

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

März

1/2012

30. Jahrgang

Inhalt

4	Bericht über die Geldpolitik
32	Konjunkturtendenzen
38	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank vom März 2012

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen,
die bis zum 15. März 2012 bekannt wurden.

Inhalt des Berichts über die Geldpolitik

6	Zu diesem Bericht
7	1 Geldpolitischer Entscheid vom 15. März 2012
8	Geldpolitisches Konzept der SNB
9	2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen
9	2.1 Internationale Finanz- und Rohwarenmärkte
10	2.2 USA
11	2.3 Eurozone
12	2.4 Japan
13	2.5 Aufstrebende Volkswirtschaften
14	3 Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz
14	3.1 Gesamtnachfrage und Produktion
17	3.2 Arbeitsmarkt
18	3.3 Kapazitätsauslastung
19	3.4 Realwirtschaftliche Aussichten
20	4 Preise und Inflationserwartungen
20	4.1 Konsumentenpreise
22	4.2 Produzenten- und Importpreise
22	4.3 Immobilienpreise
23	4.4 Inflationserwartungen
24	5 Monetäre Entwicklung
24	5.1 Geldpolitische Massnahmen seit der letzten Lagebeurteilung
25	5.2 Geld- und Kapitalmarktzinsen
27	5.3 Wechselkurse
28	5.4 Aktienmarkt
29	5.5 Geld- und Kreditaggregate

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 2 bis 5 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom März 2012 verfasst. Teil 1 («Geldpolitischer Entscheid vom 15. März 2012») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

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

1 Geldpolitischer Entscheid vom 15. März 2012

Nationalbank hält am Mindestkurs unverändert fest

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) wird den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro weiterhin mit aller Konsequenz durchsetzen. Sie ist bereit, dazu unbeschränkt Devisen zu kaufen. Das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) bleibt unverändert bei 0%–0,25%. Die SNB hält die Liquidität am Geldmarkt weiterhin ausserordentlich hoch.

Auch beim heutigen Kurs bleibt der Franken hoch bewertet. Auf absehbare Zeit gibt es in der Schweiz keine Inflationsrisiken. Die Inflationsprognose ist gegenüber Dezember sogar noch tiefer ausgefallen. Sollte die globale Konjunktur sich schlechter als vorhergesehen entwickeln oder der Franken sich nicht wie erwartet weiter abschwächen, könnten erneut Abwärtsrisiken für die Preisstabilität auftreten. Falls die Wirtschaftsaussichten und Deflationsgefahren es erfordern, steht die SNB bereit, jederzeit weitere Massnahmen zu ergreifen.

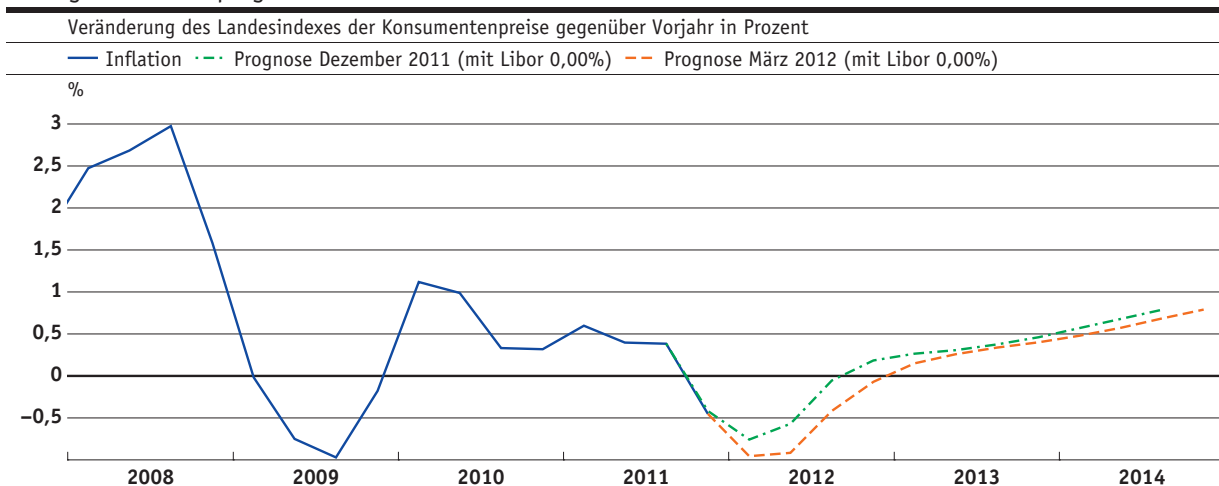
Die Entwicklung der Weltwirtschaft verläuft uneinheitlich. Während das Wachstum in den USA im vierten Quartal positiv überraschte, ging in der Eurozone und Japan das Bruttoinlandprodukt zurück. In der Schweiz hat sich das Wachstum im Verlauf des letzten Jahres deutlich verlangsamt. In den Wechselkurs exponierten Sektoren ging die Wertschöpfung im vierten Quartal zurück. Die hohe Bewertung des Frankens stellt die Wirtschaft weiterhin vor grosse

Herausforderungen. Gleichzeitig zeigt der Mindestkurs Wirkung. Er hat die Wechselkursvolatilität verringert und den Unternehmen Planungssicherheit gegeben. Es gibt vermehrt Anzeichen, dass sich die Wirtschaftslage in der Schweiz stabilisiert. Für das Jahr 2012 erwartet die SNB nun ein moderates Wirtschaftswachstum von gegen 1%.

In jüngster Zeit hat sich die Lage an den Finanzmärkten etwas beruhigt. Trotzdem bleibt die Unsicherheit sehr hoch. Es ist ungewiss, ob die Fortschritte bei der Bewältigung der europäischen Staatsschuldenkrise eine dauerhafte Entspannung der Lage bewirken werden. Zudem besteht das Risiko, dass geopolitische Spannungen zu einem weiteren Anstieg des Ölpreises führen. Am Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt für Wohnliegenschaften gibt es vermehrt Anzeichen von Ungleichgewichten. Bei einer weiteren Zunahme dieser Ungleichgewichte können erhebliche Risiken für die Finanzstabilität entstehen.

Die bedingte Inflationsprognose der SNB, die einen 3M-Libor von 0% unterstellt, hat sich im Vergleich zum Dezember nochmals nach unten verschoben (Grafik 1.1). Kurzfristig wird die Inflation stärker negativ. Die Aufwertung des Frankens vom vergangenen Sommer hat die Preisentwicklung deutlicher gedämpft als erwartet. Längerfristig reduzieren die verschlechterten Wachstumsaussichten für die Eurozone und der nach wie vor hoch bewertete Franken die Teuerung. Die Prognose zeigt für 2012 eine Inflationsrate von –0,6%. Für 2013 erwartet die SNB eine Inflation von 0,3% und für 2014 von 0,6%.

Grafik 1.1
Bedingte Inflationsprognose Dezember 2011 und März 2012



Quelle: SNB

	2008				2009				2010				2011				2009	2010	2011
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.			
Inflation	2,5	2,7	3,0	1,6	0,0	-0,7	-1,0	-0,2	1,1	1,0	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,5	-0,5	0,7	0,2

Bedingte Inflationsprognose Dezember 2011 mit Libor 0,00% und März 2012 mit Libor 0,00%

	2011				2012				2013				2014				2012	2013	2014	
	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 Dezember 2011, Libor 0,00%					-0,4	-0,8	-0,6	-0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8		-0,3	0,4	
Prognose März 2012, Libor 0,00%					-1,0	-0,9	-0,4	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8		-0,6	0,3	0,6

Quelle: SNB

Geldpolitisches Konzept der SNB

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 Konjunk-

turzyklus 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 (3M-Libor) des Schweizer Frankens fest. Zurzeit gilt zusätzlich ein Mindestkurs gegenüber dem Euro.

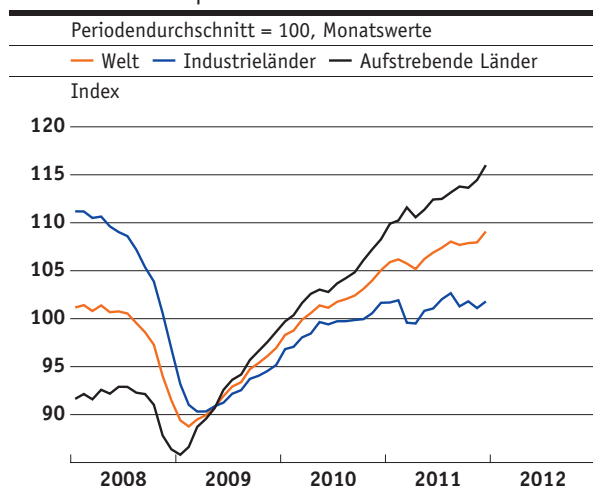
2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die internationale Konjunktur entwickelte sich im vierten Quartal regional heterogen. In den USA stieg das Bruttoinlandprodukt (BIP) stärker als im Vorquartal und überraschte positiv. Dagegen ging die Produktion in Japan und der Eurozone zurück. In den Schwellenländern kontrastierte die robuste Entwicklung Chinas und Russlands mit einer schwachen Konjunktur in Indien und Brasilien sowie in kleineren asiatischen Volkswirtschaften.

Die Nationalbank hat ihre Annahmen für das Wirtschaftswachstum in der Eurozone nochmals nach unten revidiert. Sie rechnet auch für die Weltwirtschaft mit einem geringeren Wachstum im Jahr 2012 als noch im Dezember.

Trotz des Rückgangs der Volatilität an den Finanzmärkten bleibt die Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft hoch. Es ist ungewiss, ob die Fortschritte bei der Bewältigung der europäischen Staatsschuldenkrise zu einer dauerhaften Entspannung der Lage führen werden. Die Risiken für das internationale Finanzsystem und die Realwirtschaft bleiben gross. Zudem könnten weitere geopolitische Spannungen zu erhöhter Volatilität bei den Rohölpreisen führen.

Grafik 2.1
Globale Industrieproduktion



Quellen: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB), Thomson Financial Datastream

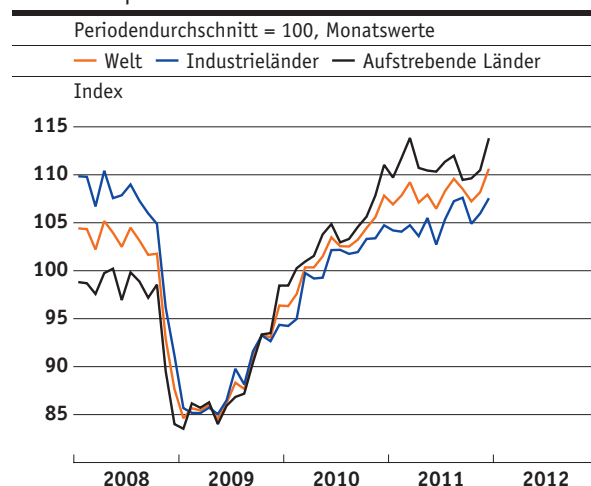
2.1 Internationale Finanz- und Rohwarenmärkte

Seit der Lagebeurteilung von Mitte Dezember hat sich die Lage an den Finanzmärkten entspannt. Dazu trugen günstige Konjunkturnachrichten aus den USA, die grosszügige Liquiditätsversorgung der Märkte durch die Notenbanken weltweit sowie die Reformbemühungen in der Eurozone und die Einigung der Mitgliedländer der Eurozone auf ein weiteres Hilfspaket für Griechenland bei.

Die Aktienmärkte legten weltweit deutlich zu, während die an den Volatilitätsindizes gemessene Unsicherheit zurückging (Grafik 2.3). Mit der Einführung dreijähriger Refinanzierungsgeschäfte trug die EZB zu einer Reduktion der Kreditausfall- und Liquiditätsrisiken bei. Die Renditeaufschläge von Staatsanleihen einzelner Mitgliedländer der Eurozone gegenüber deutschen Bundesanleihen verringerten sich mehrheitlich. An den Devisenmärkten stabilisierten sich die Wechselkurse der grossen Währungen. Der Euro gewann ab Mitte Januar auf handlungsgewichteter Basis sogar wieder leicht an Wert (Grafik 2.4). Die Rohwarenpreise zogen angesichts robuster globaler Konjunkturdaten zuletzt wieder etwas an, während die Energiepreise zusätzlich auch durch geopolitische Spannungen, insbesondere den Atomkonflikt mit dem Iran, beeinflusst wurden (Grafik 2.5).

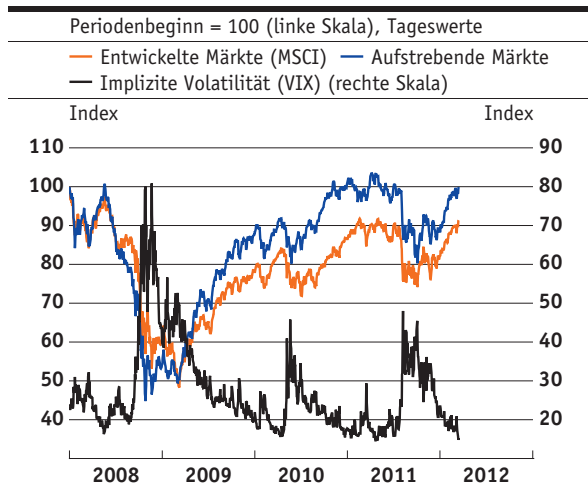
Den Prognosen der SNB liegen Annahmen zum Erdölpreis und zum Euro-Dollar-Wechselkurs zugrunde. Für Erdöl der Sorte Brent geht die SNB über den Prognosehorizont von einem Preis von 110 US-Dollar pro Fass aus. Für den Eurokurs in US-Dollar unterstellt sie einen Wechselkurs von 1.29.

Grafik 2.2
Globale Exporte



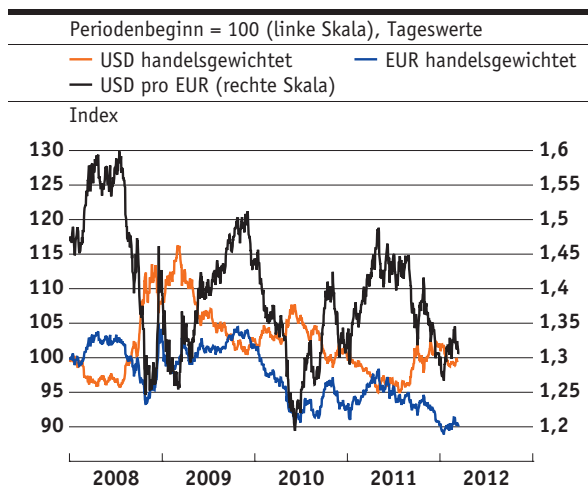
Quellen: CPB, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.3
Aktienmärkte



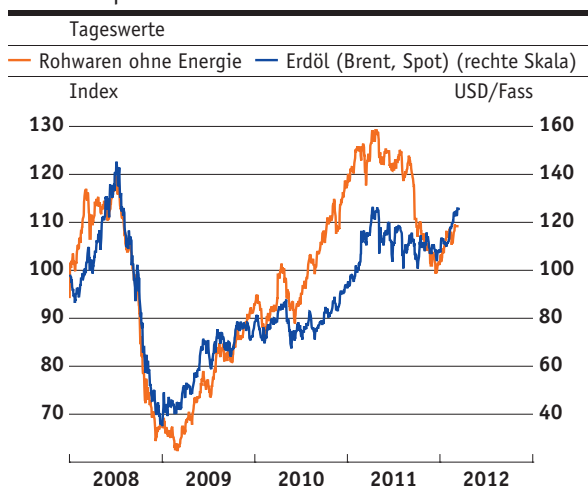
Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.4
Wechselkurse



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.5
Rohwarenpreise



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

2.2 USA

Mit einem Wachstum von 3,0% im vierten Quartal expandierte das amerikanische BIP erstmals seit einem Jahr wieder über Potenzial. Die Beschäftigung legte ebenfalls zu, lag jedoch weiterhin deutlich tiefer als vor der Krise Ende 2007. Über das gesamte Jahr 2011 stieg das BIP um 1,7%. Pro Kopf lag es noch rund 2,5% unterhalb des Niveaus von 2007.

