

Schweizerische Nationalbank

Quartalsheft

Juni

2/2010

28. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht über das Quartalsheft 2/2010
6	Bericht über die Geldpolitik
44	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
50	Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der SNB Hansueli Raggenbass
54	Referat anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre der SNB Philipp M. Hildebrand
60	SNB Working Papers: Zusammenfassungen
66	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Nach der kräftigen Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2009 hat sich das Schweizer Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2010 verlangsamt, fiel aber erneut stärker aus als im Euroraum. Die Verlangsamung ist vor allem auf einen starken Rückgang der Wertschöpfung im Bankensektor zurückzuführen. Dagegen erholte sich die verarbeitende Industrie weiter. Auf der Nachfrageseite blieben das Wachstum der Exporte und des Privatkonsums robust. Im Zuge der Konjunkturerholung hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbessert. Ähnlich wie die Produktionslücke deutet die Arbeitslosenquote aber noch immer auf eine Unterauslastung der Wirtschaft hin. Entsprechend ist der Teuerungsdruck niedrig geblieben.

Die Erholung dürfte sich im zweiten Quartal 2010 fortsetzen, da alle vorlaufenden Indikatoren weiterhin auf eine expandierende Wirtschaftsaktivität hindeuten. Die Inflationsperspektiven bleiben günstig, wobei die auf einem konstanten Dreimonats-Libor basierende Inflationsprognose andeutet, dass die aktuelle expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden.

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 17. Juni beschloss die SNB, 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 gab zudem bekannt, sie werde im Falle erneuter Deflationsgefahren alle notwendigen Massnahmen ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

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

Aus den Gesprächen, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte im April und Mai mit rund 230 Gesprächspartnern aus allen Wirtschaftsbranchen führten, geht hervor, dass sich die positive Wirtschaftsentwicklung im zweiten Quartal fortgesetzt hat. Am deutlichsten zeigt sich die Erholung in der verarbeitenden Industrie. Ein breit abgestütztes Wachstum war jedoch auch in der Bauwirtschaft und im Dienstleistungssektor zu beobachten.

Aufgrund der anziehenden Nachfrage schätzten die Gesprächspartner die kommenden Monate zuversichtlich ein. Sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor wurde ein positives Umsatzwachstum erwartet. Entsprechend dürfte sich die Unterauslastung der Produktionskapazitäten weiter reduzieren.

SNB Working Papers (S. 60)

Zusammenfassungen von acht SNB Working Papers: Charlotte Christiansen, Angelo Ranaldo und Paul Söderlind, «The time-varying systematic risk of carry trade strategies», SNB Working Paper 2010-1; Daniel Kaufmann, «The timing of price changes and the role of heterogeneity», SNB Working Paper 2010-2; Lorian Mancini, Angelo Ranaldo und Jan Wrampelmeyer, «Liquidity in the foreign exchange market: measurement, commonality, and risk premiums», SNB Working Paper 2010-3; Samuel Reynard und Andreas Schabert, «Modeling monetary policy», SNB Working Paper 2010-4; Pierre Monnin und Terhi Jokipii, «The impact of banking sector stability on the real economy», SNB Working Paper 2010-5; Sébastien Kraenzlin und Thomas Nellen, «Daytime is money», SNB Working Paper 2010-6; Philip Sauré, «Overreporting oil reserves», SNB Working Paper 2010-7; Elizabeth Steiner, «Estimating a stock-flow model for the Swiss housing market», SNB Working Paper 2010-8.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2010

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,
die bis 17. Juni 2010 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 Bruttoinlandprodukt
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 Entwicklung
27	3.1 Zinsentwicklung
30	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	Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Zu diesem Bericht

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

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

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom Juni 2010 verfasst. Die Teile «Geldpolitischer Entscheid» und «Inflationsprognose» (Teil 4) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 17. Juni 2010.

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

Geldpolitischer Entscheid

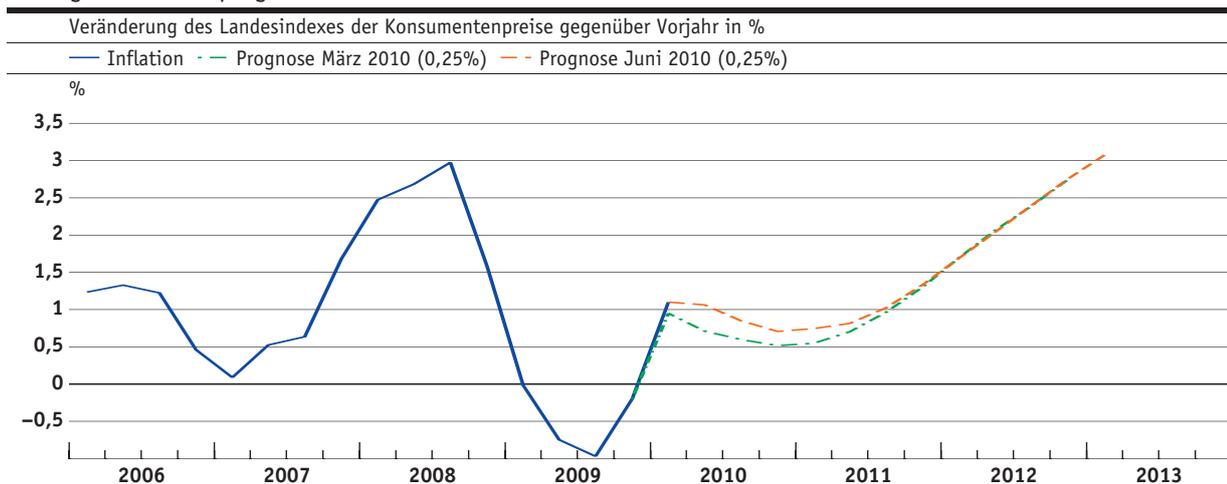
Die Schweizerische Nationalbank hat an ihrer Lagebeurteilung vom 17. Juni 2010 beschlossen, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen. Sie belies deshalb das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0%–0,75% und kündigte an, sie strebe an, den Libor weiterhin im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten.

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Erholung der globalen Konjunktur rechnet die SNB für 2010 neu mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Schweiz von rund 2%. Die positive Entwicklung hat dazu geführt, dass das Deflationsrisiko in der Schweiz weitgehend verschwunden ist. Gleichzeitig haben die Unsicherhei-

ten aber zugenommen. Die jüngsten Anspannungen an den Finanzmärkten, insbesondere hinsichtlich der Staatsfinanzen einzelner Länder, haben die Abwärtsrisiken erhöht. Falls diese Abwärtsrisiken eintreten und über eine Aufwertung des Frankens zu erneuten Deflationsgefahren führen sollten, würde die SNB alle notwendigen Massnahmen ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Die Teuerungsaussichten haben sich nicht verändert. Die auf einem konstanten Dreimonats-Libor basierende dreijährige Inflationsprognose deutet aber an, dass die aktuelle expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden.

Bedingte Inflationsprognose März 2010 mit Libor 0,25% und Juni 2010 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

Bedingte Inflationsprognose März 2010 und Juni 2010

Durchschnittliche Jahresinflation in %	2010	2011	2012
Prognose März 2010, Libor 0,25%	0,7	0,9	2,2
Prognose Juni 2010, Libor 0,25%	0,9	1,0	2,2

Quelle: SNB

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Seit rund einem Jahr erholt sich die Weltwirtschaft unter dem Einfluss einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik von der Rezession. Insgesamt überraschte die Entwicklung positiv. Allerdings fiel die Erholung regional ungleichmässig aus. In den aufstrebenden Ländern Asiens war das Wachstum auch im ersten Quartal 2010 sehr stark. In den USA festigte sich zwar die private Nachfrage, doch besteht weiterhin Aufholbedarf. In Europa blieb die Erholung verhalten und von der Auslandnachfrage abhängig.

Die Anzeichen einer Festigung der privaten Endnachfrage in den grossen Industrieländern sind ermutigend. Dennoch dürfte sich die Produktion dieser Länder auch in der zweiten Jahreshälfte nur langsam erholen. Erstens halten die Arbeitslosigkeit und die gedrückte finanzielle Lage der Haushalte das Wachstum des privaten Konsums in Grenzen. Zweitens dämpfen nach wie vor restriktive Kreditbedingungen die private Investitionstätigkeit. Drittens wird der Lagerzyklus zu einem Ende kommen und viertens klingen die stimulierenden Effekte der konjunkturpolitischen Massnahmen ab.

Die insgesamt über den Erwartungen liegende Entwicklung hat die SNB seit der Lagebeurteilung im März dazu veranlasst, ihre Prognose des globalen Wachstums für 2010 leicht nach oben anzupassen. Die Prognoseunsicherheit bleibt jedoch gross. Einerseits könnte die Eigendynamik der privaten

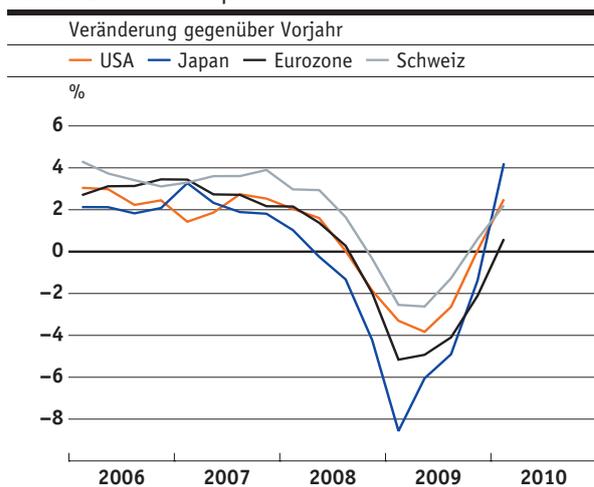
Endnachfrage durchaus stärker ausfallen. Andererseits ergeben sich aus der europäischen Schuldenkrise ernsthafte Abwärtsrisiken.

Festigung der Nachfrage in den USA

Die Erholung der US-Wirtschaft hat in den letzten Monaten an Breite gewonnen. Das BIP expandierte im ersten Quartal um 3,0%, lag aber weiterhin unter dem vor Beginn der Rezession erreichten Niveau. Die Lager wurden nach einer ausgeprägten Korrektur erstmals wieder aufgebaut, was rund die Hälfte des BIP-Wachstums im ersten Quartal erklärt. Wesentlich zum Wachstum trugen auch die Konsumausgaben der privaten Haushalte bei. Die Ausrüstungsinvestitionen expandierten zum zweiten Mal in Folge mit einer zweistelligen Wachstumsrate, während rückläufige Investitionen in Gewerbe- und Wohnbauten das BIP-Wachstum belasteten. Im Aussenhandel legten die Importe stärker zu als die Exporte, so dass sich das Handelsbilanzdefizit, das sich in der Krise verringert hatte, wieder ausweitete. Auf dem Arbeitsmarkt hat sich die Lage etwas entschärft. Die private Beschäftigung nahm im Mai zum fünften Mal in Folge zu. Aufgrund der steigenden Partizipationsrate verharrte die Arbeitslosenquote dennoch bei 9,7%.

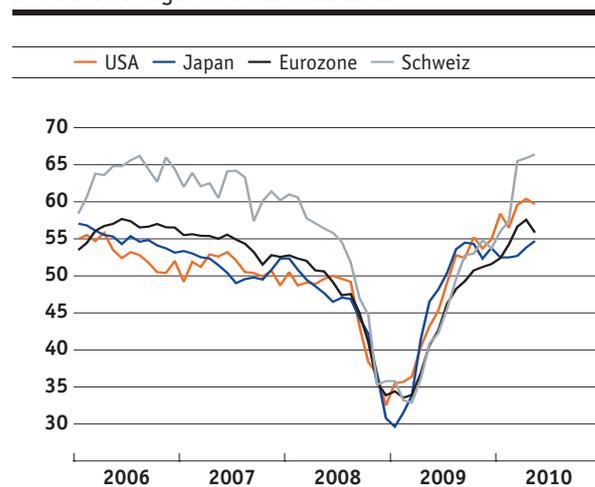
Die Konjunkturaussichten für die USA bleiben günstig. Gemäss Geschäftsumfragen und Bestellungseingängen hat die Nachfrage in der Industrie und im Dienstleistungssektor weiter an Schwung gewonnen. Damit ist auch das Vertrauen der Unternehmen in den Aufschwung gestiegen, was sich in

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

einer wachsenden Investitionsbereitschaft niederschlagen sollte. Zudem dürfte die Erholung der globalen Nachfrage die Exporte begünstigen. Allerdings ist für die zweite Jahreshälfte von einem etwas abgeschwächten Wirtschaftswachstum auszugehen. Dafür sprechen nachlassende Impulse aus dem Lagerzyklus und dem Fiskalpaket. Zudem bleibt die Lage am Arbeitsmarkt schwierig. Vor diesem Hintergrund dürfte sich das Wachstum des Privatkonsums, das bisher von staatlichen Einkommenszuschüssen begünstigt worden war, verringern. Die Verlängerung des Steuerkredits für Hauskäufer wird die Investitionen in den Wohnbau zwar vorübergehend stützen, doch ist das Überangebot an Häusern für eine nachhaltige Erholung noch nicht genügend abgebaut.

Die SNB geht für 2010 neu von einem Wachstum des amerikanischen BIP von 3,2% aus, verglichen mit 2,9% im März. In Anbetracht der starken Kontraktion während der Rezession entspricht dies aber einem lediglich moderaten Aufschwung.

Schwaches Wachstum in der Eurozone

Die konjunkturelle Erholung der Eurozone hat sich zu Jahresbeginn fortgesetzt, bleibt aber unausgeglichen. Das BIP stieg im ersten Quartal um 0,8%, nachdem es im vierten Quartal 2009 nahezu stagniert hatte. Die Exporte holten weiter auf, und die Aktivität in der verarbeitenden Industrie belebte sich. Die inländische Endnachfrage blieb jedoch schwach. Der Privatkonsum stagnierte, während die Investitionstätigkeit angesichts tiefer Kapazitäts-

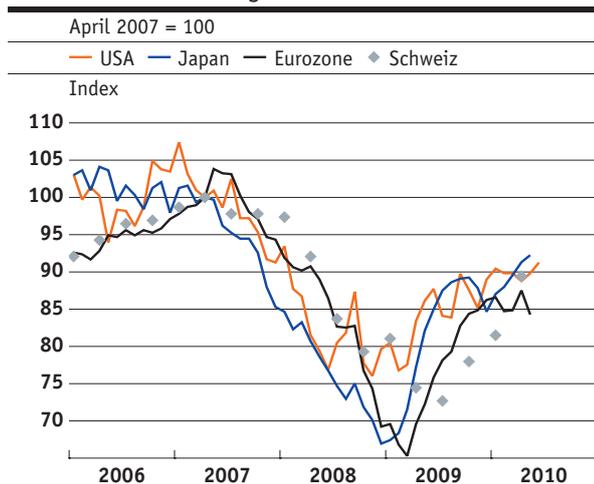
auslastung in der Industrie weiter nachgab. Eine Kältewelle in den nördlichen Mitgliedstaaten beeinträchtigte zudem die Bautätigkeit.

Unternehmensumfragen zur Produktion und Beschäftigung deuten auf eine weitere Erholung der Wirtschaft im zweiten Quartal hin. Die Exporte profitieren von der deutlichen Abwertung des Euro. Zudem ist mit einem Aufholeffekt bei der Bautätigkeit zu rechnen. Dennoch bleibt die Konjunktur verletzlich. Restriktive Kreditbedingungen belasten das Wachstum. Gemäss Investitionsumfrage der EU-Kommission plant die verarbeitende Industrie, ihre Investitionen in diesem Jahr nochmals zu reduzieren. Zudem klingen die Impulse der Fiskalprogramme allmählich ab.

Im Mai intensivierten sich die Befürchtungen der Finanzmärkte bezüglich Nachhaltigkeit der Fiskalpolitik einiger europäischer Länder. Nach der Rettung Griechenlands vor der Zahlungsunfähigkeit spannte die EU unter Mitwirkung des IWF einen Rettungsschirm von bis zu 750 Mrd. EUR, um zu verhindern, dass die Schuldenkrise auf andere Mitgliedstaaten übergreift. Damit gelang es zumindest kurzfristig, die Finanzmärkte zu beruhigen und einen weiteren Anstieg der staatlichen Refinanzierungskosten zu verhindern.

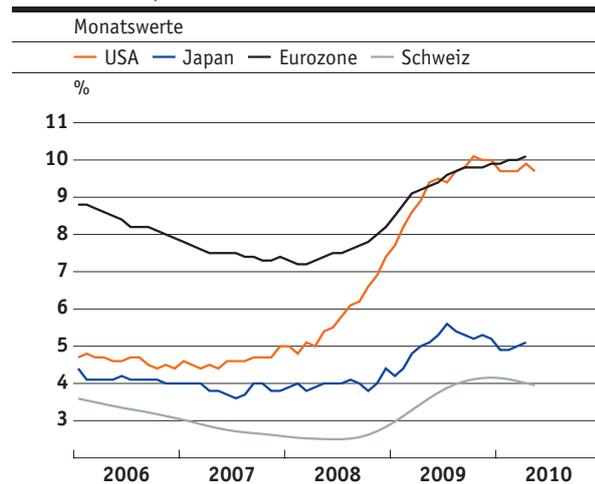
Insgesamt schätzt die SNB die Konjunkturaussichten der Eurozone dennoch etwas optimistischer ein als im März. Sie rechnet neu für 2010 mit einem Wachstum des BIP von 1,2%, im Vergleich zu 1,0% vor drei Monaten.

Grafik 1.3
Konsumentenstimmung



Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.4
Arbeitslosenquoten



Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

Weitere Erholung in Japan

Auch in Japan hat sich die Konjunktur gefestigt, wozu vor allem eine stimulierende Geld- und Fiskalpolitik sowie Impulse aus dem Ausland beigetragen haben. Das BIP ist seit Beginn der Erholung vor einem Jahr mit einer Jahresrate von rund 4% gewachsen. Damit ist bisher knapp die Hälfte der in der Rezession erlittenen BIP-Verluste wieder wettgemacht worden.

Im ersten Quartal wuchs das BIP mit 5,0%. Der Exportaufschwung setzte sich fort und trug zu einem starken Wachstum der Industrieproduktion bei. Die von der Krise stark betroffenen Ausrüstungsinvestitionen, die in der Vorperiode erstmals wieder zugelegt hatten, expandierten weiter.

Umfragen zeigen, dass der globale Aufschwung bei den japanischen Unternehmen eine spürbare Stimmungsverbesserung ausgelöst hat. Die hohe Wachstumsdynamik in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens spricht für eine weitere Erholung der japanischen Exporte. Das tiefe Niveau der Ausrüstungsinvestitionen und die Aussichten auf eine weiterhin robuste Gewinnentwicklung der Unternehmen dürften den Investitionszyklus wieder in Gang bringen. Allerdings könnten die jüngsten Finanzmarkturbulenzen die japanischen Unternehmen zu erneuter Zurückhaltung veranlassen. Die Erholung der Binnennachfrage bleibt verletzlich und abhängig von der Auslandnachfrage und den wirtschaftspolitischen Stützungsmaßnahmen.

Die SNB hat ihre Erwartungen für die japanische Wirtschaft unter anderem aufgrund revidierter

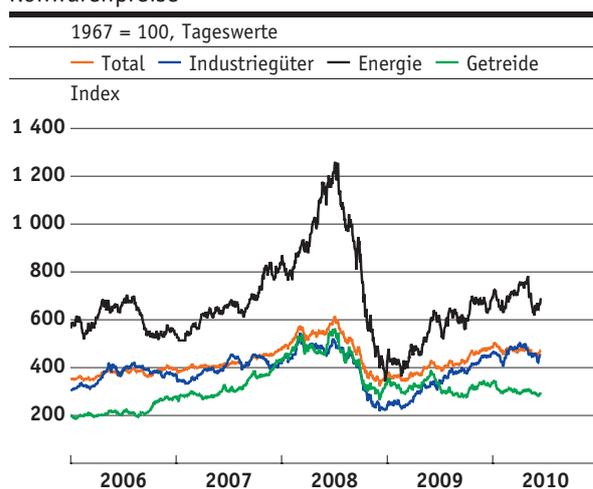
Daten deutlich nach oben angepasst. Sie geht für 2010 von einem Wachstum von 3,1% aus, verglichen mit 1,9% im März.

Weit fortgeschrittene Erholung der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens

Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens haben in den letzten Monaten weiter stark expandiert. Die Wirtschaftsleistung Chinas lag im ersten Quartal – unter dem Einfluss massiver konjunkturstützender Massnahmen – um 11,9% über dem Stand vor Jahresfrist. Treibende Kraft war zwar nach wie vor die Binnennachfrage, doch stärkte auch die markante Erholung der Exporte das Wachstum. Eine steigende Beschäftigung sowie staatliche Transferzahlungen stützten die Haushalteinkommen und privaten Konsumausgaben. Die staatliche Investitionsnachfrage, welche im letzten Jahr um über 40% gestiegen war, schwächte sich hingegen ab. Die Wachstumsverlagerung von der Investitions- auf die Konsumnachfrage setzte sich damit fort. Dennoch bleibt der Anteil der Investitionen am BIP im internationalen Vergleich ausserordentlich hoch.

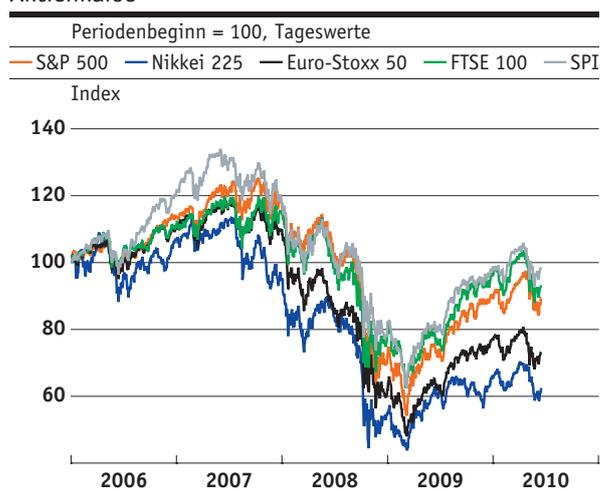
Der Ausblick für China bleibt sehr günstig, zumal das staatliche Konjunkturpaket der Binnenkonjunktur weiterhin bedeutsame Impulse verschaffen wird. Die chinesische Regierung zielt mit ihrer Wirtschaftspolitik darauf ab, ein stabiles und kräftiges Wachstum aufrechtzuerhalten. Die anhaltend lebhaftere Binnen- und Industriekonjunktur geht einher mit einer starken Nachfrage nach Rohwaren, insbesondere Energieträgern und Industrie-

Grafik 1.5
Rohwarenpreise



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Grafik 1.6
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

metallen. Die Importe sind auf einen neuen Höchststand gestiegen und auch die Exporte haben – unter günstigen Wettbewerbsbedingungen – ihre Erholung fortgesetzt. Die Zusammensetzung des BIP-Wachstums wird sich gegenüber dem Vorjahr allerdings wesentlich verändern: Grössere Wachstumsbeiträge des privaten Konsums und der Wohnbauinvestitionen dürften einen geringeren Beitrag der Staatsinvestitionen kompensieren. Das Augenmerk der Regierung ist gegenwärtig vor allem auf den Immobilienmarkt gerichtet, wo schnell steigende Preise vor allem in den Grossstädten Befürchtungen einer Blase aufkommen liessen. Die konjunkturellen Auswirkungen einer Preiskorrektur auf dem chinesischen Immobilienmarkt wären angesichts des hohen Anteils der Immobilien im Portfolio vieler Unternehmen gravierend. Die Regierung hat deshalb vermehrt sektorspezifische Massnahmen getroffen, die das Risiko einer Preisblase eindämmen sollen.

In den exportorientierten Volkswirtschaften Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur expandierte die Wirtschaftstätigkeit im ersten Quartal stark und auf breiter Basis. Das BIP überstieg in allen vier Volkswirtschaften sein Vorkrisenniveau und dürfte wieder etwa dem Produktionspotenzial entsprechen. Der rasante Aufschwung kontrastiert mit der relativ langsamen Erholung in den grossen Industrieländern. Hinter diesem Erfolg stehen die rasche Implementierung einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik, die kräftige Nachfrage aus China, der Geschäftsaufschwung im globalen Technologie-sektor sowie vergleichsweise gesunde Fundamentalfaktoren.

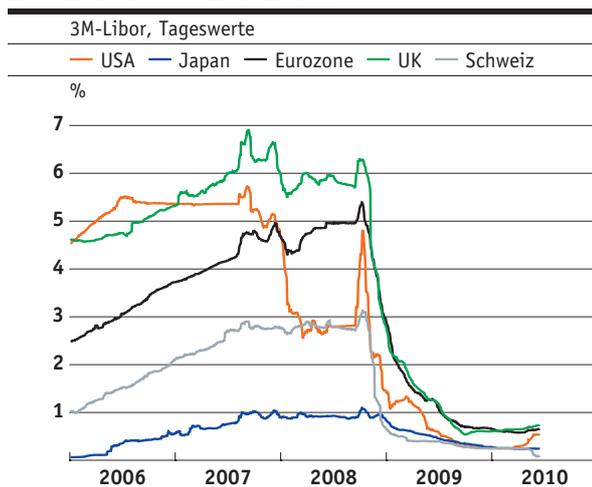
Die Signale für den weiteren Verlauf sind ermutigend. Der Aufwärtstrend bei der Industrieproduktion und bei den Exporten ist ungebrochen, und die Unternehmensstimmung bleibt gut.

