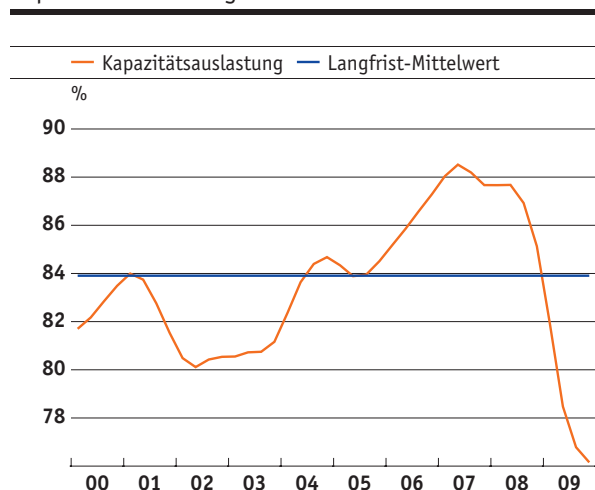
## 2.4 Kapazitätsauslastung

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 unflexibel. 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 unterschiedliche Kapazitätsauslastungen

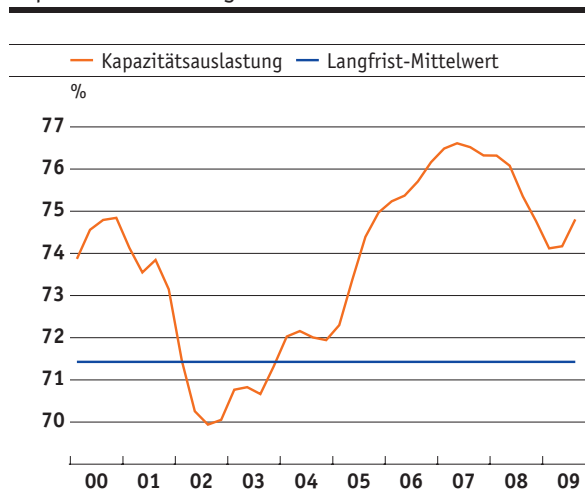
Die Rezession hat die Produktionssektoren sehr unterschiedlich getroffen. Am meisten hat die verarbeitende Industrie gelitten. Laut Umfragedaten der ETH/KOF lag die Kapazitätsauslastung im dritten Quartal in diesem Sektor bei 76,5% und stabilisierte sich somit auf einem sehr tiefen Niveau (Grafik 2.15). Besonders niedrig war die Auslastung weiterhin im Maschinenbau, wo sie mit 72,1% weit unter der für den Maschinenbau durchschnittlichen Auslastung von 86,1% lag. Dies wird auch durch

Grafik 2.15  
Kapazitätsauslastung Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.16  
Kapazitätsauslastung Bau



Quelle: KOF/ETH

eine Swissmem-Umfrage bestätigt, laut der die Firmen in der Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie noch immer stark unterausgelastet waren. Im Dienstleistungssektor war die Unterauslastung bisher deutlich weniger ausgeprägt als in der Industrie. Dort ist auch der Anteil der Firmen, die ihre technischen Kapazitäten als zu hoch bewerteten, inzwischen wieder etwas gesunken. Ganz anders sieht die Lage im Bausektor aus. Dieser weist eine deutlich überdurchschnittliche Auslastung aus, die im dritten Quartal sogar noch einmal angestiegen ist (Grafik 2.16).

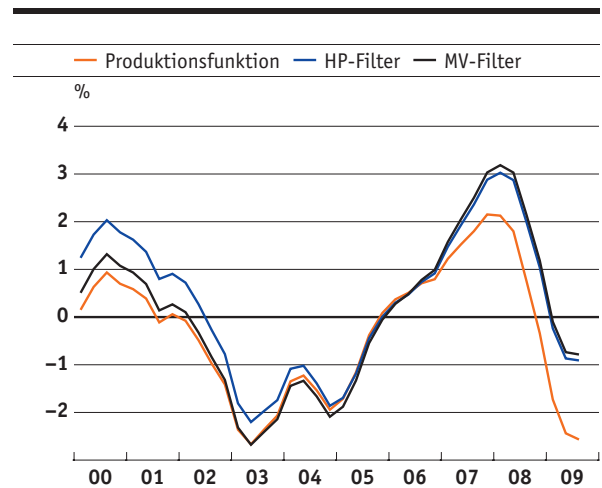
### Produktionslücke und Potenzialwachstum

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 dritten Quartal hat sich die Produktionslücke weiter in den negativen Bereich geöffnet (Grafik 2.17). Der Produktionsfunktionsansatz (PF) zeigt eine Lücke von  $-2,6\%$  des Potenzialoutputs an, nach  $-2,4\%$  im zweiten Quartal 2009. Gemäss Hodrick-Prescott-Filter (HP) beträgt die Produktionslücke wie bereits im zweiten Quartal  $-0,9\%$ .

Das Potenzialwachstum bildete sich in den vergangenen Quartalen zurück und dürfte sich – wenn auch verlangsamt – weiter abschwächen. Zum einen geht dies auf eine geringere Einwanderung und eine niedrigere Partizipationsrate zurück, die das Wachstum des Arbeitsangebots reduzieren. Zum andern führt auch die durch die verminderte Investitionstätigkeit der Unternehmen verursachte Verlangsamung der Kapitalakkumulation zu einer Abschwächung des Potenzialwachstums.

Grafik 2.17  
Produktionslücke



Quelle: SNB

## 2.5 Preise und Inflationserwartungen

### Steigender Preisindex des Gesamtangebots

Zwischen Juli und November waren die Produzenten- und Importpreise leicht rückläufig. Diese Bewegung kam in erster Linie durch tiefere Preise für landwirtschaftliche Güter sowie Konsum- und Investitionsgüter zustande. Dagegen stiegen die Preise für Energie- und Vorleistungsgüter.

Im Vorjahresvergleich lagen die Preise zwar in allen Monaten tiefer, der Rückgang schwächte sich jedoch ab (Grafik 2.18). Hatte der Index im Juli innert Jahresfrist 6,1% eingebüsst, so nahm er im November nur noch um 3,3% ab. Die Entwicklung der Jahresteuerraten reflektiert vor allem den allmählich wegfallenden statistischen Basiseffekt, der auf den starken Rückgang der Rohstoffpreise in der zweiten Jahreshälfte 2008 zurückzuführen war.

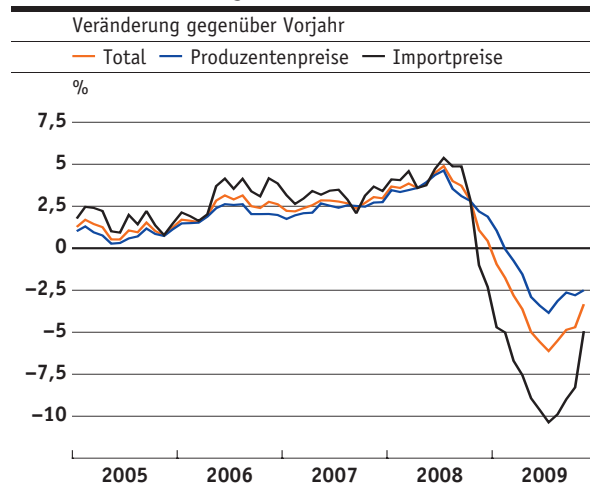
### Konsumentenpreise auf Vorjahresniveau

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerrate betrug im November 0,0%, nachdem sie im August noch -0,8% betragen hatte. Diese Bewegung widerspiegelt vor allem den abnehmenden Basiseffekt bei den Erdölprodukten. Die Preise der im LIK enthaltenen Erdölprodukte hatten im August 27,9% unter dem Vorjahresniveau notiert. Im November betrug der entsprechende Rückgang nur noch 8,8%. Schliesst man die Erdölprodukte aus, sank die Jahresteuerrate von 0,6% im August auf 0,3% im November.

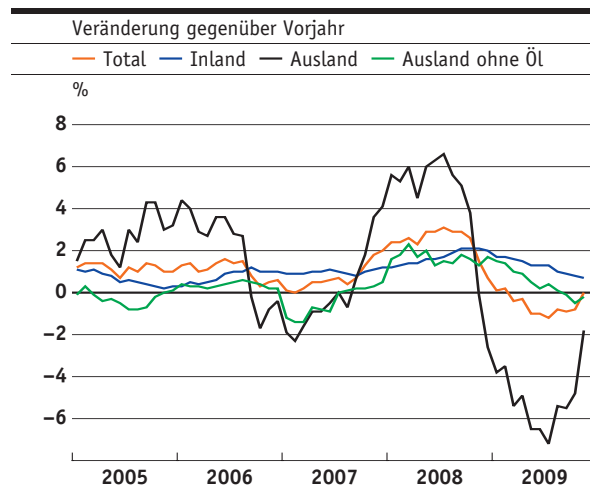
### Binnenteuerung rückläufig

Die Jahresteuerrate inländischer Güter fiel von 1,2% im August auf 0,3% im November (Grafik 2.20). Dämpfend wirkten sich vor allem Preissenkungen bei einigen Nahrungsmitteln aus. Bei den Dienstleistungen sank die Teuerung um 0,1 Prozentpunkte auf 0,9%. Ausschlaggebend war ein Rückgang der Mietteuerung um 0,5 Prozentpunkte. Insgesamt sank die Binnenteuerung von 1,0% im August auf 0,7% im November.

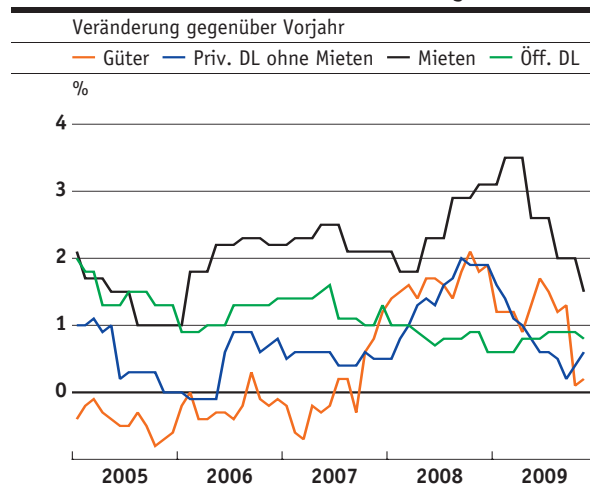
Grafik 2.18  
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.19  
LIK: In- und ausländische Güter



Grafik 2.20  
LIK: Inländische Güter und Dienstleistungen



Grafik 2.18:  
Quelle: BFS

Grafiken 2.19 und 2.20:  
Quellen: BFS, SNB

### Kernteuerungsrate leicht rückläufig

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristigen Schwankungen, welche die Sicht auf die allgemeine Grundteuerung verstellen können. Aus diesem Grund werden sogenannte Kernteuerungsrate berechnet, die die Grundtendenz der Preisentwicklung abbilden sollen. Die SNB berechnet zwei Messgrößen der Kernteuerung (Grafik 2.21): Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat je 15% der Güterpreise mit den höchsten und den tiefsten Jahresänderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen, während bei der breiter an-

gelegten «Dynamic Factor Inflation» (DFI) eine Vielzahl von Preisen, realwirtschaftlichen Daten, Finanzmarktindikatoren und monetären Variablen herangezogen wird, um die Grundteuerung zu berechnen. Die beiden Kerninflationen des BFS wiederum schliessen in jeder Periode die gleichen preisvolatilen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.22). Bei der Kerninflation 1 (BFS1) sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe, während bei der Kerninflation 2 (BFS2) zusätzlich auch die Produkte mit administrierten Preisen ausgeschlossen werden.

### Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

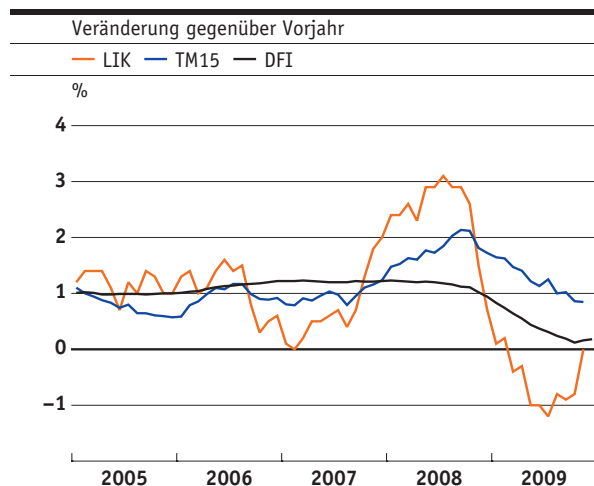
Tabelle 2.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2008		2009			2009			
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober	November	
<b>LIK total</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,7	1,7	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	
Güter	1,7	1,2	1,3	1,3	1,2	1,3	0,1	0,2	
Dienstleistungen	1,7	1,8	1,4	1,0	1,0	0,8	0,9	0,9	
private Dienstleistungen ohne Mieten	1,4	1,3	0,8	0,5	0,5	0,2	0,4	0,6	
Mieten	2,4	3,3	2,9	2,2	2,0	2,0	2,0	1,5	
öffentliche Dienstleistungen	0,9	0,6	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	
Ausländische Güter und Dienstleistungen	4,3	-4,2	-6,0	-6,0	-5,4	-5,5	-4,8	-1,8	
ohne Erdölprodukte	1,7	1,3	0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,2	
Erdölprodukte	17,8	-27,2	-32,1	-30,5	-27,9	-27,7	-23,3	-8,8	

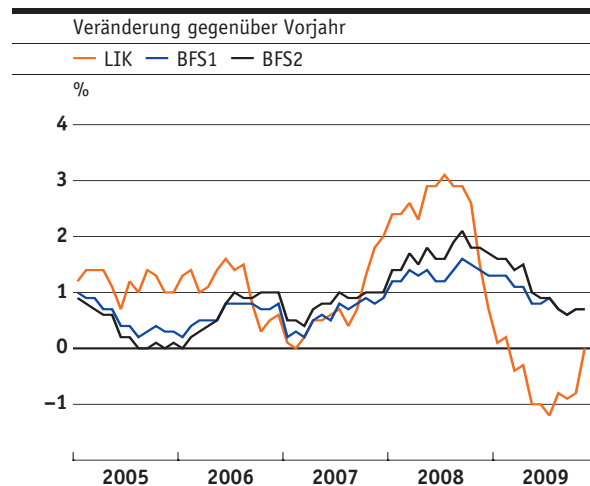
Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.21  
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.22  
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS



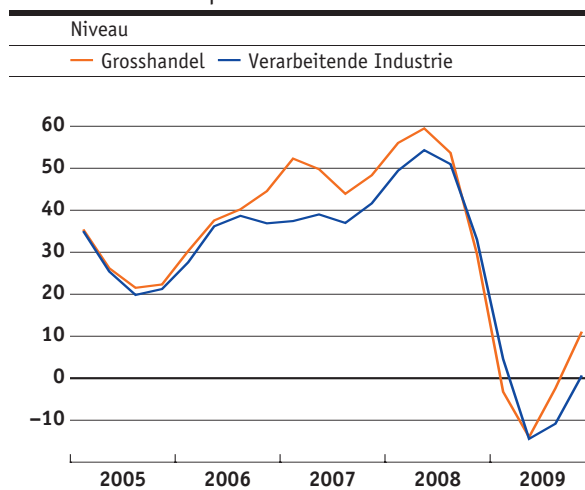
Die verschiedenen Kernteuerungsraten sind seit August leicht gesunken und beliefen sich im November auf 0,7% bis 1,0%. Eine Ausnahme stellt die DFI dar, die lediglich 0,1% betrug.