Die Wachstumsaussichten bleiben moderat. Die Aktivität in der verarbeitenden Industrie hat sich etwas belebt, und die Indikatoren zur Binnennachfrage und zum Arbeitsmarkt entwickelten sich vorwiegend positiv. Die stark gefallen Häuserpreise belasten jedoch die Bilanzen der privaten Haushalte weiterhin, so dass die Konsumausgaben auch in den kommenden Quartalen nur verhalten wachsen dürften. Darüber hinaus dämpfen die anstehenden fiskalischen Konsolidierungsmassnahmen die Wachstumsperspektiven. Eine erhöhte Prognoseunsicherheit rührt zudem weiterhin von der europäischen Schuldenkrise. Infolge der positiv überraschenden Daten zur Jahreswende 2011/12 hebt die SNB ihre BIP-Prognose für die USA für 2012 leicht auf 2,2% an.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung schwächte sich auf 2,9% im Februar ab (Grafik 2.10). Die Kernteuerung blieb dagegen mit 2,2% auf ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 2.11). Aufgrund von Basiseffekten sollte die Jahresteuerrate trotz steigender Energiepreise in den nächsten Monaten weiter nachlassen. Die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit dürfte das Lohnwachstum und den Aufwärtsdruck auf die Preise mittelfristig gering halten.

Die Federal Reserve behielt ihre expansive Geldpolitik bei. Sie belies das Zielband für den Leitzins bei 0,0%–0,25% und kündigte im Januar an, dass der konjunkturelle Ausblick einen ausserordentlich tiefen Leitzins bis mindestens Ende 2014 erfordere. Darüber hinaus begann sie wie geplant die durchschnittliche Laufzeit ihrer Anlagen in US-Staatsanleihen zu erhöhen, um die langfristigen Zinsen zu senken und dadurch die Erholung der Konjunktur zu unterstützen. Zudem kommunizierte sie erstmals ein langfristiges Inflationsziel von 2%.

2.3 Eurozone

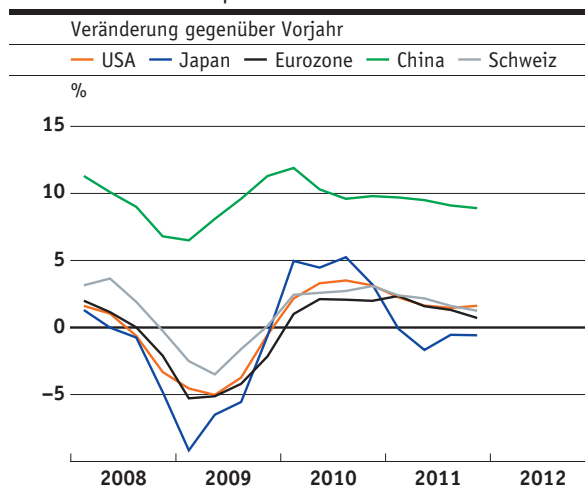
In der Eurozone gab das BIP im vierten Quartal 2011 erstmals seit zweieinhalb Jahren nach (-1,3%). Im Jahresdurchschnitt 2011 expandierte es insgesamt noch um 1,4%. Mit Ausnahme Frankreichs verzeichneten alle grösseren Volkswirtschaften der Eurozone im vierten Quartal einen BIP-Rückgang. In Portugal und Griechenland verschärfte sich die Rezession. Die Konjunkturabschwächung in der Eurozone erfasste sämtliche Nachfragekomponenten. So führte der Vertrauensschwund bei den privaten Haushalten und Unternehmen zu einem verschärften Rückgang der Binnennachfrage. Auch die Exporte gingen zurück. Die Arbeitslosenquote stieg weiter an auf 10,7% im Januar.

Der konjunkturelle Ausblick für die Eurozone bleibt durch grosse Unsicherheiten belastet. Indikatoren deuten auf eine milde Rezession hin. Für eine leichte Entspannung der Unternehmensstimmung sorgte insbesondere die Einigung der Mitgliedsländer der Eurozone, Griechenland ein weiteres Hilfsprogramm zu gewähren. Das im Februar verabschiedete Massnahmenpaket beinhaltete ein zweites Kreditprogramm in der Höhe von 130 Mrd. Euro, eine geringere Verzinsung der Hilfskredite sowie einen Schuldenverzicht privater Gläubiger des griechischen Staates von über 50 Prozent.

Zahlreiche Faktoren belasten jedoch die Wachstumsperspektiven in der Eurozone. Dazu zählen die anhaltenden Sorgen um die fiskalische Nachhaltigkeit einiger Mitgliedstaaten sowie die konjunkturdämpfenden Effekte der anstehenden Konsolidierungsmassnahmen. Die schwierige Kapitalsituation der Banken könnte zudem zu einer geringeren Kreditvergabe führen und die Unternehmensinvestitionen dämpfen. Vor diesem Hintergrund hat die SNB ihre Wachstumserwartungen für die Eurozone weiter gesenkt. Sie geht nun von einer Kontraktion des BIP um 0,3% für 2012 aus.

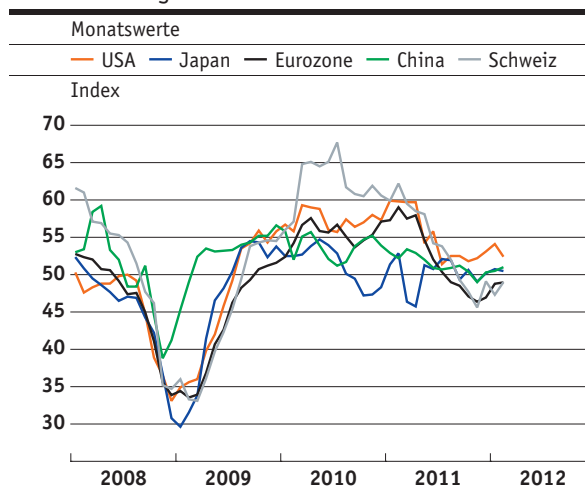
Die Konsumentenpreisinflation in der Eurozone gab leicht nach auf 2,7% im Februar. Dies ist vor allem auf Basiseffekte bei den Energiepreisen zurückzuführen. Die Kerninflation blieb nahezu unverändert bei 1,5%. Die in einigen Mitgliedsländern geplante Anhebung indirekter Steuern wird zwar vorübergehend einen leichten Aufwärtsdruck auf die Teuerung ausüben. Insgesamt dürfte jedoch die Inflation aufgrund des schwachen Wirtschaftswachstums nachlassen.

Grafik 2.6
Reales Bruttoinlandprodukt



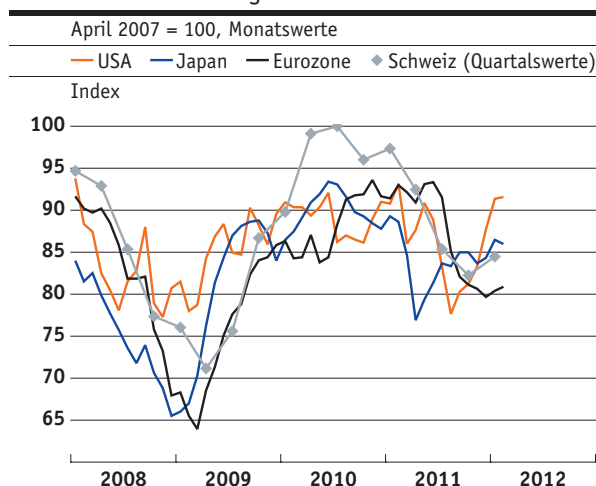
Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Thomson Financial Datastream

Grafik 2.7
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



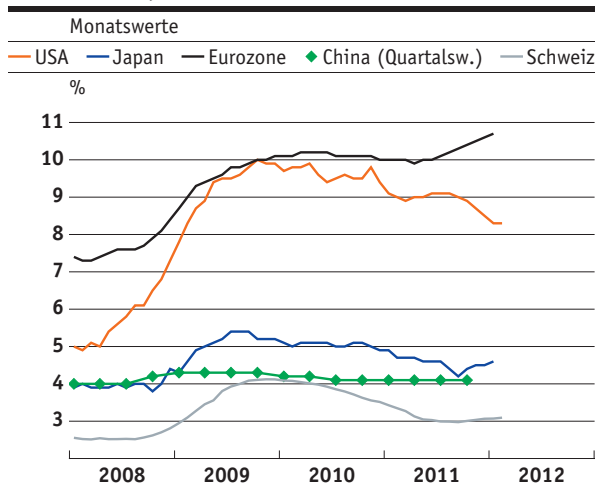
Quelle: Thomson Financial Datastream, © und Datenbankrecht Markit Economics Ltd 2009, alle Rechte vorbehalten

Grafik 2.8
Konsumentenstimmung



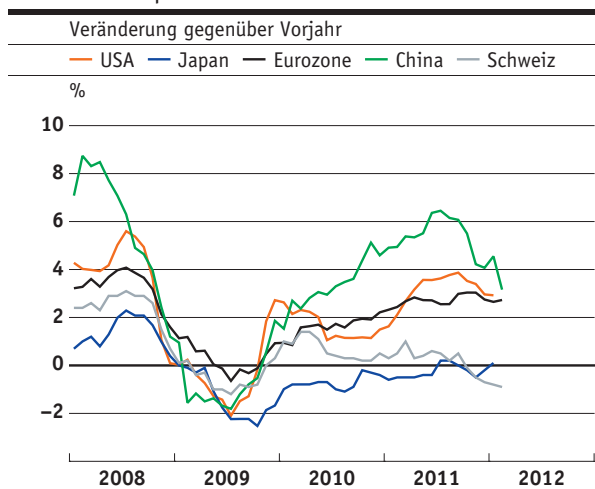
Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.9
Arbeitslosenquoten



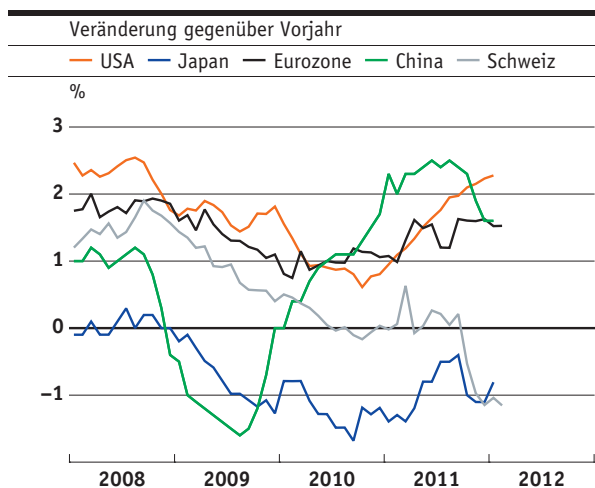
Quellen: SECO, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.10
Konsumentenpreise



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

Grafik 2.11
Kerninflation



Quellen: BFS, Thomson Financial Datastream

Die Europäische Zentralbank (EZB) setzte ihre expansive Geldpolitik mit zusätzlichen unkonventionellen Massnahmen fort. Sie versorgte die Banken weiterhin mit unbeschränkter Liquidität. Im Dezember und Februar führte sie erstmals dreijährige Refinanzierungsgeschäfte durch, welche zu einer spürbaren Entspannung am Geldmarkt beitrugen. Zudem ermöglichte ein erweiterter Kreis akzeptierter Sicherheiten insbesondere kleineren Finanzinstituten, vermehrt an den Refinanzierungsoperationen teilzunehmen.

2.4 Japan

In Japan blieb die wirtschaftliche Lage schwierig. Die starke Aufwertung des Yens in der zweiten Jahreshälfte verschlechterte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure. Ausserdem legten die Überschwemmungen in Thailand im Herbst eine wichtige Lieferkette für die japanische Elektronik- und Automobilindustrie lahm. Dies schlug sich im vierten Quartal in einem Rückgang des BIP um 0,7% nieder. Im Jahresdurchschnitt 2011 sank das BIP ebenfalls um 0,7%.

Die Wachstumsaussichten für 2012 sind verhalten, da ungünstige Exportperspektiven das Investitionsklima beeinträchtigen. Nach den Produktionsausfällen infolge der Katastrophe in Thailand ist jedoch zu Jahresbeginn mit einem Aufholeffekt zu rechnen. Für den Wiederaufbau in den von der Erdbebenkatastrophe betroffenen Region beschloss die japanische Regierung im Februar ein viertes Zusatzbudget in der Höhe von rund 2500 Mrd. Yen (0,5% des BIP). Finanziert wird damit unter anderem auch die Wiedereinführung von Kaufanreizen zur Belebung der gebeutelten Automobilindustrie. Die SNB geht für Japan für 2012 von einem BIP-Wachstum von 1,9% aus.

Aufgrund eines vorübergehenden Preisschubs bei den frischen Nahrungsmitteln lagen die Konsumentenpreise im Januar leicht über ihrem Vorjahresstand. Unter Ausschluss der Energie- und Nahrungsmittelpreise gingen die Preise jedoch um 0,8% gegenüber dem Vorjahr zurück. Da die Produktionskapazitäten noch weit von ihrer Normalauslastung entfernt sind, besteht auch für die nahe Zukunft kein Inflationsdruck.

Die Bank of Japan weitete das im Rahmen ihres Wertpapierkaufprogramms für den Erwerb von japanischen Staatsobligationen vorgesehene Budget um weitere 10 000 Mrd. Yen auf 19 000 Mrd. Yen aus. Den Tagesgeldsatz beliess sie unverändert bei 0%–0,1%. Zudem bekannte sich die Bank of Japan erstmals zu einem am Konsumentenpreisindex gemessenen Inflationsziel von gegenwärtig 1%.

2.5 Aufstrebende Volkswirtschaften

Infolge der Konjunkturschwäche in den Industrieländern und der straffen Geldpolitik verlor die Wirtschaftsentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften gegen Jahresende an Schwung.