Verhaltene Teuerung

Die Teuerung ist in den letzten Monaten weltweit gering geblieben (Grafik 1.9). Die Kernteuerung, welche Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, schwächte sich tendenziell sogar ab. Die tiefe Kapazitätsauslastung und hohe Arbeitslosigkeit in den Industrieländern dürften den Inflationsdruck auch in der zweiten Jahreshälfte gering halten.

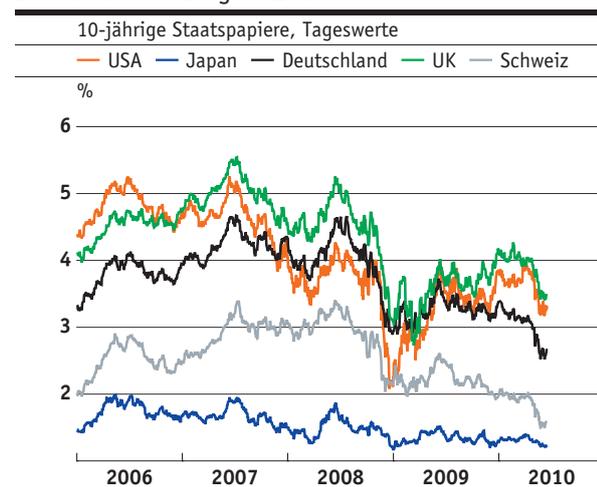
In den USA sank die Jahresteuerung von 2,6% im Januar auf 2,2% im April. Die Kerninflation setzte ihren Abwärtstrend fort und notierte im April bei 0,9%. In der Eurozone stieg die Jahresteuerung in derselben Periode von 1,0% auf 1,5%. Die Kerninflation blieb nahezu unverändert bei 0,8%. Im Unterschied zu den USA und der Eurozone verharrte die Jahresteuerung in Japan im negativen Bereich, wobei sie im April bei -1,2% notierte, nach -1,3% im Januar. Die Kernteuerung verringerte sich weiter auf einen historischen Tiefstand (-1,6%). Basiseffekte und steigende Energiepreise führten hingegen in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens zu einem Anstieg der Teuerungsraten. In China zog die Jahresteuerung aufgrund wetterbedingter Preiserhöhungen bei den Nahrungsmitteln auf 2,8% an, doch blieb die Kernteuerung mit 0,7% bescheiden.

Grafik 1.7
Internationale Kurzfristzinsen



Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 1.8
Internationale Langfristzinsen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Unverändert expansive Zinspolitik in den grossen Industrieländern, ausserordentliche Massnahmen der EZB

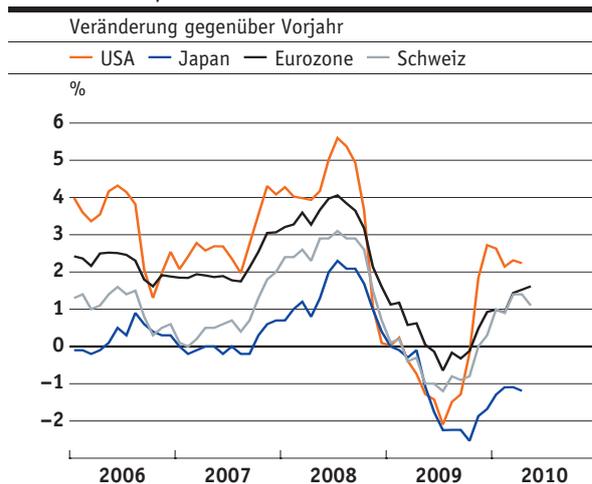
Die Zentralbanken der grössten Industrieländer haben ihre expansive Zinspolitik beibehalten (Grafik 1.10). Das Federal Reserve System belies das Zielband für den Leitzins bei 0,0%–0,25%. Es beendete jedoch fast alle ausserordentlichen Liquiditätsprogramme sowie die Käufe von hypothekenbezogenen Wertpapieren. Die Bilanzsumme der amerikanischen Zentralbank blieb mit über 2 Billionen USD jedoch mehr als doppelt so hoch wie vor der Krise. Als Reaktion auf erneute Anspannungen an den Geldmärkten nahm das Federal Reserve System im Mai die Operationen zur Bereitstellung von USD-Liquidität in Zusammenarbeit mit anderen Zentralbanken wieder auf.

Die EZB hielt den Hauptrefinanzierungssatz unverändert bei 1,0%. Im April kündigte sie an, die im Zuge der Krise gelockerten Bedingungen für die bei Refinanzierungsgeschäften akzeptierten Sicherheiten über das Jahr 2010 hinaus beizubehalten. Anfang Mai garantierte sie die Gültigkeit griechischer Staatsanleihen bei Refinanzierungsgeschäften. Als

flankierende Massnahme zum EU-Rettungsschirm führte die EZB zudem sterilisierte Interventionen auf den Staatsanleihenmärkten der Mitgliedstaaten durch. Ferner beschloss sie, den Banken bis September unlimitierte Liquidität über dreimonatige Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung zu stellen. Mit diesen flankierenden Massnahmen beabsichtigte die EZB, ein reibungsloses Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu gewährleisten.

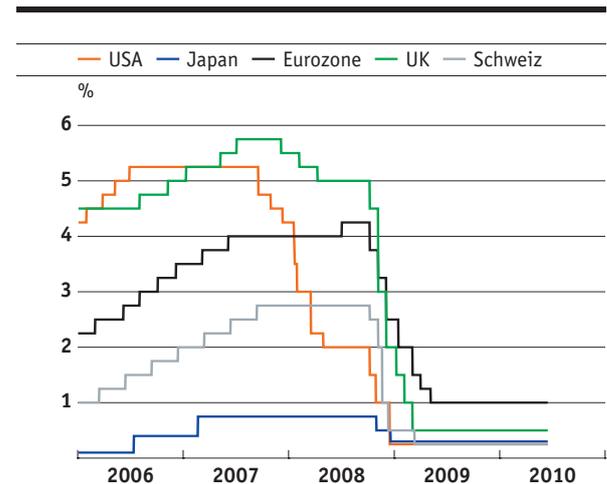
Die japanische Zentralbank belies den Tagesgeldsatz bei 0,1%. Mit einer Ausweitung der im Dezember eingeführten Liquiditätsmassnahmen versuchte sie, die langfristigen Zinsen zu senken. Zudem beschloss sie neue Massnahmen zur Förderung vielversprechender Investitionsprojekte. Die chinesische Zentralbank hob als Reaktion auf die nach wie vor hohe Expansionsrate der Kredite den Reservehaltungssatz weiter an. Anzeichen von Teuerungsdruck in Singapur veranlassten die Währungsbehörde des Stadtstaates zu einer Straffung ihrer auf den Index des nominalen effektiven Wechselkurses ausgerichteten Geldpolitik.

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

Nach der kräftigen Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2009 hat sich das Wachstum der Schweizer Wirtschaft im ersten Quartal verlangsamte, fiel aber erneut stärker aus als im Euroraum.

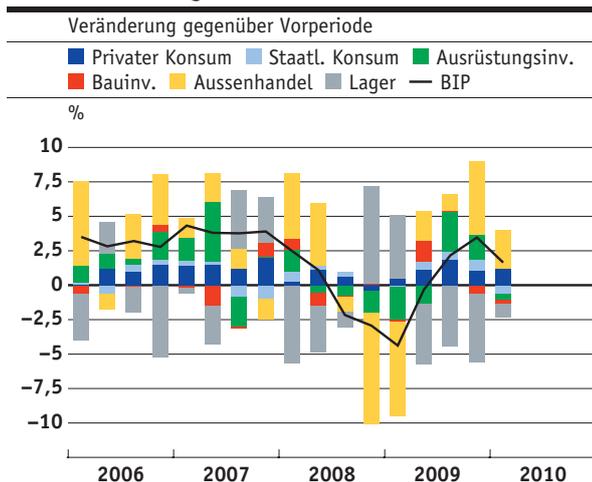
Die Verlangsamung ist vor allem auf einen starken Rückgang der Wertschöpfung im Bankensektor zurückzuführen. Dagegen erholte sich die verarbeitende Industrie weiter. Auf der Nachfrage-seite blieben das Wachstum der Exporte und des Privatkonsums weiterhin robust.

Im Zuge der Konjunkturerholung hat sich auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbessert. Die Beschäftigung stieg im ersten Quartal weiter an, und die Arbeitslosenquote verzeichnete in den letzten Monaten einen leichten Rückgang. Ähnlich wie die Produktionslücke deutet aber auch die Arbeitslosenquote noch immer auf eine Unterauslastung der Wirtschaft hin. Entsprechend ist der Teuerungsdruck niedrig geblieben. Zwar stieg die am Landes-

index der Konsumentenpreise gemessene Jahres-teuerungsrate leicht an und erreichte im April das höchste Niveau seit August 2008, doch lag sie im Mai wieder bei rund 1,1%.

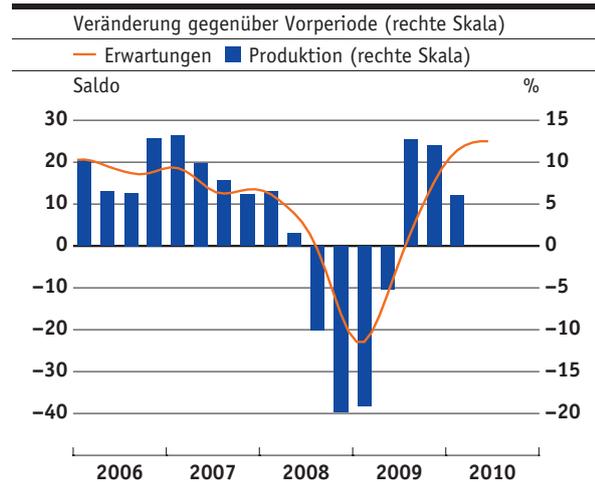
Die Erholung dürfte sich im zweiten Quartal 2010 fortsetzen, da alle vorlaufenden Indikatoren weiterhin auf eine expandierende Wirtschaftsaktivität hindeuten. Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte im April und Mai mit rund 230 Gesprächspartnern aus allen Teilen der Wirtschaft führten, bestätigen diese Einschätzung. Aus den Interviews geht hervor, dass die Erholung sich sowohl gegenüber dem Vorquartal als auch dem Vorjahr am deutlichsten in der verarbeitenden Industrie zeigte. Ein breit abgestütztes Wachstum wurde jedoch auch in der Bauwirtschaft und im Dienstleistungssektor beobachtet. Die Erwartungen der Gesprächspartner für die kommenden Monate deuten auf ein positives Umsatzwachstum hin. Entsprechend dürfte sich die Unterauslastung der Produktionskapazitäten weiter reduzieren.

Grafik 2.1
Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

2.1 Bruttoinlandprodukt

Abgeschwächtes Wirtschaftswachstum im ersten Quartal

Das Wirtschaftswachstum hat sich im ersten Quartal abgeschwächt. Gemäss der provisorischen Schätzung des SECO nahm das BIP mit 1,6% zu, gegenüber 3,5% im Vorquartal. Innert Jahresfrist wuchs das BIP um 2,2%.

Gleichzeitig mit der Publikation der Resultate für das erste Quartal korrigierte das SECO seine Quartalschätzungen ab 2008. Der geschätzte Rückgang des BIP im ersten Quartal 2009 ist etwas grösser als bisher angenommen (-4,4% statt -4,0%). Dafür wurde das Wachstum in den folgenden drei Quartalen leicht nach oben revidiert, besonders ausgeprägt im vierten Quartal (3,5% statt 3,0%).

Im ersten Quartal 2010 wurde das Wirtschaftswachstum durch ein anhaltend robustes Wachstum der Exporte und des privaten Konsums gestützt.

Hingegen bildeten sich die Staatsausgaben und die Investitionen gegenüber dem Vorquartal leicht zurück. Wie bereits in den vorangehenden drei Quartalen war der Wachstumsbeitrag der Lagerbewegungen negativ.

Gegliedert nach Sektoren war es in erster Linie die Wertschöpfung im Bankensektor, die zur Abschwächung des BIP-Wachstums beitrug. Die Banken hatten im dritten und vierten Quartal die grössten Beiträge zum BIP-Wachstum geliefert. Mehr als die Hälfte des in diesen beiden Quartalen erzielten Anstiegs der Wertschöpfung der Banken ging im ersten Quartal nun wieder verloren. Hingegen wuchs die Wertschöpfung der Industrie wie bereits im Vorquartal robust, während die unternehmensorientierten Dienstleistungen – nach einem sechs Quartale dauernden Rückgang – erstmals wieder eine höhere Wertschöpfung erzielten als im Vorquartal.

Reales BIP und Komponenten

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2006	2007	2008	2009	2008			2009				2010
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Privater Konsum	1,6	2,4	1,7	1,2	2,0	1,1	-0,8	0,8	1,9	3,2	1,8	2,1
Staatlicher Konsum	0,3	0,5	-0,1	2,5	2,8	2,9	0,4	-0,7	5,3	5,2	7,0	-5,6
Anlageinvestitionen	4,7	5,2	0,4	-3,7	-6,8	-4,0	-7,6	-12,6	0,1	14,0	5,6	-3,2
Bau	-1,4	-2,3	0,9	1,3	-9,8	-0,6	0,3	-2,2	16,5	0,7	-6,4	-3,0
Ausrüstungen	10,1	11,1	0,1	-7,5	-4,5	-6,3	-13,1	-20,2	-11,9	26,7	16,4	-3,3
Inländische Endnachfrage	2,1	2,8	1,1	0,2	-0,1	0,1	-2,3	-2,6	1,9	5,8	3,3	-0,1
Inlandnachfrage	1,4	1,3	0,4	1,6	-0,6	-3,8	7,2	6,5	-3,5	-0,2	-0,6	-4,7
Exporte total	10,3	9,5	2,9	-9,9	17,8	-2,9	-27,2	-22,5	-6,0	16,6	9,2	20,6
Güter	11,1	8,4	2,6	-11,8	18,0	-2,5	-34,3	-25,3	-4,7	19,4	11,0	24,2
ohne Wertsachen ¹	11,2	8,3	2,1	-11,0	25,2	-8,3	-32,8	-23,8	-2,5	15,9	15,3	10,3
Dienstleistungen	8,4	12,5	3,4	-5,3	17,3	-3,8	-7,6	-15,6	-9,0	10,3	5,2	12,3
Gesamtnachfrage	4,5	4,3	1,4	-2,8	6,3	-3,4	-7,8	-5,1	-4,4	5,5	2,9	4,1
Importe total	6,5	6,0	0,4	-5,9	18,5	-6,2	-17,6	-6,7	-13,3	13,7	1,5	10,3
Güter	7,8	5,1	-0,5	-8,4	24,3	-9,0	-25,7	-5,6	-18,9	17,0	0,8	12,8
ohne Wertsachen ¹	7,4	6,7	-1,0	-8,2	23,9	-9,4	-22,3	-10,3	-16,7	18,7	0,5	8,6
Dienstleistungen	0,6	10,3	4,8	5,8	-5,2	8,4	29,3	-10,1	13,8	1,1	4,3	0,6
BIP	3,6	3,6	1,8	-1,5	1,1	-2,2	-2,9	-4,4	-0,3	2,2	3,5	1,6

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

2.2 Aussenhandel, Konsum und Investitionen

Anhaltender Aufwärtstrend der Exporte

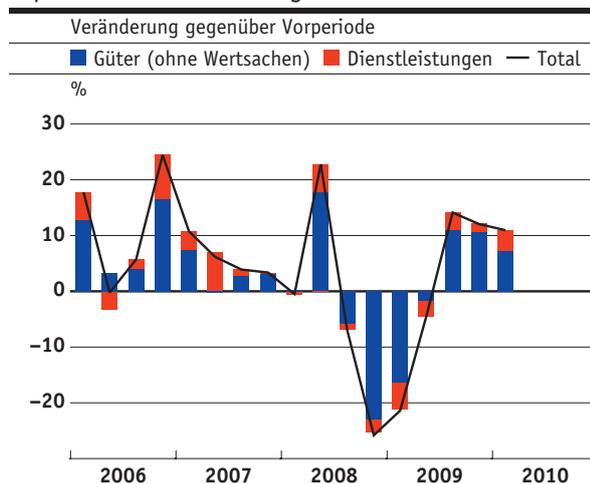
Im Zuge des weltwirtschaftlichen Aufschwungs hat sich die Erholung der Exporte im ersten Quartal fortgesetzt. Insgesamt wuchsen die Exporte von Waren und Dienstleistungen um 11,0% (ohne Wertsachen).

Die Warenexporte expandierten dank eines rasanten Wiederaufschwungs der Uhrenexporte auch im ersten Quartal nochmals kräftig. Daneben verzeichneten die Exporte von Maschinen erstmals seit Beginn der Krise eine spürbare Zunahme, während die Exporte von Pharmazeutika ihren stetigen Aufwärtstrend fortsetzten. Gegliedert nach Absatzmärkten wurde das Wachstum der Warenexporte durch einen Anstieg der Nachfrage aus Europa und den asiatischen Volkswirtschaften getrieben. Trotz des kräftigen Wachstums in den letzten drei Quartalen haben die Warenexporte bislang erst die Hälfte ihres in der Rezession erlittenen Einbruchs wettgemacht.

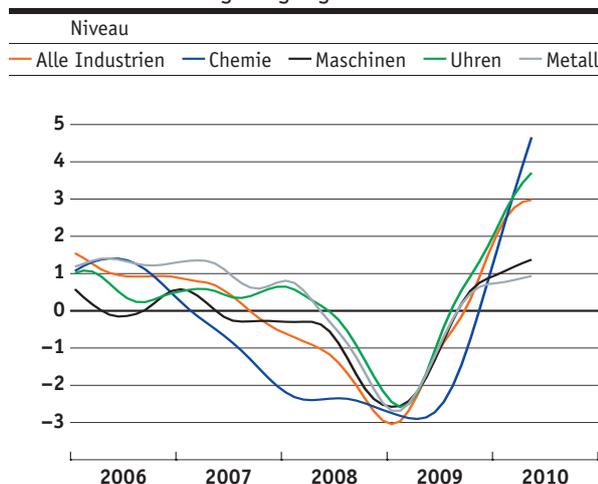
Die Dienstleistungsexporte haben sich im ersten Quartal spürbar erholt. Zwar gingen die Tourismusexporte im Zuge der Frankenstärke leicht zurück, und das Kommissionsgeschäft der Banken mit ausländischen Kunden konnte nur beschränkt von der Erholung an den Börsen profitieren. Dagegen verzeichneten aber die Nettoeinnahmen aus dem Transithandel eine markante Zunahme. Insgesamt haben sich damit die Dienstleistungsexporte spürbar von der Krise erholt.

Gemäss den Umfragen der KOF bleiben die Industrieunternehmen bezüglich der weiteren Aussichten optimistisch. Im Einklang damit hat sich der Aufwärtstrend der Warenexporte auch im April fortgesetzt. Allerdings könnte der Aufschwung nicht zuletzt aufgrund der Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro im weiteren Jahresverlauf etwas an Fahrt verlieren.

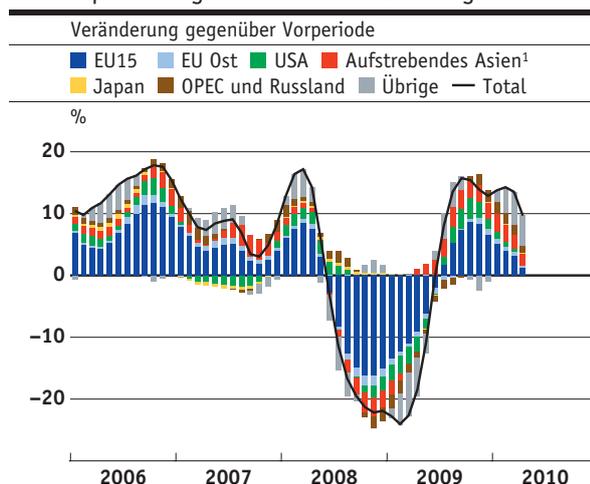
Grafik 2.3
Exporte: Wachstumsbeiträge



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)

Bauinvestitionen leicht rückläufig

Die Bauinvestitionen sanken im ersten Quartal 2010 gegenüber dem Vorquartal. Mit 3,0% fiel der Rückgang allerdings weniger stark aus als noch im vierten Quartal 2009. Gegenüber dem Vorjahr war weiterhin ein leichter Anstieg zu beobachten.

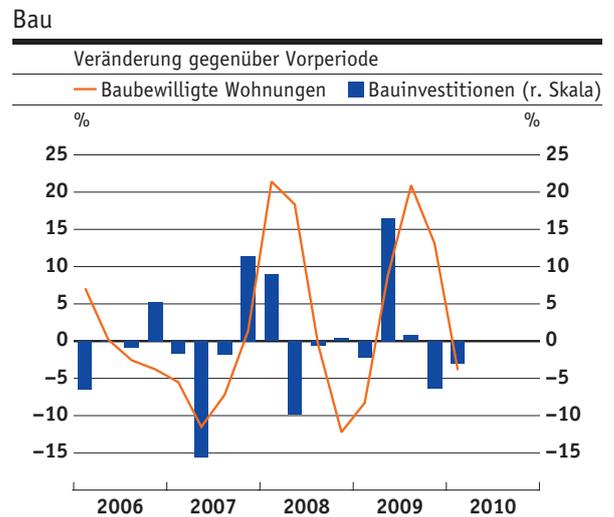
Gemäss Umfrage des Baumeisterverbandes waren vom Rückgang der Bautätigkeit gegenüber dem Vorquartal alle drei Hauptsektoren der Bauwirtschaft betroffen. Am stärksten traf es den bereits bisher schwachen Gewerbebau. Aber auch der Wohnungsbau und der Tiefbau, die sich in der Rezession als überraschend robust erwiesen hatten, erlitten Einbussen. Teilweise kann die abgeschwächte Bautätigkeit durch das Wetter erklärt werden, das mit vergleichsweise starken Schneefällen und tiefen Temperaturen die Produktion beeinträchtigte. Die Entwicklung des Auftragseingangs und des Arbeitsvorrates deuten für die kommenden Quartale aber ebenfalls auf eine schwächere Bautätigkeit hin.

Gebremste Erholung der Ausrüstungsinvestitionen

Die Erholung der Ausrüstungsinvestitionen legte im ersten Quartal eine Pause ein. Nach zwei Quartalen mit kräftigen, zweistelligen Wachstumsraten nahmen die Ausrüstungsinvestitionen gegenüber der Vorperiode sogar leicht ab. Dennoch lagen sie klar über dem Vorjahresstand.

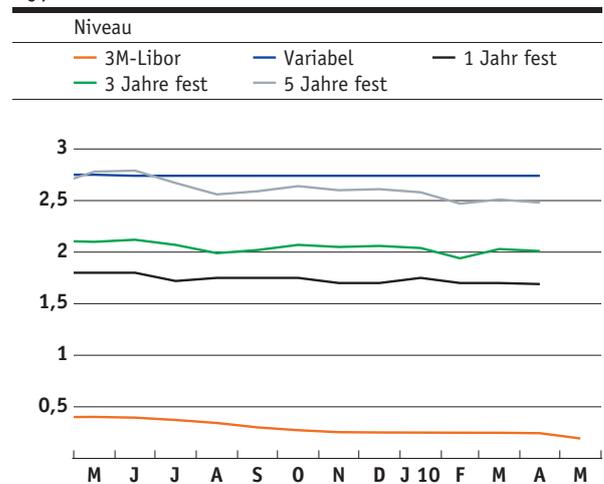
Das in der zweiten Jahreshälfte 2009 registrierte Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen war teilweise durch ausserordentlich hohe Importe von Telekommunikationsgeräten gestützt worden. Inzwischen hat sich die Nachfrage in diesem Bereich wieder etwas normalisiert. Im ersten Quartal war die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern daher breiter abgestützt als in den Vorquartalen. Die Aussichten für die kommenden Monate bleiben gut. Dies wird durch die Umfrageindikatoren der KOF/ETH bestätigt, welche in den meisten industriellen Branchen einen deutlichen Anstieg der Kapazitätsauslastung anzeigen.

Grafik 2.6



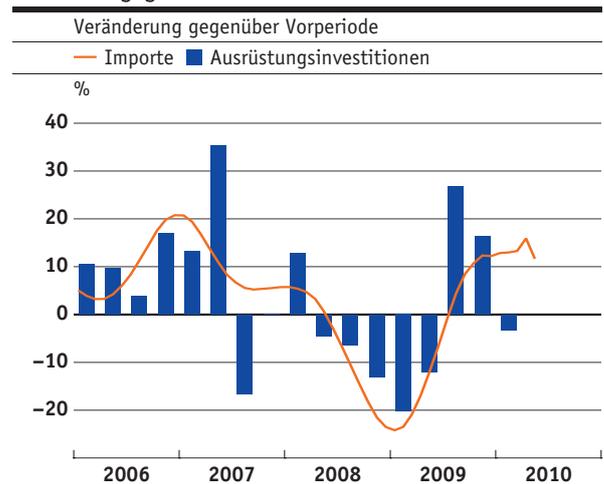
Grafik 2.7

Hypothekenzinsen und 3M-Libor



Grafik 2.8

Ausrüstungsgüter



Grafik 2.6:
Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.7:
Quelle: SNB

Grafik 2.8:
Quellen: EZV, SECO

Robustes Konsumwachstum

Der private Konsum wuchs im ersten Quartal mit 2,1% gegenüber dem Vorquartal. Das Wachstum war breit abgestützt. Zugenommen hat nicht nur der Konsum von Gütern des täglichen Verbrauchs, sondern auch jener von langlebigen Konsumgütern. So haben die Neuzulassungen von Personenwagen im ersten Quartal saisonbereinigt um 7,5% zugenommen. Die inländische Tourismuskonsumnachfrage, ein Indikator des Dienstleistungskonsums, vermochte zwar im ersten Quartal nicht mehr ganz an die hohen Wachstumsraten des vierten Quartals anzuschliessen, stieg saisonbereinigt aber dennoch um 0,5%.