### Ausgeglichenere Inflationserwartungen

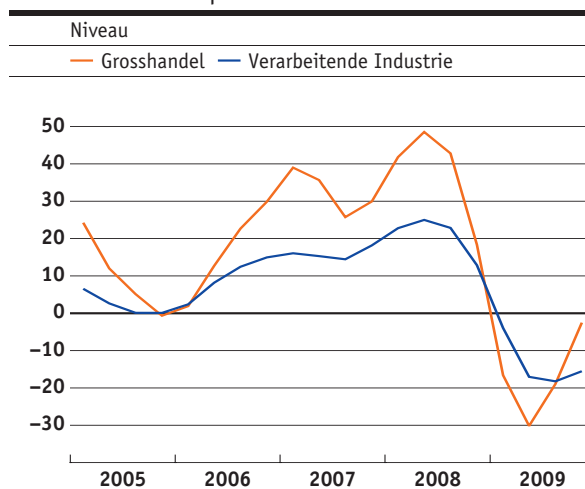
Zur Einschätzung der Inflationserwartungen unterschiedlicher Wirtschaftsakteure können diverse Umfragen herangezogen werden. Bei der Quartalsumfrage der KOF/ETH und beim PMI werden dazu leitende Mitarbeiter in der Schweiz tätiger Unternehmen befragt. Die Ergebnisse zeigen entsprechend die von den Unternehmen für die kommenden drei Monate erwartete Entwicklung der Einkaufs- und Verkaufspreise. Sowohl im Grosshandel als auch in der verarbeitenden Industrie war der Anteil an Unternehmen, die mit steigenden bzw. fallenden Preisen rechnen, etwa ausgeglichen (Grafiken 2.23 und 2.24). Ein ähnliches Bild vermittelt die Komponente «Einkaufspreise» des PMI, welche für die nächsten Monate auf unveränderte Preise hindeutet.

Die einmal pro Quartal bei Schweizer Haushalten durchgeführte Umfrage des SECO misst die für die kommenden zwölf Monate erwartete Preisentwicklung aus Sicht der Konsumenten. Die vom SECO im November veröffentlichte Umfrage deutete gegenüber der letzten Umfrage auf etwas höhere Inflationserwartungen bei den Haushalten hin. Diese Entwicklung war in erster Linie auf eine Abnahme des Anteils der Befragten zurückzuführen, die in den nächsten zwölf Monaten sinkende Preise erwarten. Dazu gab es eine kleine Zunahme jener Umfrageteilnehmer, die moderate Preiserhöhungen erwarten (Grafik 2.25). Der Anteil der Befragten, die mit bedeutenden Preisanstiegen rechnen, blieb jedoch unverändert gering. Somit bleiben die Inflationserwartungen für das kommende Jahr auch auf der Stufe der Konsumentenpreise sehr moderat.

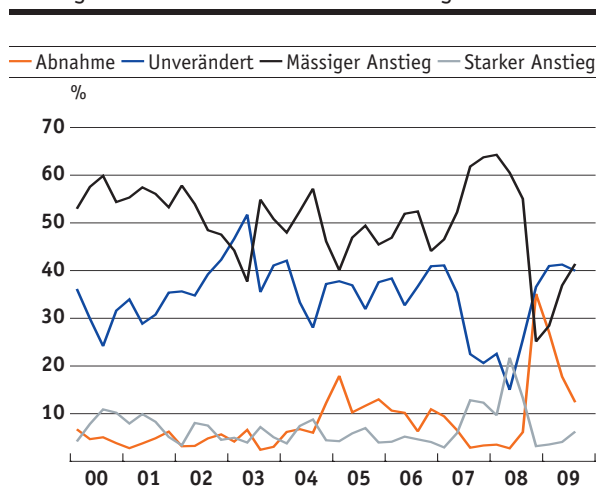
Grafik 2.23  
Erwartete Einkaufspreise



Grafik 2.24  
Erwartete Verkaufspreise



Grafik 2.25  
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafiken 2.23 und 2.24:  
Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.25:  
Quellen: SECO, SNB

## 2.6 Realwirtschaftliche Aussichten

### **Moderate Erholung im Ausland ...**

Die SNB rechnet mit einer Fortsetzung der internationalen Konjunkturerholung. Die Stärke des Aufschwungs dürfte jedoch aufgrund verschiedener Faktoren gedämpft bleiben. Dazu gehören eine begrenzte Kreditvergabe, die tiefe Kapazitätsauslastung, fehlende Impulse seitens der Bauwirtschaft und eine stärkere Sparneigung der Haushalte. Entsprechend ist nach dem Auslaufen der Fiskalmassnahmen im Verlauf des Jahres 2010 eine Wachstumsdelle zu erwarten.

### **... und in der Schweiz**

Unter diesen Rahmenbedingungen dürfte auch die Erholung in der Schweiz sehr moderat ausfallen. Für 2010 rechnet die SNB mit einem BIP-Wachstum von 0,5%–1,0%, nach einem Rückgang von rund 1,5% im Jahr 2009. Das Wachstum dürfte hauptsächlich von den sich erholenden Exporten getrieben werden. Die negative gesamtwirtschaftliche Produktionslücke wird sich wahrscheinlich nur sehr langsam zurückbilden. Entsprechend werden die Ausrüstungsinvestitionen wohl keine bedeutenden Wachstumsimpulse liefern. Das Wachstum der privaten Konsumausgaben dürfte sich angesichts der schlechteren Arbeitsmarktlage, der schwächeren Reallohnentwicklung sowie der Zunahme der Zwangsabgaben in Grenzen halten. Im Bausektor dürfte sich die Tätigkeit auf hohem Niveau stabilisieren.

## 3 Monetäre Entwicklung

### 3.1 Zinsentwicklung

An der Lagebeurteilung vom September be-  
liess die SNB das Zielband für den 3M-Libor bei  
0%–0,75%, wobei sie einen 3M-Libor von 0,25%  
ansteuerte. Die SNB setzte somit ihre expansive  
Geldpolitik fort. Zudem bekräftigte sie ihre Absicht,  
einer Aufwertung des Schweizer Frankens gegen-  
über dem Euro entschieden entgegenzuwirken.  
Wenn nötig würde sie auch weitere Käufe von  
Schweizerfranken-Obligationen tätigen, um damit  
die Risikoprämien auf langfristigen Anleihen von  
privaten Schuldern zu reduzieren.

Zwischen Mitte September und Mitte Dezem-  
ber sank der 3M-Libor um 5 Basispunkte auf das  
angestrebte Niveau von 0,25%, was insbesondere  
auf eine Abnahme der Risikoprämien zurückzufüh-  
ren ist. So hat sich zum Beispiel die Differenz zwi-  
schen dem 3M-Libor und dem OIS auf 0,22 Prozent-  
punkte verringert. Die Libor-OIS-Zinsspanne liegt  
zwar über dem historischen Durchschnitt von 0,06  
Prozentpunkten, aber deutlich unter dem nach dem  
Konkurs von Lehman Brothers erreichten Rekord-  
niveau von 1,74 Prozentpunkten (Grafik 3.2).

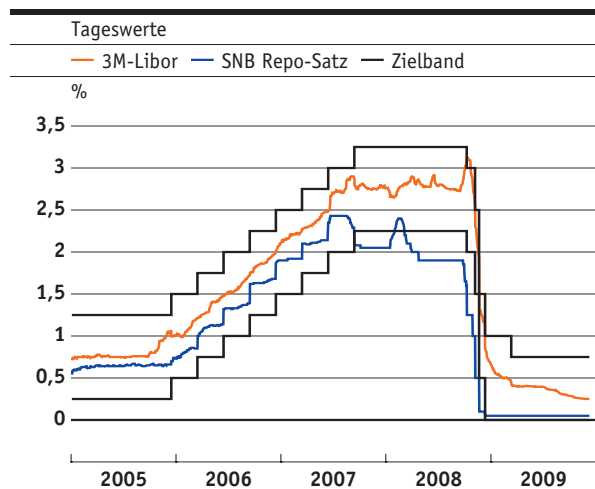
Im August 2009 lancierten die SNB und die  
SIX Swiss Exchange AG neue Franken-Referenz-  
zinssätze, die sogenannten Swiss Reference Rates.  
Diese basieren auf dem besicherten Geldmarkt.  
Die Referenzzinssätze erlauben es der SNB, die  
Entwicklungen am Schweizer Geldmarkt besser zu

überwachen, eine Zunahme der Aktivität am be-  
sicherten Interbankenmarkt zu identifizieren und  
die Steuerung des Zinsniveaus zu optimieren. Seit  
Mitte September hat der Tagesgeldsatz dieser  
Referenzsatzgruppe, Swiss Average Overnight Rate  
(SARON), praktisch konstant bei 3 Basispunkten  
notiert. Der einwöchige Marktzins, SAR1W, der  
gewöhnlich um den Einwochen-Reposatz der SNB  
schwankt, ist ebenfalls weitgehend konstant bei  
5 Basispunkten geblieben. Insgesamt ist die Akti-  
vität am besicherten Interbankenmarkt nach wie  
vor verhalten, was vor allem auf die grosszügige  
Liquiditätsversorgung durch die SNB zurückzu-  
führen ist.

Die Zentralbanken setzten ihre enge Zusam-  
menarbeit fort. Am 24. September 2009 gab die  
SNB bekannt, dass sie in Übereinstimmung mit der  
Europäischen Zentralbank und der Bank of England  
bis Ende Januar 2010 weiterhin US-Dollar-Liquidi-  
tät über Repo-Geschäfte mit einer Laufzeit von sie-  
ben Tagen anbieten werde. Da sich die Verhältnisse  
auf den Geldmärkten weiter verbessert hatten,  
stellte die Nationalbank hingegen die Dollar-Repo-  
Operationen mit einer Laufzeit von 84 Tagen nach  
der Auktion vom 6. Oktober 2009 ein.

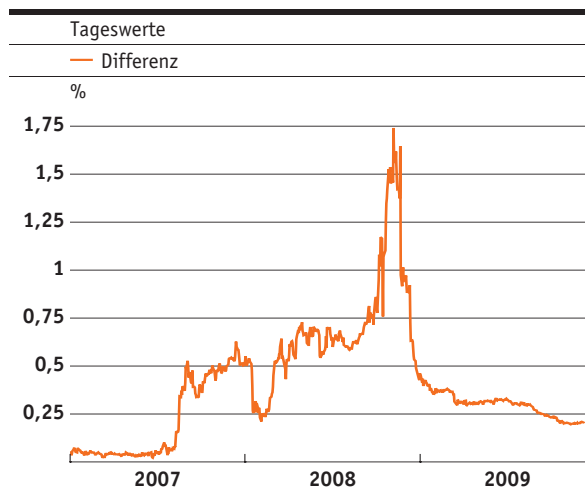
Ebenfalls am 24. September 2009 gaben die  
SNB, die Europäische Zentralbank, die Narodowy  
Bank Polski und die Magyar Nemzeti Bank gemein-  
sam bekannt, dass sie bis Ende Januar 2010 weitere  
EUR/CHF-Devisenswaps mit einer Laufzeit von sie-  
ben Tagen durchführen werden, um Franken gegen  
Euro zur Verfügung zu stellen. Damit soll eine wei-  
tere Verbesserung am kurzfristigen Schweizerfran-  
ken-Geldmarkt unterstützt werden.

Grafik 3.1  
Geldmarktsätze



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.2  
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Quellen: Bloomberg, Reuters

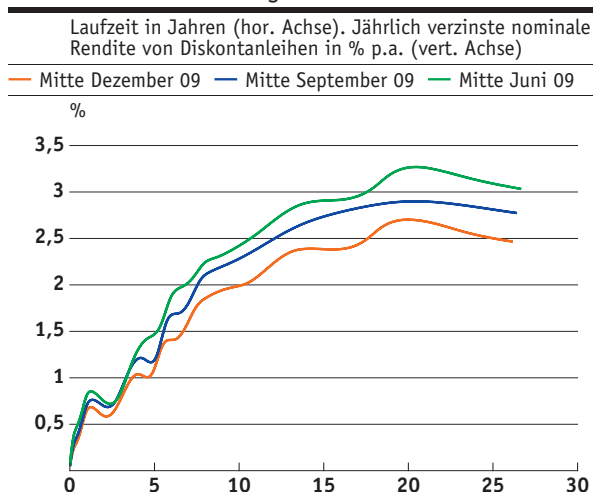
Weiter emittierte die SNB wöchentlich SNB Bills in Schweizer Franken, um gezielt Frankenliquidität abzuschöpfen. In den letzten Monaten wurden ausschliesslich SNB Bills mit einer Laufzeit von sieben Tagen platziert. Durchschnittlich wurden im September und Oktober 2009 durch SNB-Bills-Auktionen 9 Milliarden Franken abgeschöpft (bei Geboten von 13,5 Mrd. CHF). Die volumengewichtete Durchschnittsrendite pro Auktion schwankte zwischen 0,005% und 0,02%.