Die neu industrialisierten Volkswirtschaften Asiens (NIEs) – Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur – litten zunehmend unter der schwächelnden Exportnachfrage. Dämpfend auf die Binnennachfrage wirkten zudem die unsichere Konjunktur- und Finanzlage in Europa, die teilweise erhöhte Inflation sowie verschärfte Kreditbedingungen. Im Jahresdurchschnitt 2011 expandierten die NIEs mit 4,0% zwar weiterhin robust, jedoch deutlich weniger stark als im Jahr zuvor (8,5%). In China, dem wichtigsten Wachstumsmotor der letzten Jahre, stieg das BIP im Jahr 2011 um 9,2%, was leicht unter dem Durchschnitt der letzten zehn Jahre liegt. Infolge der straffen Geldpolitik verloren die Investitionen in der zweiten Jahreshälfte an Kraft, während ein robustes Einkommenswachstum sowie staatliche Subventionen die private Konsumnachfrage stützten. Damit setzte sich die erwünschte Wachstumsverlagerung zugunsten des Inlandkonsums fort. In Indien lag das BIP-Wachstum 2011 mit 7,1% ebenfalls tiefer als in den letzten Jahren. In Lateinamerika kam das BIP-Wachstum Brasiliens in der zweiten Jahreshälfte nahezu zum Erliegen. Auch dort litt die Binnennachfrage unter der straffen Geldpolitik. Insbesondere die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern und die Aktivität in der verarbeitenden Industrie verloren an Schwung.

In den kommenden Monaten dürften die aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin unter der Schwäche in den Industrieländern leiden. In gros-

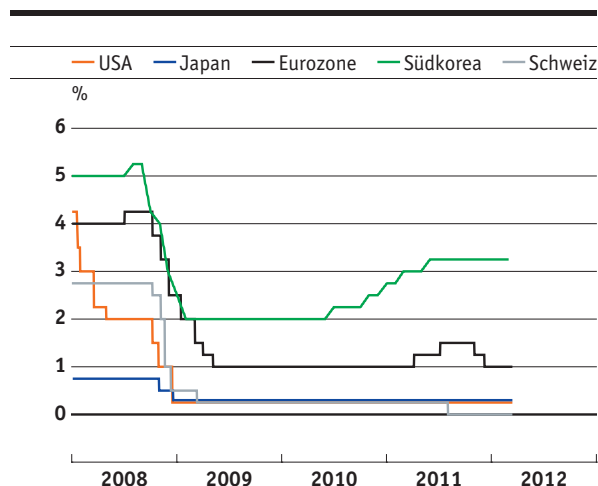
sen Schwellenländern wie China, Indien und Brasilien dürfte dem Privatkonsum dieses Jahr eine tragende Rolle zukommen, da die allmählich nachlassende Inflation sowie wirtschaftspolitische Massnahmen die Kaufkraft der Haushalte stützen werden. Ein Risiko für Chinas Inlandkonsum birgt die sich abzeichnende Immobilienpreiskorrektur. In den NIEs dürften die solide Nachfrage aus China und der für Konjunkturmassnahmen nutzbare fiskalpolitische Spielraum eine Belebung ermöglichen.

Für 2012 erwartet die SNB ein moderates Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften, wobei sie für China von einer Abschwächung auf rund 8,5% ausgeht.

Vor allem der Rückgang der Nahrungsmittelpreisteuerung trägt dazu bei, dass die Konsumentenpreis-inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften nachlässt. Chinas Jahreststeuerung hatte im Juli 2011 mit 6,5% einen Dreijahreshöchststand erreicht und lag im Februar 2012 bei 3,2%. Indiens Jahreststeuerung fiel von rund 10% Mitte letzten Jahres auf 7,0% im Februar. In Brasilien sank sie auf 5,8%. In den meisten Schwellenländern dürfte die Inflation infolge des moderaten Wachstums weiter nachgeben.

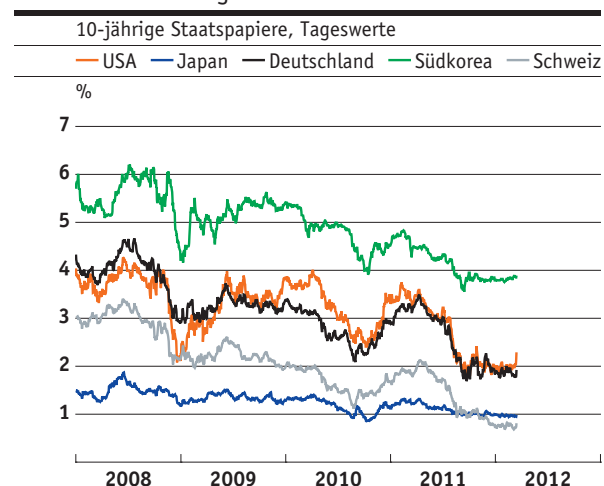
Die konjunkturellen Risiken blieben im Fokus der Geldpolitik. Brasiliens Zentralbank senkte den Leitzins weiter. Chinas Zentralbank verringerte nochmals die Mindestreserveanforderungen zur Steuerung der Liquiditätsversorgung. Zudem liess sie seit Jahresbeginn keine weitere Aufwertung der chinesischen Währung auf handelsgewichteter Basis zu. Auch Indien lockerte zu Jahresbeginn die Mindestreserveanforderungen für die Banken. In den kleineren Volkswirtschaften Asiens blieb die Geldpolitik mehrheitlich in Wartehaltung.

Grafik 2.12
Offizielle Zinssätze



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.13
Internationale Langfristzinsen



Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

3 Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

In der Schweiz schwächte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal weiter ab. Gemäss erster Schätzung nahm das reale BIP annualisiert nur noch um 0,4% zu. Die Einführung des Mindestkurses im September 2011 hat die massive Überbewertung des Frankens reduziert und die Planungssicherheit für die Unternehmen verbessert. Damit konnten die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum in Grenzen gehalten werden. Dennoch hat die weiterhin bestehende hohe Bewertung des Schweizer Frankens ihre Spuren hinterlassen: In vielen stark wechsellkurs exponierten Branchen – verarbeitende Industrie, Gross- und Detailhandel sowie Tourismus – war die Wertschöpfung im vierten Quartal rückläufig. Der mässigen Entwicklung der Wertschöpfung auf der Produktionsseite stand eine robuste Zunahme der Endnachfrage gegenüber. Diese Differenz spiegelt sich in einem negativen Lagerbeitrag wider.

Mit der konjunkturellen Abschwächung hat sich die negative Produktionslücke für die Gesamtwirtschaft weiter ausgeweitet, wobei die nach wie vor starke Zuwanderung zu einem soliden Potenzialwachstum beitrug. Der Schweizer Arbeitsmarkt zeigte sich auch im vierten Quartal robust. Das Beschäftigungswachstum blieb stabil, während die Arbeitslosigkeit nur leicht anstieg.

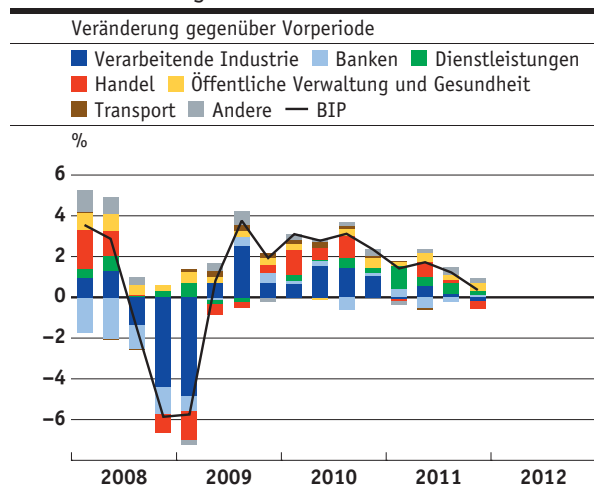
Dank der günstigen Dynamik im ersten Halbjahr resultiert für das Gesamtjahr 2011 ein Wirtschaftswachstum von 1,9%. Nach der temporären Schwäche im zweiten Halbjahr 2011 dürfte die Konjunktur wieder etwas an Fahrt gewinnen. Für 2012 erwartet die Nationalbank ein moderates Wirtschaftswachstum von gegen 1%.

3.1 Gesamtnachfrage und Produktion

Schwache Produktionsdynamik im vierten Quartal

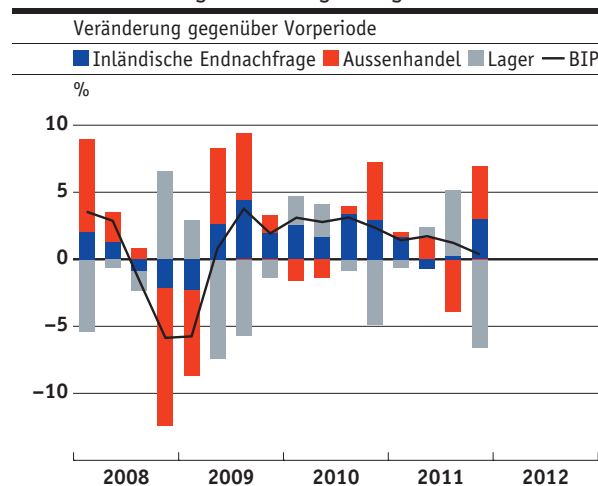
Gemäss provisorischer Schätzung des SECO nahm das BIP im vierten Quartal nur noch um 0,4% zu, nach 1,2% im dritten Quartal. Gegenüber dem Vorjahr betrug der Anstieg 1,3%. Die Abschwächung des Wachstums erfasste sämtliche Sektoren der Produktionsseite. Während viele Dienstleistungssektoren nur noch moderat wuchsen, war die Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie und dem inländischen Handel (Gross- und Detailhandel) sogar leicht rückgängig (Grafik 3.1). Im Gastgewerbe setzte sich die Talfahrt unvermindert fort. Zusätzlich zur verhaltenen Entwicklung der realen Wertschöpfung mussten die Produzenten in einigen Sektoren auch tiefere Verkaufspreise verkraften.

Grafik 3.1
Wachstumsbeiträge nach Sektoren



Quelle: SECO

Grafik 3.2
Wachstumsbeiträge: Nachfrageseitig



Quelle: SECO

Kräftiger Anstieg der Exporte

Die Nettoexporte verzeichneten im vierten Quartal ein deutliches Plus (Grafik 3.2), nachdem sie im Vorquartal noch klar im negativen Bereich gelegen hatten. Während die Importe (ohne Wertsachen) leicht zurückgingen (Grafik 3.3), stiegen die Exporte (ohne Wertsachen) gegenüber dem Vorquartal um kräftige 7,2% an (Grafik 3.4). Insgesamt resultierte damit ein stark positiver Aussenhandelsbeitrag (4,0 Prozentpunkte).

Die Warenexporte konnten im vierten Quartal die Schwächephase des Sommers wieder gutmachen. Vor allem die Exporte von Chemierzeugnissen (insbesondere Pharmazeutika) stiegen stark an. Aber auch die Exporte anderer Branchen trotzten dem mehrheitlich schwachen internationalen Umfeld. So setzten die Uhrenexporte ihren Aufwärtstrend fort, während der Rückgang der Maschinenexporte zu einem Ende kam. Nach Hauptabsatzdestination verzeichneten die Exporte in die USA und in die ölexportierenden Länder ein starkes Wachstum.

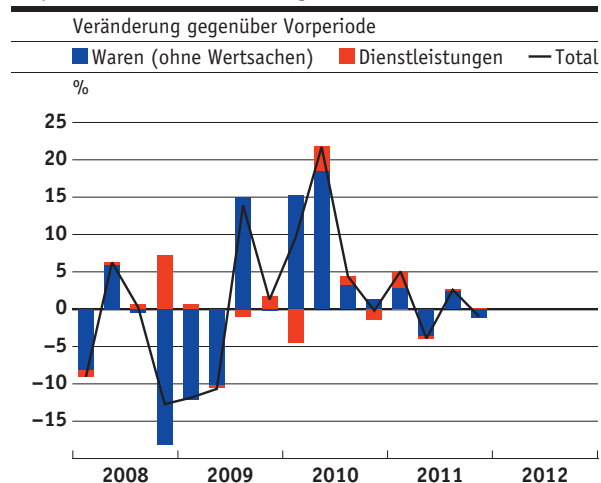
Die Dienstleistungsexporte nahmen im vierten Quartal weiter ab, jedoch weniger stark als im Sommerhalbjahr. Die Kommissionseinnahmen aus dem grenzüberschreitenden Bankgeschäft konnten noch nicht von der Stabilisierung an den Finanzmärkten profitieren und waren rückläufig. Daneben gingen die Tourismusexporte angesichts des nach wie vor hoch bewerteten Frankens nochmals zurück, allerdings weniger stark als in den Vorquartalen. Die Einnahmen aus dem Handel mit Rohwaren (Transithandel) legten hingegen leicht zu.

Die Importentwicklung blieb auch im vierten Quartal schwach. Trotz der soliden Konsumententwicklung stiegen die von der Oberzolldirektion gemessenen Ausgaben für Konsumgüter aus dem Ausland nicht an. Dies dürfte auch daran gelegen haben, dass die direkten Importe der privaten Haushalte nur zu einem sehr geringen Teil erfasst werden. Die Importe von Halbfabrikaten waren sogar weiterhin rückläufig. Dagegen verzeichneten die Importe von Maschinen angesichts der verstärkten Investitionstätigkeit ein Plus, und auch die Importe von Dienstleistungen (insbesondere im Tourismus) erhöhten sich leicht.

Starke inländische Endnachfrage, negativer Lagerbeitrag

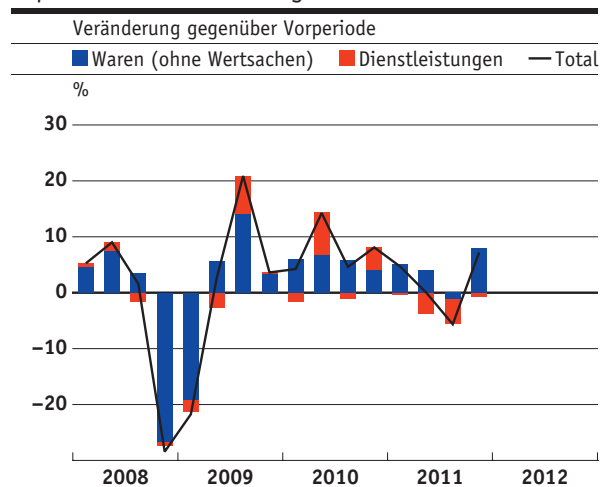
Die inländische Endnachfrage legte zum Jahresende deutlich zu (Grafik 3.5 und Tabelle 3.1). Bruttoanlageinvestitionen und Konsum trugen zum BIP-Wachstum bei. Dem stand jedoch ein stark negativer Lagerbeitrag gegenüber.