Gute Konsumentenstimmung

Die Konsumentenstimmung hat sich im Frühjahr weiter verbessert. Der international vergleichbare, seit 2007 publizierte Index des SECO erreichte im April erstmals wieder das Niveau von vor der Krise. Verbessert haben sich insbesondere die Erwartungen der Konsumenten zur Arbeitsmarktentwicklung. Aber auch die zukünftigen wirtschaftlichen Bedingungen werden günstiger eingeschätzt. Nur im dritten Quartal 2009 waren die entsprechenden Erwartungen noch etwas besser ausgefallen.

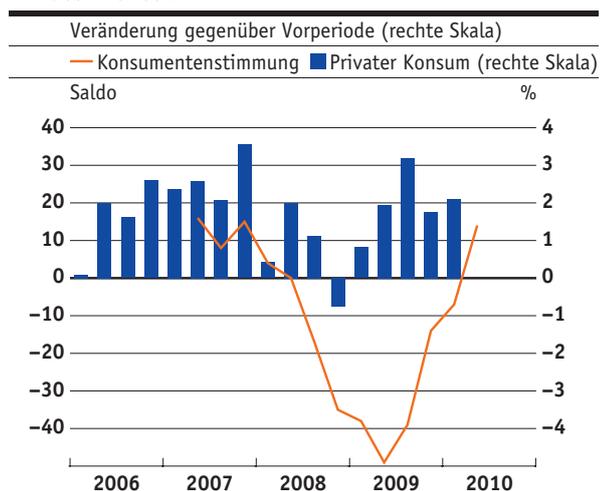
Fortgesetzte Erholung der Importe

Gestützt durch die robuste Gesamtnachfrage erhöhten sich die Importe von Waren und Dienstleistungen (ohne Wertsachen) im ersten Quartal um 6,9%. Dazu trugen fast ausschliesslich die Warenimporte bei, die durch einen markanten Anstieg der Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten getrieben wurden. Insbesondere die Nachfrage nach Chemikalien stieg massiv an. Aber auch die Einfuhren von Konsum- und Investitionsgütern setzten ihren Aufwärtstrend fort.

Die Dienstleistungsimporte blieben gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert. Tieferen Ausgaben für Lizenzen und Patenten standen höhere Einnahmen der Privatversicherungen gegenüber. Daneben stiegen auch die als Tourismusimporte erfassten Auslandsreisen nochmals an.

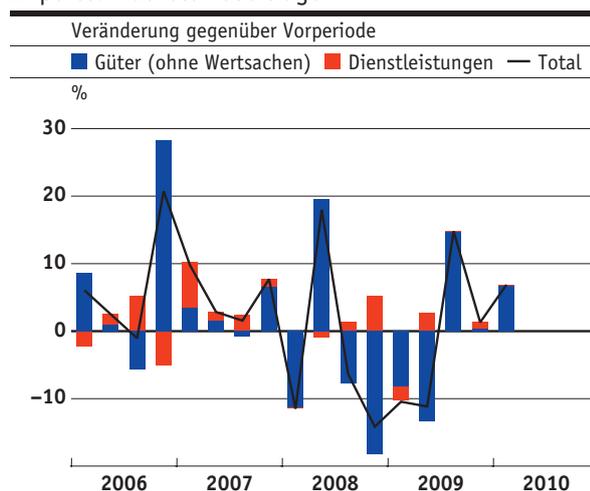
Gemäss Industrieumfrage der KOF/ETH haben sich die Erwartungen bezüglich des Einkaufs von Vorprodukten nochmals erhöht. Im Einklang damit tendierten im April die Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten wie auch die Warenimporte insgesamt weiter nach oben.

Grafik 2.9
Privater Konsum



Quelle: SECO

Grafik 2.10
Importe: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

2.3 Beschäftigung und Arbeitsmarkt

Weiterer Anstieg der Beschäftigung ...

Der im vierten Quartal 2009 registrierte leichte Anstieg der Beschäftigung setzte sich im ersten Quartal 2010 fort. Das in Vollzeitäquivalenten gemessene Arbeitsvolumen stieg saisonbereinigt um 0,8%, nach 0,5% im Vorquartal.

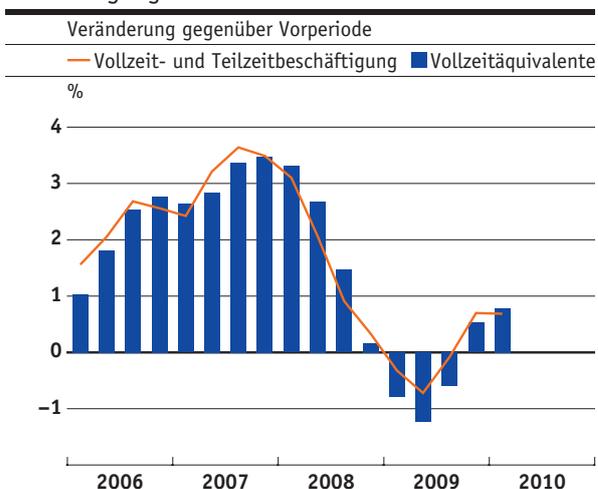
Gegliedert nach Branchen ist die Beschäftigungsentwicklung heterogener geworden. Unter den Branchen, die einen Anstieg der Beschäftigtenzahlen registrierten, figurieren das Baugewerbe, der Grosshandel, das Gesundheitswesen, das Gastgewerbe und die unternehmensorientierten Dienstleistungen. Während die verarbeitende Industrie eine deutlich geringere Abnahme der Zahl der

Beschäftigten meldete als in den Vorquartalen, war die Beschäftigung im Sektor der Banken und Versicherungen stark rückläufig.

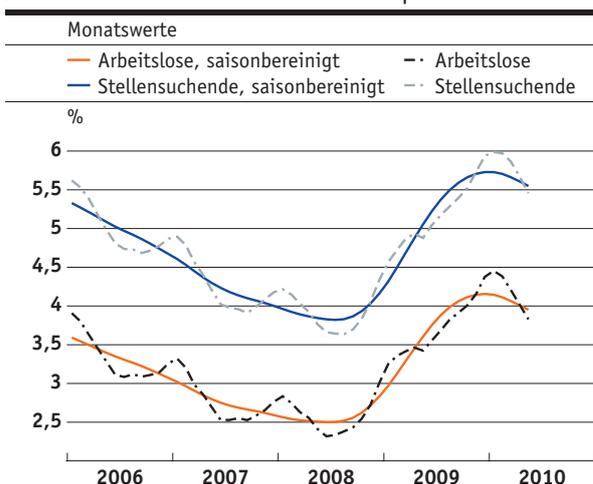
... und heterogene Entwicklung der Beschäftigungsaussichten

Die vorlaufenden Beschäftigungsindikatoren entwickelten sich im ersten Quartal insgesamt positiv. Allerdings begannen sich deutliche Unterschiede zwischen den Branchen abzuzeichnen. Während sich die Beschäftigungsaussichten in der Industrie und im Baugewerbe verbesserten, wiesen sie in Teilen des Dienstleistungssektors, darunter der staatlichen Verwaltung, dem Erziehungs- und dem Gesundheitswesen, eine Tendenz nach unten auf. Aufgrund der vorlaufenden Indikatoren ist in den

Grafik 2.11
Beschäftigung



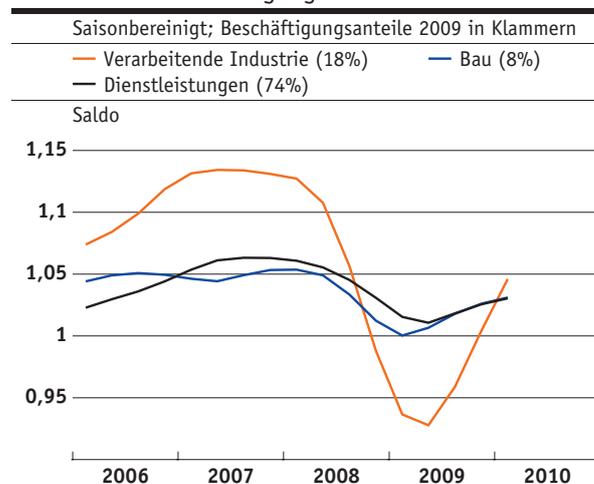
Grafik 2.13
Arbeitslosen- und Stellensuchendenquoten



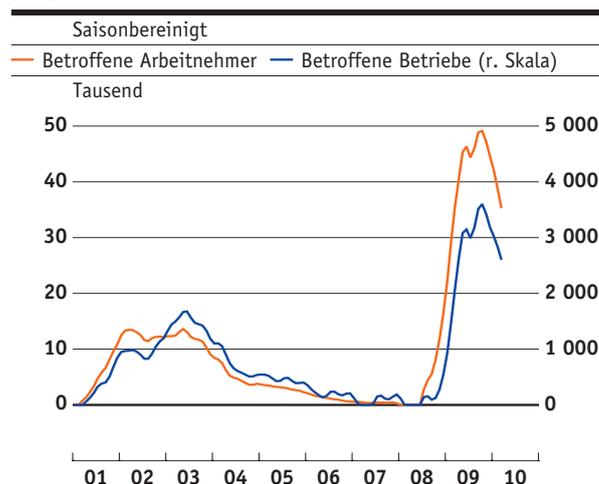
Grafik 2.11:
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

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

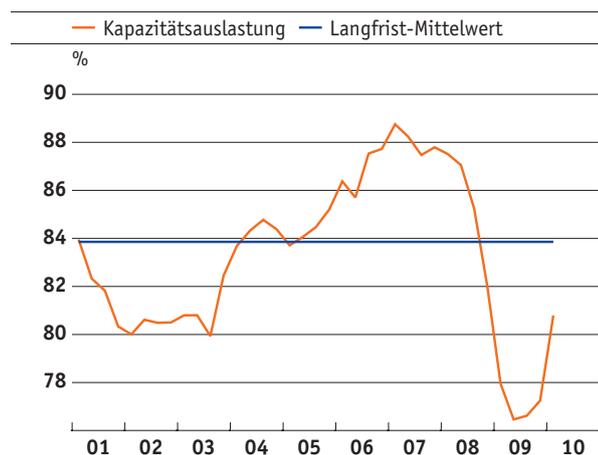
nächsten Quartalen insgesamt mit einem positiven, aber bescheidenen Beschäftigungswachstum zu rechnen.

Leichter Rückgang der Arbeitslosigkeit

Zwischen Februar und Mai verringerte sich die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit leicht, nachdem sie im Dezember 2009 ihren zyklischen Höchststand erreicht hatte. Die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen sank um 6 300 Personen, so dass sich die Arbeitslosenquote um 0,1 Prozentpunkt auf 4,0% verringerte. Die Quote der Stellensuchenden, die darüber hinaus auch die an Weiterbildungs- und Beschäftigungsprogrammen teilnehmenden Personen einschliesst, verringerte sich ebenfalls leicht von 5,7% auf 5,5%.

Die offiziellen Arbeitslosenzahlen messen nur einen Teil der Unterbeschäftigung. Die Kurzarbeit, die bereits im Oktober ihren Höchststand erreicht hatte, verringerte sich kontinuierlich bis im März. Da sowohl die Arbeitslosigkeit als auch die Kurzarbeit tendenziell sinken, kann man davon ausgehen, dass die befürchtete Ablösung von Kurzarbeit durch Arbeitslosigkeit in der jüngsten Rezession verhältnismässig klein ausgefallen ist.

Grafik 2.15
Kapazitätsauslastung Industrie



Quelle: KOF/ETH

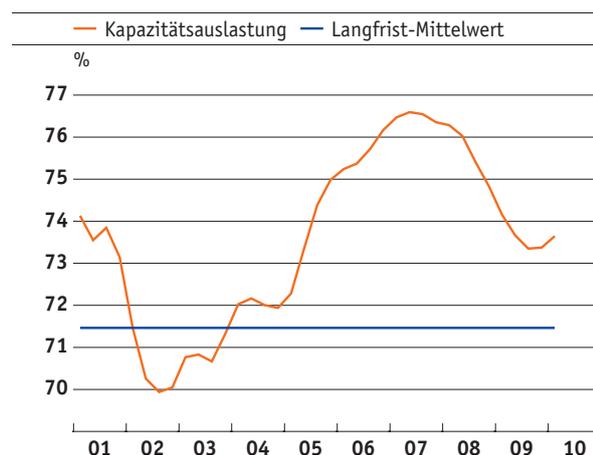
2.4 Kapazitätsauslastung

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

Deutlicher Anstieg der Kapazitätsauslastung in der Industrie

Die Auslastung der Kapazitäten in der Industrie hat sich laut den Umfragen der KOF/ETH im ersten Quartal deutlich verbessert. Der Anstieg von 77,2% im vierten Quartal 2009 auf 80,8% im ersten Quartal 2010 ist im Vergleich mit den anderen in den letzten drei Jahrzehnten registrierten Erholungsphasen ungewöhnlich stark ausgefallen. Die Kapazitäten in der Industrie sind jedoch noch immer stark unterausgelastet. Ganz anders stellt sich die Lage im Bausektor dar. Hier lag der Auslastungsgrad der Maschinen vor allem im Hochbau weiterhin auf einem sehr hohen Niveau.

Grafik 2.16
Kapazitätsauslastung Bau

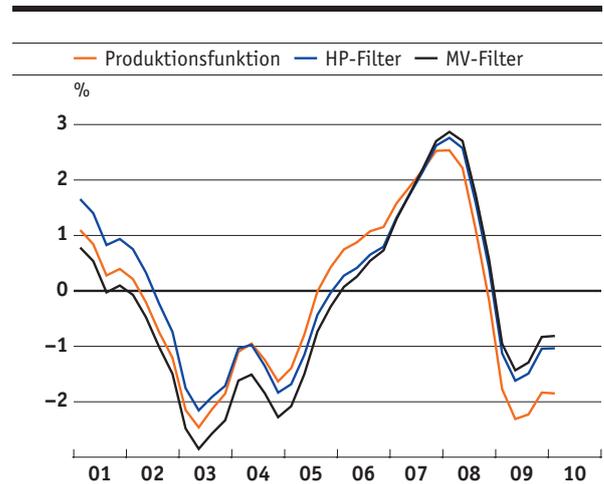


Quelle: KOF/ETH

Langsam sich schliessende Produktionslücke

Die deutlich im negativen Bereich liegende gesamtwirtschaftliche Produktionslücke schrumpfte im ersten Quartal weiter. Die Schätzung der Produktionsfunktion zeigt, dass das BIP im ersten Quartal noch etwa 1,8% unter dem Produktionspotenzial lag. Die Schätzungen der Produktionslücke, basierend auf dem Hodrick-Prescott-Filter und dem multivariaten Filter, fielen mit rund -1% etwas weniger negativ aus. Auch wenn über das Ausmass der Produktionslücke eine gewisse Unsicherheit herrscht und die verschiedenen Schätzungen unterschiedliche Resultate liefern, so zeigen doch alle Methoden, dass die Produktionslücke momentan noch negativ ist. Dies widerspiegelt die unterdurchschnittliche Auslastung der technischen Kapazitäten und des Arbeitskräfteangebots. Das Potenzialwachstum ist aufgrund der schwächeren Einwanderung etwas weniger stark ausgefallen als noch vor einem Jahr und liegt nun etwas unter dem langfristigen Durchschnitt. Die SNB geht davon aus, dass sich das Wachstum des Produktionspotenzials langsam stabilisiert und die Produktionslücke mit der wirtschaftlichen Erholung weiter abgebaut wird. Da das Wachstum des Produktionspotenzials in der Krise nicht allzu sehr gelitten hat, dürfte die Schliessung der Produktionslücke allerdings langsam voranschreiten.

Grafik 2.17
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.5 Preise und Inflationserwartungen

Steigende Preise von Energieträgern und Vorleistungsgütern

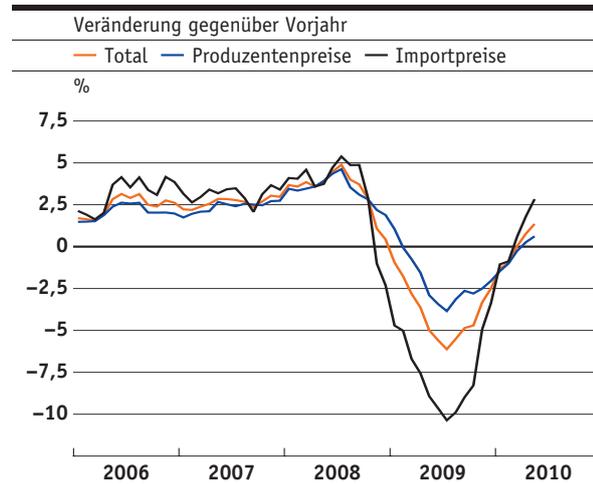
Die Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) stiegen in den letzten Monaten deutlich an. Infolgedessen kletterte die Jahressteuerungsrate von -1,0% im Februar auf 1,4% im Mai. Diese Entwicklung war vor allem auf höhere Preise für Energieträger und Vorleistungsgüter zurückzuführen. Schliesst man Rohstoffe und Energie aus, so lagen die Gesamtangebotspreise auch im Mai noch leicht unter dem Vorjahresstand. Von den Gesamtangebotspreisen geht somit weiterhin kein Teuerungsausdruck auf die nachgelagerten Konsumentenpreise aus.

LIK-Jahresteuering im Mai 1,1%

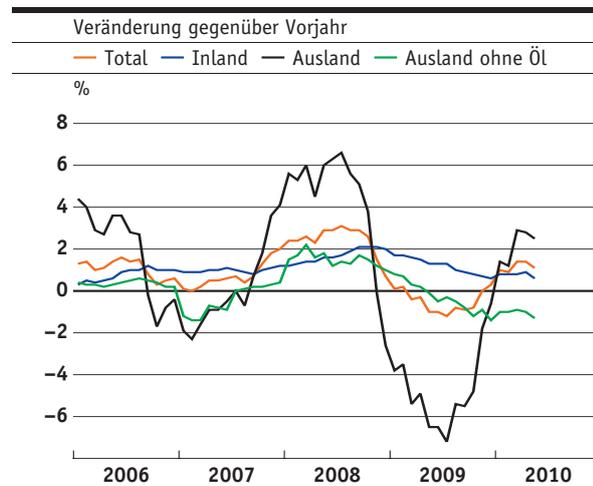
Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuering erreichte im April 1,4%, was dem höchsten Wert seit Februar 2008 entsprach. Ein Anstieg war aufgrund von Basiseffekten bei den Erdölprodukten von den meisten Beobachtern erwartet worden, doch trugen auch andere Komponenten zum Anstieg der Jahresteuering bei.

Im Mai sank die Jahresteuering wieder auf 1,1%. Dieser Rückgang war hauptsächlich auf tiefere Medikamentenpreise zurückzuführen. Das Bundesamt für Gesundheit nahm im Frühjahr bei rund 2000 Medikamenten eine ausserordentliche Preisüberprüfung vor. Daraus ergab sich per Mai ein Rückgang der erfassten Medikamentenpreise um 6,5% gegenüber dem Vormonat. Einen leichten Rückgang verzeichnete zudem die Jahresteuering der Mieten, die um 0,2 Prozentpunkt auf 1,0% fiel. Insgesamt zeigt sich nach wie vor eine klare Divergenz zwischen den Preisen inländischer Güter, die eine relativ robuste Grundteuerung aufweisen, und den Preisen importierter Güter (ohne Erdölprodukte), die sich eher dämpfend auf die Gesamtteuerung auswirken.

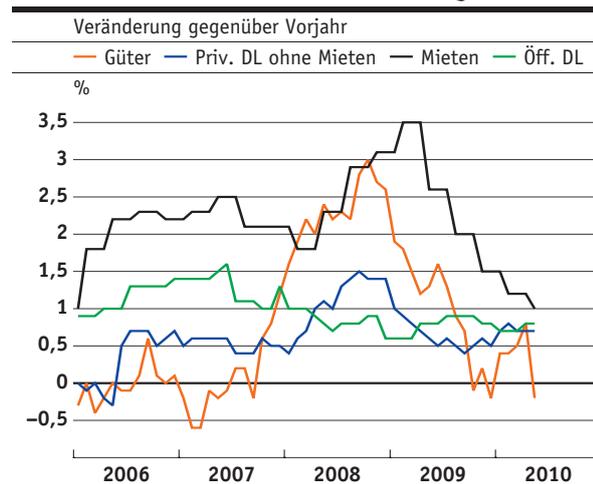
Grafik 2.18
Preise des Gesamtangebots



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

Uneinheitliche Entwicklung der Kernteuerung

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristigen Schwankungen, welche die Sicht auf den Teuerungstrend verstellen können. Aus diesem Grund werden sogenannte Kernteuerungsraten berechnet, welche die Grundtendenz der Preisentwicklung abbilden. 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 Jahresveränderungsraten aus dem LIK ausgeschlossen.

Die breiter angelegte *Dynamic Factor Inflation* (DFI) misst die Grundteuerung auf Basis einer Vielzahl von Preisen, realwirtschaftlichen Daten, Finanzmarktindikatoren und monetären Variablen. Die beiden Kerninflationen des BFS schliessen in jeder Periode die gleichen preisvolatilen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.22). Bei der Kerninflation 1 (BFS1) sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe, bei der Kerninflation 2 (BFS2) zusätzlich Produkte mit administrierten Preisen.

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

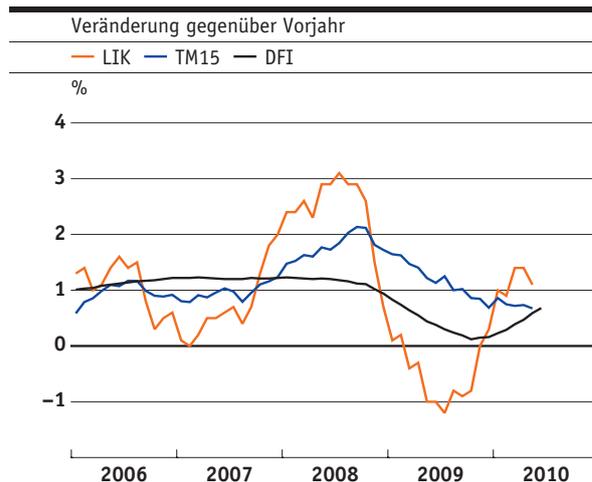
Tabelle 2.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2009	2009		2010	2010			
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April	Mai
LIK total	-0,5	-1,0	-0,2	1,1	0,9	1,4	1,4	1,1
Inländische Güter und Dienstleistungen	1,2	1,1	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,6
Güter	1,0	1,0	-0,0	0,4	0,4	0,5	0,8	-0,2
Dienstleistungen	1,3	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,6	0,5	0,5	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Mieten	2,5	2,2	1,6	1,3	1,2	1,2	1,2	1,0
öffentliche Dienstleistungen	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Ausländische Güter und Dienstleistungen	-4,7	-6,0	-2,4	1,8	1,2	2,9	2,8	2,5
ohne Erdölprodukte	-0,3	-0,6	-1,2	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,3
Erdölprodukte	-25,9	-30,5	-10,9	18,3	13,4	26,4	26,1	25,9

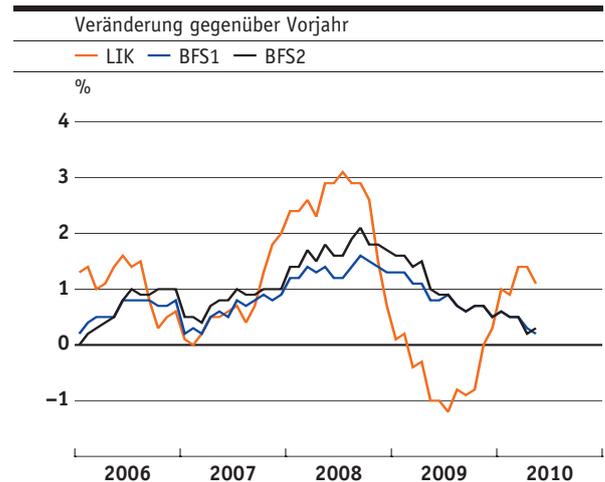
Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.21
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.22
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

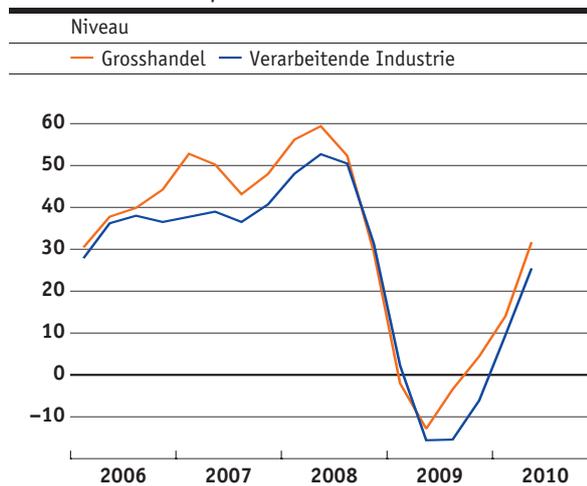
Der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert betrug im Mai 0,7% und lag damit gleich hoch wie im Februar. Die DFI stieg im gleichen Zeitraum von 0,3% auf 0,6% und signalisiert somit, dass die Deflationsrisiken weiter abgenommen haben. Demgegenüber bildeten sich die beiden Kernteuerungsraten des BFS seit Februar leicht zurück und betragen im Mai noch 0,2% (BFS1) und 0,3 (BFS2).