Schliesslich gab die SNB weiter eigene Schuldverschreibungen in US-Dollar (SNB USD Bills) aus. Diese Schuldverschreibungen wurden in vierzehntäglichen Abständen aufgelegt und wiesen Laufzeiten von 28, 84 und 168 Tagen auf. Das ausstehende Volumen betrug Mitte Dezember rund 19 Milliarden US-Dollar. Der Aufschlag der SNB USD Bills gegenüber den Renditen der jeweiligen amerikanischen Staatsanleihen bildete sich im dritten Quartal deutlich zurück. Seit der Lagebeurteilung vom September ist er marginal angestiegen.

### Etwas flachere Zinsstruktur

Während sich die kurzfristigen Zinsen in der Schweiz kaum bewegten, sanken die langfristigen Zinsen zwischen Mitte September und Mitte Dezember leicht, so dass sich die Zinskurve etwas abflachte (Grafik 3.3). Die Rendite der zehnjährigen Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft schwankte im Berichtszeitraum, gab aber insgesamt zwischen Mitte September und Mitte Dezember um 21 Basispunkte nach und lag Mitte Dezember bei 2,03%.

Grafik 3.3  
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Quelle: SNB

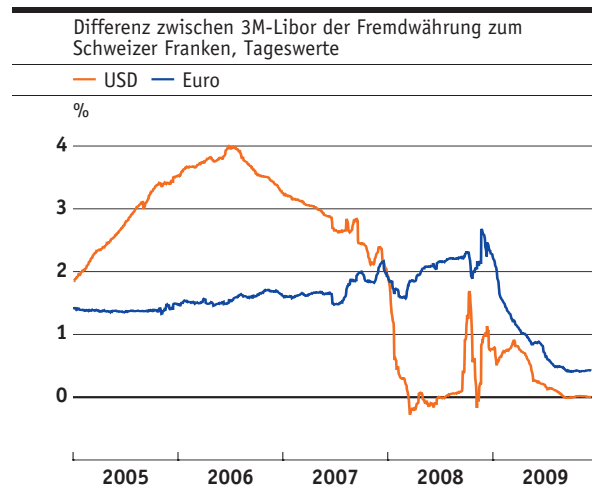
### Praktisch unveränderte Zinsspannen zum Euro- und Dollarraum bei kurzen Laufzeiten

Auch international bewegten sich die kurzfristigen Zinsen kaum, so dass die Zinsspannen zum Euro- und Dollarraum praktisch unverändert blieben. Die Verzinsung langfristiger Staatsanleihen entwickelte sich allerdings unterschiedlich. Während die Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen etwa im gleichen Umfang wie in der Schweiz nach unten tendierte, gab die Rendite zehnjähriger Anleihen des amerikanischen Schatzamtes weniger nach. Somit blieb die Renditedifferenz zwischen deutschen und schweizerischen Anleihen praktisch unverändert, während sie sich zwischen amerikanischen und schweizerischen Anleihen ausweitete.

### Unternehmensanleihen unterschiedlicher Ratingstufen praktisch konstant

In den vorangegangenen Quartalen profitierten Unternehmensanleihen aller Ratingstufen von den Verbesserungen der Kreditbedingungen und der Unternehmensergebnisse. Auch dürften die Ankäufe der SNB von Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner zu einer Entspannung beigetragen haben. Seit der Lagebeurteilung vom September schwankten die Zinsen von Unternehmensanleihen allerdings nur noch geringfügig.

Grafik 3.4  
Differenzen internationaler Kurzfristzinsen



Quellen: Reuters, SNB

### Weitere Abnahme der realen Zinssätze

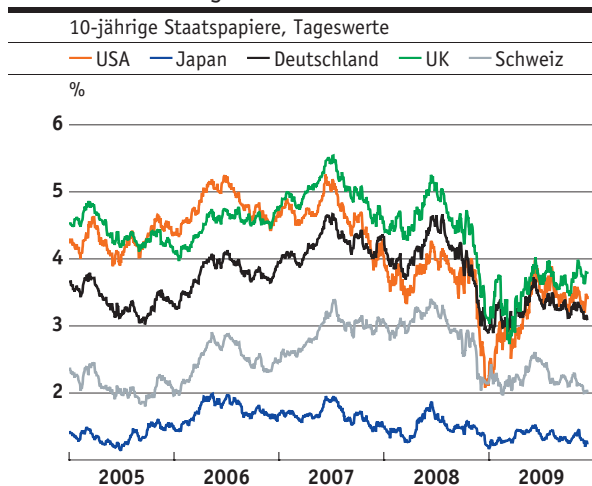
Der Realzins ist eine wichtige Bestimmungsgrösse für das Spar- und Investitionsverhalten der Haushalte und Unternehmen und damit von zentraler Bedeutung für die zukünftige Entwicklung der Konjunktur. Grafik 3.6 zeigt den dreijährigen Realzins, der als Differenz zwischen dem dreijährigen Nominalzins und dem über den gleichen Zeitraum erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert ist, wobei die Inflationserwartungen unter Verwendung des Durchschnitts der unbedingten Prognosen verschiedener SNB-Modelle approximiert werden. Der so gemessene Realzins lag im vierten Quartal 2009 mit 0,1% noch ein wenig tiefer als im Vorquartal. Das Realzinsniveau ist im historischen Vergleich für mittlere Laufzeiten sehr tief und wirkt stimulierend auf die Wirtschaft.

## 3.2 Wechselkurse

### Leichte Abwertung des Dollars

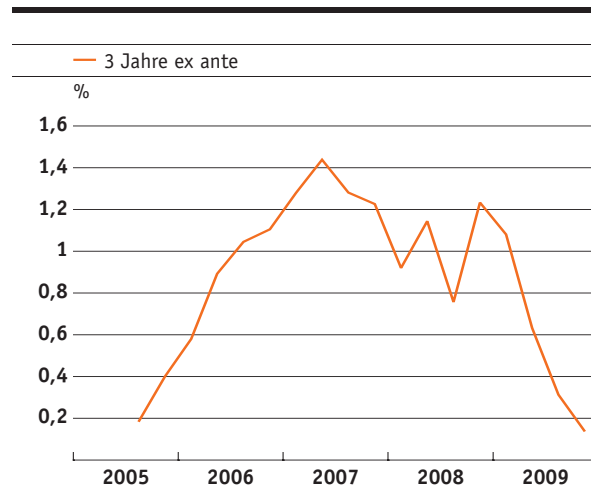
Die Schwankungen an den Devisenmärkten waren in der Berichtsperiode im Vergleich zu den drei auf den Konkurs von Lehman Brothers folgenden Quartalen relativ gering. Damals lagen die Schwankungsbreiten in den einzelnen Quartalen im zweistelligen Prozentbereich. Seit Mitte September 2009 gab der US-Dollar gegenüber dem Euro um 1,1% nach. Der USD/EUR-Wechselkurs lag Mitte Dezember bei 1.48 und damit etwa auf dem Stand von August 2008 kurz vor dem Lehman-Konkurs. Er liegt somit unter dem im Juli 2008 erreichten Jahreshöchststand von 1.60.

Grafik 3.5  
Internationale Langfristzinsen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafik 3.6  
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

Seit Mitte September 2009 wertete sich der Franken gegenüber dem US-Dollar um 1,4% und gegenüber dem Euro um 0,3% auf. Die Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Dollar hatte bereits im März 2009 begonnen, während der Franken gegenüber dem Euro im selben Zeithorizont weitgehend unverändert notierte. Diese Entwicklung ist im Rahmen der unkonventionellen Massnahmen der SNB zu sehen, die unter anderem darauf abzielen, den Frankenkurs gegenüber dem Euro nicht weiter ansteigen zu lassen.

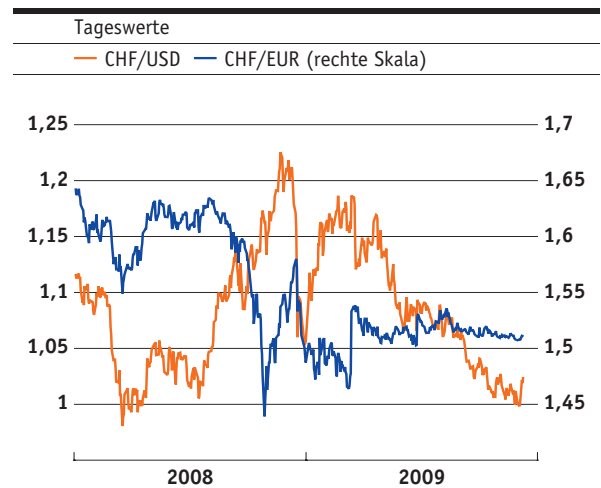
Seit Mitte September hat der handelsgewichtete nominale Aussenwert des Schweizer Frankens weiter zugelegt. Der Anstieg beläuft sich seit Beginn der Krise im August 2007 auf nahezu 11%. Tendenziell gleichen Bewegungen der nominellen Wechselkurse die Teuerungsunterschiede zwischen den Währungsräumen aus, so dass die realen Austauschrelationen stabil bleiben. So verlief denn auch der handelsgewichtete reale Aussenwert des Schweizer Frankens seit Mitter der 90er Jahre ziemlich stabil. Seit August 2007 hat er sich allerdings ebenfalls recht deutlich erhöht (10%).

### Praktisch unveränderte monetäre Bedingungen

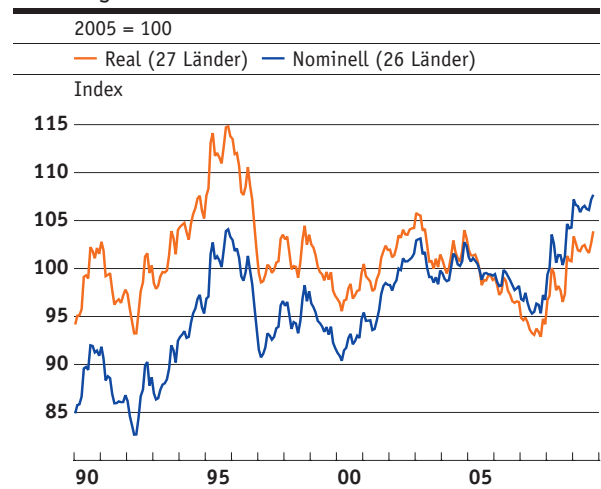
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor und den exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. Der Index wird jeweils unmittelbar nach der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt.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

Bei einer Gewichtung der Veränderungen des 3M-Libor und des exportgewichteten nominalen Aussenwerts des Schweizer Frankens im Verhältnis 3:1 waren die monetären Bedingungen in der Schweiz Mitte Dezember praktisch unverändert im Vergleich zur Lagebeurteilung vom September (Grafik 3.9). Zwischenzeitlich waren die monetären Bedingungen leicht restriktiver, was grösstenteils auf eine leichte Höherbewertung des Schweizer Frankens wegen der Abschwächung des Dollars zurückzuführen war.

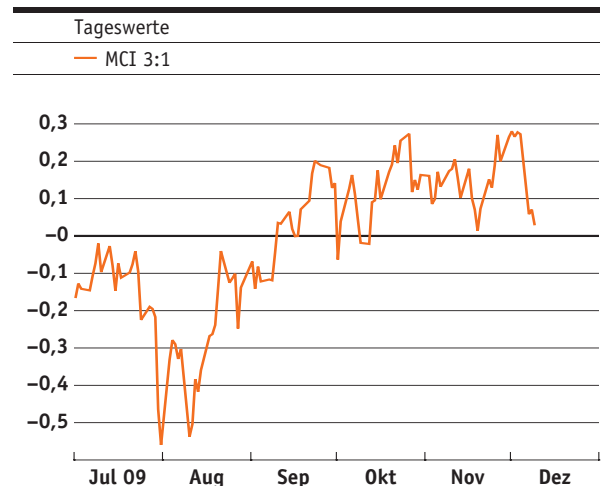
Grafik 3.7  
Devisenkurse



Grafik 3.8  
Handelsgewichteter Aussenwert des Frankens



Grafik 3.9  
MCI nominal



Grafiken 3.7 und 3.9:  
Quelle: SNB

Grafik 3.8:  
Quelle: BIZ

### 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.

#### Seitwärtsbewegung an den Aktienmärkten

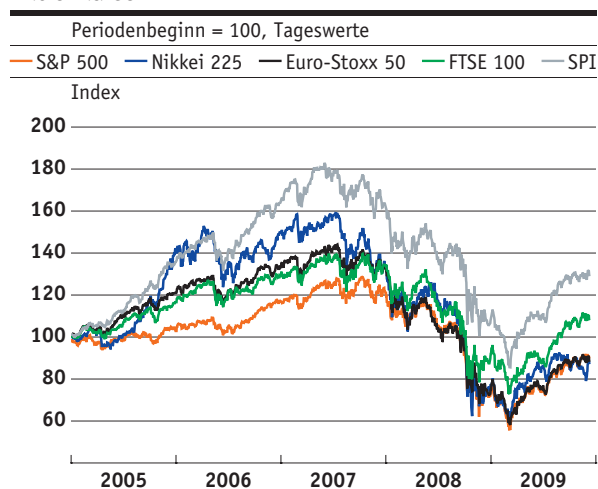
Die wichtigsten internationalen Aktienmärkte verzeichneten in der Berichtsperiode keine oder nur geringe Kursavancen. So tendierten der europäische Euro-Stoxx 50 und der Swiss Performance Index (SPI) zwischen Mitte September und Mitte Dezember seitwärts, während sich der amerikanische S&P 500 in der gleichen Zeitspanne um 2,2% erhöhte.

Unsicherheiten bezüglich des Konjunkturverlaufs, ein schwacher Konsum und Sorgen über die Arbeitslosigkeit dürften die Aktienkurse belastet haben. Zudem wirkte sich die Verunsicherung über die Entwicklung in Dubai negativ auf die Aktienkurse aus.