Grafik 3.3
Importe: Wachstumsbeiträge



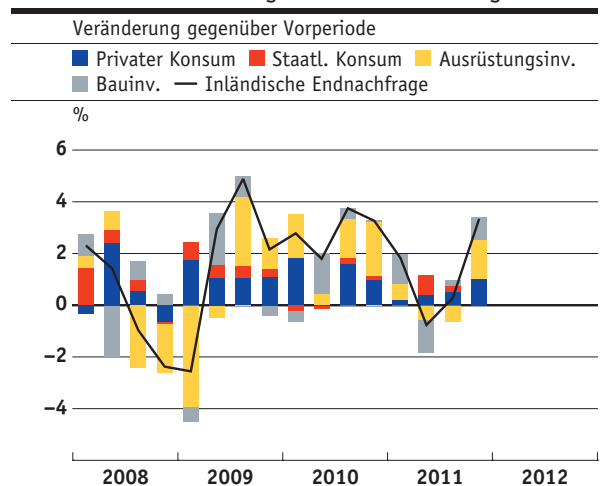
Quelle: SECO

Grafik 3.4
Exporte: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Grafik 3.5
Inländische Endnachfrage: Wachstumsbeiträge



Quelle: SECO

Reales BIP und Komponenten

Tabelle 3.1

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

	2008	2009	2010	2011	2010				2011			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	1,4	1,4	1,7	1,0	2,8	0,0	2,4	1,5	0,3	0,6	0,8	1,6
Staatlicher Konsum	2,7	3,3	0,8	1,7	-1,5	-1,2	2,0	1,2	-0,2	6,4	2,0	-0,2
Anlageinvestitionen	0,5	-4,9	7,5	3,9	5,3	8,6	8,4	9,3	7,4	-7,8	-1,9	10,3
Bau	0,0	3,0	3,5	2,5	-4,2	15,5	3,9	0,7	10,8	-11,7	2,1	8,0
Ausrüstungen	0,8	-10,8	10,9	5,1	13,7	3,4	12,2	16,7	4,9	-4,4	-5,1	12,2
Inländische Endnachfrage	1,3	0,1	2,9	1,7	2,8	1,8	3,7	3,3	1,8	-0,8	0,3	3,3
Inlandnachfrage	0,5	0,6	1,5	0,9	4,8	2,4	6,7	-4,6	2,3	0,1	5,4	-6,0
Exporte total	3,1	-8,6	8,4	3,4	9,3	11,3	1,1	8,9	5,3	0,3	-5,1	4,7
Waren ¹	2,1	-11,1	9,4	6,2	8,9	9,7	8,6	6,0	7,4	5,9	-1,6	11,6
Dienstleistungen	4,3	-1,7	5,4	-1,5	-4,9	24,6	-3,3	12,7	-1,1	-12,0	-14,4	-2,6
Gesamtnachfrage	1,5	-3,0	4,0	1,9	6,5	5,7	4,5	0,4	3,4	0,2	1,3	-2,0
Importe total	0,3	-5,5	7,3	1,9	15,3	13,1	7,9	-4,2	8,1	-3,4	1,5	-7,5
Waren ¹	-1,0	-8,5	10,8	2,3	19,5	23,1	4,0	1,6	3,4	-4,4	2,9	-1,4
Dienstleistungen	4,1	7,4	-1,9	3,0	-20,7	16,4	6,2	-7,2	12,0	-1,9	1,2	0,7
BIP	2,1	-1,9	2,7	1,9	3,1	2,8	3,1	2,3	1,4	1,7	1,2	0,4

¹ Waren: Ohne Wertsachen (Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten)
Quelle: SECO

Nach den deutlichen Rückgängen in den Vorquartalen nahmen die Ausrüstungsinvestitionen im vierten Quartal 2011 mit 12,2% stark zu. Auch die Bauinvestitionen legten im vierten Quartal deutlich zu (+8,0%). Insbesondere der Wohnbau verzeichnete erneut einen kräftigen Zuwachs. Die hohe Anzahl der in den letzten Quartalen neu bewilligten Wohnungen deutet darauf hin, dass die Wohnbauaktivität rege bleiben dürfte. Der Tiefbau profitierte weiterhin von einer starken Nachfrage nach Infrastrukturprojekten. Der Geschäftsbau entwickelte sich hingegen weiter schwach.

Nachdem der private Konsum in den vergangenen Quartalen nur geringfügig zugelegt hatte, stieg er im vierten Quartal mit 1,6% deutlich an. Begünstigt wurden die privaten Konsumausgaben durch die Preisnachlässe in vielen Segmenten. Positive Effekte gingen vor allem von den Bereichen Nahrung und Wohnen aus. Auch die Neuzulassungen von Fahrzeugen stiegen kontinuierlich an und erreichten zum Jahresende 2011 den höchsten Stand seit 1990.

3.2 Arbeitsmarkt

Weiterhin robustes Beschäftigungswachstum

Trotz der nachlassenden Produktionsdynamik ist das Beschäftigungswachstum im vierten Quartal stabil geblieben. Die Voll- und Teilzeitbeschäftigung stieg um 0,9% an. In vollzeitäquivalenten Stellen ausgedrückt nahm die Beschäftigung um 1,3% zu (Grafik 3.6).

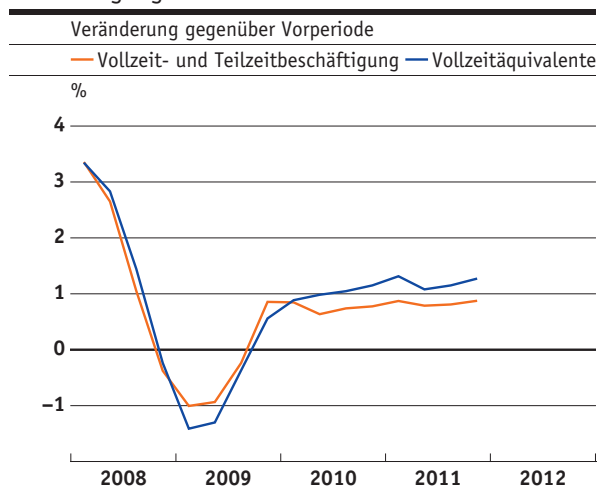
Weiterhin robust entwickelte sich die Beschäftigung im Bausektor. In der verarbeitenden Industrie liess die positive Beschäftigungsdynamik nur leicht nach. Allerdings liegt hier die Stellenanzahl immer noch deutlich unterhalb des Vorkrisenniveaus vom Sommer 2008. Im Dienstleistungssektor insgesamt blieb die Beschäftigungsentwicklung günstig. Nur in den Bereichen Gastgewerbe, Detailhandel und Finanzdienstleistungen wurden Stellen abgebaut.

Begrenzter Anstieg der Arbeitslosigkeit

Zwischen November und Februar nahm die Arbeitslosigkeit leicht zu. Die Zahl der bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen stieg saisonbereinigt um rund 2000 Personen an, was einem Anstieg der Arbeitslosenquote von 3,0% auf 3,1% entspricht (Grafik 3.7). Dagegen lag die Quote der Stellensuchenden im gleichen Zeitraum unverändert bei 4,4%.

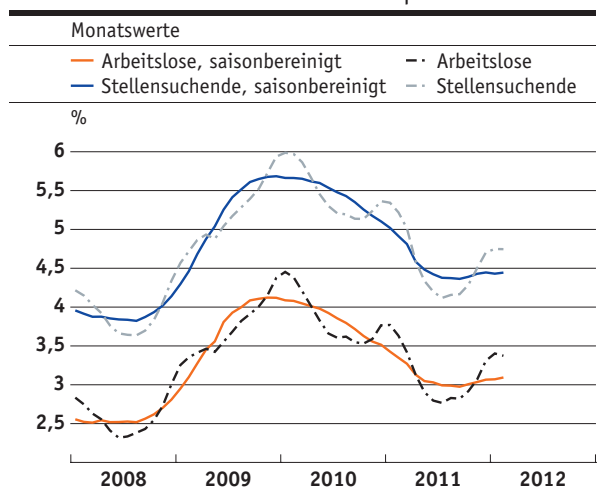
Auch bei der Kurzarbeit gab es keine bedeutende Veränderung. Sie blieb bis Dezember 2011 auf einem tiefen Niveau (Grafik 3.8).

Grafik 3.6
Beschäftigung



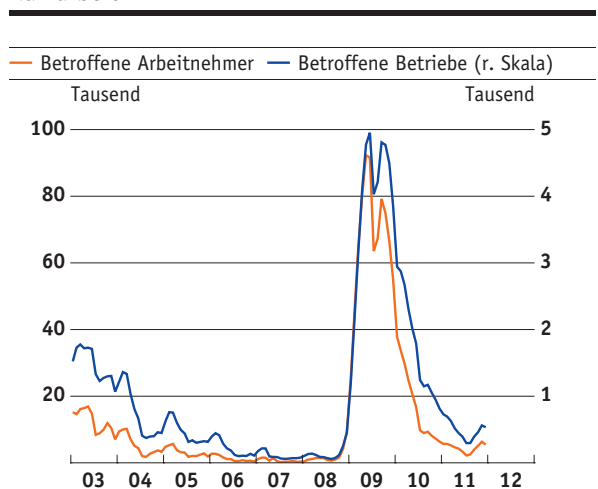
Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.7
Arbeitslosen- und Stellensuchendenquoten



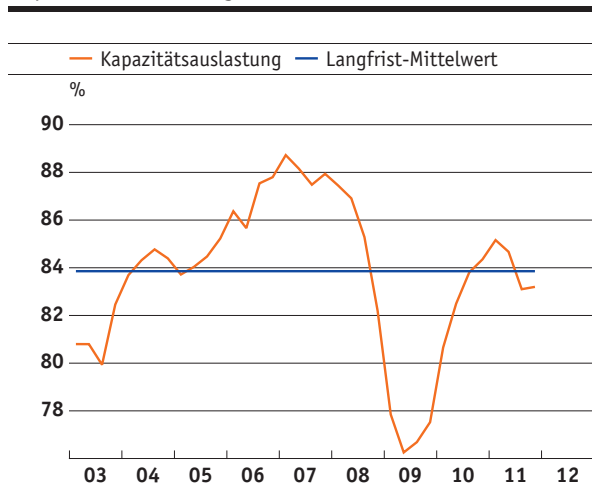
Bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in % der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quelle: SECO

Grafik 3.8
Kurzarbeit



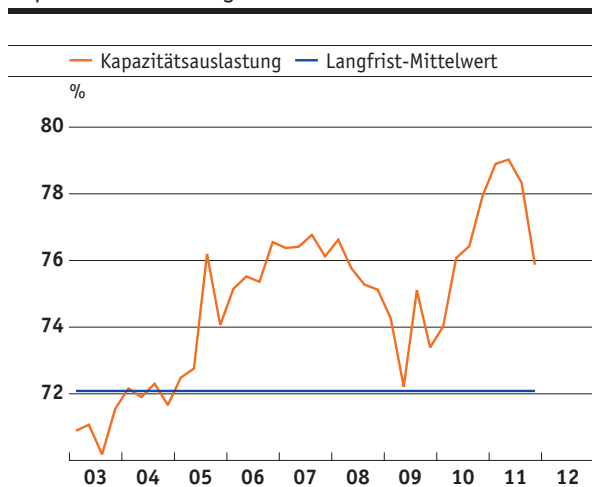
Quelle: SECO

Grafik 3.9
Kapazitätsauslastung Industrie



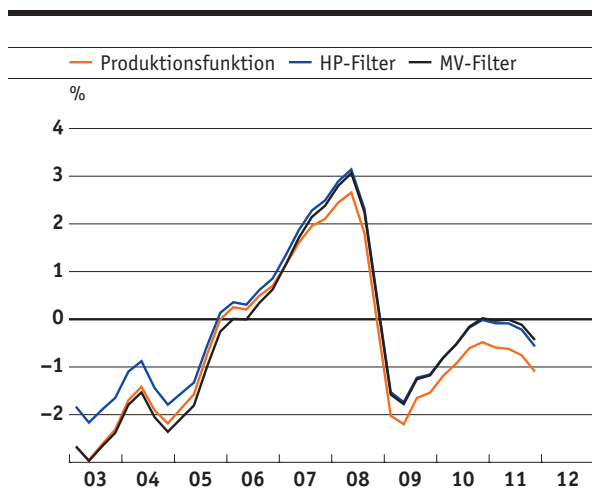
Quelle: KOF Konjunkturforschungsstelle (KOF/ETH)

Grafik 3.10
Kapazitätsauslastung Bau



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.11
Produktionslücke



Quelle: SNB

3.3 Kapazitätsauslastung

Auslastung der Kapazitäten stabilisiert sich

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie stabilisierte sich im vierten Quartal. Gemäss Umfrage der KOF lag sie mit 83,2% weiterhin leicht unter ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.9).

Im Bausektor ging der Nutzungsgrad der Maschinen im vierten Quartal zwar spürbar zurück, war aber mit 75,9% immer noch deutlich überdurchschnittlich (Grafik 3.10). Entsprechend klagten weiterhin viele der befragten Firmen über Engpässe bei Maschinen- und Gerätekapazitäten sowie einen Mangel an Arbeitskräften. Die Firmen im Dienstleistungssektor waren im vierten Quartal normal ausgelastet. Bei den Hotels und Restaurants ist der Auslastungsgrad sogar wieder zum langfristigen Mittelwert angestiegen, was bei anhaltend rückläufiger Wertschöpfung auf einen Abbau der Kapazitäten hindeuten könnte.

Leichte Ausweitung der Produktionslücke

Wie gut die Produktionsfaktoren einer Volkswirtschaft ausgelastet sind, zeigt die Produktionslücke, die als prozentuale Abweichung des BIP vom geschätzten gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzial berechnet wird.

Die negative Produktionslücke hat sich im vierten Quartal weiter geöffnet. Das anhand des Produktionsfunktionsansatzes geschätzte Produktionspotenzial deutet darauf hin, dass die Produktionslücke im vierten Quartal bei -1,1% lag (Grafik 3.11). Gemäss anderen Schätzmethode (Hodrick-Prescott-Filter und multivariater Filter) fiel die Produktionslücke geringer aus (-0,6% und -0,4%).

Die verschiedenen Schätzungen spiegeln die unterschiedlichen Ansätze zur Berechnung des Produktionspotenzials wider. Der Produktionsfunktionsansatz zieht die Arbeitsmarktsituation und den Kapitalstock der Volkswirtschaft in Betracht. Da sich vor allem das Arbeitspotenzial in den letzten Jahren – auch aufgrund der Zuwanderung – stetig erhöhte, ist die auf dieser Methode beruhende Schätzung des Produktionspotenzials höher als das mit statistischen Filtern geschätzte Potenzial. Entsprechend ist die mit dem Produktionsfunktionsansatz berechnete Produktionslücke grösser.

3.4 Realwirtschaftliche Aussichten

Die wirtschaftlichen Aussichten für die Schweiz haben sich zuletzt etwas aufgehellt. Die jüngsten Umfrageergebnisse deuten auf eine Stabilisierung der Lage hin. In die gleiche Richtung zeigt die günstige Entwicklung bei den Warenexporten und bei den Detailhandelsumsätzen im Januar. Die Widerstandsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft ist mit Sicherheit auch der Einführung des Euro-Franken-Mindestkurses zu verdanken. Sie hat die extreme Aufwertung reduziert und den Wirtschaftsakteuren eine gewisse Planungssicherheit gegeben.

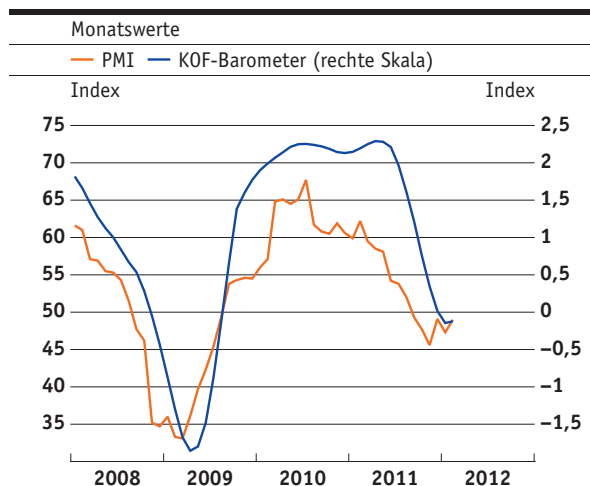
Dennoch bleibt der hoch bewertete Franken eine Belastung. Viele Unternehmen sind mit sinkenden Preisen konfrontiert, was ihre nominalen Umsätze reduziert. Insbesondere bei Unternehmen, die eine hohe Fertigungstiefe in der Schweiz haben, sind die Gewinnmargen unter Druck. Erschwerend kommen die verhaltenen Perspektiven für die Auslandskonjunktur und die andauernde Unsicherheit über den Ausgang der europäischen Staatsschuldenkrise hinzu. Damit dürfte sich die Investitionsbereitschaft in Grenzen halten.