Moderater Anstieg der Inflationserwartungen

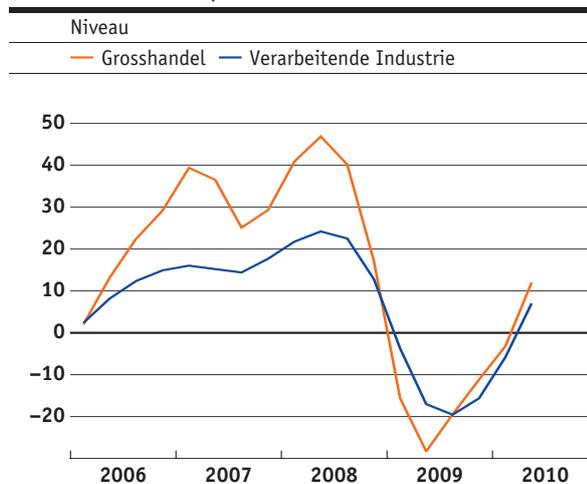
Zu den Inflationserwartungen der Unternehmen und Haushalte liegen verschiedene Umfragen vor. Bei der Quartalsumfrage der KOF/ETH und der Erhebung des PMI werden jeweils leitende Mitarbeiter in der Schweiz tätiger Unternehmen befragt. Die Ergebnisse zeigen die von den Unternehmen für die kommenden drei Monate erwartete Entwicklung der Einkaufs- und Verkaufspreise. Die bereits im letzten Quartal beobachtete Entwicklung steigender Preis-erwartungen setzte sich im zweiten Quartal fort. Sowohl im Grosshandel als auch in der verarbeitenden Industrie erwartete die Mehrheit der Unternehmen steigende Einkaufspreise (Grafik 2.23). Auch die Komponente «erwartete Einkaufspreise» des monatlich erhobenen PMI stieg weiter an und erreichte im April ein Niveau, das etwa jenem vom Juli 2008 entspricht. Damals hatte die Produzentenpreisteuerung mit 4,6% den höchsten Stand seit Anfang der 1980er Jahre erreicht. Bei der Frage nach zukünftigen Verkaufspreisen zeigt die KOF-Umfrage, dass die Erwartungen zwar etwas gedämpfter sind als bei den Einkaufspreisen, die Unternehmen aber ebenfalls zunehmend Preiserhöhungen planen (Grafik 2.24).

Die einmal pro Quartal durchgeführte Haushaltsumfrage des SECO misst die für die kommenden zwölf Monate erwartete Preisentwicklung aus Sicht der Konsumenten. Die im April veröffentlichten Zahlen deuten auf moderat ansteigende Inflationserwartungen hin. Der Grossteil der Konsumenten erwartete zwar nach wie vor entweder unveränderte oder leicht steigende Preise, doch verschoben sich die Anteile leicht zugunsten der Konsumenten, die moderat steigende Preise erwarten. Zudem sank der Anteil der Konsumenten mit fallenden Preis-erwartungen. Insgesamt deutet dies auf weiterhin gut verankerte, aber etwas höhere Inflationserwartungen hin.

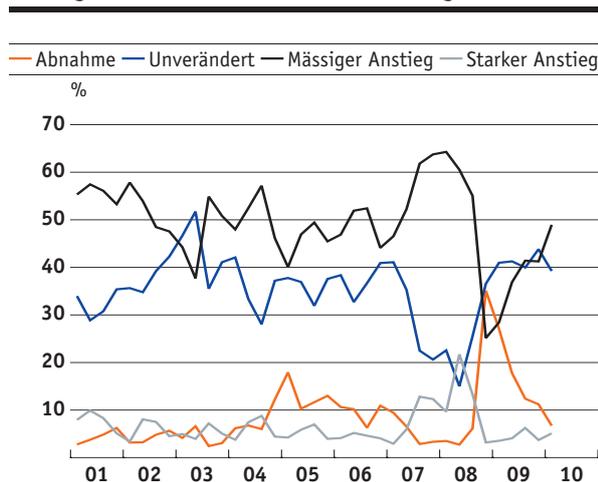
Grafik 2.23
Erwartete Einkaufspreise



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

Moderater Konjunkturaufschwung

Die SNB rechnet für das Jahr 2010 mit einem Anstieg des Schweizer BIP von rund 2%, nach einem Rückgang von 1,5% im Jahr 2009. Trotz abgeschwächtem Potenzialwachstum reicht der erwartete BIP-Zuwachs nicht aus, um die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke bis Ende 2010 zu schliessen.

Das Wachstum des BIP dürfte im Jahr 2010 sowohl durch die Ausland- als auch die Inlandnachfrage gestützt werden. Trotz schleppender Erholung in vielen wichtigen europäischen Ländern und der Höherbewertung des Frankens an den Devisenmärkten sollte der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte positiv ausfallen.

Die Unsicherheiten sind allerdings gross. Die mit den fiskalischen Problemen im Euroraum verbundenen erneuten Turbulenzen auf den Finanzmärkten zeigen, dass die Nachwirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise weiter andauern. Es ist nicht auszuschliessen, dass das Wirtschaftswachstum in den wichtigsten Handelspartnerländern der Schweiz stärker als erwartet ins Stottern geraten könnte. Auch ein unerwartet starker Anstieg der Rohstoffpreise oder eine übermässige Aufwertung des Frankens könnte die erwartete Erholung beeinträchtigen. Andererseits könnte sich der Welthandel rascher erholen und den Schweizer Exporten damit unter die Arme greifen.

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

Zusammenfassung der Geldpolitik seit der Lagebeurteilung vom März

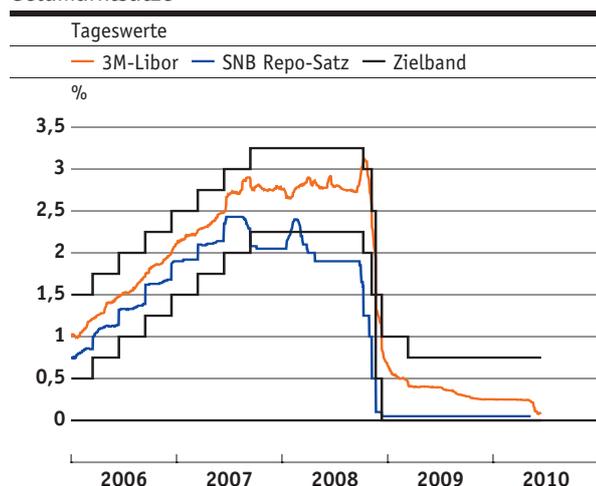
An der Lagebeurteilung vom März 2010 beschloss die SNB, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen. Sie belies das Zielband für den 3M-Libor bei 0%–0,75% und kündigte an, den 3M-Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% halten zu wollen. Die SNB bekräftigte zudem ihren Willen, einem übermässigen Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro entgegenzuwirken.

Im ersten Quartal 2010 kaufte die SNB Fremdwährungen gegen Franken im Umfang von rund 31 Mrd. Franken. Seit April 2010 wurden weitere Käufe im Gegenwert von rund 113 Mrd. Franken getätigt. Seit der Lagebeurteilung von Mitte März ging die Nachfrage bei den liquiditätszuführenden Repo-Auktionen aufgrund der hohen Giro Guthaben stetig zurück. Am 7. Mai 2010 gab es erstmals keine Nachfrage nach Einwochen-Liquidität mehr. Die SNB führte seit dem 14. Mai 2010 keine Repo-Auktionen zur Liquiditätsversorgung mehr durch. Wie in den Quartalen zuvor emittierte die SNB weiterhin wöchentlich SNB Bills in Schweizer Franken, um gezielt Frankenliquidität abzuschöpfen. Wie auch schon in den Monaten zuvor wurden im März und April 2010 ausschliesslich SNB Bills mit einer Laufzeit von sieben Tagen platziert. Im Schnitt nahm

die SNB auf diese Weise im März und April 16,3 Mrd. Franken aus dem Markt, wobei sich die Gebote auf 17,3 Mrd. Franken beliefen. Die durchschnittliche marginale Rendite pro Auktion lag bei 0,029%. Seit Ende Mai wurden auch SNB Bills mit einer Laufzeit von 28 Tagen, bzw. zusätzlich ab Anfang Juni mit einer Laufzeit von 84 Tagen platziert.

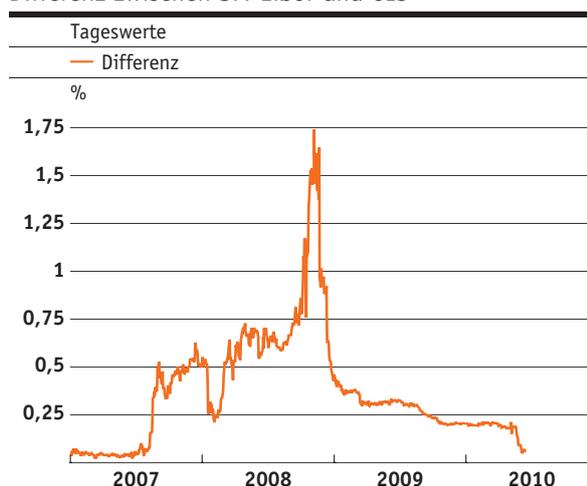
Als Antwort auf die von neuem feststellbaren Anspannungen an den USD-Geldmärkten in Europa gab die SNB zusammen mit der Bank of Canada, der Bank of England, der Europäischen Zentralbank und der Federal Reserve im Mai 2010 bekannt, dass sie die temporären Swap-Fazilitäten für USD-Liquidität wieder einführt. Diese Fazilitäten haben zum Ziel, die Liquiditätssituation auf den USD-Geldmärkten in Europa zu verbessern und die Ausweitung von Anspannungen auf andere Märkte und andere Finanzzentren zu verhindern. Die SNB beschloss in Absprache mit anderen Zentralbanken, die Operationen zur Bereitstellung von USD-Liquidität mit einer Laufzeit von sieben Tagen wieder aufzunehmen. Diese Operationen werden in der Form von Repo-Geschäften gegen SNB-repofähige Effekten zu einem fixen Zinssatz mit Vollzuteilung durchgeführt. In der Berichtsperiode gab es in den USD-Auktionen der SNB keine Nachfrage. Ausserdem gab die SNB weiterhin eigene Schuldverschreibungen in US-Dollar (SNB USD Bills) aus. Diese Emissionen erfolgten alle zwei Wochen. Das ausstehende Volumen bei den SNB USD Bills sank seit der Lagebeurteilung vom März und betrug Anfang Juni 11,5 Mrd. USD. Davon entfielen rund 80% auf SNB USD Bills mit einer Laufzeit von 168 Tagen. Die Renditeauf-

Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 3.2
Differenz zwischen 3M-Libor und OIS



Quellen: Bloomberg, Reuters

schläge der SNB USD Bills gegenüber den entsprechenden US-amerikanischen Staatsanleihen blieben im ersten Quartal 2010 für die Laufzeiten von 84 und von 168 Tagen praktisch unverändert. Seit der Lagebeurteilung vom März kamen die Renditeaufschläge für die kürzeren Laufzeiten indessen zurück. Da sich das Darlehen an den SNB StabFund seit Februar 2009 substanziell reduziert hat und sich die Finanzierungsmöglichkeiten der SNB geändert haben, stellt die SNB die Emissionen von SNB USD Bills per Ende Juni 2010 ein.

Leichter Abwärtstrend der Geldmarktzinsen

Zwischen Mitte März und Anfang Mai bewegte sich der Schweizer 3M-Libor wie seit November 2009 eng bei der Zielgrösse von 0,25% (Grafik 3.1). Im Mai und Juni fiel er jedoch und lag Mitte Juni bei 0,09%. Der Zinsrückgang ist ein Zeichen dafür, dass das Bankensystem zurzeit über sehr viel Liquidität verfügt. Der im 3M-Libor enthaltene Risikoaufschlag gegenüber dem entsprechenden Overnight Index Swap (OIS) sank auf 0,06 Prozentpunkte. Seit November des letzten Jahres hatte die Differenz nahezu konstant bei 0,2 Prozentpunkten gelegen. Grafik 3.2 zeigt, dass sich der Zins-Spread nun sehr nahe bei den vor der Finanzkrise verzeichneten Niveaus befindet.

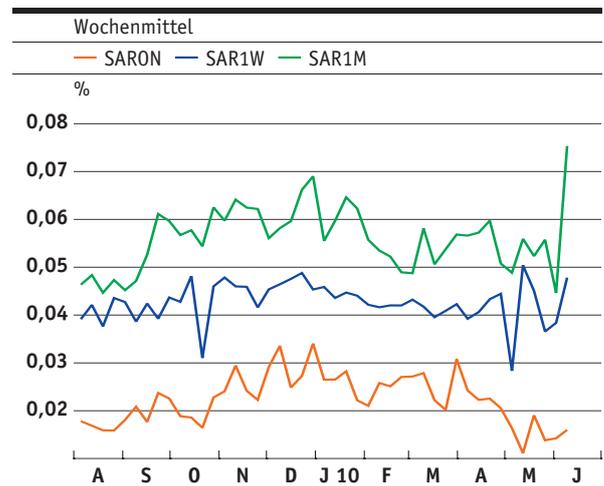
Grafik 3.3 bildet die Entwicklung der Zinsen verschiedener Laufzeiten am besicherten Franken-Interbankengeldmarkt (Swiss Reference Rates) ab. Die Swiss Reference Rates waren in der Berichtsperiode volatiler als gewöhnlich. Der Tagesgeldsatz dieser Referenzgruppe, Swiss Average Overnight Rate (SARON), fluktuierte seit November 2009 leicht über 0,02%, fiel im Mai 2010 auf 0,01% und stieg danach wieder leicht an.

Weitere Abflachung der Zinskurve

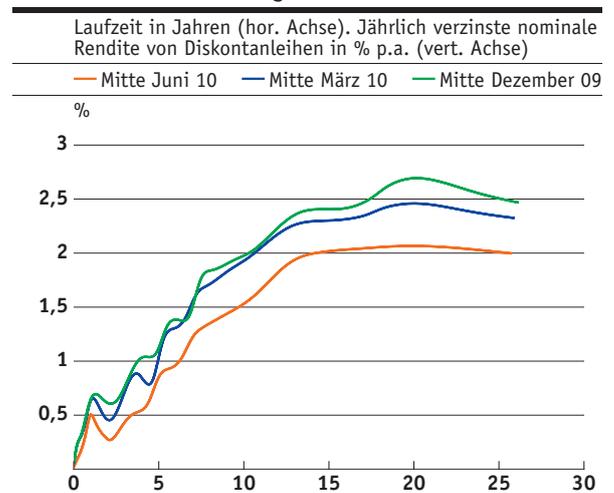
Die Renditen auf Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft verzeichneten für sämtliche Laufzeiten einen Rückgang. Dies ist vor allem auf die erneuten Turbulenzen an den Finanzmärkten im April und Mai zurückzuführen, die eine Flucht in sichere Anlagen auslösten. Die Rendite der zehnjährigen Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft sank von 1,8% Mitte März auf 1,5% Mitte Juni. Der Rückgang war somit etwas ausgeprägter als am Geldmarkt, was zu einer weiteren Abflachung der Zinskurve führte (Grafik 3.4). In der Tendenz sind die Renditen seit Mitte 2008 rückläufig, nachdem sie zuvor bis auf 3,3% gestiegen waren.

Der Term Spread, der als Differenz zwischen der Rendite einer zehnjährigen Anleihe der Schweizerischen Eidgenossenschaft und dem 3M-Libor definiert ist, verengte sich aus denselben Gründen ebenfalls leicht. Er dient als summarischer Indikator für die Neigung der Zinskurve. Grafik 3.6 zeigt, dass der Term Spread nach dem Konkurs von Lehman

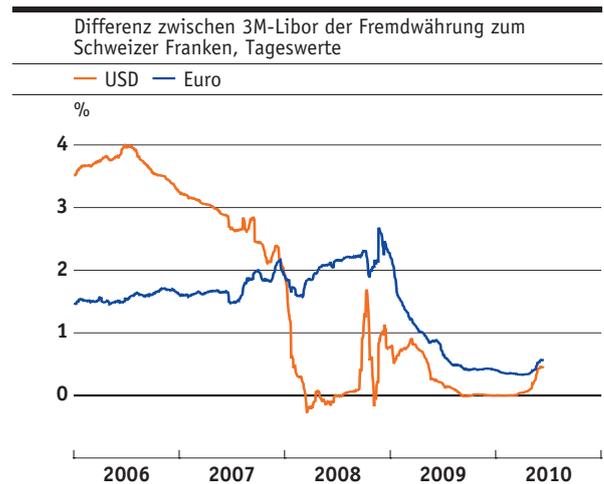
Grafik 3.3
Swiss Reference Rates



Grafik 3.4
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.5
Differenzen internationaler Kurzfristzinsen



Grafik 3.3:
Quelle: SIX Swiss Exchange AG

Grafik 3.4:
Quelle: SNB

Grafik 3.5:
Quellen: Reuters, SNB

Brothers im September 2008 eingebrochen war, danach aber rasch auf im historischen Vergleich hohe Werte kletterte, da die Geldpolitik Ende 2008 und Anfang 2009 stark gelockert wurde. Seit Mai letzten Jahres ist der Term Spread für die Schweiz allerdings rückläufig: Ängste vor der Entwicklung der Staatsverschuldung im Ausland bewirkten eine Flucht in sichere Anlagen und drückten die langfristigen Renditen nach unten. Inzwischen nähert sich der Term Spread wieder seinem langfristigen Durchschnittswert an.

Trendwende bei den internationalen Term Spreads nach eineinhalb Jahren Ausweitung

Im Gegensatz zur Entwicklung des 3M-Franken-Libor stiegen der 3M-Dollar-Libor und der 3M-Euro-Libor seit Anfang April 2010 an, was erneute Anspannungen an den Geldmärkten in Europa widerspiegelt. So weiteten sich die Differenzen zwischen den Frankenzinsen und den entsprechenden Euro- und Dollarzinsen leicht aus (Grafik 3.5). Am längeren Ende des Laufzeitenspektrums setzte im Mai ein Rückgang der als Benchmark dienenden Renditen der zehnjährigen internationalen Staatsanleihen ein. Somit verringerten sich die ausländischen Term Spreads (Grafik 3.6). Zuvor waren die Renditen zwischen dem ersten Quartal 2009 und dem ersten Quartal 2010 zumeist stabil oder sogar ansteigend gewesen, was sich auch in stabilen oder wachsenden Term Spreads niederschlug. In den USA fiel der Term Spread Mitte Juni auf 2,7 Prozentpunkte, nachdem er Anfang April einen Höchststand von 3,7 Prozentpunkten erreicht hatte. Zudem

zeigt Grafik 3.6, dass die Term Spreads in den USA, in Grossbritannien und Deutschland – anders als in der Schweiz – trotz des jüngsten Rückgangs im historischen Vergleich weiterhin relativ hoch sind.

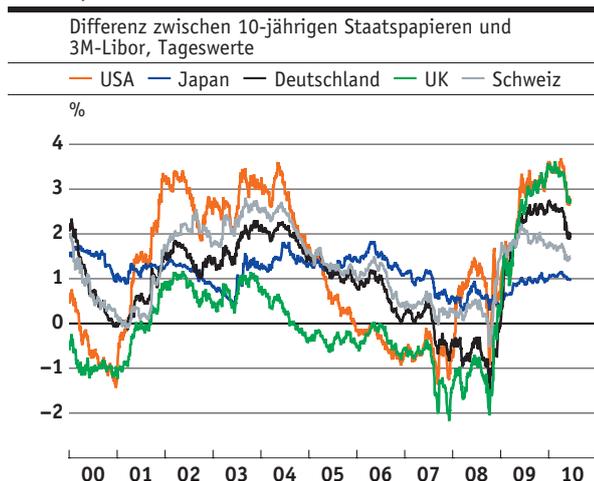
Weiter rückläufige Renditen von Unternehmensanleihen bei erneuter Ausweitung der Renditeaufschläge

Im Berichtszeitraum gingen die Renditen Schweizer Unternehmensanleihen vor dem Hintergrund anhaltender Verbesserungen der Kreditkonditionen sowie der Unternehmensergebnisse weiter zurück. Gleichzeitig war aber der Rückgang weniger ausgeprägt als bei den Staatsanleihen. Entsprechend nahmen die Renditeaufschläge gegenüber Staatsanleihen leicht zu, was auch international zu beobachten war. Nach dem Konkurs von Lehman Brothers im Jahr 2008 hatten sich diese Renditeaufschläge massiv ausgeweitet. Bis vor kurzem war aber eine kontinuierliche Verengung zu beobachten.

Weiterhin tiefe Realzinsen

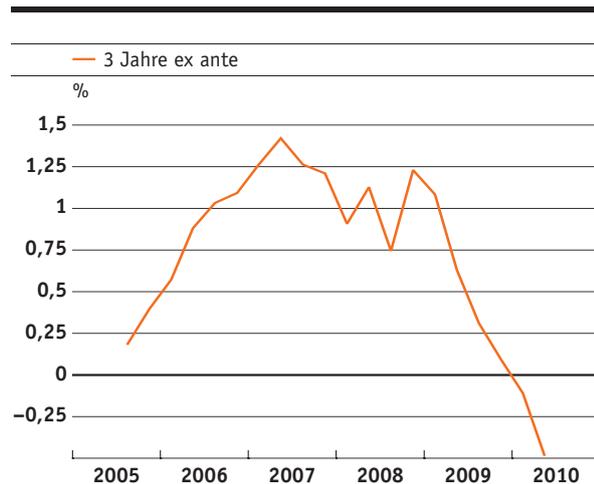
Der Realzins ist eine wichtige Bestimmungsgrösse für das Spar- und Investitionsverhalten der Haushalte und Unternehmen und damit von zentraler Bedeutung für die zukünftige Entwicklung der Konjunktur. Grafik 3.7 zeigt den dreijährigen Realzins. Die diesen Zeitraum betreffenden Inflationserwartungen werden aus den Prognosen verschiedener SNB-Modelle abgeleitet. Da sich die Nominalzinsen mit Laufzeiten von drei Jahren in den vergangenen drei Monaten weiter nach unten und die Inflationsprognosen ein wenig nach oben bewegten, reduzierte sich der dreijährige Realzins

Grafik 3.6
Term Spreads



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafik 3.7
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

im zweiten Quartal 2010 weiter auf $-0,5\%$. Mit dem im historischen Vergleich tiefen Realzinsniveau dürfte die Geldpolitik stimulierend auf die Wirtschaft wirken.

3.2 Wechselkurse

Nach wie vor schwacher Euro

Seit der Lagebeurteilung vom März 2010 standen die Devisenmärkte im Zeichen eines schwachen Euro. Zwischen Mitte März und Mitte Juni 2010 trieben Ängste vor einem Übergreifen der Schuldenkrise der Eurozone auf andere europäische Märkte den Euro gegenüber dem Dollar um 11% in die Tiefe. Die im Dezember 2009 beginnende Baisse des Euro gegenüber dem Dollar setzte sich damit fort.

Der Schweizer Franken legte in der Berichtsperiode gegenüber dem Euro an Wert zu (5%). Der vergleichsweise geringere Kursanstieg ist eine Folge der Politik der SNB, einer übermässigen Aufwertung des Schweizer Frankens entgegenzuwirken. Gegenüber dem Dollar büsste der Franken im selben Zeitraum 6% an Wert ein.

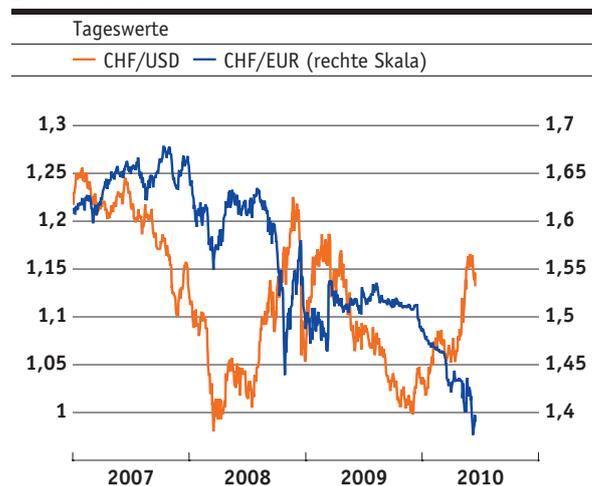
Anstieg des Aussenwerts des Schweizer Frankens

Der nominale handelsgewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens lag im April um 3,4% über dem Durchschnittswert für 2009 und um 13,8% über dem Niveau vor der Finanzkrise im August 2007 (Grafik 3.9). Diese Aussage trifft mehr oder weniger auch auf den realen handelsgewichteten Aussenwert zu. Auf längere Sicht, d. h. seit Mitte der 1990er Jahre, bewegt sich Letzterer – wenn auch mit grossen und lang anhaltenden Ausschlägen – auf einem relativ stabilen Durchschnittswert (Grafik 3.9). Die realen Austauschrelationen sind in der langen Frist tendenziell stabil, da die Teuerungsunterschiede zwischen den Währungsräumen die Bewegungen der nominalen Wechselkurse weitgehend ausgleichen.