Betrachtet man die einzelnen Komponenten des SPI nach Unternehmensgrösse, zeigen sich deutliche Unterschiede. So stiegen die Titel grosser Unternehmen, während diejenigen kleiner Unternehmen sanken (-4,8%). Insbesondere waren die Finanzdienstleister deutliche Verlierer (-13%), während die Aktien der Baubranche 6% zulegten.

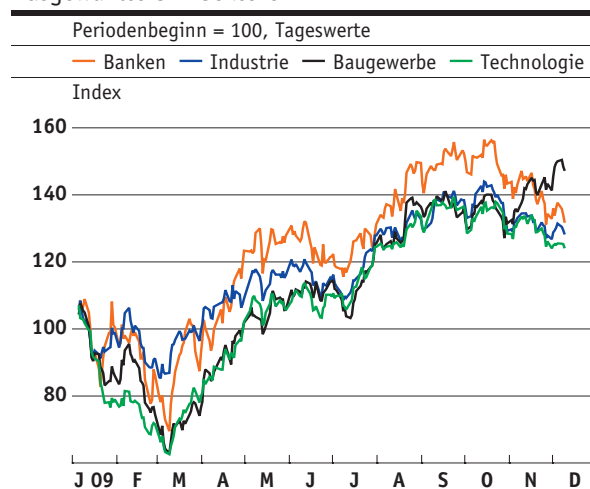
Die in den letzten Monaten beobachtete Entwicklung an den Aktienmärkten lässt auf eine Annäherung der Marktkurse an die Fundamentaldaten schliessen. Über den Erwartungen liegende Unternehmensergebnisse und unerwartet positive Wirtschaftsindikatoren führten im ersten Halbjahr 2009 zu einer umfassenden Neubewertung der Aktien. Anpassungen der tatsächlichen und der erwarteten Gewinne und Dividenden nach oben kamen den Aktienkursen zugute. So hat sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) Schweizer Aktien von 13 zu Beginn des laufenden Jahres bis auf 17 Ende November erhöht. Im historischen Durchschnitt (seit 1980) liegt das KGV bei 15,5.

Grafik 3.10  
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

Grafik 3.11  
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Thomson Financial Datastream

Die Volatilität an den Aktienmärkten stellt ein Mass für die Unsicherheit an den Märkten dar. Grafik 3.12 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 im VIX ausgedrückte Unsicherheit an den Aktienmärkten geht einher mit der Entwicklung der Aktienkurse. Bis zum Ende des dritten Quartals 2009 gab der VIX nach und verharrt seither auf einem Wert von über 20.

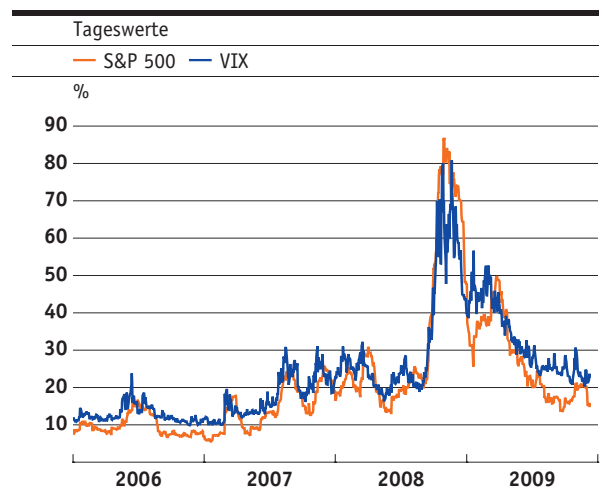
### Höhere Rohstoffpreise

Im Gegensatz zu den Aktienkursen haben die Rohstoffpreise seit der Lagebeurteilung vom September deutlich zugelegt. Vor allem die Preise für Energiegüter zogen an. Der Erdölpreis in Dollar stieg um 8% und lag Mitte Dezember bei 76 USD pro Fass. Aber auch die Industriegüter (11%) sowie Getreide (13%) verteuerten sich kräftig. Der Goldpreis kletterte sogar auf neue historische Höchststände und lag Mitte Dezember auf über 1150 USD pro Unze.

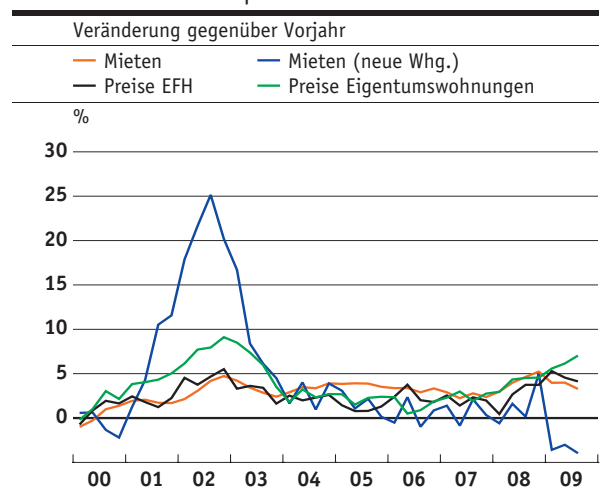
### Unterschiedliche Entwicklung am Immobilienmarkt

Im dritten Quartal 2009 entwickelten sich die Mieten und Preise am Immobilienmarkt uneinheitlich. Während die Preise von Eigentumswohnungen um 6,8% und diejenigen von Einfamilienhäusern um 4% zulegten, zogen die anteilmässig dominierenden Wohnungsmieten etwas verhaltener an (3,2%). Dabei ist zu beachten, dass die Mieten für Neuwohnungen die Marktkräfte besser widerspiegeln. Diese schrumpften zum dritten Mal in Folge und verringerten sich im dritten Quartal um 4%. Mieten für Gewerbeflächen gingen im Berichtsquartal ebenfalls zum dritten Mal in Folge markant zurück (-8,2%). Hingegen erhöhten sich die Mieten von Büroflächen deutlich um 6%.

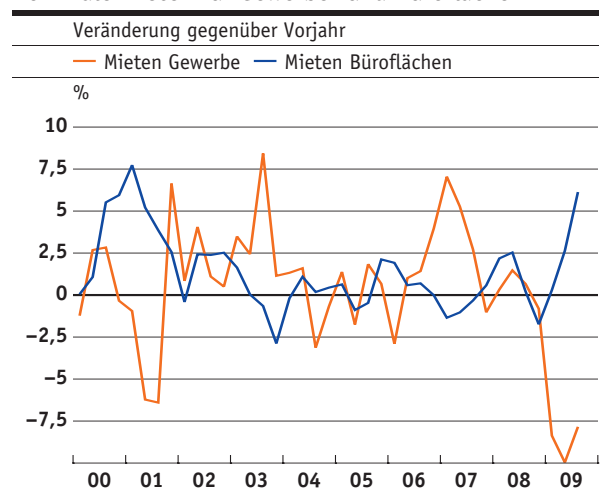
Grafik 3.12  
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.13  
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Grafik 3.14  
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Grafik 3.12:  
Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafiken 3.13 und 3.14:  
Quelle: Wüest & Partner



## 3.4 Geldaggregate

### Geringere Nachfrage nach Notenbankgeld

Die Banken und die Wirtschaft im Allgemeinen verlangten angesichts der fortwährenden Unsicherheit weiterhin nach grosszügiger Liquidität, welche die SNB nach wie vor zur Verfügung stellte. Die Notenbankgeldmenge, bestehend aus den Giro Guthaben der Banken bei der SNB und dem Notenumlauf, ist ein Mass für die Liquidität im Interbankenmarkt. Diese Geldmenge hat seit September 2008 deutlich zugenommen. Seit ihrem Höchststand im April bildet sie sich indessen wieder zurück.

Vor der Krise war das Verhältnis der Giro Guthaben der Banken bei der Nationalbank zu den Depositen (Sicht-, Termin- und Spareinlagen) sehr stabil, wie dem Verlauf des M3-Geldmultiplikators zu entnehmen ist (Grafik 3.15). Der M3-Geldmultiplikator ist der Quotient aus dem Geldaggregat M3 und der Notenbankgeldmenge. Er 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. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise gewähren sich die Banken gegenseitig weniger Kredite als vorher und halten aus Vorsichtsgründen mehr Liquidität. Dies schlägt sich in einem starken Rückgang des Geldmultiplikators nieder.

Über kurz oder lang wird der Multiplikator zu seinem Normalwert aufschliessen. Dies kann vereinfacht ausgedrückt auf zwei Arten geschehen. Im ersten, geldpolitisch bedenklichen Fall würde der Multiplikator bei unveränderter Notenbankgeld-

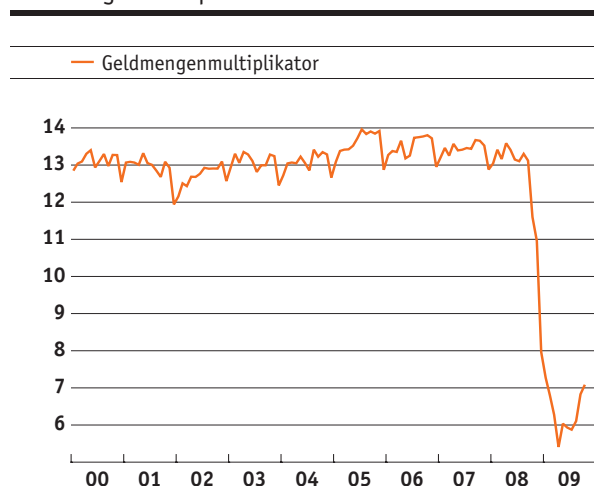
menge ansteigen. Die hohe Liquidität der Banken würde so über die Gewährung von Krediten der übrigen Wirtschaft zur Verfügung gestellt. Der damit einhergehende Anstieg von M3 könnte zu einer inflationären Überhitzung der Wirtschaft führen. Steigt hingegen der Multiplikator, weil die SNB die Liquidität aus dem Interbankenmarkt abschöpft und somit die Giro Guthaben ermässigt, bleiben das Wachstum von M3 und die Teuerung unter Kontrolle. Üblicherweise bewegen sich die Notenbankgeldmenge und das Geldaggregat M3 aber gleichzeitig. Entscheidend ist, welche der beiden Geldmengen sich stärker verändert. Vor diesem Hintergrund ist der jüngste Anstieg des Multiplikators geldpolitisch unbedenklich, da er vorwiegend auf einen Rückgang der Notenbankgeldmenge und nicht auf eine vermehrte Geldschöpfung der Banken zurückzuführen ist.

### Expansion der breiteren Geldaggregate

Die breiteren Geldaggregate (M1, M2 und M3) stiegen erst in jüngster Zeit über ihr Trendniveau (Grafik 3.16); allerdings liegen sie inzwischen deutlich darüber.

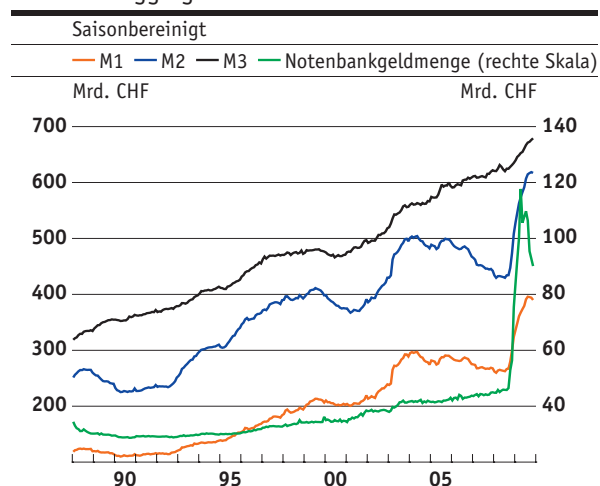
Nach einem hohen Wachstum in den Jahren 2003 bis 2005 waren sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) bis in den Sommer 2007 infolge ansteigender Zinsen zurückgegangen. Ab Herbst 2007 stabilisierten sich diese Geldmengen im Einklang mit dem flacheren Verlauf der kurzfristigen Zinsen. Mit den jüngsten Zinssenkungen begannen M1 und M2 dann allerdings wieder kräftig zu wachsen. M1 und M2 lagen im November je um

Grafik 3.15  
Geldmengenmultiplikator M3



Quelle: SNB

Grafik 3.16  
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

	2007	2008	2008		2009			2009		
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	September	Oktober	November
<b>Notenbankgeldmenge<sup>2</sup></b>	<b>44,2</b>	<b>49,6</b>	<b>45,3</b>	<b>61,7</b>	<b>92,9</b>	<b>110,2</b>	<b>103,0</b>	<b>94,3</b>	<b>91,9</b>	<b>89,4</b>
Veränderung <sup>3</sup>	2,5	12,1	4,4	37,8	102,9	142,6	127,4	107,5	76,6	60,6
<b>M1<sup>2</sup></b>	<b>268,9</b>	<b>273,1</b>	<b>258,4</b>	<b>302,2</b>	<b>355,2</b>	<b>375,4</b>	<b>383,0</b>	<b>385,1</b>	<b>388,0</b>	<b>393,0</b>
Veränderung <sup>3</sup>	-4,8	1,5	-1,1	12,5	33,3	41,5	48,2	47,7	40,7	30,2
<b>M2<sup>2</sup></b>	<b>450,5</b>	<b>443,1</b>	<b>423,8</b>	<b>475,8</b>	<b>554,9</b>	<b>586,4</b>	<b>599,5</b>	<b>603,2</b>	<b>608,9</b>	<b>616,5</b>
Veränderung <sup>3</sup>	-6,4	-1,6	-3,5	7,3	26,5	35,0	41,5	41,9	38,1	30,2
<b>M3<sup>2</sup></b>	<b>612,8</b>	<b>626,0</b>	<b>618,1</b>	<b>631,3</b>	<b>648,3</b>	<b>657,9</b>	<b>664,7</b>	<b>665,6</b>	<b>672,8</b>	<b>678,9</b>
Veränderung <sup>3</sup>	2,1	2,2	1,8	2,0	3,7	4,5	7,5	7,7	7,6	7,6

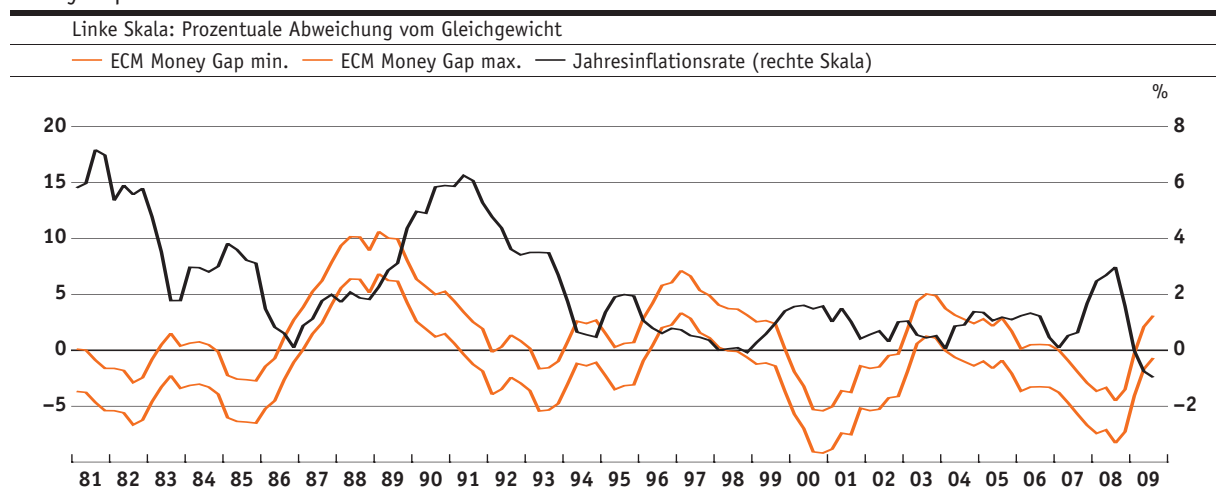
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.17  
Money Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

30,2% über dem Vorjahresniveau. M3 (M2 plus Termineinlagen) ist generell weniger volatil als die anderen Aggregate und weitete sich um 7,6% aus (Tabelle 3.1).