Gleichzeitig wirken sich binnenwirtschaftliche Faktoren wie das niedrige Zinsniveau weiterhin günstig aus. Die Binnennachfrage wird ausserdem von der nach wie vor starken Zuwanderung gestützt. Von diesen Faktoren dürften sowohl die Bauwirtschaft wie auch verschiedene Dienstleistungsbranchen profitieren.

Die SNB geht davon aus, dass die Schweizer Wirtschaft auch im ersten Quartal ein positives Wachstum aufweisen wird. Für das Gesamtjahr 2012 rechnet die SNB mit einem BIP-Wachstum von gegen 1%. Die mässige Konjunkturdynamik dürfte zu einem moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit im Laufe der nächsten Quartale führen. Die Produktionslücke wird negativ bleiben.

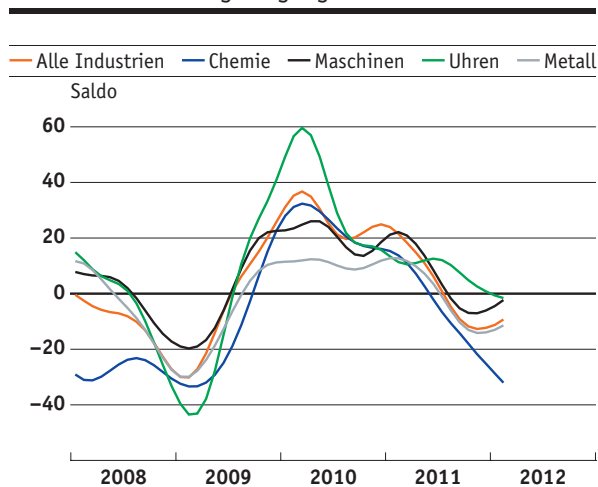
Solange keine nachhaltige Lösung für die europäische Staatsschuldenkrise umgesetzt ist, bleibt jedoch der Ausblick mit grosser Unsicherheit behaftet.

Grafik 3.12
Vorlaufende Indikatoren



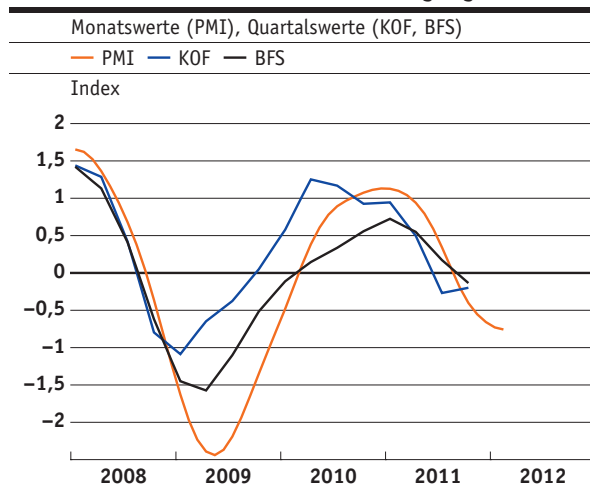
Quellen: Credit Suisse, KOF/ETH

Grafik 3.13
Erwartete Bestellungseingänge



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.14
Vorlaufende Indikatoren der Beschäftigung



Quellen: BFS, Credit Suisse, KOF/ETH

4 Preise und Inflationserwartungen

Die Teuerungsentwicklung wird weiterhin durch die starke Aufwertung des Frankens im vergangenen Jahr beeinflusst. Zwar sind die Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) und die Konsumentenpreise in den letzten Monaten nicht mehr weiter gesunken. Sowohl die Konsumenten- als auch die Gesamtangebotspreise liegen jedoch nach wie vor tiefer als vor Jahresfrist.

Umfragen zu den Inflationserwartungen zeigen, dass kurzfristig weitgehend mit einem unveränderten Preisniveau gerechnet wird. Über einen mittelfristigen Horizont befinden sich die Inflationserwartungen nach wie vor im niedrigen positiven Bereich.

4.1 Konsumentenpreise

Weiterer Rückgang der LIK-Teuerung

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuering ist in den letzten Monaten weiter gefallen. Sie betrug im Februar $-0,9\%$, nach $-0,5\%$ im November (Tabelle 4.1). Die Verlaufsteuering zeigt jedoch keine Beschleunigung des Preisrückgangs an. Vielmehr kam der Rückgang des Preisniveaus, der im Juni 2011 begonnen hat, zum Stillstand.

Die negative Jahresteueringrate ist vor allem auf die Entwicklung der Preise ausländischer Güter zurückzuführen. Unter dem Einfluss der starken Aufwertung des Frankens gingen diese bis Januar 2012 deutlich zurück. Im Februar stiegen sie gegenüber dem Vormonat wieder leicht an. Innert Jahresfrist sanken die Preise ausländischer Güter um $3,4\%$, obwohl sich die Erdölprodukte verteuerten (Grafik 4.1).

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 4.1

	2011					2012		
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar
LIK total	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,5	-0,7	-0,8	-0,9
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,6	0,6	0,6	0,7	0,3	0,2	0,1	0,0
Waren	-1,3	-1,0	-1,0	-1,1	-2,1	-2,1	-2,4	-2,3
Dienstleistungen	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,8	0,6	0,8	0,9	0,9	0,8	0,6	0,8
Mieten	1,3	1,5	1,3	1,3	1,2	1,1	1,1	0,7
öffentliche Dienstleistungen	1,8	2,0	1,8	1,8	1,4	0,9	0,6	0,6
Ausländische Waren und Dienstleistungen	-0,7	0,5	-0,3	-0,4	-2,6	-3,3	-3,2	-3,4
ohne Erdölprodukte	-2,5	-1,3	-1,9	-1,8	-5,0	-5,7	-5,3	-5,3
Erdölprodukte	9,3	10,5	8,9	7,5	10,5	10,0	8,1	6,2

Quellen: BFS, SNB

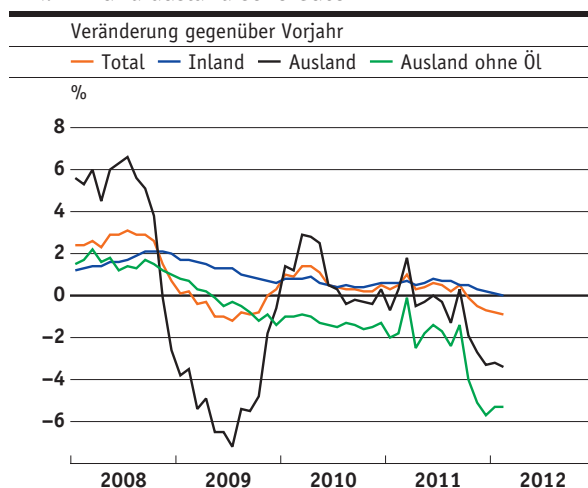
Bei den Preisen inländischer Güter ist weiterhin ein deutlicher Unterschied zwischen Waren und Dienstleistungen feststellbar (Grafik 4.2). Die Preise der inländischen Waren sind seit November leicht gesunken und lagen im Februar klar tiefer als vor einem Jahr. Demgegenüber registrieren die inländischen Dienstleistungen weiterhin steigende Preise. Vor dem Hintergrund der Senkung des Referenzzinssatzes im Dezember 2011 stiegen die Mieten zwischen November und Februar jedoch weniger stark als im gleichen Zeitraum vor einem Jahr, so dass sich die Mietteuerung auf Vorjahresbasis von 1,1% im November auf 0,7% im Februar verringerte.

Aussergewöhnlich tiefe Kernteuerung

Für die Einschätzung des Teuerungstrends können die Kerninflationsrate des BFS (BFS1) sowie der getrimmte Mittelwert (TM15) und die Dynamic-Factor-Inflation (DFI), die beide von der SNB berechnet werden, herangezogen werden. Alle drei zeigen im Februar eine tiefere Kernteuerung an als vor drei Monaten (Grafik 4.3). Der TM15 fiel im Februar erstmals seit Beginn der Berechnungen im Jahr 1978 in den negativen Bereich (-0,1%). Noch tiefer lag mit -1,2% die BFS1, während sich die DFI mit 0,5% im positiven Bereich bewegte. Die DFI beruht anders als TM15 und BFS1 nicht auf einem reduzierten Warenkorb des LIK, sondern berechnet die Kernteuerung mit Hilfe eines empirisch geschätzten dynamischen Faktormodells, das neben Preisdaten eine grosse Anzahl weiterer nominaler und realer Wirtschaftsdaten berücksichtigt.

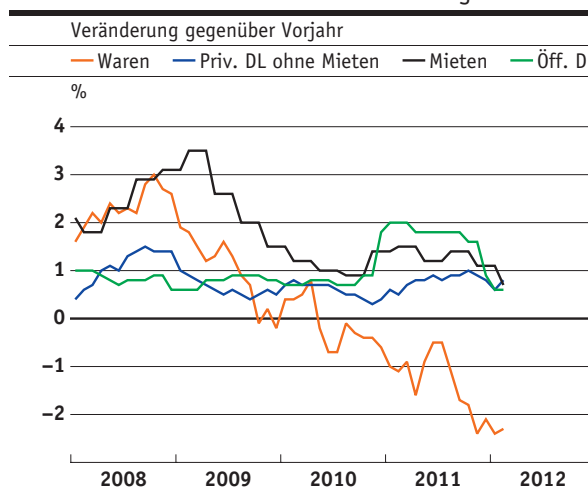
Auffallend ist zurzeit die grosse Differenz zwischen den beiden auf einem reduzierten LIK-Warenkorb basierenden Kerninflationsraten. Der Unterschied zwischen TM15 und BFS1 beruht darauf, dass die BFS1 immer die gleichen Güter unberücksichtigt lässt (frische und saisonale Produkte, Energie und Treibstoffe), während beim TM15 in jedem Monat die Güter mit den extremsten Preisveränderungen über die letzten zwölf Monate (je 15% auf beiden Seiten der Verteilung) ausgeklammert werden. Die BFS1 wird deshalb oft stärker als der TM15 durch extreme Preisbewegungen einzelner Produkte beeinflusst. Im Anschluss an die starke Frankenaufwertung im ersten Halbjahr 2011 hat dies dazu geführt, dass die BFS1 nicht nur deutlich stärker als der TM15, sondern sogar stärker als die LIK-Jahresteuerung gesunken ist. Der TM15 dürfte den Teuerungstrend zurzeit besser widerspiegeln als die BFS1.

Grafik 4.1
LIK: In- und ausländische Güter



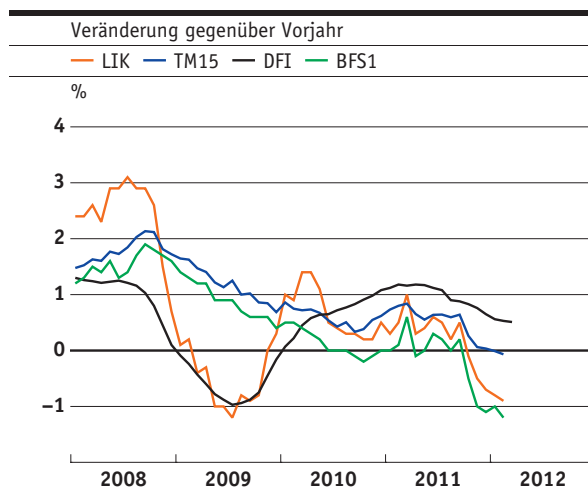
Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.2
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.3
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

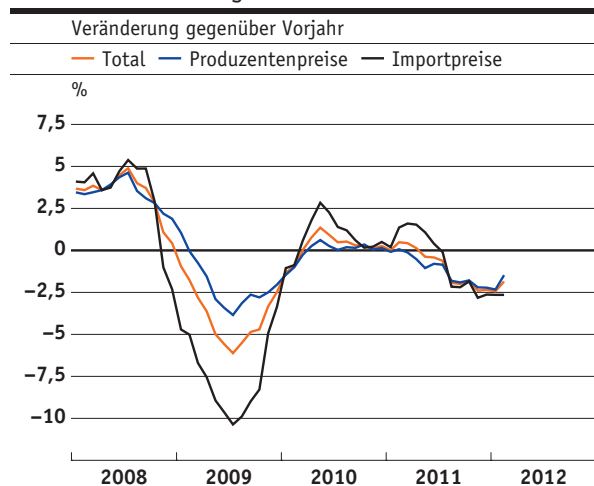
4.2 Produzenten- und Importpreise

Leicht steigende Preise des Gesamtangebots

Seit November sind die Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) leicht angestiegen. Da vor allem die Importpreise gewöhnlich rasch auf Währungsbewegungen reagieren, dürfte dies ein Hinweis dafür sein, dass die teuerungsdämpfenden Wirkungen der Aufwertung des Francs allmählich auslaufen. Grafik 4.4 zeigt, dass sich die Vorjahresteuern doch weiter im negativen Bereich bewegt, was in erster Linie den im zweiten Halbjahr 2011 registrierten starken Rückgang der Gesamtangebotspreise widerspiegelt.

Nach Verwendungszweck gegliedert waren Preisreduktionen bei den Gebrauchsgütern und den land- und forstwirtschaftlichen Produkten zu verzeichnen. Die Preisindizes der übrigen Kategorien stiegen hingegen an, teilweise sogar deutlich.

Grafik 4.4
Preise des Gesamtangebots



4.3 Immobilienpreise

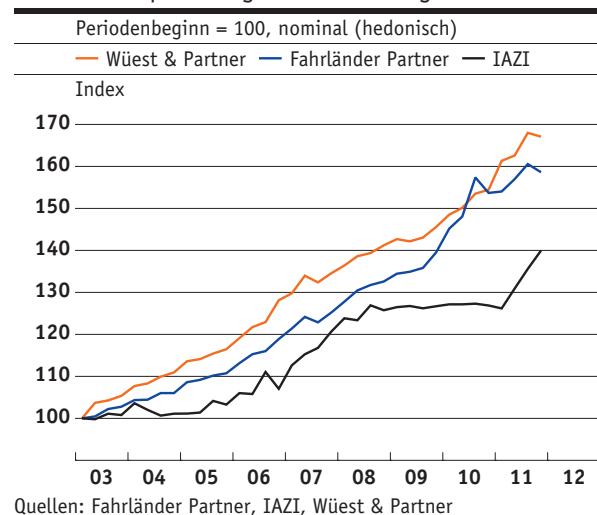
Uneinheitliche Entwicklung der verschiedenen Indizes im vierten Quartal

Die Entwicklung der Immobilienpreise verlief im vierten Quartal uneinheitlich. Einerseits legten die Preise der in Zeitungen und im Internet angebotenen Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser erneut deutlich zu. Andererseits stiegen die von Wüest & Partner erfassten Transaktionspreise für Einfamilienhäuser nur moderat und die Transaktionspreise für Eigentumswohnungen waren sogar leicht rückläufig (Grafik 4.5).