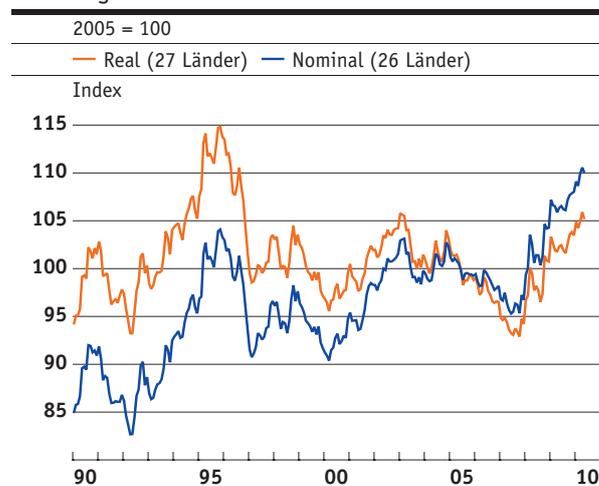
Leicht restriktivere monetäre Bedingungen

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

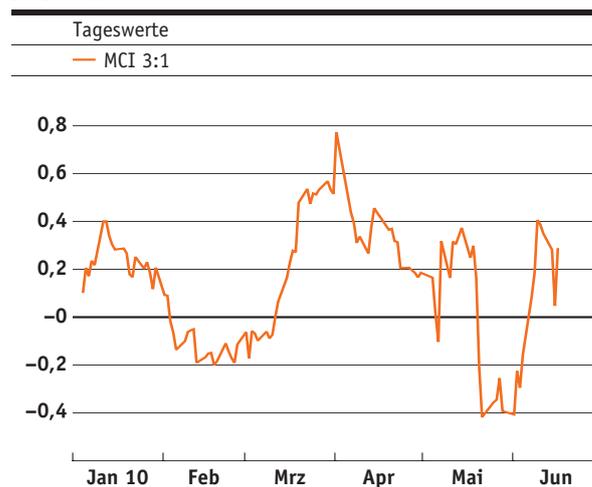
Grafik 3.8
Devisenkurse



Grafik 3.9
Handelsgewichteter Aussenwert des Frankens



Grafik 3.10
MCI nominal



Grafiken 3.8 und 3.10:
Quelle: SNB

Grafik 3.9:
Quelle: BIZ

Bei einer Gewichtung der Veränderungen des 3M-Libor und des nominalen exportgewichteten Aussenwerts des Schweizer Frankens im Verhältnis 3:1 zeigte der MCI Mitte Juni 2010 etwas restriktivere monetäre Bedingungen an (Grafik 3.10). Dies ist vor allem auf eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zurückzuführen.

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 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.

Volatile Aktienmärkte

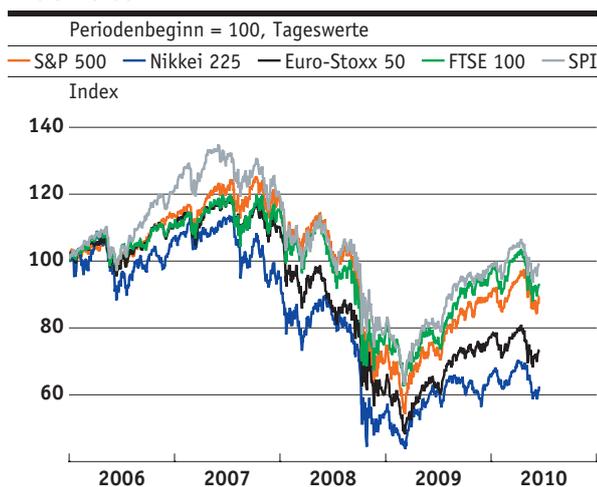
Die Schuldenkrise der Eurozone prägte das zweite Quartal 2010 und überschattete das Börsengeschehen. Der amerikanische S&P 500, der europäische Euro-STOXX 50 sowie der Swiss Performance

Index (SPI) gaben um rund 5% nach. Die Kurse schwankten in der Berichtsperiode stark. So verlor etwa der SPI in der ersten Maiwoche über 6%, um dann an einem einzigen Tag (10. Mai 2010) über 4% zuzulegen.

Nicht alle Branchen und Unternehmen verlor im selben Ausmass. Betrachtet man die einzelnen Komponenten des SPI, so zeigen sich deutliche Unterschiede. Die Notierungen der grossen Unternehmen gerieten als erste unter Druck, während sich kleine Unternehmen vorerst besser zu behaupten wussten. Dies ist für die Anfangsphase einer globalen Marktkorrektur typisch und erklärt, weshalb die grossen Schweizer Unternehmen in den letzten drei Monaten 6% an Wert verloren, während die kleineren nur 1% einbüssten. Die Kurse der im Bausektor tätigen Unternehmen verringerten sich am wenigsten, da sie zunächst von der robusten Lage des Immobilienmarkts profitierten.

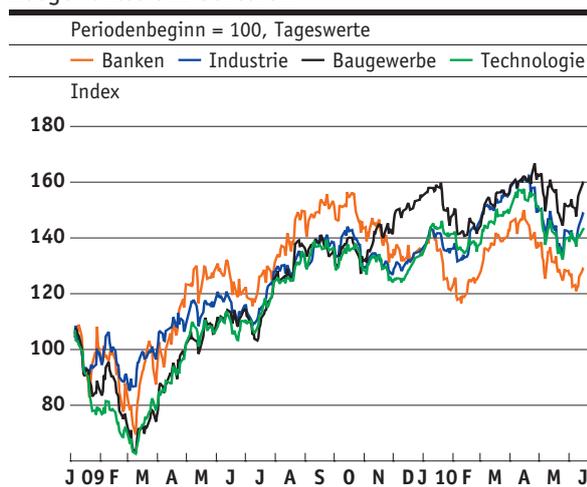
Die Volatilität an den Aktienmärkten stellt ein Mass für die Unsicherheit dar. Grafik 3.13 zeigt die erwartete Volatilität für die kommenden 30 Tage anhand des Chicago-Board-Options-Exchange-Volatilitäts-Index (VIX) sowie die realisierte Volatilität gemessen als annualisierte Standardabweichung der monatlichen Renditen des S&P 500. Nachdem der VIX seit Mitte des letzten Jahres eine relativ stetige Abwärtstendenz anzeigte, stieg er Anfang Mai 2010 kräftig an und erreichte ein Niveau, das zuletzt Ende März 2009 beobachtet worden war. Darin widerspiegelt sich die in jüngster Zeit unter den Anlegern grassierende Unsicherheit.

Grafik 3.11
Aktienkurse



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

Grafik 3.12
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Thomson Financial Datastream

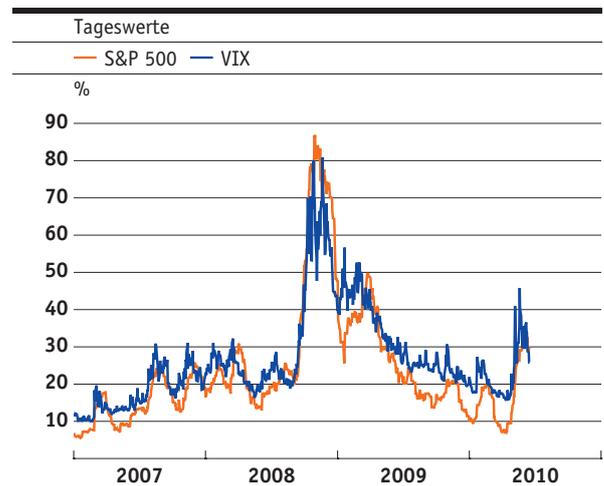
Tiefere Rohstoffpreise

Analog zu den Aktienkursen gingen die Rohstoffpreise seit der Lagebeurteilung vom März zurück. Die Energiepreise sanken um 7%. Der Ölpreis stand Mitte Juni bei rund 75 US-Dollar pro Fass gegenüber 80 Mitte März. Die Preise für Industriegüter gaben in der gleichen Zeitspanne um rund 5% nach. Im Gegensatz dazu wies Gold im laufenden Jahr stetig leichte Preisavancen auf. Mitte Mai erreichte der Goldpreis einen Rekordstand von 1238 Dollar je Unze. Anlagen in Gold sind unter anderem beliebt, da sie risikoaversen Anlegern einen sicheren Hafen bieten und eine Absicherung auch gegen Inflationsrisiken darstellen. Letzteres Argument könnte ein Hinweis darauf sein, dass die Marktteilnehmer nach den umfangreichen fiskal- und geldpolitischen Massnahmen zahlreicher Regierungen und Zentralbanken möglicherweise von grösseren Inflationsrisiken ausgehen.

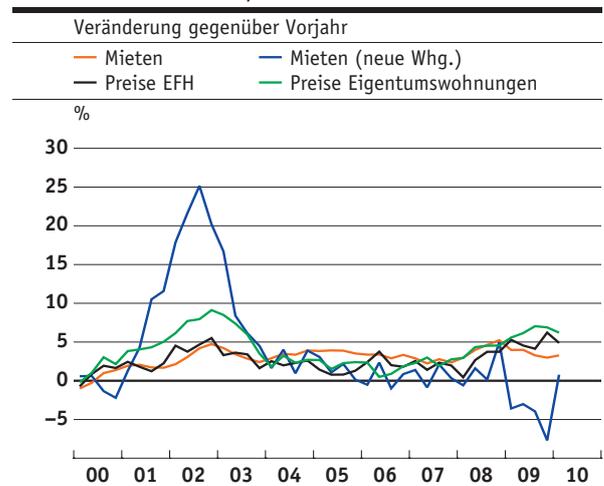
Anstieg der Immobilienpreise

Die lang anhaltende Niedrigzinsphase hat auf den Schweizer Immobilienmarkt stimulierend gewirkt und die negativen Auswirkungen der Finanzkrise teilweise abgefedert. So stiegen die nominalen Mieten und Preise im ersten Quartal 2010 im Vergleich zum Vorjahr an. Die Preise von Eigentumswohnungen und von Einfamilienhäusern legten um 6% bzw. 4,8% zu. Die Wohnungsmieten erhöhten sich um 3,2%. Die Mieten für Neuwohnungen, welche die Marktkräfte besser widerspiegeln, zogen nach dem Abwärtstrend im vergangenen Jahr wieder leicht an (0,8%). Auch die Mieten für Gewerbeflächen erholten sich (1,1%), nachdem sie fünf Quartale hintereinander geschrumpft waren. Die Mieten für Büroflächen stiegen ebenfalls (3,9%).

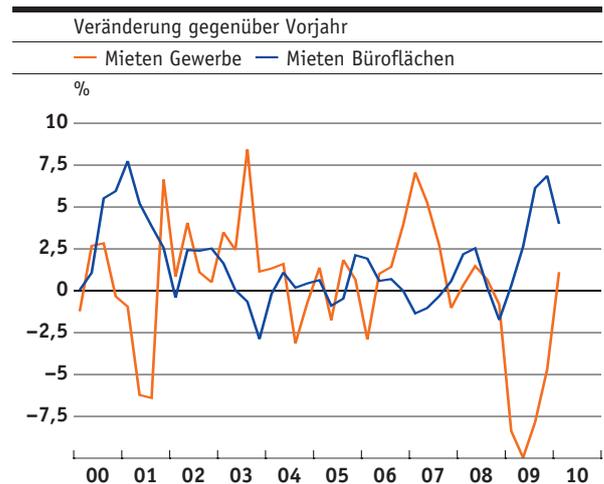
Grafik 3.13
Volatilität der Aktienrenditen



Grafik 3.14
Nominale Immobilienpreise und -mieten



Grafik 3.15
Nominale Mieten für Gewerbe- und Büroflächen



Grafik 3.13:
Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

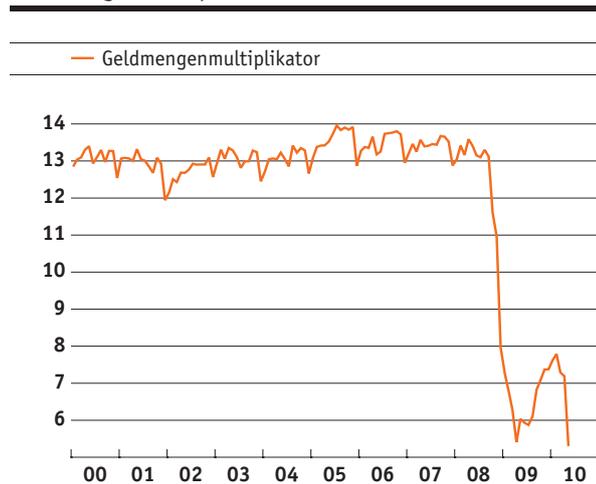
Grafiken 3.14 und 3.15:
Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

Anhaltend hohes Niveau der Notenbankgeldmenge

Seit der Finanzkrise hat sich die Notenbankgeldmenge, die aus den Giro Guthaben und dem Notenumlauf besteht, deutlich vergrössert; einerseits wegen der unkonventionellen Massnahmen der SNB und andererseits aufgrund der fortwährenden Unsicherheit. Bis zur Finanzkrise war das Verhältnis der breiter gefassten Geldaggregate zur Notenbankgeldmenge sehr stabil. Dies kann dem Verlauf des M3-Geldmultiplikators entnommen werden (Grafik 3.16), der als Quotient aus dem Geldaggregat M3 und der Notenbankgeldmenge definiert ist. Dieser Multiplikator bringt zum Ausdruck, dass die Banken auf Basis der ihnen zur Verfügung stehenden liquiden Mittel über Kreditgewährung Geld im Publikum entstehen lassen können. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise halten die Banken aus Vorsichtsgründen mehr Liquidität und gewähren sich gegenseitig weniger Kredite als zuvor. Dies hat sich in einem starken Rückgang des Geldmultiplikators niedergeschlagen. Aufgrund der erneuten Ausweitung der Notenbankgeldmenge hat sich der M3-Geldmultiplikator in jüngster Zeit wieder nach unten bewegt. Allerdings ist in den letzten Monaten ein Teil des Anstiegs der Giro Guthaben der Banken bei der SNB direkt in die Geldhaltung des Publikums übergegangen und hat somit auch die breiter gefassten Geldaggregate erhöht.

Grafik 3.16
Geldmengenmultiplikator M3

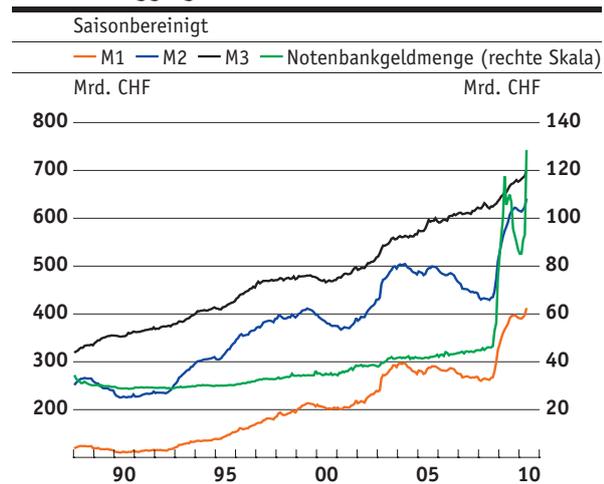


Quelle: SNB

Expansion der breiteren Geldaggregate

Die breiteren Geldaggregate (M1, M2 und M3) durchbrachen in jüngster Zeit ihre Trendniveaus (Grafik 3.17) und liegen nun bei anhaltend steigender Tendenz deutlich darüber. Nach einem hohen Wachstum in den Jahren 2003 bis 2005 waren infolge steigender Zinsen sowohl M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) als auch M2 (M1 plus Spareinlagen) bis Sommer 2007 zurückgegangen. Ab Herbst 2007 stabilisierten sich diese Geldmengen im Einklang mit dem flacheren Verlauf der kurzfristigen Zinsen. Mit den letzten Zinssenkungen begannen M1 und M2 dann allerdings wieder kräftig zu wachsen. Im Mai lagen M1 10,7% und M2 10,2% über ihrem Vorjahresniveau. M3 (M2 plus Termineinlagen) ist traditionell weniger volatil als die anderen Aggregate und weitete sich um 7,1% aus (Tabelle 3.1).

Grafik 3.17
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

	2008	2009	2009				2010	2010		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	März	April	Mai
Notenbankgeldmenge²	49,6	99,1	92,9	110,2	103,0	90,1	87,9	91,4	93,5	128,4
Veränderung ³	12,1	99,9	102,9	142,6	127,4	46,1	-5,4	-8,9	-20,8	21,8
M1²	273,1	377,2	355,2	375,4	383,0	395,3	399,7	400,8	407,9	416,0
Veränderung ³	1,5	38,1	33,3	41,5	48,2	30,8	12,5	9,6	8,5	10,7
M2²	443,1	589,7	554,9	586,4	599,5	617,8	627,1	628,7	637,6	648,0
Veränderung ³	-1,6	33,1	26,5	35,0	41,5	29,8	13,0	10,3	9,1	10,2
M3²	626,0	662,1	648,3	657,9	664,7	677,4	686,0	688,0	694,3	704,0
Veränderung ³	2,2	5,8	3,7	4,5	7,5	7,3	5,8	5,7	5,4	7,1

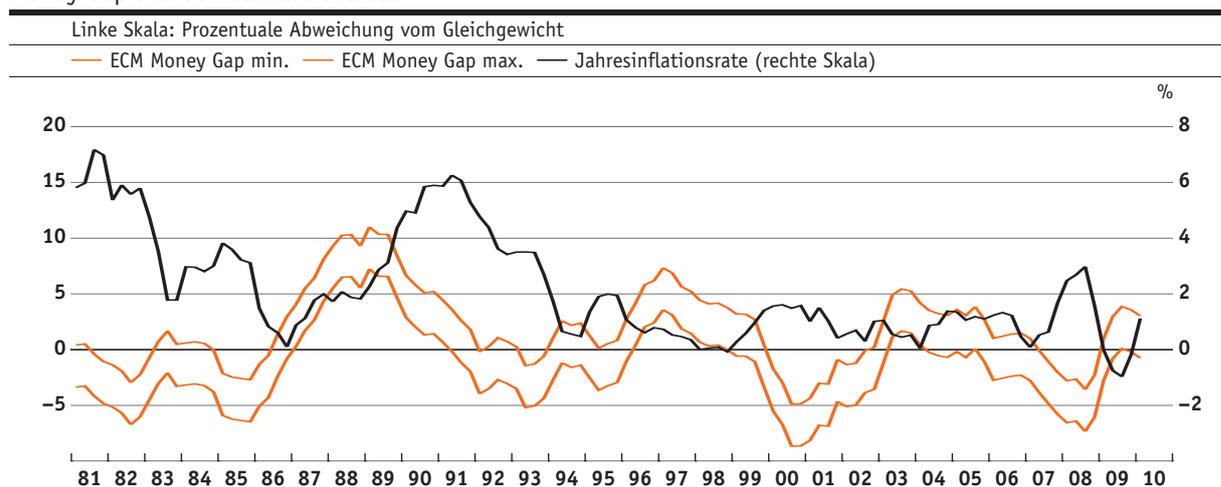
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.18
Money Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

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 3.18 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. Die Nulllinie lag zwar im ersten Quartal 2010 noch immer innerhalb der Bandbreite, doch zeichnet sich generell ein Geldüberhang ab, was mittelfristig zu einem höheren Inflationsdruck führen kann.

3.5 Kredite

Höheres Kreditwachstum

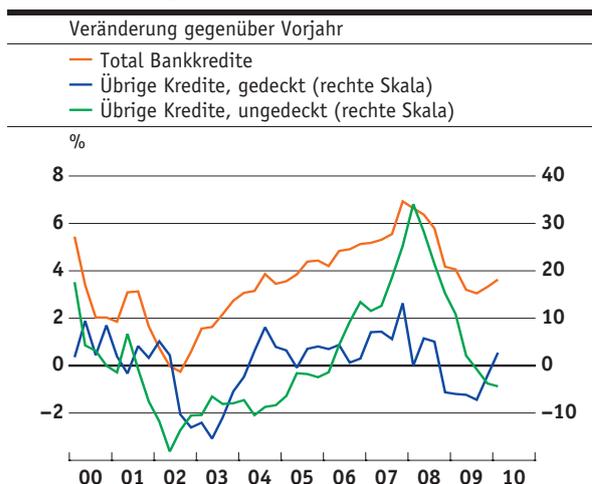
Das Kreditwachstum erhöhte sich im ersten Quartal 2010 abermals und betrug 3,6% im Vorjahresvergleich. Grafik 3.19 zeigt, dass diese Entwicklung insbesondere auf die übrigen gedeckten Kredite zurückzuführen ist, die mit 2,7% zum ersten Mal seit 2008 expandierten. Die in Fremdwährungen gewährten übrigen Kredite wuchsen zum ersten Mal seit Ende 2008. Dies lässt sich durch den Aufschwung der Importe, mit welchen die Kredite in Fremdwährungen stark korrelieren, erklären.

Das Tiefzinsumfeld hat die Hypothekarkredite massiv stimuliert. Seitdem der 3M-Libor im Oktober 2008 stark gesenkt wurde, nahm die Wachstumsrate der Hypothekarforderungen, die vier Fünftel der

gesamten Bankkredite ausmachen, markant und kontinuierlich zu. In jüngster Zeit hat sich die Wachstumsrate auf hohem Niveau bei rund 5% stabilisiert (Grafik 3.20).

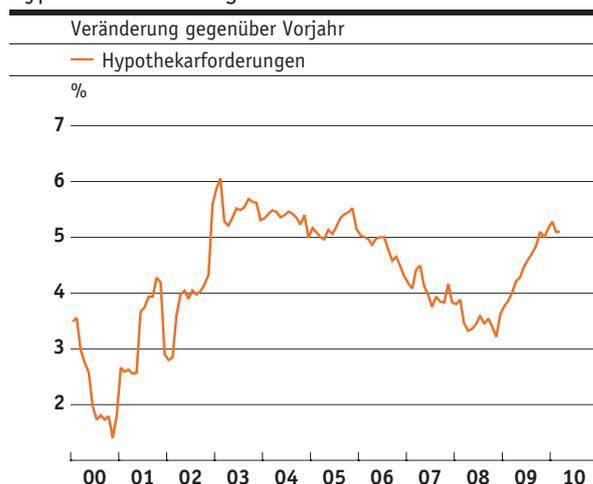
Die Kredite an Haushalte expandierten im ersten Quartal 2010 etwas stärker als im Vorquartal. Insbesondere die übrigen Haushaltskredite nahmen deutlich langsamer ab. Die Wachstumsrate von Haushaltshypotheken blieb im Vergleich zum Vorquartal fast unverändert. Dagegen verlangsamte sich die Kreditvergabe an Unternehmen weiter, da sowohl das Wachstum der Hypothekarforderungen als auch dasjenige der übrigen Kredite an Unternehmen etwas geringer ausfiel. Trotz des wirtschaftlichen Abschwungs ist das Kreditvolumen an Unternehmen seit 2006 kontinuierlich gewachsen.

Grafik 3.19
Wachstum der Bankkredite



Quelle: SNB

Grafik 3.20
Hypothekarforderungen



Quelle: SNB

Bankkredite

Tabelle 3.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2008	2009	2009				2010	2010		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April
Total¹	5,7	3,4	4,1	3,2	3,0	3,3	3,6	3,6	3,7	4,1
Hypothekarforderungen ¹	3,5	4,5	3,9	4,3	4,7	5,1	5,2	5,1	5,1	5,1
davon Haushalte ²	3,3	4,7	3,7	4,6	5,0	5,4	5,3	5,5	4,9	4,9
davon private Unternehmen ²	3,8	5,8	5,2	5,8	6,2	6,1	5,7	5,6	5,5	5,3
Übrige Kredite ¹	14,8	-0,7	4,7	-0,9	-3,1	-3,2	-2,1	-2,2	-1,4	0,5
davon gedeckt ¹	1,2	-5,4	-6,0	-6,2	-7,2	-2,1	2,7	6,2	-0,0	-0,1
davon ungedeckt ¹	24,2	2,0	10,9	2,1	-0,8	-3,8	-4,4	-6,0	-2,2	0,9
davon in CHF ¹	20,3	1,5	6,2	1,2	0,4	-1,7	-3,7	-4,0	-3,0	-1,6
davon in anderen Währungen ¹	-1,8	-10,0	-3,2	-9,7	-16,5	-9,8	6,5	8,5	6,7	10,1

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 Prognose vom März 2010.

Wirtschaftliche Erholung schreitet voran

Während die längerfristigen Annahmen für die Weltwirtschaft gegenüber dem Vorquartal unverändert bleiben, wurden für 2010 einige kleinere Anpassungen vorgenommen. Für 2010 wird nun für die USA von einer Jahreswachstumsrate von 3,2% ausgegangen, wogegen das erwartete Wachstum für Europa mit 1,1% im Wesentlichen unverändert bleibt. Obwohl die Inflationsrate für 2010 etwas höher angesetzt wurde als im letzten Quartal angenommen, bleibt die Preissteigerung in den Industrieländern mit Werten unter 2% in den kommenden Jahren moderat. Nach den jüngsten Turbulenzen auf den Anleihemärkten wird angenommen, dass die Normalisierung der Geldpolitik des Fed und der EZB ein wenig länger auf sich warten lässt.

Für Erdöl wird in den nächsten Quartalen ein Preis von 72 Dollar, danach von 83 Dollar pro Fass unterstellt. Angesichts der gegenwärtigen Schwäche des Euro wird der Dollar/Euro-Wechselkurs im Prognosezeitraum nahezu 10% tiefer als im letzten Quartal bei 1.25 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.