### **Höhere Inflationsraten in der mittleren Frist**

Mögliche Inflations- oder Deflationsrisiken aufgrund einer übermässigen bzw. einer unzureichenden Liquiditätsversorgung der Wirtschaft lassen sich anhand des «Money Gap» abschätzen. Dieser entspricht der positiven (Geldüberhang) oder negativen (Geldlücke) prozentualen Abweichung 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 den so berechneten Money Gap in der Form eines Bandes mit einer Weite von einer Standardabweichung, was der statistischen Unsicherheit Rechnung tragen soll. Demnach hat sich die Geldlücke im zweiten Quartal 2009 geschlossen. Im dritten Quartal 2009 lag die Nulllinie zwar innerhalb des Bandes, doch deutet das Bild in der Tendenz auf einen Geldüberhang hin, was mittelfristig höhere Inflationsraten erwarten lässt.

### 3.5 Kredite

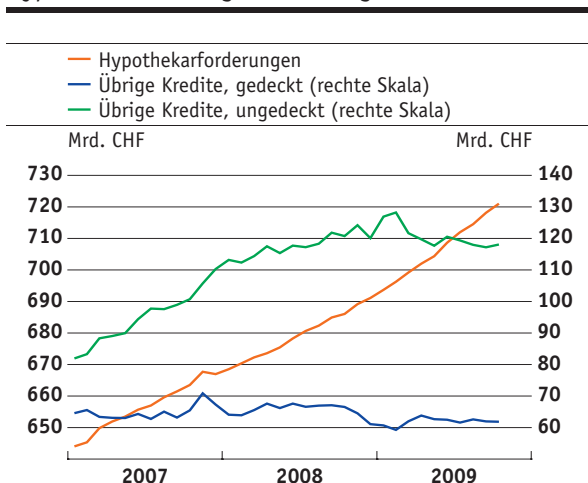
Im dritten Quartal 2009 verlangsamte sich das Kreditwachstum auf 3,0%, nach 3,2% im zweiten Quartal (Tabelle 3.2). Die leichte Verlangsamung ist insbesondere auf die übrigen Kredite zurückzuführen, welche konjunkturbedingt zum zweiten Mal in Folge schrumpften. Der Rückgang ist hauptsächlich von den in Fremdwährungen gewährten Krediten getrieben, während die übrigen Kredite in Schweizer Franken praktisch stabil blieben. Die Hypothekarforderungen, die vier Fünftel der gesamten Bankkredite ausmachen, wuchsen demgegenüber verstärkt (4,7%), was auf die tiefen Zinsen zurückzuführen ist.

Die Kredite an Haushalte nahmen auf Vorjahresbasis um mehr als 20 Mrd. CHF zu (Grafik 3.19), was einer Wachstumsrate von 3,7% entspricht. Insbesondere Haushaltshypothesen legten seit dem dritten Quartal 2008 kontinuierlich rascher zu und wuchsen im dritten Quartal 2009 um 5,0%. Dagegen schrumpften die übrigen Haushaltskredite um 13%. Dieser Rückgang widerspiegelt den Verlauf des Konsums. Übrige Kredite stellen aber weniger als 6% aller Haushaltskredite dar.

Die Kredite an private Unternehmen nahmen in der gleichen Zeitspanne um mehr als 12 Mrd. CHF zu. Die jährliche Wachstumsrate verlangsamte sich im dritten Quartal 2009 weiter auf 4,8%, was auf einen Rückgang der Wachstumsrate der übrigen Kredite zurückzuführen ist. Die übrigen Kredite machen 43% aller Kredite an Unternehmen aus. Die Hypothekarforderungen wuchsen hingegen im dritten Quartal so kräftig wie zuletzt im Jahre 1997.

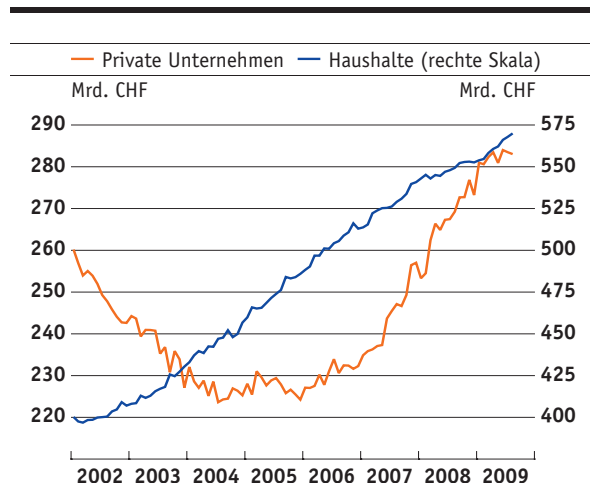
Obwohl sich die Kreditentwicklung in den letzten Quartalen verlangsamt hat, deuten die Daten bisher nicht auf eine Kreditverknappung hin. Vielmehr weisen die Kreditvolumen an Haushalte und Unternehmen Allzeithochs auf.

Grafik 3.18  
Hypothekarforderungen und übrige Kredite



Quelle: SNB

Grafik 3.19  
Bankkredite



Quelle: SNB

## Bankkredite

Tabelle 3.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

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

1 Monatsbilanzen

2 Kreditvolumenstatistik

Quelle: SNB

## 4 Die Inflationsprognose der SNB

Die Geldpolitik wirkt mit einer erheblichen Verzögerung auf Produktion und Preise. In der Schweiz wird die maximale Wirkung geldpolitischer Impulse auf die Inflationsrate nach rund drei Jahren erreicht. Aus diesem Grund orientiert die Nationalbank ihre Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflation, sondern an der Inflation, die sich bei unveränderter Geldpolitik in zwei bis drei Jahren ergeben würde. Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den 3M-Libor eines der drei Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB. Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modell-schätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Sie zeigt die künftige Preisentwicklung unter der Annahme, der 3M-Libor bleibe während des Prognosezeitraums konstant.

### 4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Der Teuerungsverlauf in der Schweiz ist neben inländischen Bestimmungsfaktoren auch stark von exogenen Einflüssen geprägt. Verschiedene der für die Erstellung der SNB-Inflationsprognose verwendeten Modelle tragen diesem Umstand Rechnung,

indem sie die zu erwartende Entwicklung in der Schweiz in ein weltwirtschaftliches Umfeld einbetten. Das dabei unterstellte internationale 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 September-Prognose.

#### Mittelfristige Erholung erwartet

Während für die USA die Wachstumsannahmen für das laufende Quartal gegenüber dem Vorquartal unverändert blieben, wurden die Prognosen für Europa leicht nach unten revidiert. Für das laufende Jahr wird ein BIP-Rückgang von 2,4% in den USA und von 4,0% in Europa unterstellt. Für 2010 werden wieder positive Jahreswachstumsraten erwartet, wobei das erwartete Wachstum für Europa mit 1,1% im Vergleich zu den USA verhalten ausfällt. Längerfristig wird für beide Wirtschaftsräume ein Wachstum angenommen, welches gegen das Potenzial von rund 3% (USA) bzw. 2% (EU) tendiert.

Für Erdöl wird in den nächsten Quartalen ein Preis von 77 Dollar, danach von 75 Dollar pro Fass unterstellt. Während im Jahr 2009 die Konsumentenpreise weltweit stagnieren, steigt die Inflation in den Jahren 2010 und 2011 leicht auf Werte um 1% an. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird im Prognosezeitraum bei 1.47 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>Dezember 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>	-4,0	1,1	2,1
		<b>Kurze Frist</b>	<b>Lange Frist</b>
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>		1.47	1.47
Ölpreis in USD/Fass <sup>2</sup>		77	75
Ölpreis in CHF/Fass <sup>3</sup>		79	77

<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>4</sup>		77	75

1 Veränderung in %

2 Niveau

3 Niveau, Kurs vom 10. Dezember 2009

4 Niveau, Kurs vom 17. September 2009

Quelle: SNB

## 4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

Im Grossen und Ganzen bleibt die Einschätzung der wirtschaftlichen und monetären Lage gegenüber September 2009 unverändert. Die jüngste konjunkturelle und finanzielle Entwicklung entspricht den Erwartungen der Nationalbank. Die Risiken bleiben hoch. Sie hält deshalb an ihrer expansiven Geldpolitik fest.

### **Internationale Wirtschaftsaussichten**

Die Anzeichen einer globalen Konjunkturerholung haben sich in der zweiten Hälfte des Jahres 2009 verstärkt. Die stete Normalisierung der Bedingungen am Interbanken- und Finanzmarkt einerseits sowie die monetären und fiskalischen Impulse andererseits haben eine Belebung der Produktion begünstigt, insbesondere in der verarbeitenden Industrie.

Die Krise hinterlässt jedoch ein schweres Erbe. Der in den letzten Monaten verzeichnete Aufschwung hängt weitgehend von den staatlichen Interventionen ab und ist noch nicht ausreichend gefestigt. Ausser in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens hat die konjunkturelle Erholung die im Jahr 2008 und zu Beginn des Jahres 2009 verzeichneten Einbussen nur teilweise wieder wettgemacht. Allgemein bleibt die Kapazitätsauslastung in der Industrie schwach und der Zugang zu den Krediten in manchen Ländern schwierig. Zudem drücken die Situation am Arbeitsmarkt und die Notwendigkeit, die Ersparnisse wieder aufzubauen, auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte. Die Nationalbank ist deshalb weiterhin der Auffassung, dass sich das globale Gleichgewicht langsamer wiederherstellen wird und die Unsicherheiten länger andauern werden, als es normalerweise nach einer Rezession der Fall ist.

### **Wirtschaftsaussichten für die Schweiz**

Auch die Schweizer Wirtschaft befindet sich auf dem Weg zur Besserung: Das BIP begann im dritten Quartal wieder zu wachsen. Doch in der verarbeitenden Industrie schrumpfte die Wertschöpfung weiter. Zudem ist die Arbeitsnachfrage insgesamt immer noch rückläufig und die Zahl der Arbeitslosen tendiert nach oben.

Für 2010 geht die Nationalbank von einem moderaten Aufschwung aus. Die nur gering zunehmenden Einkommen der privaten Haushalte werden das Wachstum des privaten Konsums bremsen.

Die Exporte werden von der graduellen Erholung der Auslandnachfrage profitieren. Somit dürfte die Produktion in der verarbeitenden Industrie wieder anziehen, allerdings nicht in jeder Branche gleich stark. Insbesondere im Bereich der Ausrüstungsgüter dürfte der Bestellungseingang unter den weltweiten Überkapazitäten leiden. Auch in der Schweiz wird der Produktionsanstieg in der verarbeitenden Industrie nicht gross genug sein, um die übermässigen Kapazitäten abzubauen. Folglich dürfte eine Verbesserung der Lage bei den Ausrüstungsinvestitionen noch mehrere Quartale auf sich warten lassen, und in der verarbeitenden Industrie könnte es zu einem Abbau von Arbeitsplätzen kommen. Im Baugewerbe hingegen, wo die Kapazitätsauslastung mehr als zufriedenstellend ist, dürfte sich die Nachfrage stabilisieren.

Für das gesamte Jahr 2010 geht die Nationalbank von einer realen BIP-Zunahme von 0,5%–1% aus, nach einem Rückgang von etwa 1,5% im Jahr 2009.

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

Insgesamt widerspiegeln die monetären Rahmenbedingungen die expansive Geldpolitik, besonders aber, wenn man die Zinssätze und die Geldaggregate in Betracht zieht.

Der Libor liegt nun bei 25 Basispunkten; dies entspricht dem seit März anvisierten Niveau, das als Untergrenze betrachtet werden kann. Weil es unmöglich war, ein noch tieferes Niveau anzupeilen, griff die Nationalbank im vergangenen März zu anderen Instrumenten, um die Geldpolitik so stark zu lockern, wie es die Umstände erforderten.

Die Lockerung der monetären Bedingungen ist insbesondere über den Zinskanal erfolgt. In der Tat sind die Kreditprämien am Kapitalmarkt seit Jahresbeginn kontinuierlich zurückgegangen. Da die Renditen auf Bundesanleihen tief geblieben sind, haben sich auch die Renditen der übrigen langfristigen Anleihen tendenziell nach unten angepasst. Die Finanzierung der Unternehmen durch Anleihen am Kapitalmarkt ist somit günstiger geworden. Die der Nationalbank zur Verfügung stehenden Zahlen zeigen ausserdem, dass mit der Senkung des Libor auch die Finanzierung über Bankkredite attraktiver wurde. Die Zinssätze sind real, also unter Berücksichtigung der erwarteten Preisentwicklung, sogar noch tiefer.