Während die verschiedenen Indizes ein uneinheitliches Bild der Entwicklung im vierten Quartal zeichnen, zeigen sie alle deutlich, dass die Preise von Wohnimmobilien über mehrere Jahre betrachtet massiv gestiegen sind. Dies gilt insbesondere für Eigentumswohnungen, deren Preise in den letzten zehn Jahren je nach Index um 50%–70% gestiegen sind, was deutlich über dem im gleichen Zeitraum registrierten Anstieg der Konsumentenpreise oder des nominalen Pro-Kopf-Einkommens liegt.

Die Wohnungsmieten sind im vierten Quartal erneut nur leicht angestiegen. Dies gilt allerdings nur für die Mieten aus bestehenden Mietverhältnissen (Bestandsmieten). Der Anstieg der Mieterhöhung bei den am Markt angebotenen Wohnungen (Angebotsmieten) setzte sich fort (Grafik 4.6).

Grafik 4.5
Transaktionspreise Eigentumswohnungen



Die Bestandsmieten sind gesetzlich an den hypothekarischen Referenzzinssatz gebunden, der seit 2008 um 1 Prozentpunkt gefallen ist. Solange der Referenzzinssatz nicht ansteigt, dürfte auch die Teuerung der Bestandsmieten niedrig bleiben.

4.4 Inflationserwartungen

Weiterhin tiefe Inflationserwartungen

Die Ergebnisse aus Haushalts- und Expertenbefragungen zur erwarteten Entwicklung der Preise und Teuerungsraten deuten weiterhin auf tiefe Inflationserwartungen hin.

Die quartalsweise durchgeführte Haushaltsumfrage des SECO zeigt, dass im Januar knapp die Hälfte der Befragten über die nächsten zwölf Monate unveränderte Preise erwartete (Grafik 4.7). Rund ein Fünftel erwartete sinkende und das restliche Drittel steigende Preise. Der Anteil der Befragten, die mit unveränderten Preisen rechneten, nahm zum dritten Mal in Folge zu. Dafür erwarteten weniger Befragte sinkende Preise. Drei Monate zuvor hatte deren Anteil, wohl aufgrund der Frankenstärke, noch deutlich zugenommen.

Gemäss dem monatlich publizierten Credit Suisse ZEW Finanzmarktreport rechneten die befragten Finanzmarktexperten im Februar – wie bereits im Dezember und Januar – überwiegend mit

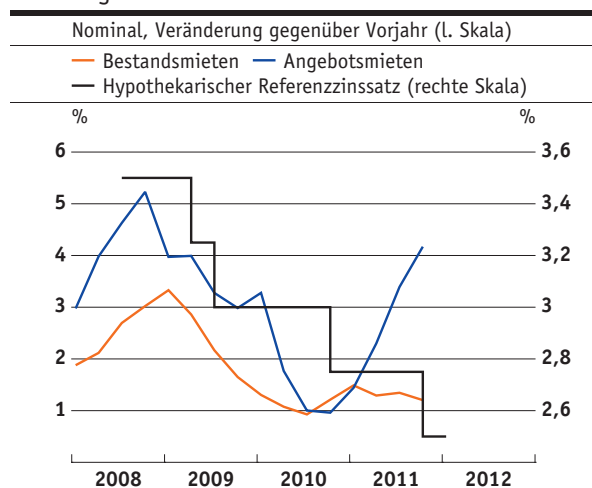
unveränderten Teuerungsraten in den nächsten sechs Monaten (69%). Diejenigen, die steigende oder fallende Teuerungsraten erwarten, hielten sich genau die Waage.

Weitere Umfragen liefern Informationen zu den quantitativen Teuerungserwartungen. Aus den im Januar und Februar geführten Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte geht hervor, dass die befragten Unternehmen auf sechs bis zwölf Monate mit einer Jahresteuerrate von durchschnittlich 0,2% rechneten, gegenüber 0,4% im Vorquartal. Höher liegen die von Deloitte ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen. Die an der Umfrage teilnehmenden CFO und Leiter Finanzwesen von Unternehmen mit Sitz in der Schweiz erwarteten im vierten Quartal, dass die Jahresteuerrate in zwei Jahren 1,6% betragen wird.

Unveränderte Einkaufspreise auf Produzentenstufe erwartet

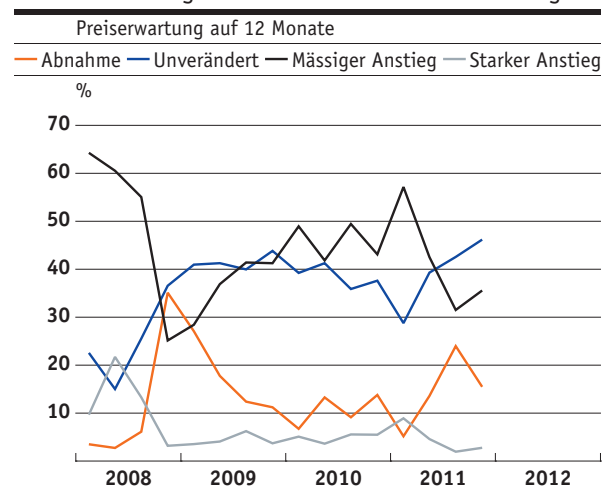
Die von der KOF befragten Unternehmen aus Grosshandel und Industrie erwarteten im Januar auf drei Monate tendenziell stabile Einkaufspreise und fallende Verkaufspreise. Im Oktober waren sie noch überwiegend von fallenden Einkaufs- und Verkaufspreisen ausgegangen. Die Ergebnisse der KOF-Umfrage zu den Einkaufspreisen deuten somit darauf hin, dass der Rückgang des Preisniveaus sich in der nächsten Zeit weiter verlangsamten sollte.

Grafik 4.6
Wohnungsmieten und Referenzzinssatz



Quellen: BFS, Bundesamt für Wohnungswesen (BWO), Wüest & Partner

Grafik 4.7
Haushaltsumfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Quellen: SECO, SNB

5 Monetäre Entwicklung

Die SNB hat seit September 2011 den angekündigten Mindestkurs gegenüber dem Euro konsequent durchgesetzt. Dennoch bleibt der Franken nach wie vor hoch bewertet, zumal er sich seit der Lagebeurteilung im Dezember sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar leicht aufgewertet hat.

Die Zinssätze blieben im laufenden Quartal über alle Laufzeiten sehr niedrig. Der leichte Anstieg des 3M-Libors reflektiert eine gewisse Normalisierung der Verhältnisse am Interbanken-Geldmarkt und keine geldpolitische Straffung. Im Einklang mit dieser Entwicklung steht, dass die Zinsfutures seit kurzem nicht mehr negative Zinsen voraussagen.

Trotz eines leichten Rückgangs der Giroguthaben bei der SNB bleibt die Notenbankgeldmenge auf einem historisch hohen Niveau. Auch die breiten Geldaggregate wuchsen kräftig. Der hoch bewertete Franken und die negative Produktionslücke verhindern jedoch, dass sich das Geldmengenwachstum inflationär auswirkt.

Das Kreditwachstum schwächte sich im vierten Quartal 2011 leicht ab, blieb aber robust. Das schwächere Kreditwachstum war auf eine Stagnation der übrigen Kredite zurückzuführen, während das Wachstum der Hypotheken weiter anzog. Insgesamt sind keine Anzeichen für eine Einschränkung der Kredite an Firmen zu erkennen. Aufgrund des ungebrochenen Kreditwachstums steigen aber die Risiken für die Finanzstabilität.

5.1 Geldpolitische Massnahmen seit der letzten Lagebeurteilung

Fortsetzung der im September 2011 angekündigten Geldpolitik

Die SNB setzte in den letzten Monaten die am 6. September 2011 angekündigte und an den Lagebeurteilungen von Mitte September und Mitte Dezember 2011 bekräftigte Geldpolitik fort. Am 6. September hatte die SNB einen Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro festgelegt. Bereits im August hatte sie das Zielband für den 3M-Libor auf 0%–0,25% verengt.

Weiterhin hohe Sichtguthaben bei der SNB

Die Sichtguthaben bei der SNB bewegten sich weiter auf hohem Niveau, nachdem sie im August und September 2011 stark gestiegen waren. Zwischen den Lagebeurteilungen von Mitte Dezember 2011 und Mitte März 2012 betragen sie durchschnittlich 218,8 Mrd. Franken. Davon entfielen 170,9 Mrd. Franken auf Giroguthaben inländischer Banken und die restlichen 47,9 Mrd. Franken auf übrige Guthaben auf Sicht. In der Woche zum 9. März 2012 (letzte Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte März) wurden mit 217,3 Mrd. Franken praktisch gleich hohe Sichtguthaben ausgewiesen wie im Durchschnitt seit der Lagebeurteilung im Dezember.

Liquiditätszuführende Offenmarktoperationen

Die SNB tätigte seit der Lagebeurteilung im Dezember regelmässig liquiditätszuführende Repogeschäfte mit einer Laufzeit von einer Woche. Im Dezember stellte sie zudem in regelmässigen Abständen Liquidität mit längeren Laufzeiten zur Verfügung. So wurden im Hinblick auf das Jahresende Repogeschäfte mit einer Laufzeit von einem Monat abgeschlossen. Die SNB tätigte zudem in unregelmässigen Abständen Devisenswaps, um temporär Frankenliquidität zu schaffen. Bei einem Devisenswap kauft die SNB mit einem Kassageschäft Fremdwährungen gegen Franken, die gleichzeitig auf Termin wieder verkauft werden.

Zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung im Dezember 2011 waren SNB-Bills im Umfang von 18,6 Mrd. Franken ausstehend. Seither sind SNB-Bills im Umfang von rund 11,3 Mrd. Franken zur Rückzahlung fällig geworden.

Gestiegene Überschussreserven der Banken

Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. November 2011 und dem 19. Februar 2012 durchschnittlich 11,7 Mrd. Franken und sind somit gegenüber der Vorperiode (20. August 2011 bis 19. November 2011) um rund 1 Mrd. Franken gestiegen. Die Banken übertrafen das Erfordernis im Durchschnitt um rund 169,3 Mrd. Franken (Vorperiode: 188,8 Mrd.). Der durchschnittliche Erfüllungsgrad nahm von 1859% auf 1547% ab.

5.2 Geld- und Kapitalmarktzinsen

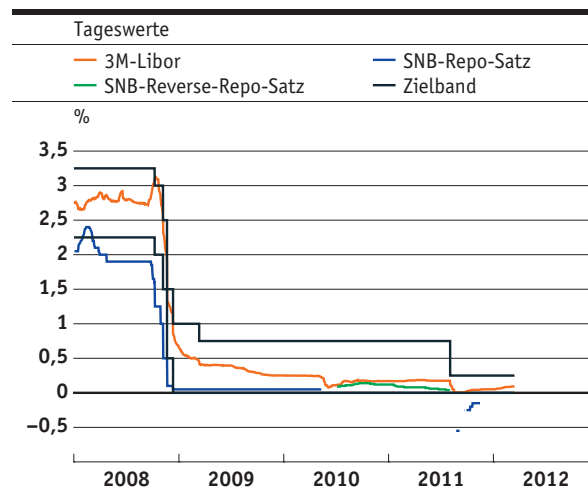
Die Geldmarktzinssätze lagen in den letzten Monaten weiterhin nahe bei null, wiesen aber eine leicht steigende Tendenz auf. Der 3M-Libor stieg von 0,05% zur Zeit der Lagebeurteilung im Dezember 2011 auf 0,10% per Mitte März 2012 (Grafik 5.1). Ein Anstieg lässt sich auch bei den Libor-Zinssätzen für andere Laufzeiten beobachten.

Der leichte Anstieg des 3M-Libors reflektiert eine gewisse Normalisierung am Geldmarkt, nachdem die ausserordentliche Liquiditätsausweitung im Sommer 2011 zu ungewöhnlich niedrigen Zinsen geführt hatte.

Langfristige Zinssätze weiter auf historisch tiefen Niveaus

Die gedämpften Konjunkturaussichten und die Schuldenkrise in Europa sorgen dafür, dass die Zinserwartungen tief sind und sichere Anlagen wie Schweizer Bundesobligationen attraktiv bleiben. Die Renditen mittel- und langfristiger Bundesobligationen erreichten vor diesem Hintergrund neue historische Tiefststände. Mitte März lag die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen bei 0,8%.

Grafik 5.1
Geldmarktsätze



Quellen: Bloomberg, Reuters, SNB

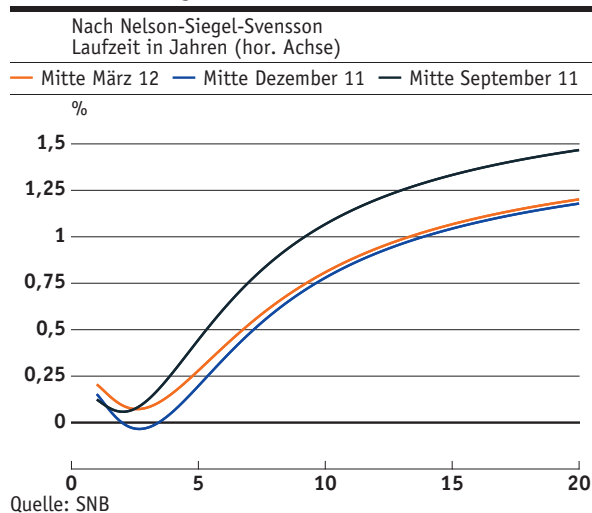
Weitere Abflachung der Renditekurve

Der leichte Anstieg der kurzfristigen Zinsen führte zu einer Abflachung der Renditekurve (Grafik 5.2). Die Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Bundesobligationen und dem 3M-Libor verringerte sich von 0,8 Prozentpunkten Mitte Dezember auf 0,7% Prozentpunkte Mitte März.

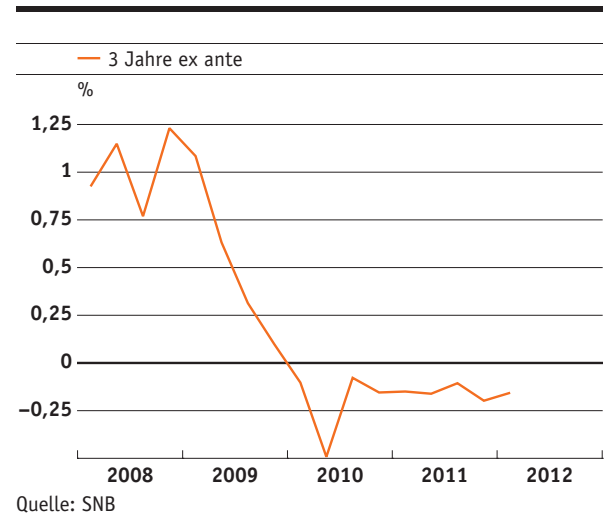
Realzinsen unverändert tief

Die geschätzten Realzinsen auf drei Jahre liegen zurzeit bei -0,1% und sind damit im Vergleich zum Wert von Mitte Dezember 2011 praktisch unverändert geblieben (Grafik 5.3). Die Berechnung der Realzinsen basiert auf den dreijährigen Renditen von Bundesobligationen und den auf den Inflationsprognosen verschiedener SNB-Modelle beruhenden, geschätzten Inflationserwartungen.