Juni 2010	2010	2011	2012
BIP USA ¹	3,2	2,8	3,5
BIP EU-15 ¹	1,1	2,2	2,9
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.25	1.25
Ölpreis in USD/Fass ²		72	83
Ölpreis in CHF/Fass ³		82	94
März 2010	2010	2011	2012
BIP USA ¹	2,9	2,6	3,4
BIP EU-15 ¹	1,0	2,2	2,9
		Kurze Frist	Lange Frist
Wechselkurs USD/EUR ²		1.38	1.38
Ölpreis in USD/Fass ²		76	75
Ölpreis in CHF/Fass ⁴		81	80

1 Veränderung in %

2 Niveau

3 Niveau, Kurs vom 17. Juni 2010

4 Niveau, Kurs vom 11. März 2010

Quelle: SNB

4.2 Inflationsprognose und geldpolitischer Entscheid

Die Schweizerische Nationalbank hält an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Sie belässt deshalb das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–0,75% und strebt dabei an, den Libor im unteren Bereich des Bandes um 0,25% zu halten.

Die Erholung der globalen Konjunktur hat sich fortgesetzt. Die Schweizer Wirtschaft profitiert davon. Die Abschwächung des Euro gegenüber dem Franken wirkt sich zwar bremsend auf die Exportaktivität aus. Diese wird aber von der wachsenden Auslandsnachfrage gestützt. Der Binnensektor entwickelt sich weiterhin günstig. Für 2010 rechnet die Nationalbank nun mit einem realen Wachstum des BIP von rund 2,0%. Angesichts dieser erfreulichen Entwicklungen ist in der Schweiz das Deflationsrisiko weitgehend verschwunden.

Gleichzeitig haben die Unsicherheiten seit der letzten Lagebeurteilung zugenommen. Die jüngsten Anspannungen an den Finanzmärkten, insbesondere hinsichtlich der Staatsfinanzen einzelner Länder, haben die Abwärtsrisiken erhöht. Falls diese Abwärtsrisiken eintreten und über eine Aufwertung des Frankens zu erneuten Deflationsgefahren führen sollten, würde die Nationalbank alle notwendigen Massnahmen ergreifen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Die bedingte Inflationsprognose der Nationalbank für 2010 und 2011 hat sich seit März leicht erhöht. Für 2012 bleibt sie unverändert. Unter Annahme eines unveränderten Dreimonats-Libor von 0,25% wird die durchschnittliche Teuerung im Jahr 2010 voraussichtlich bei 0,9%, im Jahr 2011 bei 1,0% und im Jahr 2012 bei 2,2% liegen. Die Inflationsprognose zeigt, dass die Preisstabilität in der kurzen Frist gesichert ist. Aus der Inflationsprognose geht auch hervor, dass die gegenwärtige expansive Geldpolitik nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden. Die Prognose bleibt mit sehr grossen Unsicherheiten behaftet.

Internationale Wirtschaftsaussichten

Der Aufschwung der internationalen Konjunktur setzt sich fort, unterstützt durch eine weiterhin

sehr expansive Wirtschaftspolitik. Insbesondere die aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnen hohe BIP-Wachstumsraten. In den USA hält die Erholung der Binnennachfrage und des Arbeitsmarkts an. In Europa bleibt die wirtschaftliche Aktivität aufgrund der zurückhaltenden Ausgaben der Haushalte und Unternehmen verhalten. Die günstige Entwicklung der Bestellungseingänge und der Indizes für die europäische Industrieaktivität deuten indessen auf ein verstärktes Wirtschaftswachstum hin.

Die globalen Wachstumsprognosen für 2010 und 2011 wurden nach oben revidiert. Die Revision für die europäische Wirtschaft fiel am geringsten aus. Einerseits dürfte eine restriktivere Fiskalpolitik das Wachstum in Europa belasten. Andererseits wird es durch den Wertverlust des Euro und die tiefen Kapitalmarktzinsen in den grossen EU-Ländern gestützt.

Die weitere Entwicklung ist allerdings mit grossen Unsicherheiten behaftet. Das grösste Risiko für die Weltwirtschaft besteht in weiter zunehmenden Anspannungen an den Finanzmärkten insbesondere aufgrund der Staatsfinanzen einzelner Länder. Dies könnte sich über einen Vertrauensschwund bei den privaten Haushalten und Unternehmen sowie über eine zusätzliche Belastung der Banken auf die Realwirtschaft auswirken. Nach wie vor bestehen indessen für die Weltwirtschaft auch Aufwärtsrisiken. Die Binnennachfrage in den aufstrebenden Ländern und den USA könnte erneut überraschend kräftig ausfallen. In Europa könnte die Exporttätigkeit stärker zunehmen als erwartet.

Wirtschaftsaussichten für die Schweiz

In der Schweiz hat sich die Konjunkturerholung fortgesetzt. Das reale BIP ist im ersten Quartal 2010 auf annualisierter Basis um 1,6% gestiegen. Es liegt damit 2,2% über dem Vorjahresniveau. Die Wirtschaftsaktivität wurde hauptsächlich durch die Nachfrage der privaten Haushalte und die Exporte von Gütern und Dienstleistungen gestützt.

Die Festigung der Erholung hat zu einem Wiederanstieg der Arbeitsnachfrage geführt. Die Kurzarbeit hat sich deutlich zurückgebildet. Die Zahl der Arbeitslosen ist seit Anfang Jahr saisonbereinigt ebenfalls leicht rückläufig. Die vorlaufenden Indikatoren der Arbeitsnachfrage zeigen nach oben. Die Nationalbank rechnet mit einer sukzessiven Verbes-

serung des Arbeitsmarktes. Trotz der Unsicherheiten im Zusammenhang mit den öffentlichen Finanzen in vielen Ländern wirkt die internationale Konjunktur weiterhin stützend. Die Kapazitäten im Exportsektor dürften daher zunehmend besser ausgelastet werden. Die verbesserten Aussichten auf dem Arbeitsmarkt und die expansive Geldpolitik werden die Konsumausgaben und die Bauinvestitionen stützen.

Für das gesamte Jahr 2010 geht die Nationalbank von einer realen BIP-Zunahme von rund 2% aus.

Entwicklung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen

Die expansive Geldpolitik widerspiegelt sich in den monetären Bedingungen. Nachdem der Dreimonats-Libor seit vergangenem November auf dem angestrebten Niveau von 0,25% gelegen hatte, begann er ab Mitte Mai rasch zu sinken und liegt zurzeit deutlich unter diesem Niveau. Der Zinsrückgang ist ein Zeichen dafür, dass das Bankensystem zurzeit über sehr viel Liquidität verfügt.

Die Zinsen am Kapitalmarkt sind ebenfalls gefallen. Die Renditen auf Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit fielen im Juni auf einen historischen Tiefstand. Die tiefen Kapitalmarktzinsen widerspiegeln eine erhöhte Nachfrage nach Anleihen der Schweizerischen Eidgenossenschaft. Zudem sind die langfristigen Inflationserwartungen weiterhin gut verankert.

Die privaten Unternehmen profitieren ebenfalls von den niedrigen Kapitalmarktzinsen. Die Kreditrisikoprämien sind weiter gefallen. Die Zinsen für Bankkredite befinden sich ebenfalls auf sehr tiefem Niveau.

Der Franken legte seit der letzten Lagebeurteilung gegenüber dem Euro an Wert zu. Gleichzeitig büsste er gegenüber dem Dollar an Wert ein. Dies hat zur Folge, dass der handelsgewichtete Ausenwert des Frankens nur leicht zugenommen hat.

Die expansive Geldpolitik widerspiegelt sich auch in den Geldaggregaten. So erreichte die Notenbankgeldmenge im Mai einen Höchststand von 128,6 Mrd. Franken und das Wachstum der Geldaggregate bleibt hoch. Beispielsweise lag die Wachstumsrate von M2 im Mai bei 10,2% und diejenige von M3 bei 7,1%. Auch das Kreditwachstum nahm erneut zu. Nach einer Abschwächung bis auf

2,7% im September 2009 erhöhte sich die Wachstumsrate im April auf 4,1%. Diese Beschleunigung erklärt sich durch die nicht hypothekarisch gesicherten Kredite, die seit April wieder wachsen. Die Hypothekenausleihungen verzeichneten im April ein Wachstum von über 5%.

Aus der von der Nationalbank regelmässig durchgeführten Umfrage zu den Kreditvergabebedingungen gibt es weiterhin keine Anzeichen einer Kreditklemme. Die Umfrage liefert sogar erste Hinweise auf eine mögliche Trendwende. Nachdem manche Banken während der Finanzkrise eine leichte Verschärfung ihrer Kreditvergabebedingungen gemeldet hatten, haben einige wenige Banken im ersten Quartal 2010 erstmals Lockerungen gemeldet.

Bei den Hypotheken für Wohnimmobilien beobachten wir nach wie vor eine starke Zunahme des Kreditvolumens. Dieser Anstieg – in Verbindung mit der Entwicklung der Immobilienpreise – stellt ein Risiko dar, das die volle Aufmerksamkeit der Nationalbank bedingt.

Entwicklung der Bilanz der Nationalbank als Konsequenz der Geldpolitik

Wie bei anderen Zentralbanken hat sich die Bilanz der Nationalbank seit Anfang der Finanzkrise stark verlängert und in ihrer Zusammensetzung deutlich verändert. Sie nahm bis im Mai 2010 auf etwa das Dreifache auf rund 300 Mrd. Franken zu.

Diese ausserordentliche Entwicklung der Bilanz ist eine direkte Folge der Geldpolitik. Nachdem die Nationalbank im Verlauf der Finanzkrise die Zinsen deutlich gesenkt hatte, war das klassische Zinsinstrument im Frühjahr 2009 praktisch ausgeschöpft. Angesichts einer sich abzeichnenden Deflationsgefahr ergriff die Nationalbank deshalb unkonventionelle Massnahmen, um die monetären Bedingungen weiter zu lockern. Über längerfristige Repogeschäfte, Devisenswaps, den Erwerb von privaten Franken-Anleihen und Devisen-Käufe wurde dem Bankensystem in grosser Menge Liquidität zugeführt. In den letzten Monaten waren insbesondere Devisenkäufe ein wirksames Instrument zur Abwehr von Deflationsrisiken. Die mit dem Erwerb von Devisen und Franken-Anleihen geschaffene Liquidität ist permanenter Natur, während die mit Repos und Devisenswaps entstandene Liquidität befristet ist. Diese fliesst bei Nichterneuerung

automatisch zurück, was in der Zwischenzeit weitgehend erfolgt ist.

Die starke Verlängerung der Bilanz der Nationalbank ist daher in erster Linie auf die Zunahme der Devisenreserven zurückzuführen. Diese haben sich aufgrund der Interventionen seit Anfang der Finanzkrise auf gut 230 Mrd. Franken mehr als vervierfacht. Ab sofort wird die Nationalbank Angaben zu den aktuellen Devisenreserven jeweils Anfang Monat auch auf ihrer Website publizieren (www.snb.ch).

Der hohe Bestand an Devisenreserven bringt zwangsläufig zusätzliche Währungsrisiken und eine Schuldner-Konzentration auf einige wenige grosse Länder mit sich. Diese Risiken stellen letztlich die Lasten dar, welche die Nationalbank auf sich genommen hat, um die Schweizer Volkswirtschaft gemäss ihrem Mandat vor einer Deflationsgefahr zu schützen. Die Bilanzrisiken haben insgesamt zugenommen. Die Nationalbank profitiert nun davon, in früheren Jahren ihre Rückstellungen kontinuierlich aufgebaut zu haben. Damit hat sie den notwendigen Handlungsspielraum für Massnahmen in Krisenzeiten geschaffen. Mit den kürzlich beschlossenen höheren Zuweisungen an die Rückstellungen hat die Nationalbank ihre Eigenkapital-Basis weiter gestärkt. Die Nationalbank ist ausreichend mit Eigenkapital ausgestattet, um auch grosse Verluste auffangen zu können.

Ein grosser Teil der geschaffenen Liquidität ist langfristig überschüssig. Die Nationalbank verfügt über die notwendigen Instrumente, um diese Liquidität abzubauen.

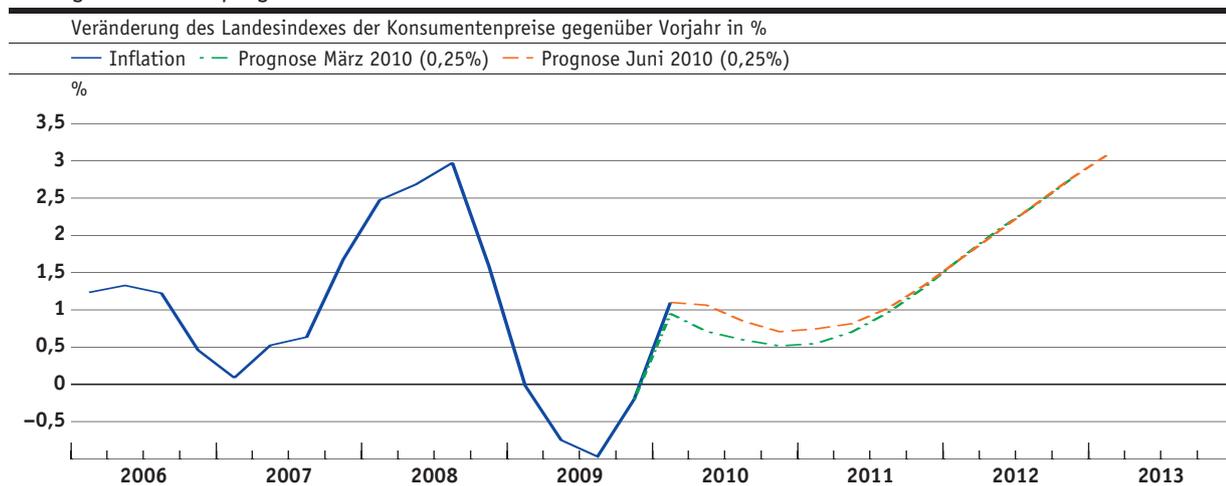
Grafik der Inflationsprognose

Die rote (gestrichelte) Linie auf der Grafik stellt die neue bedingte Inflationsprognose dar. Sie deckt den Zeitraum vom zweiten Quartal 2010 bis zum ersten Quartal 2013 ab und zeigt die künftige Entwicklung der Teuerung unter der Annahme eines über den gesamten Prognosehorizont hinweg gleichbleibenden Dreimonats-Libors von 0,25%. Die grüne (strichpunktierte) Linie gibt zum Vergleich die Inflationsprognose vom März wieder, die ebenfalls auf einem Dreimonats-Libor von 0,25% beruhte.

Die neue Prognose zeigt unveränderte Teuerungsaussichten. Neue Daten haben indessen zu einer leichten Revision der Inflation in der kurzen Frist nach oben geführt. Sie erreicht im zweiten Quartal 2010 einen Wert nahe bei 1%. Dieses Niveau ist die Folge eines ölpreisbedingten Basiseffektes, da der Ölpreis im ersten Halbjahr 2009 tiefer war als in diesem Jahr. Die Inflation bleibt danach unter 1% bis zum zweiten Quartal 2011. Zum einen schwächt sich der ölpreisbedingte Basiseffekt ab. Zum andern verharrt die Produktion unter ihrem Potenzial. Die Prognose zeigt, dass sich die Teuerung ab dem dritten Quartal 2011 beschleunigt, falls der Libor auf dem heute angestrebten Niveau bleibt. Die Inflationsprognose ist für das Jahr 2012 mit 2,2% gleich wie in der März-Prognose. Aus der Inflationsprognose geht hervor, dass die gegenwärtige expansive Geldpolitik nicht über den ganzen Prognosehorizont hinaus aufrecht erhalten werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden. Die Prognose bleibt mit sehr grossen Unsicherheiten behaftet.

Grafik 4.1

Bedingte Inflationsprognose März 2010 mit Libor 0,25% und Juni 2010 mit Libor 0,25%



Quelle: SNB

Beobachtete Inflation Juni 2010

Tabelle 4.2

	2007				2008				2009				2010				2007	2008	2009
	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	0,09	0,52	0,63	1,68	2,47	2,68	2,97	1,58	-0,02	-0,75	-0,97	-0,20	1,10				0,7	2,4	-0,5

Bedingte Inflationsprognose März 2010 mit Libor 0,25% und Juni 2010 mit Libor 0,25%

	2010				2011				2012				2013				2010	2011	2012
	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 März 2010, Libor 0,25%	0,95	0,71	0,60	0,52	0,55	0,70	0,96	1,30	1,70	2,07	2,39	2,75					0,7	0,9	2,2
Prognose Juni 2010, Libor 0,25%		1,06	0,85	0,71	0,74	0,81	1,02	1,33	1,69	2,04	2,40	2,76	3,07				0,9	1,0	2,2

Quelle: SNB

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zweites Quartal 2010

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2010

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 April und Mai 2010 mit rund 230 Vertretern verschiedener Wirtschaftsbranchen geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die positive Wirtschaftsentwicklung setzte sich im zweiten Quartal fort. Gegenüber dem Vorjahr machte sich die Erholung in der verarbeitenden Industrie am meisten spürbar. Auch im Vorquartalsvergleich konnte die verarbeitende Industrie die stärkste Umsatzdynamik verzeichnen. Ein breit abgestütztes Wachstum war jedoch auch in der Bauwirtschaft und im Dienstleistungssektor zu beobachten. Damit belebte sich die Arbeitsnachfrage allmählich. In Bezug auf einen Ausbau der Belegschaft bleiben jedoch die Unternehmen sehr zurückhaltend.

Aufgrund der beobachteten Nachfrageverstärkung blickten die Gesprächspartner mit Zuversicht in die nahe Zukunft. Die Erwartungen für die kommenden Monate deuten auf ein positives Umsatzwachstum in allen drei Wirtschaftssektoren hin. Entsprechend dürfte sich die Unterauslastung der Produktionskapazitäten der schweizerischen Volkswirtschaft weiter reduzieren.

Neben der günstigen Entwicklung des Geschäftsganges waren jedoch auch zunehmende Sorgen hinsichtlich der komplexen wirtschaftspolitischen Lage feststellbar. Die Verfassung der Staats-

finanzen auf internationaler Ebene und deren mögliche Auswirkungen auf die Finanz- und Devisenmärkte sowie auf die aggregierte Nachfrage in den betroffenen Ländern generieren bedeutende Unsicherheiten. Nach Einschätzung eines Teils der Gesprächspartner birgt die weltweit sehr expansive Geldpolitik Inflationsrisiken und lässt abrupte Zinserhöhungen befürchten. Insbesondere in der verarbeitenden Industrie bereiten die volatilen Rohwarenpreise und überhaupt die Verfügbarkeit an Rohwaren Sorgen. Gegenüber der Euroabschwächung sind die Reaktionen recht unterschiedlich. Problematisch ist das Phänomen für die Hotellerie und für Unternehmen, welche ihren Umsatz mehrheitlich im Eurogebiet erzielen oder die einem stärkeren Importwettbewerbsdruck ausgesetzt sind. In zahlreichen Fällen können die negativen Effekte der Euroabwertung über «Natural hedging»-Strategien und über eine diversifizierte Kundenstruktur gedämpft werden. Die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der Eurozone kann sich auch in grösseren Bestellvolumen in der Schweiz niederschlagen. In einigen Fällen wird die Abschwächung des Euros als vorteilhaft betrachtet, da dies zu tieferen Einkaufspreisen führt.

1 Geschäftsgang

Industrie

Im zweiten Quartal hellte sich die Wirtschaftslage in der verarbeitenden Industrie weiter auf. Die Umsätze stiegen robust an. Damit kamen sie insgesamt auf ein deutlich höheres Niveau zu liegen als im Vorjahr. Die positive Umsatzentwicklung war breit abgestützt: Nur in wenigen Firmen lagen die Umsätze noch unter dem Vorjahresniveau. Branchenmässig konnten sich – ausgehend von deutlich unterschiedlichen Ausgangsniveaus – die Textil- und Bekleidungsindustrie, die Chemie, die pharmazeutische Industrie sowie die Uhren- und Metallindustrie innert Jahresfrist überdurchschnittlich stark erholen.

Die Inlandnachfrage war eine wichtige Stütze. Im Ausland blieb die Nachfrage aus den aufstrebenden Ländern Asiens, aber auch aus Südamerika überdurchschnittlich dynamisch. Bedeutende Nachfrageimpulse stammten auch aus der Eurozone.

Die technische Kapazitätsauslastung erhöhte sich entsprechend weiter und die Arbeitsnachfrage belebte sich, was zu einer erneuten Reduktion der Kurzarbeit führte.

In den vergangenen Monaten waren die Lager an Fertigprodukten stark reduziert worden. In sämtlichen Branchen wurden im zweiten Quartal die Lagerbestände als angemessen betrachtet. Entsprechend dürften sich künftige Nachfrageimpulse in einem Anstieg der Produktion niederschlagen.

Bau

Ausgehend von einem sehr guten Niveau setzte sich im Bausektor die positive Dynamik verlangsamt fort. Im Vorjahresvergleich konnten die Gesprächspartner noch klar steigende Umsätze verzeichnen. Im Vorquartalsvergleich war der Umsatzanstieg begrenzt. Wachstumsimpulse kamen hauptsächlich aus dem Wohn- und Ausbaubereich sowie aus dem Tiefbau. Einige Gesprächspartner gaben sich besorgt über die Immobilienmarktrisiken, welche die Tiefzinspolitik mit sich bringt.

Dienstleistungen

Zwischen dem ersten und zweiten Quartal 2010 stiegen die Umsätze im Dienstleistungssektor deutlich an. Damit befanden sich die Umsätze auch klar über dem Vorjahresstand. Die positive Entwicklung war breiter abgestützt als noch im ersten Quartal. Die stärkste Dynamik wurde im Grosshandel

beobachtet, wo die Umsätze im Vorquartalsvergleich sehr deutlich zulegen konnten. Ein robustes Umsatzwachstum konnte auch im Detailhandel, in der Hotellerie und Gastronomie und im IT-Bereich beobachtet werden. Die schwächste Entwicklung wurde in der Finanzbranche festgestellt: Bei mehreren Banken und Versicherungen war von leicht rückläufigen Umsätzen die Rede.

2 Kapazitätsauslastung

Wie schon in den Vorquartalen unterschied sich der Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie von Branche zu Branche und von Firma zu Firma stark. Im Schnitt blieb er – trotz der erneuten klaren Erholung – weiterhin unter dem Niveau, das von den Firmen als normal betrachtet wird. Besonders markant war die Unterauslastung der Kapazitäten in der Maschinenindustrie. Ausgeprägt blieb das Phänomen jedoch auch in der Chemie, in der Uhren-, Bekleidungs- und Textilindustrie sowie in der Industrie der Präzisionsinstrumente, trotz der jüngsten günstigen Entwicklung des Geschäftsganges. Die Metallindustrie wies ein recht heterogenes Bild auf. In der Nahrungsmittelindustrie war die Auslastung normal. Als normal bis hoch wurde die Auslastung in der pharmazeutischen Industrie eingeschätzt.

Im Bausektor trat eine Wachstumsverlangsamung auf hohem Niveau ein. Im Schnitt lag die technische Kapazitätsauslastung in diesem Sektor auch im zweiten Quartal deutlich über dem normalen Vollbeschäftigungsniveau. Firmen, die eine unbefriedigende Auslastung der Kapazitäten aufwiesen, blieben die absolute Ausnahme.

Im Dienstleistungssektor blieb eine gewisse Unterauslastung der Kapazitäten bestehen. Sie war jedoch weniger ausgeprägt als zu Beginn des Jahres. Dem starken Umsatzwachstum zum Trotz war die Auslastung im Grosshandel und in gewissen Sparten der Hotellerie klar unbefriedigend. Das Phänomen war auch in den Bereichen Unternehmensberatung und Personalvermittlung, bei den Banken und im Bekleidungs- und Schuhdetailhandel präsent.

3 Arbeitsnachfrage

In der verarbeitenden Industrie wurden zwar punktuell noch Entlassungen ausgesprochen. Im Allgemeinen ging die Erholung des Geschäftsganges Hand in Hand mit einer Belebung der Arbeitsnachfrage. Dies führte nicht zu einer Erhöhung der Beschäftigung. Vielmehr wurden noch bestehende Kurzarbeitsmassnahmen aufgehoben und vergangene Arbeitsproduktivitätsverluste wettgemacht. Insgesamt schien das Niveau der Belegschaften dem Firmenbedarf zu entsprechen. Die pharmazeutische Industrie ist die einzige Branche, in der ein gewisser Mangel an Arbeitskräften beobachtbar war.

Auch im Bausektor gab sich die grosse Mehrheit der Firmen mit dem gegenwärtigen Beschäftigungsniveau zufrieden, wobei im nachlaufenden Ausbaugewerbe punktuell ein Mangel an Arbeitskräften gemeldet und oft Arbeitnehmer auf temporärer Basis eingestellt wurden, um die Lücken zu füllen.

Im Dienstleistungssektor war das Beschäftigungsniveau im Allgemeinen angemessen bis leicht zu knapp. Ein Einstellungsbedarf wurde vor allem im Grosshandel und im Transportbereich signalisiert.

Die Schwierigkeiten bei der Rekrutierung neuer Mitarbeiter wurden im Allgemeinen als kleiner als üblich eingeschätzt. Eine Ausnahme bildeten in dieser Hinsicht die Bauwirtschaft und die chemische und pharmazeutische Industrie, wo hochqualifiziertes Personal im Labor-, Entwicklungs- und Managementbereich sehr schwierig zu finden war.