Der handelsgewichtete Aussenwert des Frankens ist leicht gestiegen, was auf die Schwäche des US-Dollars in jüngerer Zeit zurückzuführen ist. Gegenüber dem Euro hingegen ist der Franken stabil geblieben; dies zeugt von der Wirksamkeit der seit März verfolgten Geldpolitik. Eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro würde der Lockerung der monetären Bedingungen entgegenwirken, die über die Zinssätze erreicht worden ist. Deshalb wird die Nationalbank eine übermässige Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden bekämpfen.

Die Analyse der monetären Bedingungen kann zu falschen Schlüssen verleiten, wenn sie auf Preise abstellt, die wie jetzt der Libor auf Schranken stossen. Die mengenmässige Analyse – Geld und Kredite – spielt deshalb unter den aktuellen Umständen eine besondere Rolle.

Die Notenbankgeldmenge verzeichnete eine starke Zunahme ab Oktober 2008, also nachdem der Konkurs von Lehman Brothers eine neue Phase der Finanzkrise eingeläutet hatte. Die Nationalbank hat dem Interbankenmarkt genügend Liquidität zugeführt, um eine wachsende Nachfrage in einem von Unsicherheiten geprägten Umfeld zu befriedigen und damit jeglichem Anstieg der Zinsen am Geldmarkt vorzubeugen. Inzwischen ist die Nachfrage nach Notenbankgeld als Vorsichtsmassnahme zurückgegangen und die Nationalbank hat die Liquidität entsprechend reduziert. So ist die Notenbankgeldmenge gegenüber dem im April erreichten Höchststand um 28% gesunken. Der Stand der Giro Guthaben hingegen ist immer noch fast zehnmal höher als vor der Krise. Dies birgt die Gefahr einer übermässigen Geldschöpfung, wenn das Vertrauen einmal wiederhergestellt ist.

Die monetären Bedingungen sollten nicht nur in Bezug auf die Liquidität innerhalb des Bankensektors beurteilt werden, sondern auch aufgrund der Liquidität der privaten Haushalte und der Unternehmen, also aufgrund der Geldaggregate. Die Geldmenge M3 verzeichnet ein Wachstum, das lange Zeit moderat war, sich nun im Oktober im Vorjahresvergleich aber auf 7,7% beschleunigt hat. Die Geldaggregate M1 und M2 steigen sehr stark an. Diese Wachstumsraten haben keine allzu hohe Bedeutung, denn die Öffentlichkeit zieht wegen der mit der Krise einhergehenden Unsicherheiten Liquidität vor und die Zinssätze sind extrem tief. Es ist deshalb angezeigt, die Übertragung der monetären Impulse über die Kredite zu analysieren.

Die Auswirkungen der Geldpolitik lassen sich besonders gut aus der Entwicklung der Hypothekarkredite ersehen. Weshalb? Hypothekarkredite werden vorwiegend zur Finanzierung von Projekten im Immobiliensektor verwendet. Die Rendite solcher Investitionen, die naturgemäss langfristig sind, hängt stark von den Zinssätzen ab. Diese Relation hat sich einmal mehr bewährt: Sobald die Nationalbank die Zinssätze senkte, verzeichneten die Hypothekarkredite eine raschere Zunahme. Die Wachstumsrate erreichte im November 2008 mit 3,2% einen Tiefpunkt, stieg dann ununterbrochen bis auf 5,1% im Oktober 2009 an. Die übrigen Frankenkredite verzeichneten im Oktober einen Wachstumsrückgang um 0,3%, was in Zeiten schwacher wirtschaftlicher Aktivität normal ist. Insgesamt legten die Kredite an private Haushalte und an grosse und kleine Unternehmen in den vergangenen Monaten weiter zu, da das Wachstum bei den Hypothekarkrediten die Abnahme bei den übrigen Krediten bei Weitem kompensierte.

Gemäss dem letzten Bank Lending Survey, einer von der SNB bei Banken durchgeführten Umfrage über die Kreditbedingungen, könnte die Phase der Verschärfung der Kreditbedingungen zu Ende gehen. Der Anteil der Institute, die eine leichte zusätzliche Verschärfung für Kredite an Unternehmen melden, ist sehr drastisch gesunken; er beträgt nun 3%, verglichen mit 40% bei der letzten Umfrage. Auch die privaten Haushalte scheinen von einer solchen Entwicklung zu profitieren. Zurzeit meldet keine einzige Bank eine Verschärfung der Kreditstandards für private Haushalte, während im letzten Quartal die Konditionen von 50% der Banken bei nicht hypothekarischen Krediten und von 20% der Banken bei hypothekarischen Krediten eine leicht stärkere Verschärfung verzeichnet hatten.

Aus dem Bank Lending Survey geht zudem hervor, dass sich die Nachfrage nach Krediten stabilisiert hat. Der Anteil der Banken, die eine steigende Nachfrage nach Hypotheken seitens der privaten Haushalte melden, hat von 40% zu Beginn des Jahres auf nun 10% abgenommen.

Die Lage in der Schweiz unterscheidet sich also stark von jener in anderen Ländern. Die Schweiz kennt keinen Credit Crunch. Im Gegenteil, sie verzeichnet einen kräftigen Anstieg des Hypothekarvolumens. Es gibt auch Anzeichen, dass die Bedingungen bei Hypotheken gelockert wurden. An dieser Stelle möchte die Nationalbank sowohl die Banken als auch die Unternehmen und privaten

Haushalte vor den Risiken warnen, die eine Lockerung der Disziplin bei der Immobilienfinanzierung mit sich bringt.

### **Teuerungsaussichten**

Die Geldpolitik beeinflusst die mittel- und langfristigen Teuerungsaussichten, doch auf die kurzfristigen Vorgänge hat sie kaum Einfluss, was anhand der Entwicklung in den zwei letzten Jahren beispielhaft belegt werden kann. Die Inflation kletterte im Juli 2008 auf einen Höchstwert von 3,1% und fiel im Juli dieses Jahres auf -1,2% hinunter. Dieser Verlauf widerspiegelt die Ausschläge der Erdölpreise, welche im Juli 2008 bei 145 US-Dollar pro Fass und im Dezember 2008 bei 35 US-Dollar lagen. Dass Inflationsschwankungen nur vorübergehend sein würden, war von den SNB-Inflationsprognosen korrekt angezeigt worden. Angesichts des Zeitraums, den die Geldpolitik braucht, bis sie wirksam ist, wäre es nutzlos gewesen, diese Schwankungen zu glätten.

Die Inflationsentwicklung wird auch in nächster Zeit weitgehend durch die jüngsten Schwankungen der Erdölpreise und die damit verbundenen Basiseffekte bestimmt sein. Die Teuerung wird bereits ab Ende dieses Jahres wieder positive Wachstumsraten aufweisen. Diese Situation ist zum grossen Teil auf einen Basiseffekt zurückzuführen, der mit dem Erdölpreis zusammenhängt, der letzten Dezember auf einen Tiefstwert von 35 US-Dollar pro Fass fiel. Die Inflation wird dann aber nach unten tendieren, obwohl sich die Konjunktur erholt. Die Wirtschaftsaktivität bleibt schwach und wird nur

langsam auf ihr normales Niveau zurückkehren. Die Inflation wird jedoch auch Ende 2010 noch positiv sein. Die neue Inflationsprognose, die auf einer unveränderten Geldpolitik beruht, zeigt, dass die Teuerung Anfang 2011 zu steigen beginnt und im ersten Halbjahr 2012 die 2%-Marke erreicht. Der expansive Kurs unserer Geldpolitik kann nicht endlos weitergeführt werden, ohne Inflationsrisiken einzugehen.

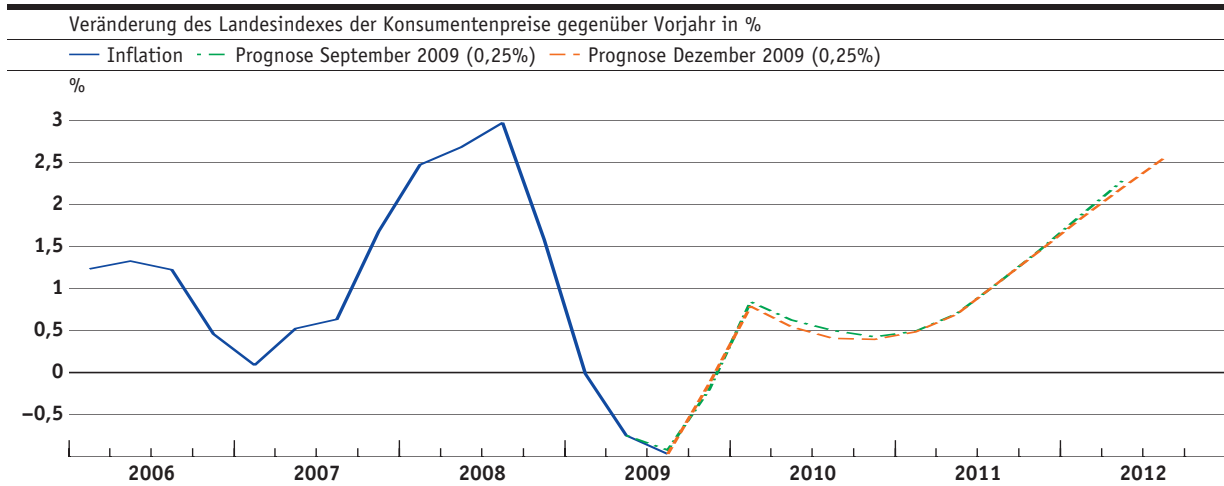
Die Inflationsprognose ist immer noch mit grossen Unsicherheiten behaftet. Die Weltwirtschaft könnte sich schlechter entwickeln als einleitend dargestellt. Die Finanzkrise könnte wieder aufflackern.

### **Der geldpolitische Entscheid**

Die Inflationsaussichten haben sich gegenüber der Lagebeurteilung vom September nicht geändert. Sie zeigen, dass die expansive Geldpolitik nicht während der drei nächsten Jahre weitergeführt werden kann, da die längerfristige Preisstabilität gefährdet wäre. Doch eine rasche Korrektur der Geldpolitik wäre verfrüht, denn die Inflationsaussichten bleiben mit Abwärtsrisiken behaftet. Sollten sich diese Risiken bestätigen, könnte die Deflationsgefahr wieder aufflammen. Diese Unsicherheiten bestehen sowohl bezüglich der Weltkonjunktur als auch hinsichtlich der Erholung des Finanzsektors. Unter diesen Umständen nimmt die Nationalbank eine vorsichtige Haltung ein und behält ihren geldpolitischen Kurs bis auf weiteres unverändert bei.

Grafik 4.1

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



Quelle: SNB

Beobachtete Inflation Dezember 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	2,47	2,68	2,97	1,58	-0,02	-0,75	-0,97	-	-	-	1,1	0,7	2,4

Inflationsprognose September 2009 mit Libor 0,25% und Dezember 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 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	
Prognose Dez. 2009, Libor 0,25%	-	-	-	-	-0,13	0,79	0,54	0,41	0,40	0,48	0,69	1,07	1,45	1,84	2,20	2,55	-	-	-	-0,5	0,5	0,9

Quelle: SNB

# Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Dezember 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 Oktober und November 2009 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

## Zusammenfassung

Aus den im Oktober und November geführten Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 180 Vertretern verschiedener Wirtschaftsbranchen ergibt sich das Bild einer Konjunktur, die wieder allmählich Tritt fasst. Die ersten und zumeist noch schwachen Signale für eine Trendwende in Teilen der Exportwirtschaft, die in der vorangegangenen Gesprächsrunde erkennbar waren, bestätigten und verdichteten sich. Zudem wurden die damals geäußerten Erwartungen überwiegend übertroffen. Trotz dieser positiven Entwicklungen besteht jedoch kein Anlass zu Euphorie. Die Arbeitslosigkeit stieg weiter, und in vielen Bereichen der Wirtschaft blieben die Kapazitäten teilweise massiv unterausgelastet.

Die meisten Gesprächspartner sprachen im Hinblick auf 2010 von einem weiteren schwierigen Jahr. Erstmals seit langem rechnen zwar etwas mehr Gesprächspartner für die nächsten Monate mit einem Anstieg statt mit einem Rückgang des Umsatzes. Doch beim Personalbestand richten sich die meisten auf einen weiteren Abbau ein, und bei den Verkaufspreisen sind die Erwartungen ebenfalls tendenziell nach unten gerichtet.

Die Hauptsorge bleibt die schwache Nachfrage. Auch der Druck auf die Margen und die Ertragslage wurden häufig genannt. Bezüglich Wechselkursen war der schwache Dollar vermehrt ein Thema. Relativ wenig zu reden gab hingegen die Kreditpolitik der Banken. Offenbar hat sich die zu Beginn der Rezession verbreitete Befürchtung, die Finanzkrise könnte in eine Kreditklemme münden, nicht bestätigt.

# 1 Produktion

## Industrie

Deutlich mehr Gesprächspartner aus der Industrie als noch im August sprachen von einer Belebung der Nachfrage. Als Gründe für die Belebung nannten sie in erster Linie den teilweisen Wiederaufbau der zuvor massiv zurückgefahrenen Lager und die in verschiedenen Ländern beschlossenen staatlichen Konjunkturprogramme. Dynamisch entwickelte sich vor allem die Nachfrage aus Asien, insbesondere China. Daneben wurden auch Lateinamerika, namentlich Brasilien und Mexiko erwähnt. Die Nachfrage aus den USA und Europa blieb jedoch schwach, wobei im Falle der USA der die Exporte aus der Schweiz verteuernde schwache amerikanische Dollar eine Rolle spielte.