Grafik 5.2
Zinsstruktur eidgenössischer Anleihen



Grafik 5.3
Geschätzter Realzinssatz



5.3 Wechselkurse

Leichte Aufwertung des Frankens

Der Franken ist seit der Lagebeurteilung im Dezember etwas stärker geworden (Grafik 5.4). Mitte März kostete ein Euro 1.21 Franken, verglichen mit 1.23 Mitte Dezember. Der Frankenkurs des US-Dollars fiel über den gleichen Zeitraum von 0.94 auf 0.93. Damit wertete auch der exportgewichtete nominale Wechselkurs seit Dezember leicht auf.

Monetäre Bedingungen durch Wechselkursbewegungen geprägt

Da sich der 3M-Libor nur wenig verändert hat, wird der MCI zurzeit vor allem von Bewegungen des Wechselkurses bestimmt. Der positive Wert des MCI im März gibt an, dass die monetären Bedingungen seit der letzten Lagebeurteilung geringfügig weniger expansiv geworden sind (Grafik 5.5).

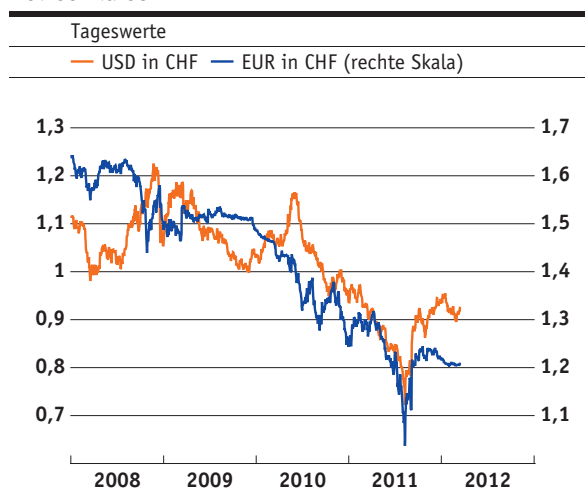
Der Monetary-Conditions-Index (MCI) kombiniert Veränderungen des 3M-Libors und des nominalen exportgewichteten Aussenwerts des Frankens. Um der Unsicherheit über die relativen Wirkungen von Veränderungen der Zinssätze und des Wechselkurses Rechnung zu tragen, wird der MCI mit zwei verschiedenen Gewichtungen (3:1 und 5:1) wiedergegeben. Der Index wird zum Zeitpunkt der jeweils letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt, so dass ein positiver Wert des MCI eine Straffung der monetären Bedingungen signalisiert.

Realer Aussenwert des Frankens weiterhin auf hohem Niveau

Der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens ist seit der Einführung des Mindestkurses stark zurückgegangen, befindet sich aber nach wie vor auf historisch hohem Niveau (Grafik 5.6). Im Zuge der leichten Aufwertung des Frankens im Januar stieg er wieder geringfügig an. Der reale Aussenwert des Frankens lag weiterhin deutlich über dem langjährigen Durchschnitt und überstieg auch den früheren Höchststand von 1995. Der Franken ist damit nach wie vor hoch bewertet.

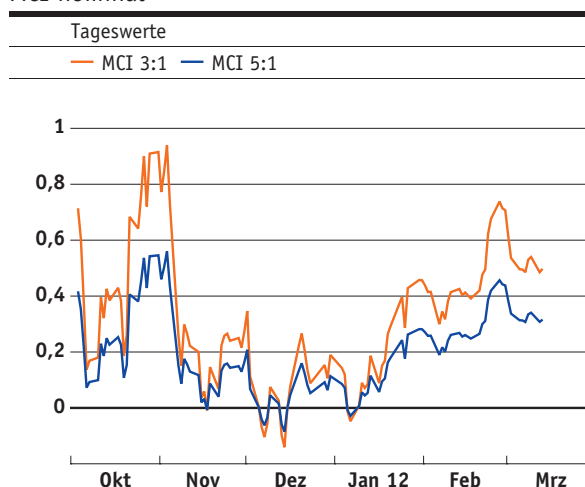
Trotz des hohen realen Aussenwertes des Frankens ist der Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz 2011 weiter angestiegen. Dieser Anstieg wurde im Wesentlichen durch die Kapitaleinkommen verursacht. Strukturelle Ursachen, wie die kapitalbasierte Altersvorsorge und der hohe Anteil internationaler Unternehmen, sorgen dafür, dass der Leistungsbilanzsaldo der Schweiz kaum einen Zusammenhang mit der Wechselkursentwicklung aufweist.

Grafik 5.4
Devisenkurse



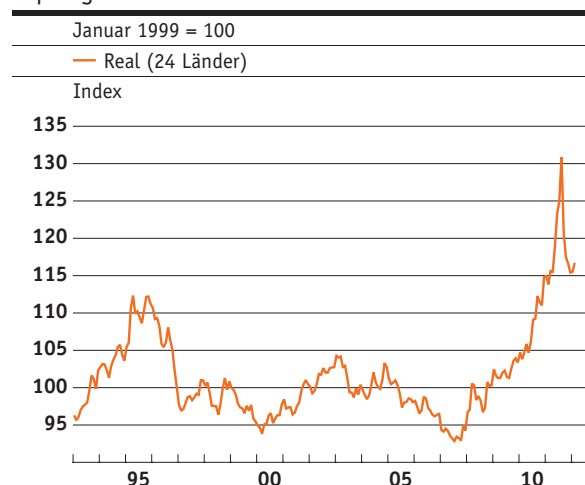
Quelle: SNB

Grafik 5.5
MCI nominal



Quelle: SNB

Grafik 5.6
Exportgewichteter Aussenwert des Frankens



Quelle: SNB

5.4 Aktienmarkt

Steigende Aktienkurse

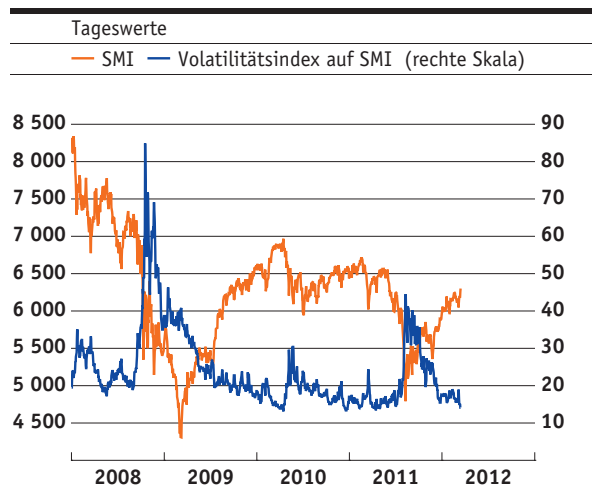
Die Aktienkurse haben sich seit der Lagebeurteilung im Dezember im Einklang mit der Entwicklung an den internationalen Aktienmärkten weiter erholt. Der SMI hat damit einen Grossteil seiner im Sommer 2011 erlittenen Verluste wieder wettgemacht. Er lag Mitte März aber immer noch tiefer als im Durchschnitt der ersten Jahreshälfte 2011 (Grafik 5.7).

Die Erholung von den im August erreichten Tiefständen erfolgte vor dem Hintergrund der zunehmenden Risikobereitschaft der Anleger. Der Index der auf 30 Tage erwarteten Volatilität des SMI war im Sommer 2011 deutlich angestiegen und bildete sich darauf wieder auf das Niveau der ersten Jahreshälfte 2011 zurück. Seit der Lagebeurteilung von Mitte Dezember hat sich der Index nur wenig verändert.

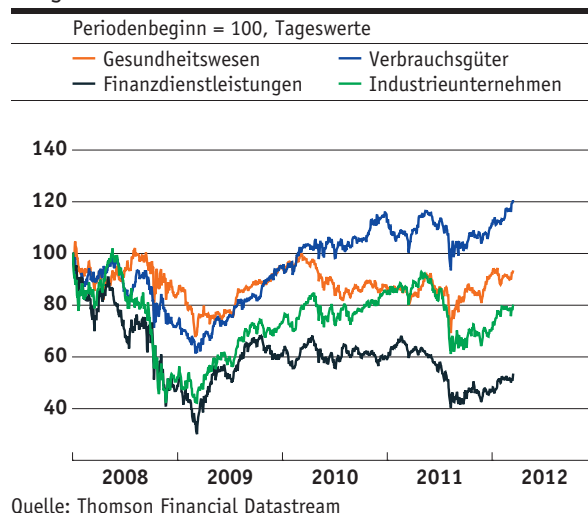
Industrie- und Finanztitel weiterhin tiefer als in der ersten Jahreshälfte 2011

Die sektorielle Gliederung des SPI zeigt, dass sich die Subindizes Industrie und Verbrauchsgüter in den letzten Monaten zügig erholten (Grafik 5.8). Während die Kurse der Industrieaktien sich noch unter dem Niveau der ersten Jahreshälfte bewegen, hat der Verbrauchsgütersektor dieses Niveau bereits wieder erreicht. Höher als in der ersten Jahreshälfte 2011 notieren die Aktien des Gesundheitssektors. Hingegen bewegen sich die Finanzwerte nach wie vor deutlich tiefer als damals.

Grafik 5.7
Aktienkurse und Volatilität



Grafik 5.8
Ausgewählte SPI-Sektoren

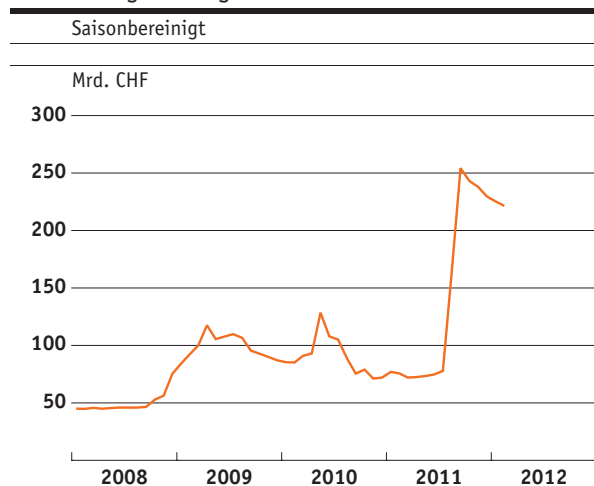


5.5 Geld- und Kreditaggregate

Notenbankgeldmenge auf historisch hohem Niveau

Die Notenbankgeldmenge, die sich aus dem Notenumlauf und den Giro Guthaben inländischer Banken bei der SNB zusammensetzt, nahm seit September leicht ab, blieb aber nahe dem historisch hohen Stand, den sie im Zuge der Massnahmen zur Ausdehnung der Liquidität im August und September erreicht hatte (Grafik 5.9). Im Februar betrug sie 222 Mrd. Franken, gegenüber 253 Mrd. Franken im September 2011 und rund 45 Mrd. Franken vor der Verschärfung der Finanz- und Wirtschaftskrise im Herbst 2008.

Grafik 5.9
Notenbankgeldmenge



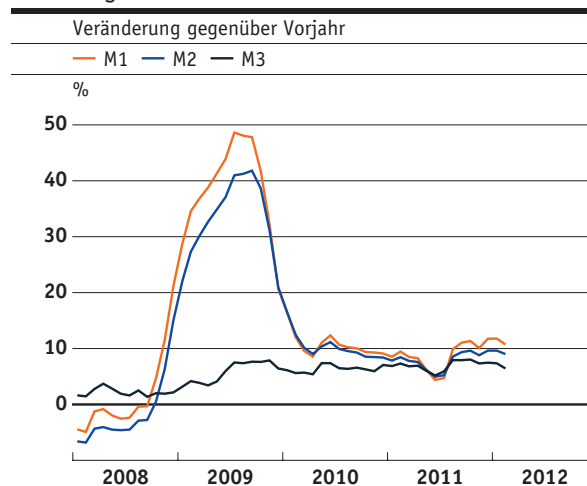
Quelle: SNB

Starkes Wachstum der weit definierten Geldaggregate

Die weit definierten Geldaggregate, die die Zahlungsmittel in den Händen der Haushalte und Unternehmen umfassen, wuchsen in den letzten Monaten weiter kräftig. Die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) lag im Februar 10,6% über ihrem Vorjahresstand, während M2 (M1 plus Spareinlagen) und M3 (M2 plus Termineinlagen) im gleichen Zeitraum um 8,9% bzw. 6,4% zulegten (Tabelle 5.1).

Die Geldmengen M1 und M2 hatten im Herbst 2008 aufgrund von Umlagerungen aus Termin- in Sicht und Spareinlagen deutlich zugenommen (Grafik 5.10). Seither sind alle drei weit definierten Geldaggregate stetig und weitgehend unabhängig von den grossen Fluktuationen der Notenbankgeldmenge gestiegen. Darin kommt zum Ausdruck, dass die Überschussreserven der Banken seit Ende 2008 sehr gross sind und die Geldschöpfung des Bankensystems durch die gesetzlichen Mindestreservevorschriften zurzeit nicht beeinträchtigt wird. Der stetige Anstieg der weit definierten Geldaggregate widerspiegelt im Wesentlichen die tiefen Zinssätze und die starke Kreditfähigkeit der Banken.

Grafik 5.10
Geldmengenwachstum



Quelle: SNB

Leichte Abschwächung des Kreditwachstums

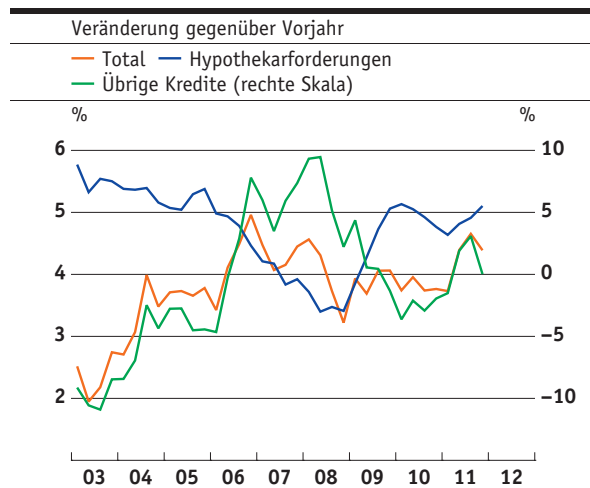
Gemessen an den Vorjahresraten hat sich das Kreditwachstum leicht verlangsamt. Im vierten Quartal 2011 lagen die Bankkredite um 4,3% über ihrem Stand vor Jahresfrist, nach 4,6% im dritten Quartal. Der Rückgang ist vor allem auf die Entwicklung der übrigen Kredite zurückzuführen (Grafik 5.11).