Die Pro-Kopf-Arbeitskosten waren in den meisten Industriezweigen recht stabil, mit Ausnahme der Nahrungsmittelindustrie, der Chemie und der pharmazeutischen Industrie. In diesen Branchen stiegen die Reallöhne im Vorjahresvergleich spürbar an. Im Bausektor und im Dienstleistungssektor – insbesondere in der IT-Branche, im Transportbereich und im Handel – zeigten die Löhne eine leicht steigende Tendenz.

4 Preise, Margen und Ertragslage

Die höheren Produktions- und Umsatzvolumen verbesserten die Gewinnmargen, da die Fixkosten besser absorbiert werden. In der verarbeitenden Industrie wurden die Margen aber – wie schon Anfang des Jahres – als signifikant schwächer als

üblich betrachtet. Kurzfristig dürften die Margen unter Druck bleiben. Einerseits rechnen die Firmen mit steigenden Einkaufspreisen, da die stärkere Weltnachfrage zu höheren Rohwarenpreisen führt (unter anderem für Baumwolle, Erdöl und erdölnahe Produkte, Chemikalien und Metalle), wobei die Aufwertung des Schweizerfrankens das Phänomen etwas dämpfen dürfte. Andererseits dürften die Verkaufspreise tendenziell stabil bleiben. Vereinzelt werden die Firmen in mehreren Branchen versuchen, Preiserhöhungen durchzusetzen. Diese Möglichkeit hängt jedoch von den spezifischen Firmen- und Marktbedingungen ab.

Erwartete höhere Zement- und Stahlpreise dürften im Bausektor zu einer Verschlechterung der Gewinnmargen führen, da gleichzeitig nur in wenigen Fällen eine Anhebung der Verkaufspreise vorgesehen ist. Die Abwertung des Euro führt zu einer Intensivierung des Wettbewerbs mit ausländischen Anbietern.

Im Schnitt betrachteten die Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor das Ausmass ihrer Gewinnmargen als normal bis leicht unbefriedigend. Negativ beeinflusst wurde das Gesamtergebnis von den klar unbefriedigenden Zinsmargen der Banken – insbesondere im Hypothekarkreditgeschäft ist der Wettbewerb sehr stark – sowie vom Grosshandel.

5 Aussichten

In der verarbeitenden Industrie hat sich die Stimmungserholung, die schon seit dem vierten Quartal 2009 im Gang ist, fortgesetzt. Die grosse Mehrheit der Firmen geht von steigenden Umsätzen und einer höheren Kapazitätsauslastung aus. Auch die Beschäftigungsaussichten für die nächsten sechs Monate verbesserten sich: Es wird nun mit einem leichten Anstieg der Beschäftigung gerechnet. In den Januar/Februar-Interviews waren die Gesprächspartner noch von einer unveränderten Belegschaft ausgegangen. Die Wiederherstellung einer höheren Arbeitsproduktivität blieb ein verbreitetes Ziel.

Im Bausektor bleiben die Unternehmen zuversichtlich. Sie gehen von einer weiteren leichten Zunahme der Umsätze aus. Im Wohn- und Ausbaubereich antizipieren die Firmen eine Stabilisierung der Kapazitätsauslastung auf dem gegenwärtigen hohen Niveau. Im Tiefbau rechnen einige Unterneh-

men mit einem Anstieg der Kapazitätsauslastung. Kein Gesprächspartner rechnet mit einer abnehmenden Auslastung. Die Beschäftigung dürfte stabil bleiben.

Im Dienstleistungssektor haben sich die Erwartungen in Bezug auf die Geschäftsentwicklung über die nächsten sechs Monate verbessert. Besonders optimistische Einschätzungen der Umsatzaussichten waren im Gross- und Detailhandel, bei den Autoverkäufern und in der IT-Branche festzustellen. Entsprechend rechneten die Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor mit einer weiteren Zunahme der Kapazitätsauslastung und mit einem leichten Anstieg der Beschäftigung.

Im Hintergrund bleiben jedoch grosse Unsicherheiten betreffend die Aussichten für die europäische Wirtschaft, mögliche Wechselkursbewegungen sowie künftige Zinsbedingungen bestehen. Entsprechend blieben die Investitionspläne – ähnlich wie schon im ersten Quartal – eher vorsichtig. Sowohl die Ausrüstungs- wie auch die Bauinvestitionen dürften in den kommenden zwölf Monaten nur geringfügig zunehmen.

Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Anpassung der Rückstellungspolitik

Hansueli Raggenbass, Präsident des Bankrats

Gehalten in Bern am 30. April 2010

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre
Meine Damen und Herren
Liebe Gäste

Im Dezember 2009 hat die Schweizerische Nationalbank bekanntgegeben, dass sie in den nächsten Jahren höhere Zuweisungen zu ihren Rückstellungen vornehmen wird als bisher. Mit der Anpassung der Rückstellungspolitik bezweckt die Nationalbank, ihr Eigenkapital zu stärken. Ich möchte die Gelegenheit heute nutzen, Ihnen die Hintergründe und die Bedeutung dieses Entscheids näher zu erläutern.

Das Eigenkapital der Nationalbank

Die Rückstellungen bilden den zentralen Teil des Eigenkapitals der Nationalbank. Sie werden aus zurückbehaltenen Gewinnen gebildet und haben im Wesentlichen zwei Funktionen. Erstens dienen sie der Finanzierung der Währungsreserven. Gemäss Nationalbankgesetz hat die Nationalbank Rückstellungen zu bilden, die es erlauben, ihre Währungsreserven auf der geld- und währungspolitisch erforderlichen Höhe zu halten. Zweitens haben die Rückstellungen die klassische Funktion von Eigenkapital: Sie müssen gross genug sein, um auch ausserordentliche Verluste absorbieren zu können.

Zum Eigenkapital gehört – neben den Rückstellungen – auch die Ausschüttungsreserve. Während die Höhe der Rückstellungen das *angestrebte* Eigenkapital widerspiegelt, ist die Ausschüttungsreserve temporärer Natur. Ihr kommt eine Ausgleichsfunktion im Zusammenhang mit der Glättung der jährlichen Gewinnausschüttung der Nationalbank an Bund und Kantone zu. Um den Effekt der starken Fluktuationen der jährlichen Ergebnisse aufzufangen, wird in guten Jahren ein Teil des ausschüttbaren Gewinnes der Ausschüttungsreserve zugewiesen. Diese Mittel stehen für spätere Ausschüttungen zur Verfügung. Unter Rückgriff auf die Ausschüttungsreserve kann so auch in schlechten Jahren die vereinbarte Gewinnausschüttung vorgenommen werden.

Höhere Aktiven

Warum war eine Anpassung der Rückstellungspolitik nötig? Nun, wie Sie wissen, hat sich die Bilanz der Nationalbank seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise nahezu verdoppelt. Einen wesentlichen Anteil daran hatten die höheren Währungsreserven. Allein im Jahr 2009 stiegen die

Währungsreserven um mehr als 50 Mrd. Franken an. Dazu trugen hauptsächlich die Devisenkäufe bei, die die Nationalbank zur Abwendung der Deflationsgefahr tätigte. Daneben erhöhte sich aber auch der Wert des Goldes allein im Jahr 2009 um mehr als 7 Mrd. Franken. Hinzu kam der von der SNB gegründete Stabilisierungsfonds, der die von der UBS übernommenen illiquiden Aktiven enthält. Das Darlehen an diesen Fonds verlängerte die Bilanz der SNB um weitere 20 Mrd. Franken.

Während der Stabilisierungsfonds über die Zeit wieder abgebaut wird, werden die zusätzlichen Devisenreserven bis auf Weiteres auf der Bilanz verbleiben. Mit Blick auf die hohe und stetig zunehmende Auslandverflechtung der Schweizer Wirtschaft und ihres Finanzplatzes war die Nationalbank vorher eher knapp dotiert mit Währungsreserven, denn die Reserven hatten über die Jahre nicht im selben Ausmass zugenommen wie die Auslandverflechtung unserer Wirtschaft.

Auch wenn die Währungsreserven in der jüngsten Krise nicht angetastet werden mussten, trugen sie zur Glaubwürdigkeit und Handlungsfähigkeit der Nationalbank bei. Die Krise hat gezeigt, wie wichtig es ist, auch für unvorhersehbare Ereignisse gerüstet zu sein. Ausreichende Währungsreserven sind eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass die Nationalbank im Bedarfsfall schnell und autonom handeln kann.

Unveränderte Rückstellungen

Mit den zusätzlichen Devisenreserven, den Bewertungsgewinnen auf dem Gold sowie dem Stabilisierungsfonds ist der Umfang von risikobehafteten Anlagen auf der Bilanz signifikant angestiegen. Dem stand kein entsprechender Anstieg der Rückstellungen gegenüber. Damit hat sich das Verhältnis zwischen den Rückstellungen und den risikobehafteten Anlagen deutlich verschlechtert. Diese Feststellung gilt sinngemäss auch für das gesamte Eigenkapital. Unter Einbezug der Ausschüttungsreserve belief sich das Eigenkapital der Nationalbank Ende 2009 auf rund 63 Mrd. Franken. Davon entfiel knapp ein Drittel auf die Ausschüttungsreserve. Als Bestandteil des Eigenkapitals trägt die Ausschüttungsreserve zwar dazu bei, allfällige Verluste zu absorbieren. Wird die Ausschüttungsreserve aber dereinst definitionsgemäss abgebaut sein, besteht das Eigenkapital praktisch ausschliesslich aus den Rückstellungen. Ohne zusätzliche Massnahmen wäre die Nationalbank dann mit einem nochmals

verschlechterten Verhältnis zwischen Eigenkapital und Währungsreserven konfrontiert. Die Fähigkeit der Nationalbank, auch grosse Verluste über das Eigenkapital zu absorbieren, wäre damit weniger gesichert.

Anpassung der Regel für die Zuweisung zu den Rückstellungen

Um dieser absehbaren Entwicklung rechtzeitig entgegenzusteuern, hat die Nationalbank beschlossen, ihre Rückstellungen schrittweise zu stärken. In der Vergangenheit liess die Nationalbank ihre Rückstellungen jährlich mit einer Rate wachsen, die dem durchschnittlichen nominellen Wachstum des Bruttoinlandprodukts der vorangehenden fünf Jahre entsprach. Diese transparente Vorgehensweise hat sich bewährt. Am Grundsatz, die Zuweisung zu den Rückstellungen weiterhin regelgebunden und unter Berücksichtigung des nominellen BIP-Wachstums festzulegen, wird denn auch weiterhin festgehalten. Die Änderung besteht hingegen darin, die Rückstellungen neu mit dem Doppelten dieser Wachstumsrate wachsen zu lassen. Statt 1,5 Mrd. Franken gemäss der ursprünglichen Regel beträgt die Zuweisung für 2009 somit 3 Mrd. Franken. Diese Anpassung der Zuweisungsregel soll aus heutiger Sicht für die Geschäftsjahre 2009 bis 2013 gelten.

Einfluss auf die Gewinnausschüttung

Auf das künftige Ausschüttungspotential hat diese Massnahme zwei gegenläufige Effekte. In der kurzen Frist stehen die zusätzlichen Rückstellungen für die Ausschüttungen nicht zur Verfügung. Die Massnahme schmälert damit das Ausschüttungspotential. In der langen Frist trägt allerdings der nun höhere Bestand an Aktiven zu einem höheren Ertragspotential bei. Da zudem der höhere Aktivenbestand in der Zukunft über mehr Eigenkapital finanziert sein wird, fallen weniger Fremdkapitalzinsen an, was sich zusätzlich positiv auf das Ausschüttungspotential auswirkt.

Die laufende Vereinbarung zwischen der Schweizerischen Nationalbank und dem Eidgenössischen Finanzdepartement über die Gewinnausschüttung gilt weiterhin. Sie sieht bis ins Jahr 2017 eine jährliche Ausschüttung von 2,5 Mrd. Franken an Bund und Kantone vor. Aus heutiger Sicht kann damit gerechnet werden, dass diese Vereinbarung eingehalten werden kann. Ich betone dabei ausdrücklich den Vorbehalt «aus heutiger Sicht». Wie

wir immer wieder verdeutlicht haben, können die Erträge der Nationalbank von Jahr zu Jahr stark schwanken. Sie hängen insbesondere von der Entwicklung von Wechselkursen und dem Goldpreis ab. Deshalb ist auch die Möglichkeit grosser Verluste nie ganz auszuschliessen. Sollten gravierende Verluste eintreten, kann dies Auswirkungen auf die Ausschüttung haben. In diesem Fall sieht die Vereinbarung verschiedene Massnahmen vor. Diese sind abhängig von der Höhe der resultierenden Ausschüttungsreserve und reichen von einer Überprüfung der Vereinbarung bis zu einer Reduktion oder Suspendierung der Ausschüttung. Unabhängig davon ist in der Vereinbarung eine reguläre Überprüfung für das Jahr 2013 ohnehin vorgesehen.

Schlusswort

Die Bilanz der Nationalbank blieb auch während der Finanz- und Wirtschaftskrise weitgehend robust.

Zum einen ist dies auf das vorausschauende und langfristig angelegte Konzept zur Gewinnausschüttung zurückzuführen. Anlässlich der Neuregelung dieses Konzepts in den frühen neunziger Jahren wurde festgelegt, dass jeweils ein Teil des Jahresgewinnes den Rückstellungen zuzuweisen ist. Damit wurde trotz der über die Jahre gestiegenen Ausschüttungen ein regelmässiger Anstieg des Eigenkapitals der Nationalbank sichergestellt. Die damals definierte Koppelung zwischen Gewinnausschüttung und Aufbau von Eigenkapital hat sich sehr bewährt.

Zum anderen kam der Nationalbank auch der aussergewöhnliche Anstieg des Goldpreises über die letzten Jahre entgegen. Dass wir heute über eine, mit 19 Mrd. Franken, sehr gut dotierte Ausschüttungsreserve verfügen, ist praktisch ausschliesslich auf diesen Goldpreisanstieg zurückzuführen.

Damit möchte ich betonen, dass sowohl verantwortungsvolles Handeln als auch positive Marktentwicklungen dazu beigetragen haben, dass unsere Bilanz derzeit gesund ist. Auf eine weiterhin glückliche Marktentwicklung allein darf man sich allerdings nicht verlassen. Wir sind gewarnt. Die Bilanz der Nationalbank ist derzeit geprägt von den Folgen verschiedener Vorkommnisse, die im Voraus als sehr unwahrscheinlich eingestuft wurden. Niemand weiss, welche Überraschungen uns in den nächsten Jahren erwarten. Deshalb ist es unsere Pflicht, auch für den Fall sehr negativer Schocks gerüstet zu sein.

Tatsache ist, dass die derzeit hohe Stressresistenz unserer Bilanz massgeblich von der hohen Ausschüttungsreserve abhängt. Wird diese dereinst abgebaut sein, und tritt danach ein negativer Schock ein, müsste dieser allein durch die Rückstellungen aufgefangen werden.

Vor diesem Hintergrund haben sich Bankrat und Direktorium dafür entschieden, vorausschauend zu handeln und die nötigen Schritte zur langfristigen Stärkung der Bilanz jetzt einzuleiten. Der zusätzliche Aufbau von Rückstellungen trägt dazu bei, dass die Bilanz der Nationalbank auch nach dem Abbau der Ausschüttungsreserve den hohen Ansprüchen an Robustheit genügen wird. Dies erlaubt es der Nationalbank auch in Zukunft, jene Währungsreserven zu halten, die sie für die Erfüllung ihrer Aufgaben benötigt, und es verschafft ihr den nötigen Handlungsspielraum, um auch in künftigen Krisen die notwendigen Massnahmen ergreifen zu können.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

Referat anlässlich Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Philipp M. Hildebrand, Präsident des Direktoriums
Gehalten in Bern am 30. April 2010

Herr Bankratspräsident
Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre
Liebe Gäste

I. Die Rezession ist überwunden

Vor gut einem Jahr standen wir noch mitten in der schwersten Finanzkrise der Nachkriegszeit. Es gab zwar erste, zaghafte Anzeichen für eine mögliche Wende zum Besseren. Die Lage war aber noch sehr unsicher. Heute liegt das Schlimmste hinter uns. Wir können mit einem gewissen Optimismus in die Zukunft blicken. Die Herausforderungen, welche uns diese Krise hinterlässt, bleiben aber gross.

Während das Jahr 2008 wohl als «annus horribilis» für die Finanzmärkte in die Geschichte eingehen wird, war das Jahr 2009 von der düsteren Konjunkturlage geprägt. Zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg schrumpfte die Weltwirtschaft. Der massive Vertrauensverlust an den Finanzmärkten im Herbst 2008 führte zu einem regelrechten Einbruch der Wirtschaftstätigkeit. Ein besonderes Merkmal dieser Rezession war denn auch der abrupte und starke Rückgang des Wirtschaftswachstums in vielen Ländern.

Angesichts der dramatischen Lage sahen sich Regierungen und Zentralbanken in weiten Teilen der Welt gezwungen, rasch innovative und im Ausmass einmalige Stützungs- und Rettungsmassnahmen zu ergreifen. Es galt, das globale Finanzsystem zu stabilisieren und den konjunkturellen Einbruch zu begrenzen.

Das dezidierte wirtschaftspolitische Eingreifen trug wesentlich dazu bei, die Märkte zu beruhigen, die Abwärtsspirale zu stoppen und den Weg für eine konjunkturelle Erholung zu ebnen.

Die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft konnte sich der globalen Rezession nicht entziehen. Der starke Rückgang der Wirtschaftstätigkeit, der im zweiten Halbjahr 2008 begonnen hatte, setzte sich im ersten Halbjahr 2009 fort. Um die Jahresmitte war die Talsohle dann durchschritten und die Wirtschaft begann wieder zu wachsen. Insgesamt sank das Bruttoinlandprodukt 2009 um 1,5%, was der stärksten Abnahme seit 1975 entspricht.

Gleichwohl hat die Schweiz die Folgen der Finanzkrise bisher besser gemeistert als die meisten Industriestaaten. Dies mag angesichts der grossen Bedeutung unseres Finanzplatzes überraschen. Entscheidend für die vergleichsweise milde Rezession in der Schweiz war, dass sich insbesondere der pri-

vate Konsum als eigentliche Wachstumsstütze erwies. Zudem wurden keine massgebenden Verzerrungen am Immobilienmarkt verzeichnet, und die Banken haben ihr Kreditangebot nicht limitiert. Schliesslich hat nicht zuletzt auch die rasche und entschiedene Lockerung der Geldpolitik stützend gewirkt.

Trotz dieser insbesondere im internationalen Vergleich positiven Bilanz hinterlässt die Krise auch in der Schweiz tiefe Spuren. So ist die Arbeitslosigkeit deutlich gestiegen, und die Industrie leidet unter einer nach wie vor geringen Auslastung der technischen Kapazitäten. Schliesslich haben die Entwicklungen in den vergangenen zweieinhalb Jahren deutlich gemacht, wie hoch die Verwundbarkeit unseres Landes im Fall von Banken Krisen und vor allem von Krisen bei grossen Banken ist.

Als Erstes möchte ich daher einige Überlegungen der Nationalbank zur sogenannten Too-big-to-fail-Problematik darlegen. Anschliessend werde ich nach einem kurzen Rückblick auf die Geldpolitik des Jahres 2009 die Herausforderungen in diesem Bereich erläutern. Den Schluss meiner heutigen Ausführungen werde ich der kürzlich entfachten Diskussion um die angemessene Höhe der Inflationsrate widmen.

II. Die Too-big-to-fail-Problematik

Die Schweiz wäre ohne entsprechende Gegenmassnahmen den Auswirkungen einer Bankenkrise weiterhin stark ausgesetzt. Die Grossbanken haben zwar das Volumen ihrer Bilanzen klar reduziert. Die Nationalbank begrüsst dies explizit. Die Bilanzen betragen aber immer noch ein Vielfaches unseres Bruttoinlandprodukts. Darüber hinaus bleibt die Stellung unserer Grossbanken im inländischen Kredit- und Anlagewesen dominant. Sie sind damit nach wie vor «too big to fail».

Der Staat und die Nationalbank würden in einer vergleichbaren Krise erneut vor einer unmöglichen Wahl stehen: Entweder sie akzeptieren die für unsere Volkswirtschaft verheerenden Folgen eines Ausfalls einer Grossbank. Oder aber sie tragen das erhebliche finanzielle Risiko von Stabilisierungsmassnahmen. Im schlimmsten Fall wäre es sogar denkbar, dass die zur Stützung notwendigen Mittel die finanzielle Kapazität unseres Staates überschreiten.

Die grösste Last im Zusammenhang mit den Stabilisierungsmassnahmen für den Schweizer Finanzplatz hat die Nationalbank getragen. Deshalb

setzt sie sich entschieden dafür ein, dass die Too-big-to-fail-Problematik angegangen und entschärft wird. Dabei hat die Nationalbank stets die Notwendigkeit eines politischen Entscheides betont.

Der Bundesrat hat im November 2009 eine Expertenkommission eingesetzt, damit diese Lösungsansätze für die Too-big-to-fail-Problematik vorschlägt. Die Nationalbank ist durch ihren Vizepräsidenten Thomas Jordan vertreten. Die Expertenkommission hat letzte Woche ihren Zwischenbericht publiziert. Der Bericht schlägt Massnahmen in den Bereichen Eigenmittel, Liquidität, Risikoverteilung und Organisationsstruktur vor. Diese Massnahmen sollen zum einen präventiv wirken, in dem sie die Ausfallwahrscheinlichkeit eines systemrelevanten Instituts reduzieren. Zum anderen sollen sie die volkswirtschaftlichen Kosten minimieren, falls es dennoch zu einem Ausfall kommen sollte. Damit soll verhindert werden, dass sich im Krisenfall erneut eine Staatsintervention aufdrängt.

Der Bericht der Expertenkommission stellt ein wichtiges Zwischenergebnis in der Too-big-to-fail-Debatte dar. Die Nationalbank unterstützt die von der Kommission vorgeschlagene Stossrichtung. Sie teilt die Meinung der Expertenkommission, welche die Schaffung einer gesetzlichen Grundlage als notwendig erachtet, um den systemrelevanten Banken besondere Anforderungen auferlegen zu können. Der von der Expertenkommission vorgeschlagene Gesetzesentwurf ist nach Auffassung der Nationalbank eine gute Grundlage zur Entschärfung des Too-big-to-fail-Problems. Sie erachtet es als wichtig, dass der gesetzgeberische Prozess möglichst rasch nach Vorliegen des Schlussberichts der Expertenkommission beginnt. Die Eckwerte für die besonderen Anforderungen, wie zum Beispiel die minimal und maximal zu haltenden Eigenmittel oder die zulässigen Einschränkungen bei der Organisation, werden noch in einer Verordnung des Bundesrates konkretisiert werden müssen.

Zentral wird sein, dass die Eigenmittelanforderungen progressiv ausgestaltet werden. Diese Progression soll die Banken zu einer Reduktion ihrer systemischen Bedeutung bewegen. Die Eigenmittelanforderungen müssen so streng sein, dass sie die Banken dazu veranlassen, die Risiken, die sie bis jetzt auf die Allgemeinheit abwälzen konnten, selbst zu tragen.

Höhere Eigenmittelanforderungen können zudem eine wichtige Grundlage für ein zukunftssträchtiges, auf Nachhaltigkeit ausgerichtetes Geschäfts-

modell sein. In denjenigen Geschäftsbereichen, in denen die traditionelle Stärke der Schweizer Finanzinstitute liegt, haben gut kapitalisierte Banken durchaus einen Wettbewerbsvorteil.

Im Weiteren ist die Nationalbank der Ansicht, dass auch die Organisation und die rechtliche Struktur der Grossbanken anzupassen sind, damit eine geordnete Liquidation in extremen Krisensituationen möglich wird. Insbesondere soll die Weiterführung systemrelevanter Funktionen gewährleistet werden, ohne dass ein gesamter Konzern gerettet werden muss.

Auf internationaler Ebene werden ebenfalls Massnahmen vorgeschlagen, um die Too-big-to-fail-Problematik anzugehen. Mit Blick auf die globale Wettbewerbsfähigkeit unseres Finanzplatzes sind diese internationalen regulatorischen Entwicklungen zu berücksichtigen. Wie die vergangenen rund zweieinhalb Jahre jedoch eindrücklich gezeigt haben, muss im Krisenfall jedes Land die Verantwortung für seine Banken selber übernehmen. Bei der Erarbeitung und Umsetzung der Massnahmen auf nationaler Ebene muss den Besonderheiten des Landes Rechnung getragen werden. Hierzulande ist die Too-big-to-fail-Problematik besonders ausgeprägt. Deshalb braucht es auch ein «Swiss Finish».

Die Reform der Finanzsektorregulierung und -überwachung ist zweifellos eine grosse Herausforderung. Die Nationalbank sieht sich aber auch im Bereich der Geldpolitik grossen Herausforderungen gegenüber.

III. Rückblick auf die Geldpolitik 2009

Die geldpolitische Tätigkeit der Nationalbank war 2009 gänzlich darauf ausgerichtet, die Finanz- und Wirtschaftskrise und die damit einhergehenden Deflationstendenzen zu bekämpfen. Oberstes Gebot blieb dabei die Wahrung der Preisstabilität, welche weder mit Deflation noch mit Inflation vereinbar ist.

Bereits im Herbst 2008 hatte die Nationalbank infolge der zunehmend ungünstigen Konjunkturperspektiven und der auf absehbare Zeit niedrigen Inflation einen geldpolitisch expansiven Kurs eingeschlagen. Zwischen Oktober und Dezember 2008 reduzierte sie das Zielband für den Dreimonats-Libor um ganze 225 Basispunkte auf nur noch 0,0%–1,0%. Die Nationalbank stellte sicher, dass der Geldmarkt grosszügig mit Liquidität versorgt war.