Zwischen den verschiedenen Industriebranchen zeigen sich teilweise grosse Unterschiede. Bereits im August hatten sich verschiedene Frühzykliker zuversichtlich geäussert. Diese Unternehmen, die vor allem aus der Chemie und der Kunststoffindustrie stammen, bestätigten die Trendwende und sprachen im Oktober und November von einem positiven Verlaufswachstum sowohl in der Produktion als auch beim Umsatz. Dazu kamen positive Signale aus anderen Branchen, darunter der Energiewirtschaft und Teilen der Maschinenindustrie. Obwohl sich somit das Gesamtbild aufhellte, blieb die Stimmung in weiten Teilen der Industrie gedrückt. Nach wie vor lagen die Arbeitsvorräte vor allem in der Maschinen- und Uhrenindustrie teilweise massiv unter dem Vorjahresstand. Zudem bewegte sich die Kapazitätsauslastung, trotz Abbaus der Kapazitäten, in vielen Unternehmen auf einem Tiefstand.

Die Gesprächspartner aus der Industrie rechnen im Allgemeinen mit einer langsamen Erholung. Die Spätzykliker, darunter die im Anlagenbau tätigen Teile der Maschinenindustrie, dürften den Wendepunkt ohnehin erst 2010 erreichen. Aber auch in den anderen Industriebranchen erwarten die Gesprächspartner überwiegend keine rasche Annäherung an die vor der Rezession registrierten Produktionszahlen. Verschiedene Gesprächspartner stellten zudem die Tragfähigkeit der jüngsten Nachfragebelebung in Frage. Zum einen würden der Lagerzyklus und die staatlichen Konjunkturprogramme, welche die Nachfrage stimulierten, in absehbarer Zeit auslaufen. Zum anderen sei die Belebung der Nachfrage in vielen Bereichen zu schwach, um bereits wieder eine langfristige Perspektive ins Auge zu fassen und den Konjunkturaufschwung vorwegnehmend zu disponieren und zu investieren.

## Dienstleistungen

In der Hotellerie und im Gastgewerbe wurden die nach einer verhaltenen Entwicklung im Frühsommer zurückgenommenen Erwartungen überwiegend übertroffen. Zwar lag die Nachfrage klar unter dem Vorjahresstand, doch nicht so stark wie von vielen befürchtet. Dazu trugen in den meisten Regionen

die Schweizer Gäste bei, die den Rückgang der ausländischen Gäste teilweise kompensierten. Schwach ausgelastet blieben, trotz einiger positiver Signale, die auf Geschäftsreisende und den Seminar- und Kongresstourismus ausgerichteten Betriebe. Dasselbe traf generell auf die hochpreisigen Hotels zu, während die Mittelklassehotels vom gestiegenen Kostenbewusstsein der Gäste profitierten, so dass sie oft nur kleine Einbussen hinnehmen mussten. Die Reservationen für die Wintersaison lagen im Zeitpunkt der Gespräche zwar zumeist auf einem tiefen Stand, doch wiesen die Gesprächspartner aus den Skigebieten darauf hin, dass die Gäste immer mehr dazu neigen, kurzfristig zu planen und zu buchen.

Die Gesprächspartner aus dem Detailhandel sprachen mehrheitlich von einer Stagnation. Allerdings waren die Unterschiede teilweise gross. Als Grund wurde die wachsende Preissensitivität der Konsumenten angegeben, die zu Umsatzverlagerungen zwischen Anbietern und Produkten unterschiedlicher Preissegmente führt. Gut hielt sich, neben der konjunkturresistenten Nachfrage nach Nahrungsmitteln, vor allem die Nachfrage nach Sportartikeln und generell nach Artikeln aus dem Hobby-Bereich. Dagegen verringerte sich die Nachfrage nach Bekleidung, Schuhen, Möbeln und elektronischen Geräten. Die Erwartungen für das Weihnachtsgeschäft sind gedämpft. Mit einer gewissen Sorge blickt der Detailhandel auch ins Jahr 2010. Insbesondere wird befürchtet, der erwartete weitere Anstieg der Arbeitslosigkeit werde sich negativ auf die Konsumentenstimmung auswirken.

Ein durchzogenes Bild vermittelten die Gespräche mit anderen Dienstleistungserbringern aus dem Konsum- und Unternehmensbereich. Dazu gehören Informatikdienstleister ebenso wie die Reisebranche und das Transportgewerbe, die in unterschiedlichem Masse teilweise deutlich tiefere Umsätze registrierten als vor einem Jahr. Die meisten befragten Unternehmen dieses Segments rechnen für die nächsten Monate mit stagnierenden oder leicht steigenden Umsätzen.

Die Gesprächspartner aus dem Bankensektor äusserten sich wie bereits im August deutlich positiver als noch im Frühjahr. Die Banken profitierten vor allem von der guten Börsenentwicklung. Im Kreditgeschäft blieb die private Nachfrage nach Hypothekarkrediten stark, während sich die Nachfrage nach Firmenkrediten abschwächte. Praktisch alle Banken sprachen von einem sehr harten, auf die Margen drückenden Konkurrenzkampf im Kreditgeschäft. Die Erwartungen für das nächste Jahr sind überwiegend verhalten. Die Banken richten sich auf steigende Kreditausfälle ein und haben deshalb die Rückstellungen erhöht. Auch im Bereich Vermögensverwaltung rechnen sie mit einer unruhigen Entwicklung.

## Bau

Die Gesprächspartner aus der Bauwirtschaft äusserten sich überwiegend positiv zum Geschäftsverlauf. Dies ist vor allem auf den Arbeitsvorrat

zurückzuführen, der überwiegend als zufriedenstellend beurteilt wurde. Zwar hat sich der gewerblich-industrielle Bau trotz einiger positiver Signale weiterhin schwach entwickelt, doch ist die Lage sowohl im Tiefbau als auch im Wohnungsbau anhaltend gut. Für die kommenden Monate rechnen die meisten Gesprächspartner mit einem weitgehend unveränderten Umsatz. Insgesamt profitiert der Bau weiterhin von den tiefen Zinssätzen, den staatlichen Konjunkturstützungsmaßnahmen, dem im Vergleich zum Vorjahr zwar tieferen, aber nach wie vor positiven Migrationssaldo sowie dem Wunsch vieler Hausbesitzer nach Umweltschutz und Energiesparen.

## 2 Arbeitsmarkt

Die meisten befragten Unternehmen haben auf die Rezession mit Massnahmen zur Reduktion der Kosten reagiert. So nutzten sie gleich von Beginn die natürlichen Personalfluktuationen, um den Personalbestand zu senken. Eine grosse Anzahl Betriebe – vor allem in der Industrie, weniger im Dienstleistungsbereich – führte zudem Kurzarbeit ein. Seit dem Frühjahr kam es vermehrt auch zu Entlassungen. In den letzten zwei bis drei Monaten hat sich dieses Bild insofern verändert, als viele Unternehmen, die Kurzarbeit eingeführt hatten, diese verringert oder aufgehoben haben. Aus vielen Gesprächen geht hervor, dass die Trendwende am Arbeitsmarkt damit allerdings noch kaum erreicht sein dürfte. Die meisten Gesprächspartner beurteilten die Erholung als fragil und planen kaum, in absehbarer Zeit mehr Leute einzustellen. Die meisten wollen zudem an ihrer Politik, natürliche Fluktuationen zur Senkung des Personalbestands zu nutzen, festhalten. Auch sind viele nach wie vor daran, ihre Strategie zu überdenken und Klarheit darüber zu gewinnen, wie hoch das mittelfristige Produktionsniveau liegen wird. In einigen Fällen dürfte sich in diesem Zusammenhang eine Redimensionierung und damit ein Abbau des Personalbestands aufdrängen.

## 3 Kreditbedingungen

Die zu Beginn der Rezession verbreitete Befürchtung, die Finanzkrise könnte in eine Kreditklemme münden, hat sich bisher nicht bestätigt. Auch bei den Besuchen im Oktober und November sprachen die Gesprächspartner aus dem Nichtbankensektor kaum je von einer Kreditklemme. Die Banken verhalten sich offenbar im Allgemeinen kulant und geben die günstigeren Refinanzierungskosten weiter. Als Reaktion auf die verschlechterten finanziellen Kennzahlen haben aber anscheinend die Risikozuschläge bei Bankkrediten zugenommen.

Die Banken bestätigten diesen Eindruck. Tatsächlich würden Risikozuschläge erhöht und vor allem, je nach Situation der betroffenen Firma, stär-

ker differenziert. Die befragten Banken sehen die kaum mehr wachsenden oder rückläufigen Unternehmenskredite überwiegend als Ausdruck einer schwächer gewordenen Investitionstätigkeit der Unternehmen. Aufgrund der verschlechterten Ertragslage vieler Firmen rechnen sie überdies mit einer Zunahme der Kreditausfälle im kommenden Jahr.

## 4 Preise, Margen und Ertragslage

Gesprächspartner aus allen Branchen sprachen von einem teils starken Druck auf die Margen und einer Verschlechterung der Ertragslage. Als Grund wurde in der Regel die Unterauslastung der Kapazitäten im Betrieb und in der Branche insgesamt genannt. Zum einen kann der Rückgang der Nachfrage aufgrund grosser Fixkostenblöcke dazu führen, dass die Durchschnittskosten der Produktion steigen. Zum anderen machen es die weltweiten Überkapazitäten dem einzelnen Unternehmen schwer oder gar unmöglich, die höheren Kosten auf die Verkaufspreise zu überwälzen. Die Zahl der Gesprächspartner, die sich auf tiefere Verkaufspreise ausrichten, übertrifft nach wie vor die Zahl jener, die eine Anhebung planen. Dies gilt nicht nur für die Industrie und das Baugewerbe, sondern auch für den Dienstleistungsbereich. Als Konsequenz davon werden überwiegend weiter schrumpfende Margen erwartet. Die Erwartung schrumpfender Margen trägt zu den Liquiditätsorgen und zur generellen Verunsicherung der Unternehmen bei.

Die Unternehmen reagierten auf die Verschlechterung der Ertragslage sehr rasch mit einer Verschärfung des Kostenmanagements. Aus den Gesprächen mit Vertretern aller Branchen geht hervor, dass die Unternehmen an diesen Sparmassnahmen festhalten wollen. Der Spielraum für weitere Kostensenkungsmassnahmen wird jedoch als eng bezeichnet, es sei denn, Entlassungen oder Lohnkürzungen würden vorgenommen.

Auf die Lohnentwicklung angesprochen, nannten die meisten Gesprächspartner Veränderungs-raten von 0%–1%. Bei sinkenden Beschäftigungszahlen dürfte dies eine Stagnation oder einen leichten Rückgang der nominellen Lohnsumme bedeuten. Einige Gesprächspartner erwähnten, ihre Unternehmen hätten auch die Möglichkeit von Lohnsenkungen geprüft. Die meisten verwarfen sie jedoch, weil sie negative Auswirkungen auf die Motivation befürchteten.

Beim Thema Wechselkurs zeigten sich die Gesprächspartner aus der Exportwirtschaft mit einem Frankenkurs des Euro von gut 1.50 überwiegend zufrieden. Grössere Sorgen bereiten zurzeit die Wechselkurse des amerikanischen Dollars und des britischen Pfunds. Die Wechselkurse dieser Währungen wurden häufig als zu tief bezeichnet.

**SNB Working Papers und SNB Economic Studies:  
Zusammenfassungen**



## Explaining house price fluctuations

**Christian Hott**  
**Working Paper 2009-5**

Das Papier entwickelt ein Modell zur Berechnung des Fundamentalwertes von Immobilien und kalibriert dieses für die Immobilienmärkte in sechs verschiedenen Ländern. Die Ergebnisse deuten daraufhin, dass die Immobilienpreise in diesen Ländern stärker schwanken als fundamental gerechtfertigt wäre. Diese Tatsache lässt sich mit üblichen Modellen mit rationalen Agenten schwer erklären. Daher werden in diesem Papier verschiedene Arten der Erwartungsbildung eingefügt. Es wird gezeigt, dass die Berücksichtigung von unterschiedlichen Verhaltensweisen wie Herdenverhalten, Spekulation oder Momentum Trading dazu beitragen kann, Immobilienpreisschwankungen zu erklären. Herdenverhalten scheint die beste Erklärung für die Preisblasen um 1990 in der Schweiz und im Vereinigten Königreich zu sein. Spekulation scheint dagegen ein Grund für die Preisblase von 1990 in Japan und den jüngsten Immobilienpreisanstieg im Vereinigten Königreich und in den USA zu sein.

## Capacity utilisation, constraints and price adjustments under the microscope

**Sarah M. Lein<sup>1</sup> und Eva Köberl**  
**Working Paper 2009-6**

Diese Studie untersucht den Zusammenhang zwischen Kapazitätsauslastung, Kapazitätsengpässen und dem Preissetzungsverhalten von Industriefirmen in der Schweiz anhand eines Datensatzes, der Informationen über diese Variablen auf Firmenebene enthält. Theoretisch können Kapazitätsbeschränkungen dazu führen, dass Firmen ihre Produktion nicht kurzfristig einer steigenden Nachfrage anpassen können und somit auf diesen Nachfrageanstieg mit Preiserhöhungen reagieren. Die empirischen Schätzungen der Autorinnen bestätigen dies. Firmen, die angeben, dass sie ihre Produktion aufgrund von Kapazitätsengpässen nicht ausweiten können, zeigen laut der Schätzung eine um 6%–10% höhere Wahrscheinlichkeit, ihre Preise anzuheben als Firmen, die keine Engpässe haben. Allerdings sind die Firmen auch gewillt, ihre Preise zu senken, wenn die kurzfristige Nachfrage geringer ist als das Angebot. Aus makroökonomischer Sicht bedeutet dies, dass die Phillips-Kurve eher konvex ist in Perioden von Überschussnachfrage und eher konkav in Perioden von Überschussangebot.

<sup>1</sup> Sarah M. Lein wurde für diese Studie von der Schweizerischen Gesellschaft für Volkswirtschaft und Statistik mit dem «SSES Young Economist Award 2009» ausgezeichnet.

## Optimal central counterparty risk management

**Philipp Haene und Andy Sturm**  
**Working Paper 2009-7**

Zentrale Gegenparteien sind ein wichtiges Element der Finanzmarktinfrastruktur. Eine zentrale Gegenpartei stellt sich zum Zeitpunkt des Abschlusses eines Finanzgeschäftes zwischen die Handelsparteien und wird zum Käufer für jeden Verkäufer und zum Verkäufer für jeden Käufer. Sie übernimmt die eingegangenen Verpflichtungen und garantiert deren Erfüllung. Zentrale Gegenparteien benötigen finanzielle Mittel, um sich gegen Verluste aus dem Ausfall eines Teilnehmers zu schützen und das systemische Risiko einzugrenzen. Typischerweise bestehen diese finanziellen Mittel aus teilnehmer-spezifischen Margenanforderungen und einem kollektiven Sicherungsfonds (Default Fund).

Die Autoren untersuchen, wie sich verschiedene Faktoren auf die optimale Kombination von Margenanforderungen und Beiträgen an den Sicherungsfonds auswirken. Zu diesen Faktoren zählen die Kosten der Bereitstellung von Sicherheiten, die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Teilnehmers und die Bedeutung von Anreizen zur Risikominderung, die von Margenanforderungen ausgehen. Angesichts der zunehmenden Bedeutung von zentralen Gegenparteien an den Finanzmärkten und insbesondere für die Finanzstabilität sind die Erkenntnisse nicht nur für zentrale Gegenparteien von Relevanz, sondern auch für Finanzmarktregulatoren.

## Banks and real estate prices

**Christian Hott**  
**Working Paper 2009-8**

Die Bereitschaft der Banken, Immobilienkäufe zu finanzieren, hängt von der Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner ab. Die Kreditwürdigkeit der Schuldner hängt unter anderem von der Entwicklung der Immobilienpreise ab. Diese hängen wiederum von der Nachfrage nach Immobilien ab, welche durch die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe für Immobilienkäufe beeinflusst wird. Dieses Papier entwickelt ein theoretisches Modell, welches diese Zirkelbeziehung beschreibt und erklärt. Im Rahmen dieses Modells zeigt der Autor, wie irrationale Erwartungen von Banken zu Kredit- und Immobilienzyklen führen können. Konkret untersucht er die Effekte von drei verschiedenen Arten der Erwartungsbildung auf das Kreditvergabeverhalten von Banken, auf Immobilienpreise und auf Kreditverluste der Banken. Darüber hinaus zeigt das Papier, dass Banken in den Aufschwungsphasen des Immobilienzyklus überdurchschnittliche Gewinne erzielen, aber hohe Verluste erleiden, wenn der Markt dreht.

## Bank capital buffer and risk adjustment decisions

**Terhi Jokipii und Alistair Milne**  
**Working Paper 2009-9**

Dieses Papier verwendet Bilanzdaten von börsennotierten US-Bank-Holdinggesellschaften und kommerziellen US-Banken aus den Jahren 1986 bis 2008 zur Untersuchung der Beziehung zwischen kurzfristigen Kapital- und Risikoanpassungen. Die Autoren weisen darauf hin, dass die Banken gewöhnlich beim Bewirtschaften ihrer Kapitalpuffer primär das Ausfallrisiko berücksichtigen und dass analog das eingegangene Risiko von der Nähe der Kapitalpuffer zum erforderlichen Minimum abhängig ist, und zeigen damit eine positive Wechselbeziehung auf. Ferner veranschaulichen sie, wie die Durchführung von kurzfristigen Kapital- und Risikoanpassungen sowie die Geschwindigkeit, mit der die Banken auf eine intern definierte optimale Kapitalhöhe hinarbeiten, von der durch die Banken gehaltene, über das erforderliche Minimum hinausgehende Kapitalmenge abhängig sind. Die Autoren richten ihr Augenmerk zusätzlich auf die Art, wie sich die Beziehung zwischen Kapital- und Risikoanpassungen innerhalb einer gewissen Zeitspanne verändert, wobei sich hier ein zyklisches Muster herauskristallisiert: negativ nach der Krise von 1991/1992, positiv vor 1991 und nach 1997.

## Bounded love of variety and patterns of trade

**Philip Sauré**  
**Working Paper 2009-10**

Handelsdaten der letzten Jahrzehnte weisen folgende vier Muster auf: (i) alle Länder importieren nur einen kleinen Teil aller handelbaren Varietäten, (ii) Pro-Kopf-Einkommen korreliert positiv mit der Anzahl importierter Varietäten, (iii) Pro-Kopf-Einkommen korreliert positiv mit nationalem Handelsvolumen und (iv) weltweit wächst das Handelsvolumen deutlich schneller als die Produktion. Gängige Handelstheorien scheitern an der gleichzeitigen Vorhersage dieser vier Beobachtungen. Dieser Artikel zeigt, dass die vier Muster mit der «New Trade Theory» vereinbar sind, wenn der Grenznutzen von Varietäten beschränkt ist. Unter dieser Änderung der Nachfrage wird nur der günstigere Teil aller Varietäten konsumiert und ausländische Varietäten mit hohen Transportkosten fallen aus dem Warenkorb. Technologischer Fortschritt erhöht das Pro-Kopf-Einkommen und damit den Konsum jeder konsumierten Varietät. Dies verringert deren Grenznutzen, so dass Konsumenten neue und teurere Varietäten von ferneren Produktionsorten nachfragen. Technologischer Fortschritt erklärt damit gleichzeitig Pro-Kopf-Einkommen, Handelsvolumen und Anzahl importierter Varietäten.

## Banking and transparency: is more information always better?

**Nicole Allenspach**  
**Working Paper 2009-11**

Die jüngsten Finanzmarkturbulenzen haben das Interesse an erhöhter Transparenz bei Banken wieder geweckt. Die Finanzinstitute wurden während der Krise wiederholt kritisiert, nicht alle relevanten Informationen veröffentlicht zu haben. Die tatsächlichen Auswirkungen von Transparenz auf das Bankensystem sind jedoch möglicherweise weniger klar, als oft behauptet wird. Diese Studie trägt zur Diskussion bei, indem sie aufzeigt, dass Transparenz auch negative Folgen haben kann. Gemäss dem Modell kann eine Erhöhung der Transparenz über ein bestimmtes Niveau hinaus zur ineffizienten Liquidation einer Bank führen. Der Grund hierfür liegt in der Natur des klassischen Depositenvertrages: Im Gegensatz zum Ertragspotenzial der Bank ist dasjenige des Einlegers gegen oben limitiert (fixe Zinszahlungen). Konfrontiert mit dem Risiko des Verlustes der Depositen tragen die Einleger bei der Entscheidung bezüglich Rückzug ihrer Einlagen den zukünftigen Gewinnmöglichkeiten der Bank deshalb nicht Rechnung. Das Resultat weist auf einen Zielkonflikt hin, dem sich der Regulator gegenübersehen muss: Eine Erhöhung der Transparenz kann zum einen die Anreize der Banken zu exzessiver Risikowahl begrenzen. Zum andern birgt eine Erhöhung der Transparenz aber auch das Risiko ineffizienter Bank Runs.

## Effects of trade on female labour force participation

**Philip Sauré und Hosny Zoabi**  
**Working Paper 2009-12**

Wenn Sektoren mit überproportional hohen Frauenarbeitsquoten expandieren oder schrumpfen, sind Auswirkungen auf die gesamte Frauenarbeitsquote eines Landes zu erwarten. Im Rahmen eines theoretischen Modells zeigen die Autoren, dass wenn Handel und internationale Spezialisierung zur Expansion von Sektoren mit hoher Frauenarbeitsquote führt, die gesamte Frauenarbeitsquote fällt und umgekehrt. Dieser Effekt entsteht, weil die Expansion der genannten Sektoren einhergeht mit einem Schrumpfen anderer Sektoren. Dieses Schrumpfen wiederum veranlasst die vorwiegend männlichen Arbeiter überzuwechseln in die expandierenden Sektoren, wobei die dort arbeitenden Frauen aus ihren Arbeitsverhältnissen verdrängt werden. Ein Land, das Güter mit hoher Intensität von Frauenarbeit exportiert, substituiert also de facto weibliche durch männliche Arbeit. Wie die Autoren weiter zeigen, entsteht ein ähnlicher Effekt, wenn technologischer Wandel systematisch stärkeres Wachstum in Sektoren mit hoher Frauenarbeitsquote erzeugt. Die Autoren zeigen empirische Evidenz für diesen theoretischen Mechanismus beruhend auf Handels- und Arbeitsmarktdaten der USA und Mexikos im Rahmen der NAFTA (North American Free Trade Agreement).

# Productivity and economic growth in Switzerland 1991–2005

**Barbara Rudolf und Mathias Zurlinden**  
**Working Paper 2009-13**

Dieses Papier untersucht die Quellen des Wirtschaftswachstums in der Schweiz im Zeitraum 1991–2005. Die Resultate deuten darauf hin, dass die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital 0,57 bzw. 0,45 Prozentpunkte zum durchschnittlichen jährlichen BIP-Wachstum von 1,28% beitragen. Die restlichen 0,25 Prozentpunkte widerspiegeln das Wachstum der totalen Faktorproduktivität. Die Zerlegung des Kapitalinputs weist 84% des Wachstums des Kapitalinputs dem Wachstum des Kapitalstocks zu und 16% dem Wachstum der Kapitalqualität (d.h. Veränderungen der Zusammensetzung des Kapitalstocks). Die Zerlegung des Arbeitsinputs wiederum zeigt, dass 13% des Arbeitsinput-Wachstums dem Wachstum des Totals der Arbeitsstunden zugeordnet werden können und nicht weniger als 87% dem Wachstum der Arbeitsqualität. Die Schätzung des Wachstums der totalen Faktorproduktivität ist tiefer als in früheren Studien, weil die im Papier verwendete Messung des Arbeitsinputs Veränderungen der Arbeitsqualität (d.h. des Humankapitals) berücksichtigt. Die Resultate bleiben weitgehend unverändert, wenn die Offenheit der Volkswirtschaft explizit berücksichtigt wird.

## DSGE-CH: a dynamic stochastic general equilibrium model for Switzerland

**Nicolas A. Cuche-Curti, Harris Dellas  
und Jean-Marc Natal**  
**Economic Study No. 5 2009**

Dieser Aufsatz stellt ein DSGE-Modell (dynamisches, stochastisches allgemeines Gleichgewichtsmodell) der Schweizer Volkswirtschaft vor, das seit 2007 im geldpolitischen Entscheidungsprozess der Schweizerischen Nationalbank eingesetzt wird. Das Modell DSGE-CH wird nicht nur zur Prognose der unter verschiedenen Szenarien zu erwartenden Entwicklung wichtiger makroökonomischer Variablen herangezogen, sondern dient auch der Erforschung von Konjunkturzyklen sowie der Untersuchung der Auswirkungen tatsächlicher und hypothetischer Geldpolitiken. DSGE-CH ist ein mikrofundiertes Modell, das die Schweiz als kleine, offene Volkswirtschaft mit optimierenden Wirtschaftssubjekten abbildet, die verschiedenen realen und nominalen Rigiditäten sowie exogenen Schocks aus dem In- und Ausland ausgesetzt sind. Ein Vergleich der Modellimplikationen mit der Realität zeigt, dass DSGE-CH an üblichen Kriterien gemessen gut funktioniert. Gemessen an den Momenten der wichtigsten makroökonomischen Variablen bildet es die stochastische Struktur der Schweizer Volkswirtschaft gut ab. Weiter zeigt das Modell, nach seinen Impuls-Antwort-Funktionen zu urteilen, angemessene dynamische Eigenschaften, und schliesslich ist es auch in der Lage, den historischen Verlauf wichtiger Variablen der Schweizer Volkswirtschaft recht genau zu replizieren.

## A VECX\* model of the Swiss economy

**Katrin Assenmacher-Wesche  
und M. Hashem Pesaran**  
**Economic Study No. 6 2009**

In diesem Aufsatz wird der Modellansatz von Garratt, Lee, Pesaran und Smith (2003) zur Schätzung eines strukturellen kointegrierten Fehlerkorrekturmodells verwendet, das wesentliche makroökonomische Variable für die Schweiz unter Berücksichtigung gegenwärtiger und verzögerter Werte relevanter Zeitreihen für das Ausland erklärt. Es werden theoretisch motivierte, langfristige Beziehungen zwischen den Variablen identifiziert und getestet. Ausserdem werden die dynamischen Eigenschaften des Modells anhand generalisierter Impuls-Antwort-Folgen analysiert. In seiner gegenwärtigen Form kann das Modell zur Prognose der endogenen Variablen verwendet werden, wobei diese Prognosen entweder auf eine bestimmte Spezifikation eines marginalen Modells für die exogenen Variablen oder auf einen vorgegebenen Pfad für diese Variablen (Szenario-Prognosen) bedingt werden können. Zu gegebener Zeit kann dieses VECX\*-Modell für die Schweiz in ein globales vektorautoregressives (GVAR) Modell eingefügt werden, in welchem die exogenen Variablen ebenfalls endogen erklärt werden.







## Beibehaltung des geldpolitischen Kurses

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung vom 10. Dezember 2009 beschloss die Nationalbank, an ihrer 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, den Kauf von Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner jedoch einstellen. Ausserdem werde sie einem übermässigen Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro entgegenwirken.

# Inhaltsverzeichnis 27. Jahrgang, 2009

### **Quartalsheft 1, März 2009**

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

### **Quartalsheft 2, Juni 2009**

5	Übersicht über das Quartalsheft 2/2009
6	Bericht über die Geldpolitik
44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
48	Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der SNB Hansueli Raggenbass
52	Referat anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre der SNB Jean-Pierre Roth
58	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
62	Geld- und währungspolitische Chronik

### **Quartalsheft 3, September 2009**

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

### **Quartalsheft 4, Dezember 2009**

5	Übersicht über das Quartalsheft 4/2009
6	Bericht über die Geldpolitik
44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
48	SNB Working Papers und SNB Economic Studies: Zusammenfassungen
56	Geld- und währungspolitische Chronik
58	Inhaltsverzeichnis 27. Jahrgang, 2009

**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](mailto: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](http://www.snb.ch), Publikationen, Quartalsheft (ISSN 1662–2588)  
Französisch:  
[www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications, Bulletin trimestriel (ISSN 1662–2596)  
Englisch:  
[www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications, Quarterly Bulletin (ISSN 1662–257X)

**Internet**

[www.snb.ch](http://www.snb.ch)