Bis zum Frühjahr 2009 verschlechterte sich die Wirtschaftslage weiter. Ausserdem hatte die durch die Finanzkrise verursachte Unsicherheit zu

einer kräftigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro geführt. Angesichts der damaligen konjunkturellen Lage in der Schweiz bestand das Risiko einer ernsthaften deflationären Entwicklung, insbesondere bei einer weiteren Aufwertung des Frankens. Dieses Risiko verlangte eine weitere Lockerung unserer Geldpolitik.

Die massive Lockerung der geldpolitischen Bedingungen wurde daher im März 2009 mit einer erneuten Reduktion des Libor-Zielbands um 25 Basispunkte fortgesetzt. Das neue Band lag somit bei 0,0%–0,75%. Es ist bis heute unverändert geblieben. Die Nationalbank ist bestrebt, den Libor im unteren Bereich des Bands, also um 0,25%, zu halten; der einwöchige Repo-Satz liegt bereits seit Ende 2008 nahezu bei null.

Das klassische Zinsinstrument war im März 2009 damit faktisch ausgeschöpft. Um die monetären Bedingungen weiter zu lockern, erhöhte die Nationalbank die Liquidität stark. Dazu setzte sie unkonventionelle geldpolitische Instrumente ein. Sie schloss Repo-Geschäfte mit längeren Laufzeiten ab und erwarb Obligationen privater Schuldner. Zudem kaufte sie Fremdwährungen am Devisenmarkt und liess bis zum Jahresende keine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu.

Vor dem Hintergrund der Konjunkturerholung wirkt die Nationalbank seit der Lagebeurteilung im Dezember nur noch einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegen. Zudem hat sie den Kauf von Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner eingestellt. Die Entwicklung des Frankens gegenüber dem Euro in den letzten Monaten hat denn auch eine gewisse Straffung der monetären Bedingungen herbeigeführt. Insgesamt bleibt die Geldpolitik jedoch expansiv. Der Dreimonats-Libor ist mit 0,25% weiterhin auf einem Tiefpunkt, und wir stellen den Banken nach wie vor viel Liquidität zur Verfügung.

Ich möchte mich nun dem Ausblick auf das Jahr 2010 und den geldpolitischen Herausforderungen zuwenden.

IV. Ausblick 2010

Die Weltwirtschaft befindet sich seit Mitte 2009 in einer Erholungsphase. Die Nationalbank geht davon aus, dass sich diese Entwicklung fortsetzen wird. Der Aufschwung bleibt jedoch mit Risiken behaftet und fällt regional sehr unterschiedlich aus.

Am stärksten werden die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens expandieren. Die ganze Region

profitiert insbesondere vom starken Wachstum der chinesischen Inlandnachfrage. In den Industrieländern wird die Erholung nach wie vor durch die zu Beginn der Krise eingeleiteten expansiven geld- und fiskalpolitischen Massnahmen gestützt. Gleichzeitig belasten jedoch verschiedene Faktoren die Wachstumsperspektiven. Die hohe Arbeitslosigkeit, die wachsende Staatsverschuldung und die schlechtere Vermögenssituation der Haushalte dürften in vielen Ländern die privaten Konsumausgaben dämpfen. Aufgrund der nicht ausgelasteten Kapazitäten und der eingeschränkten Kreditvergabe ist auch nicht mit einer kräftigen Erholung der Unternehmensinvestitionen zu rechnen. Zudem werden die Lage am Immobilienmarkt und damit die Aussichten für die Bauwirtschaft in mehreren Ländern schwierig bleiben.

Für die Schweiz erwarten wir für 2010 zurzeit ein BIP-Wachstum von rund 1,5%. Einerseits ist unsere Exportwirtschaft der relativ zögerlich expandierenden Nachfrage in Europa ausgesetzt. Andererseits ist die Schweiz gut für eine Erholung gerüstet. Die öffentlichen Haushalte befinden sich in einer relativ gesunden Verfassung, die Finanzlage sowohl der Privaten wie auch der Firmen ist solide und der Arbeitsmarkt flexibel.

Angesichts der konjunkturellen Erholung hat sich das Deflationsrisiko verringert. Die letzte Inflationsprognose von Mitte März zeigt, dass die Preisstabilität in der kurzen Frist nicht gefährdet ist. Die Nationalbank verfügt über genügend Spielraum, um ihre expansive Geldpolitik im Moment beizubehalten. Aus der Inflationsprognose geht aber auch hervor, dass der gegenwärtige geldpolitische Kurs nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden.

Die Inflationsprognose bleibt zudem mit grossen Unsicherheiten behaftet. Die jüngsten Sorgen an den Finanzmärkten um die Staatsfinanzen einzelner Euroländer stellen in dieser Hinsicht ein bedeutendes Risiko dar. In den vergangenen Jahren hat die Schweiz von der Einführung des Euro und der damit gestärkten europäischen Währungsstabilität profitiert. Eine Gefährdung dieser Währungsstabilität würde sich zwangsweise negativ auf die Schweiz auswirken, vor allem wenn sich der Franken in seiner Funktion als sicheren Hafen stark aufwerten sollte. Die Nationalbank wird aber nicht zulassen, dass über eine solche Entwicklung ein neues Deflationsrisiko für die Schweiz entsteht. Deshalb

wirkt sie einer übermässigen Aufwertung des Frankens entschieden entgegen.

Die Nationalbank hat im Zuge der Krisenbekämpfung den Banken in grossem Masse Liquidität zur Verfügung gestellt. Die über Repogeschäfte oder Devisenswaps entstandene Liquidität ist befristet und fliesst bei Nichterneuerung der Geschäfte automatisch zurück. Da das Volumen dieser Geschäfte in den letzten Monaten stark zurückgegangen ist, hat sich die über Repos und Swaps geschaffene Liquidität bereits deutlich reduziert.

Diejenige Liquidität, die wir durch den Erwerb von Devisen oder Frankenanleihen geschaffen haben, ist allerdings permanenter Natur. Sie muss rechtzeitig wieder abgeschöpft werden, damit die mittel- und langfristige Preisstabilität gewährleistet werden kann. Die Nationalbank verfügt über die notwendigen Instrumente, um bei Bedarf rasch und in grossen Mengen Liquidität abzuschöpfen. Hier stehen insbesondere die eigenen Schuldverschreibungen, die sogenannten SNB Bills, im Vordergrund. Darüber hinaus können wir auch Reverse-Repos einsetzen.

Technisch gesehen ist die Abschöpfung überschüssiger Liquidität also kein Problem. Die Herausforderung besteht jedoch in der Wahl des richtigen Zeitpunkts für eine Normalisierung der Geldpolitik. Massgebend für diese Wahl wird die weitere Entwicklung der Inflationsaussichten sein. Die Inflationsprognose der Nationalbank ist der Hauptindikator für den geldpolitischen Entscheid. Das Direktorium reagiert aber im Rahmen des geldpolitischen Konzepts nicht mechanisch auf diese Prognose. Faktoren wie die Unsicherheit rund um die konjunkturelle Entwicklung und die Lage an den Finanzmärkten werden beim geldpolitischen Entscheid miteinbezogen.

V. Wahrung der Preisstabilität

Meine Damen und Herren, lassen Sie mich zum Schluss noch einmal betonen: Oberstes Gebot für die Nationalbank bleibt die Wahrung der Preisstabilität. Preisstabilität heisst für uns eine Inflation unter 2% im Jahresdurchschnitt und zugleich das Vermeiden von Deflation. Der Grund, warum ich dies betone, liegt darin, dass die Finanzkrise auch eine Debatte um die angemessene Höhe der Inflation ausgelöst hat. Insbesondere wurde vorgeschlagen, dass Zentralbanken in normalen Zeiten eine höhere Inflation anvisieren sollten. Die Argumentation läuft wie folgt: Wenn die Leitzinsen der Notenbanken niedrig

sind, ist auch der Spielraum für Zinssenkungen gering, denn unter 0% kann der Nominalzins nicht fallen. Die Möglichkeit der Notenbanken, auf eine schwere Krise zu reagieren – so die Argumentation – sei daher begrenzt. Eine höhere Inflation würde dagegen zu höheren Nominalzinsen führen. Diese könnten als Puffer für den Fall eines grossen Schocks dienen. Die Geldpolitik könnte dann den Leitzins stärker senken und die Gefahr einer Deflation verringern. Mit anderen Worten: Der Handlungsspielraum zur Lockerung der Geldpolitik in Krisenzeiten wäre grösser.

Die Argumentation überzeugt nicht. Erstens ist sehr zu bezweifeln, ob weitere Zinssenkungen alleine ausgereicht hätten, um die Krise zu bewältigen. Zweitens wird bei dieser Argumentationslinie unterstellt, die Geldpolitik sei unwirksam, wenn sie einmal an der Nullzinsgrenze angelangt ist. Wie Sie aber meinen Ausführungen entnehmen konnten, zeigt unsere Erfahrung, dass der Spielraum für die Geldpolitik auch an der Nullzinsgrenze nicht ausgeschöpft ist. Mit den erwähnten unkonventionellen Massnahmen gelang es der Nationalbank sehr wohl, die geldpolitischen Rahmenbedingungen weiter zu lockern und somit die Deflationsgefahr erfolgreich abzuwenden.

In Krisenzeiten wäre der geldpolitische Spielraum bei einer höheren Teuerungsrate also nur vermeintlich grösser. Eine höhere Teuerungsrate würde zudem in normalen Zeiten Kosten verursachen und die makroökonomische Stabilität gefährden. Kosten entstünden selbst dann, wenn es einer Zentralbank gelingen würde, die Inflation konstant auf dem gewünschten Niveau zu halten und Unternehmen und Haushalte damit in der Lage wären, die Inflationsrate korrekt zu antizipieren.

Erfahrungsgemäss lässt sich die Inflationsrate aber nicht feinsteuern, und ein höheres Inflationsniveau geht regelmässig auch mit grösseren Schwankungen der Inflationsraten einher. Es wird damit fast unmöglich, die Inflation im Voraus richtig einzukalkulieren, wodurch Fehlallokationen von Ressourcen sowie willkürliche und unerwünschte Einkommens- und Vermögensumverteilungen entstehen. Es sind zudem in der Regel die sozial schwächsten Mitglieder der Gesellschaft, die am meisten unter der Inflation leiden, da sie nur beschränkte Möglichkeiten haben, sich dagegen zu schützen.

Höhere und schwankende Inflationsraten würden aber vor allem das Vertrauen der Öffentlichkeit

in die Zentralbank untergraben. Die während Jahrzehnten mühevoll aufgebaute Glaubwürdigkeit wäre rasch verloren. Die Zentralbank würde die Kontrolle über die Inflation und die Inflationserwartungen verlieren. Mit zunehmender Inflation würden ausserdem vermehrt Geldwertleistungen wie Löhne indexiert, was die Trägheit der Inflation erhöhen würde. Indexierungen und eine fehlende Verankerung von Inflationserwartungen würden aber die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigen und zu grösseren Schwankungen der Zinsen, der Wirtschaftsaktivität und der Beschäftigung führen.

Wir sind daher überzeugt, dass es die falsche Lehre aus der Krise wäre, höhere Teuerungsraten zuzulassen. Preisstabilität, das heisst weder Inflation noch Deflation, ist ein zentrales öffentliches Gut. Preisstabilität ist entscheidend für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und für Wohlstand, und nicht zuletzt für die soziale Stabilität der Gesellschaft.

Die Schweiz hat lange und gute Erfahrungen gemacht mit tiefer Inflation und niedrigen Nominalzinsen. Die Nationalbank ist und bleibt der Preisstabilität verpflichtet. Durch ihr geldpolitisches Konzept verfügt sie über den nötigen Spielraum zur dezidierten Bekämpfung von sowohl Inflation wie auch Deflation.

VI. Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, das Schlimmste der Finanz- und Wirtschaftskrise, die im Sommer 2007 begann, liegt hinter uns. Die Folgen der Krise werden uns aber noch lange beschäftigen. Die Schweizer Volkswirtschaft wird hoffentlich auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zurückkehren. Bis es soweit ist, steht die Nationalbank weiterhin vor grossen Herausforderungen. Das Direktorium stellt sich diesen Herausforderungen mit grossem Respekt, aber auch mit Zuversicht und Überzeugung. Dazu sind wir einmal mehr auf den ausserordentlichen Einsatz jeder Mitarbeiterin und jedes Mitarbeiters der Nationalbank angewiesen. Unseren Aktionärinnen und Aktionären danken wir für ihre treue Unterstützung und das Interesse, das sie der Tätigkeit der Nationalbank entgegenbringen.

**SNB Working Papers:
Zusammenfassungen**

The time-varying systematic risk of carry trade strategies

**Charlotte Christiansen, Angelo Ranaldo
und Paul Söderlind**
Working Paper 2010-1

In diesem Arbeitspapier wird die Performance von Currency Carry Trades anhand eines Preismodells für Kapitalgüter erklärt, in dem die Koeffizienten nicht konstant, sondern regimeabhängig sind. Aufgrund dieser Abhängigkeit verändert sich das systematische Risiko der Carry-Trade-Strategien je nach Marktbedingungen, welche in Variablen wie dem Marktrisiko und der Liquidität gemessen werden. Empirische Resultate zeigen, dass eine herkömmliche Carry-Trade-Strategie bei hoher Währungsvolatilität ein viel grösseres Exposure gegenüber dem Aktienmarkt aufweist und sich durch Rückkehr zum Mittelwert (Mean-Reversion) auszeichnet. Die Resultate sind sehr robust gegenüber unterschiedlichen Modellspezifikationen wie zusätzlichen Währungen, einem längeren Erhebungszeitraum, Transaktionskosten, internationalen Aktienindizes und anderen Proxies für Volatilität und Liquidität. Das regimeabhängige Preismodell für Kapitalgüter ergibt bedeutend kleinere Preisfehler und tiefere «Alphas», was darauf hinweist, dass Carry-Trade-Spekulationen weniger attraktiv sind als bisher meist angenommen. Die Ergebnisse liefern eine teilweise Erklärung für das Rätsel der ungedeckten Zinsparität, also dafür, dass der erwartete Gewinn von zwei vergleichbaren, jedoch in zwei unterschiedlichen Währungen denominierten Finanzanlagen, nicht gleich hoch ist.

The timing of price changes and the role of heterogeneity

Daniel Kaufmann
Working Paper 2010-2

Theoretische Modelle zur Erklärung des Preissetzungsverhaltens von Unternehmungen liefern Voraussagen über die Form der «Hazard»-Funktion, welche die Wahrscheinlichkeit einer Preisanpassung in Abhängigkeit von der Zeitdauer beschreibt, die seit der letzten Preisanpassung vergangen ist. Die meisten Modelle implizieren konstante oder steigende «Hazard»-Funktionen. Empirische Studien weisen jedoch häufig auf fallende «Hazard»-Funktionen hin, was möglicherweise auf eine Verzerrung durch vernachlässigte oder fehlspezifizierte Heterogenität im Preissetzungsverhalten zurückzuführen ist. Die vorliegende Studie versucht diese Verzerrung in ihre Bestimmungsgründe zu zerlegen. Dazu werden Modelle geschätzt, die für beobachtete und unbeobachtete sowie konstante und zeitabhängige Heterogenität kontrollieren. Dazu werden die einzelnen Preisbeobachtungen verwendet, die dem schweizerischen Konsumentenpreisindex zugrunde liegen. Die Resultate weisen darauf hin, dass die Verzerrung verschwindet, sobald (i) zusätzlich zu konstanter Heterogenität für Faktoren kontrolliert wird, die sich über die Zeit verändern, und (ii) temporäre Preisänderungen wie Ausverkaufspreise von der Analyse ausgeschlossen werden. Die Grenzkosten der Unternehmung sind unter den zeitabhängigen, die Preisanpassungswahrscheinlichkeit beeinflussenden Faktoren anscheinend besonders wichtig. Die Resultate sind konsistent mit neueren Menükostenmodellen, die zeitabhängige Heterogenität und temporäre Preisnachlässe berücksichtigen.

Liquidity in the foreign exchange market: measurement, commonality, and risk premiums

**Loriano Mancini, Angelo Ranaldo
und Jan Wrampelmeyer
Working Paper 2010-3**

Diese Studie entwickelt ein auf den Devisenmarkt zugeschnittenes Liquiditätsmass, quantifiziert den Grad der Gemeinsamkeiten in Bezug auf die Liquidität bei verschiedenen Währungen und bestimmt das Ausmass der in den Devisenerträgen enthaltenen Liquiditätsrisikoprämien. Das neue Liquiditätsmass verwendet Ultra-Hochfrequenzdaten und erfasst sektorübergreifende sowie zeitliche Variationen bei der Fremdwährungsliquidität während der Finanzkrise 2007–2008. Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass sich die Liquidität bei verschiedenen Währungspaaren parallel bewegt und dass die Liquidität auf dem Devisenmarkt während der Krise drastisch abnahm. Der Einbau des neuen Liquiditätsrisikofaktors in ein «Asset Pricing Model» für Devisenerträge führt zum Schluss, dass das Liquiditätsrisiko einen hohen Preis mit sich bringt.

Modeling monetary policy

**Samuel Reynard und Andreas Schabert
Working Paper 2010-4**

Die Autoren dieser Studie bauen die Umsetzung der Geldpolitik, also die Offenmarktoperationen, in ein makroökonomisches Standardmodell ein. Wenn Zentralbanken bei Offenmarktoperationen gewisse Arten von anrechenbaren Aktiven gegen Geld akzeptieren, wie sie dies im Fall von Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit und seit kurzem im Fall von anderen Aktiven tun, können sie so die Renditen dieser Aktiven senken. Indem eine Zentralbank auf die Liquidität der anrechenbaren Aktiven sowie die Bedingungen am Geldmarkt Einfluss nimmt, verändert sie das Verhältnis zwischen dem geldpolitischen Zinssatz, der Produktion und der Inflation. Die Beziehung zwischen dem geldpolitischen Instrument und den geldpolitischen Zielen wird also durch die Menge und die Art der Aktiven, welche die Zentralbank bei Offenmarktoperationen akzeptiert, um die Banken mit Liquidität zu versorgen, sowie durch die Bedingungen am Geldmarkt beeinflusst. Im Gegensatz zu makroökonomischen Standardmodellen vermag das im Rahmen dieser Studie entwickelte Modell diese Beziehung erfolgreich nachzubilden. Werden realistische Zentralbank-Überschussüberweisungen einbezogen, weist das Modell ausserdem plausible Eigenschaften im Hinblick auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus auf.

The impact of banking sector stability on the real economy

Pierre Monnin und Terhi Jokipii
Working Paper 2010-5

In dieser Studie untersuchen die Autoren die Beziehung zwischen dem Grad der Stabilität im Bankensektor zu einem bestimmten Zeitpunkt und der nachfolgenden Entwicklung des realen Wirtschaftswachstums sowie der Inflation. Unter Anwendung einer Panel-VAR-Methode mit einer Stichprobe von 18 OECD-Ländern haben sie eine positive Beziehung zwischen der Stabilität des Bankensektors und dem realen Wirtschaftswachstum festgestellt. Dieser Zusammenhang ist in Phasen der Instabilität deutlicher zu erkennen als in sehr stabilen Phasen. Zudem zeigen die Autoren auf, dass die Unsicherheit über das künftige Wirtschaftswachstum bei Instabilität im Bankensektor zunimmt. Hingegen scheint es keinen direkten Zusammenhang zwischen der Stabilität des Bankensektors und der Inflation zu geben. Die Autoren stellen dann die These auf, dass die Verbindung zwischen der Bankenstabilität und dem realen Wirtschaftswachstum zur Verbesserung der Prognosen über die Wirtschaftsleistung verwendet werden könnte. Basierend auf Prognosefehlern der Fed zeigen sie, wie die Stabilität (bzw. Instabilität) des Bankensektors zu einer wesentlichen Unterschätzung (bzw. Überschätzung) des BIP-Wachstums der nachfolgenden Quartale führt. Die Studie kommt zum Schluss, dass die Informationen, die in der Quantifizierung der Stabilität des Bankensektors enthalten sind, einen Beitrag zur Reduktion der Prognosefehler leisten könnten. Sie unterstreicht somit auch die Notwendigkeit, dass die Entscheidungsträger künftig auch den Faktor der Stabilität des Bankensektors in ihre Prognosemodelle einbauen.

Daytime is money

Sébastien Kraenzlin und Thomas Nellen
Working Paper 2010-6

Basierend auf Daten vom Tagesgeldmarkt (Overnight) des Schweizerfranken-Interbanken-Repo-Marktes sowie vom Schweizer Echtzeit-Bruttoabwicklungssystem SIX Interbank Clearing (SIC) gewinnt man wertvolle Erkenntnisse über den Wert des Geldes während des Tages und dessen Einflussfaktoren. Erstens wird anhand des Tagesverlaufs des Tagesgeldsatzes ein impliziter stündlicher Interbankenzinssatz berechnet. Dadurch wird ersichtlich, dass ein impliziter Geldmarkt für Innertagesliquidität existiert. Zweitens wird aufgezeigt, dass seit der Einführung des Devisenabwicklungssystems Continuous Linked Settlement (CLS) der Wert der Innertagesliquidität während der Zeiten des Abwicklungszyklus von CLS zugenommen hat. Drittens wird nachgewiesen, dass sowohl der Umsatz als auch die Liquidität im SIC den Innertagesatz entsprechend beeinflussen. Diese Tatsachen liefern Evidenz für die Kosten der Unmittelbarkeit für die Abwicklung in Grossbetragszahlungssystemen. Charakteristika wie die Echtzeit-Bruttoabwicklung, die Anwendung eines Lieferung-gegen-Zahlung und Zahlung-gegen-Zahlung-Mechanismus eliminieren oder reduzieren zwar Kreditrisiken, gleichzeitig erhöhen sie aber Liquiditätsrisiken. Letztlich steigert dies den Wert von Innertagesliquidität. Die Analyse ist für Zentralbanken von geldpolitischer Relevanz, da die unterschiedliche Ausgestaltung der Innertageskreditfazilität und der Umfang der zentralbankfähigen Wertschriften zu einem unterschiedlichen Innertagesverlauf des Tagesgeldsatzes am Geldmarkt führt.

Overreporting oil reserves

Philip Sauré
Working Paper 2010-7

Die starken Schwankungen des Ölpreises seit 2005 haben das Thema Energiesicherheit wiederbelebt. Ein Teil der Unsicherheit auf dem Ölmarkt geht zurück auf die Tatsache, dass staatliche Firmen grosse Teile der globalen Erdölreserven kontrollieren. Insbesondere behaupten einige Marktexperten, dass die entsprechenden offiziellen Angaben der Erdölreserven systematisch zu hoch seien. Diese Studie untersucht die Anreize für systematische, absichtsvolle Fehlangaben. Sie zeigt, dass Erdölproduzenten bei der Angabe ihrer Reserven übertreiben, wenn dies die Erwartungen des zukünftigen Ölangebots anhebt und dadurch die Entwicklung von ölsubstituierenden Technologien unterbindet. Jedoch erzeugen absichtsvolle Fehlangaben der Reserven auch Kosten, da aus Gründen der Glaubwürdigkeit die Ölförderung kurzfristig erhöht werden muss, was wiederum Verluste erzeugt. Unter Umständen kann die kurzfristige Erhöhung der Ölförderung sich aufheben mit der Tendenz, die Entwicklung von ölsubstituierenden Technologien durch Verzögerung der Ölförderung zu hemmen. In diesen Fällen sind systematische Übertreibungen der Reserven rational, glaubwürdig und günstig.

Estimating a stock-flow model for the Swiss housing market

Elizabeth Steiner
Working Paper 2010-8

In diesem Arbeitspapier wird der Zusammenhang zwischen Ungleichgewichten auf dem Häusermarkt, Häuserpreisen und Wohnbauinvestitionen in der Schweiz untersucht. Dabei wird die Auswirkung von Abweichungen von der langfristigen Gleichgewichtsbeziehung auf die kurzfristige Entwicklung der Preise und Investitionen analysiert. Die langfristige Nachfrage nach Wohnraum wird anhand von realen Häuser- und Wohnungspreisen, der realen BIP-Entwicklung und realen Löhnen geschätzt. Die empirischen Ergebnisse deuten darauf hin, dass der gewünschte Bestand an Wohnraum über mehrere Jahre vom effektiven Bestand abweichen kann, und zwar deshalb, weil der Bestand an Wohnraum nur langsam auf Schocks reagieren kann. Kurzfristig muss der Markt daher durch Preisadjustierungen geräumt werden, was durch die Daten bestätigt wird. Preisänderungen sind tatsächlich stark und signifikant vom Ausmass der Ungleichgewichte auf dem Häusermarkt abhängig. Überdies erweisen sich die Wohnungs- und Häuserpreise als wichtige Einflussfaktoren der Wohnbauinvestitionen. Dadurch konvergiert der Bestand an Wohnraum in Richtung des gewünschten Niveaus.

Fortsetzung des expansiven geldpolitischen Kurses

Im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung vom 17. Juni 2010 beschloss die Nationalbank, ihre expansive Geldpolitik fortzusetzen, 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 sie an, falls eine Aufwertung des Frankens zu erneuten Deflationsgefahren führen sollte, alle notwendigen Massnahmen zu treffen, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

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 2010

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Preise

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

Abonnemente, Einzelexemplare und Adressänderungen
(gedruckte Quartalshefte)

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

Sprachen

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

Elektronisch ist das Quartalsheft abrufbar auf:

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

Internet

www.snb.ch