Die übrigen Kredite wuchsen im vierten Quartal 2011 auf Vorjahresbasis um 0,3%, nach 3,1% im Vorquartal. Zu dieser deutlichen Abschwächung trugen sowohl die gedeckten als auch die ungedeckten übrigen Kredite bei (Tabelle 5.1). Da die übrigen Kredite sich sehr zyklisch verhalten, deutet die gesunkene Wachstumsrate auf eine weitere Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität hin. Im Unterschied zu den übrigen Krediten nahm das Wachstum

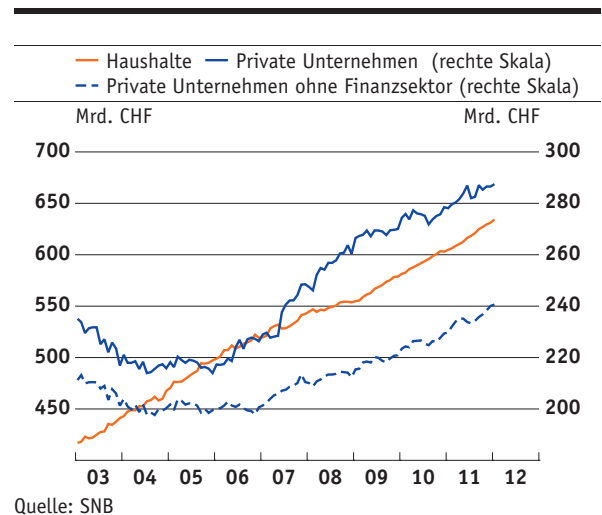
der Hypothekarforderungen, die rund vier Fünftel der gesamten Bankkredite ausmachen, leicht zu.

Die Aufteilung der Kredite nach Unternehmen und Haushalten zeigt, dass sowohl die Kredite an Haushalte als auch die Kredite an private Unternehmen weiter expandierten, obwohl die Resultate der SNB-Quartalsumfrage zum Kreditgeschäft darauf hindeuten, dass die Banken die Kreditkonditionen im vierten Quartal leicht verschärften. Die Kredite an Haushalte nahmen gegenüber dem Vorjahresquartal um rund 28 Mrd. Franken (4,7%) zu. Bei den Unternehmenskrediten schrumpften die Kredite an Finanzunternehmen um 1 Mrd. Franken (-2,0%), während die Kredite an Unternehmen aus anderen Wirtschaftszweigen um 11 Mrd. Franken (4,7%) stiegen.

Grafik 5.11
Wachstum der Bankkredite in CHF



Grafik 5.12
Kredite an Haushalte und Unternehmen



Geldmengen und Bankkredite
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 5.1

	2011	2011				2011	2012	
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar
Geldmenge M1	8,7	8,7	6,3	8,7	11,0	11,7	11,7	10,6
Geldmenge M2	7,8	7,9	6,2	7,8	9,3	9,6	9,5	8,9
Geldmenge M3	7,0	7,0	6,0	7,3	7,6	7,4	7,3	6,4
Bankkredite Total^{1,3}	4,1	3,6	3,8	4,6	4,3	3,9	4,2	
Hypothekarforderungen ^{1,3}	4,8	4,6	4,8	4,9	5,1	5,2	5,1	
Haushalte ^{2,3}	4,5	4,4	4,4	4,5	4,8	4,9	5,0	
private Unternehmen ^{2,3}	5,6	5,2	5,5	5,7	6,1	6,2	5,6	
Übrige Kredite ^{1,3}	0,6	-0,8	-0,3	3,1	0,3	-1,8	-0,4	
gedeckt ^{1,3}	4,0	6,6	3,6	4,4	1,7	1,6	3,4	
ungedeckt ^{1,3}	-1,6	-5,1	-2,8	2,4	-0,5	-4,0	-2,9	

1 Monatsbilanzen

2 Kreditvolumenstatistik

3 Die Wachstumsraten der Bankkredite und ihrer Komponenten berücksichtigen Informationen von Banken zu Änderungen ihrer Erfassungspraxis. Sie können deshalb von den im Bankenstatistischen Monatsheft ausgewiesenen Wachstumsraten abweichen.

Quelle: SNB

Konjunkturtendenzen

Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2012

Erstes Quartal 2012

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Sektoren und Branchen der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse der im Januar und Februar 2012 geführten Gespräche zusammengefasst. In diesen Interviews äusserten sich 243 Vertreter verschiedener Branchen zur aktuellen und künftigen Lage ihres Unternehmens und zur Wirtschaftsentwicklung insgesamt. Die Unternehmensauswahl erfolgt nach einem Muster, das die Branchenstruktur der Schweiz widerspiegelt. Die Bezugsgrösse ist das BIP ohne Landwirtschaft und ohne öffentliche Dienstleistungen. Die ausgewählten Firmen ändern von Quartal zu Quartal.

Regionen

Delegierte

Genf	Marco Föllmi
Italienischsprachige Schweiz	Fabio Bossi
Mittelland	Martin Wyss
Nordwestschweiz	Daniel Hanimann
Ostschweiz	Jean-Pierre Jetzer
Waadt-Wallis	Aline Chabloz
Zentralschweiz	Walter Näf
Zürich	Markus Zimmerli

Zusammenfassung

Im ersten Quartal 2012 hat sich die Wirtschaftslage stabilisiert. Die Unsicherheit über die weitere Entwicklung hat leicht abgenommen. Die Margenlage blieb ein prominentes Thema; die Wechselkursituation stand jedoch nicht mehr derart im Zentrum wie noch im Vorquartal. Der Euro-Franken-Mindestkurs brachte vielen Unternehmen willkommene Planungssicherheit und verminderte diesbezüglich die Hektik in ihrem Geschäft. Die international nach wie vor fragile Konjunkturlage beeinträchtigte die Stimmung nicht mehr so negativ wie im Vorquartal.

Zwischen den Sektoren bestehen nach wie vor recht grosse Unterschiede. In der Bauwirtschaft nahm der Geschäftsgang im Vergleich zu den dynamischen Vorquartalen witterungsbedingt ab. In der verarbeitenden Industrie und im Dienstleistungssektor stagnierte das Geschäft. Auch die Arbeitsnachfrage verharrte insgesamt auf dem Stand des Vorquartals.

Die Aussichten hinsichtlich des realen Umsatzwachstums haben sich in allen Sektoren leicht aufgehellt. Die Investitionen und die Nachfrage nach Personal dürften hingegen stagnieren. Die durchschnittliche Auslastung der technischen Produktionskapazitäten ist in allen drei Sektoren normal bis hoch; sie dürfte in den kommenden Monaten ebenfalls stabil bleiben.

Die Hauptsorgen um die zukünftige Entwicklung betreffen Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit den Folgen der europäischen Schuldenkrise, das Risiko einer Verlangsamung der Weltkonjunktur sowie die weitere Wechselkursentwicklung. Breite Teile der Wirtschaft leiden unter anhaltend hohem Margendruck. Entsprechend werden vielerorts diverse Massnahmen zur weiteren Kostenreduktion umgesetzt.

1 Geschäftsgang

Industrie

In der verarbeitenden Industrie hat sich der Geschäftsgang stabilisiert. Die markante Abkühlung, die sich im Vorquartal ergeben hatte, setzte sich somit nicht weiter fort. Die realen Umsätze verharrten insgesamt auf dem Stand des Vorquartals, aber auch des Vorjahresquartals. In etlichen Branchen blieb die Wechselkurssituation ein dominierendes Thema, wenn auch weniger prominent als im Vorquartal.

In branchenmässiger Hinsicht präsentierte sich die Lage heterogen. In den Industriezweigen Chemie, Pharma, Kunststoffe, Uhren nahmen die Umsätze im Vergleich zum Vorquartal zu. Rückläufig entwickelten sie sich dagegen besonders in der Metallindustrie.

Der Exportsektor wurde nach wie vor massgeblich von der Nachfrage aus den aufstrebenden Ländern Asiens gestützt, wenn auch leicht schwächer als im Vorquartal. Impulse kamen ebenso aus Nordamerika und Brasilien. In Europa stammte die Nachfrage vor allem aus Deutschland, Skandinavien und Osteuropa. Innerhalb der Eurozone machte sich eine klare Kluft bemerkbar zwischen Mittelmeer-Anrainerstaaten (exkl. Frankreich), bei denen die Nachfrage teilweise markant eingebrochen ist, und den übrigen Staaten.

Bau

Im Bausektor hat sich der Geschäftsgang – oft witterungsbedingt – verhältnismässig deutlich weiter verlangsamt. Im Vorquartalsvergleich sind die Umsätze leicht zurückgegangen. Besonders negativ war die Entwicklung im Tiefbau; bei den vorbereitenden Baustellenarbeiten und im Ausbaugewerbe gingen die Umsätze leicht zurück. Anhaltend dynamisch präsentierte sich der Geschäftsgang im Wohnungsbau. Demgegenüber blieb der gewerblich-industrielle Bau verhalten.

Nach wie vor äusserten einige Gesprächspartner Bedenken hinsichtlich Immobilienmarktrisiken, während andere dieses Risiko als nicht existent erachteten und insbesondere auf eine allgemein vorsichtigere Kreditpolitik der Banken hinwiesen.

Dienstleistungen

Im Dienstleistungssektor blieben die realen Umsätze etwa auf dem Niveau des Vorquartals; im Vorjahresvergleich ergab sich ein leichter Anstieg.

Dynamisch entwickelte sich der Geschäftsgang bei Architektur- und Ingenieurbüros, in der Reisebranche sowie bei den Banken. Bei letzteren setzte sich somit die leicht positive Tendenz fort, die sich schon im Vorquartal bemerkbar gemacht hatte. Namentlich das Kommerzgeschäft trug zu diesem Ergebnis bei. Bei Transport- und Logistikunternehmen hat sich die im Vorquartal noch negative Tendenz nicht fortgesetzt.

Nach wie vor rückläufig war der Geschäftsgang im Grosshandel, während sich die Lage im Detailhandel etwas beruhigt hat. Die Umsätze verharrten hier praktisch auf dem Stand des Vorquartals. Der Einkaufstourismus ins benachbarte Ausland blieb für etliche Unternehmen ein ernsthaftes Problem. In der Hotellerie hat sich die Situation, die bisher von rückläufigem Umsatz geprägt war, stabilisiert. Oft waren hierzu jedoch umfangreiche Aktionen und Preisnachlässe nötig. Die Tourismusbetriebe der Bergregionen beklagen einen markanten, wechselkursbedingten Rückgang deutscher und holländischer Feriengäste. Teilweise wird dieses Manko durch verstärkte Nachfrage von Gästen aus Asien, Russland und Brasilien, aber auch aus der Schweiz, aufgewogen. Im Bereich Seminare und Firmen-Events spüren die Hoteliers, dass die Unternehmen auf die Kostenbremse treten.

2 Kapazitätsauslastung

Der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten wurde insgesamt als normal eingeschätzt. Die bis anhin markanten Unterschiede zwischen den Sektoren haben sich verringert. Die Lager an Fertigprodukten werden nach wie vor als eher zu hoch betrachtet.

In der verarbeitenden Industrie wurde die Auslastung als normal eingeschätzt, während sie im Vorquartal noch als eher hoch galt. Nach wie vor sehr hoch war sie bei Herstellern elektrischer Ausrüstungen, eher hoch in der Uhrenindustrie und deren Zulieferbetrieben. Sehr tief war die Auslastung bei Textilfirmen, eher tief in der Maschinenindustrie sowie in der Metallerzeugung und -verarbeitung.

Im Bausektor wurde die Auslastung der technischen Kapazitäten als eher hoch eingeschätzt, wenn auch nicht mehr so deutlich wie im Vorquartal. Die allermeisten befragten Firmen waren mit der Auslastung sehr zufrieden; einige Unternehmen konnten die Nachfrage nicht voll abdecken.

Im Dienstleistungssektor war die Infrastruktur – wie schon in den Vorquartalen – insgesamt normal ausgelastet. Eher hoch ausgelastet war sie bei Architektur- und Ingenieurbüros, bei Immobiliengesellschaften und bei Firmen der IT-Branche. Von Normalauslastung berichteten Vertreter des Finanzsektors. Eine anhaltend tiefe Auslastung meldeten Detailhändler und die Hotellerie. Besonders in den Städten berichteten Hoteliers jedoch von regem Geschäftstourismus.

3 Arbeitsnachfrage

Die Arbeitsnachfrage hat sich insgesamt praktisch nicht verändert. In der verarbeitenden Industrie hat sie sich gegenüber dem Vorquartal weiter abgeschwächt: Die befragten Unternehmen schätzten ihren Personalbestand als leicht zu hoch ein. Ihre Personalpolitik blieb sehr zurückhaltend: Natürliche Abgänge werden tendenziell nicht ersetzt, eine allfällige saisonal erhöhte Nachfrage wird mittels Temporärkräften oder Überzeiten abgedeckt. Die Vorteile der Personenfreizügigkeit wurden oft thematisiert.

Im Bausektor nahm die Arbeitsnachfrage nur noch geringfügig zu. Die Mehrheit der befragten Firmen schätzte den gegenwärtigen Personalbestand als dem Bedarf entsprechend ein. Die Schwierigkeiten, geeignetes Personal zu gewinnen, haben sich nicht weiter akzentuiert. Einige Unternehmer berichteten von einer leichten Entspannung der Lage. Fachkräfte blieben indessen sehr gesucht. In vereinzelten Unternehmen bildete ungenügende Personalverfügbarkeit einen limitierenden Faktor.

Im Dienstleistungssektor waren die Personalbestände im Allgemeinen angemessen. Einen hohen Einstellungsbedarf signalisierten die IT-Branche, Architektur- und Ingenieurbüros sowie Unternehmen der Telekommunikation. Personell überdotiert war nach wie vor die Hotellerie. Einen eher hohen Personalbestand meldeten ferner vereinzelte Personalvermittler.

Die Personalgewinnung wurde insgesamt als etwa gleich schwierig und zeitaufwändig wie sonst eingeschätzt. Sehr schwierig war die Personalverfügbarkeit in der Branche für elektrische Ausrüstungen. Im Bausektor waren es vor allem Unternehmen des Tiefbaus, die über Spezialistenmangel klagten. Architektur- und Ingenieurbüros, Unternehmen aus dem Immobiliensektor sowie Reisebüros meldeten ebenfalls Probleme bei der Personalgewinnung.

In allen drei Sektoren nahmen die Pro-Kopf-Arbeitskosten im Vergleich zur Situation im Vorquartal deutlich zu. Für Spezialisten zahlreicher Branchen blieb der Arbeitsmarkt ausgetrocknet und führte dort punktuell zu einem Kostendruck. Auch die auf den 1. Januar 2012 in Kraft getretenen neuen Gesamtarbeitsverträge in der Hotellerie und der Gastronomie führten zu höheren Pro-Kopf-Arbeitskosten. Architektur- und Planungsbüros, Arbeitsvermittler sowie Transporteure waren ebenfalls mit höheren Arbeitskosten pro Kopf konfrontiert.

4 Preise, Margen und Ertragslage

Weiterhin sind viele Unternehmen mit dem Problem einer geringen oder ungenügenden Rentabilität bei einer eher hohen Auslastung konfrontiert. In allen Sektoren der Wirtschaft wurden die Margen als schwächer als üblich beurteilt, jedoch weniger häufig als noch im Vorquartal. Verschärfte Konkurrenz, eine schwächelnde Nachfrage und die anhaltende Frankenstärke sind die Hauptgründe für die komprimierten Margen. Der Druck zur Kostenoptimierung hält an.

Der Mindestkurs gegenüber dem Euro brachte vielen Unternehmen willkommene Planungssicherheit oder bewahrte sie gar davor, die Geschäftstätigkeit aufgeben zu müssen. In der Industrie und bei den Dienstleistern bezeichnen aber nach wie vor einige Unternehmen das aktuelle Wechselkursniveau als kritisch. Die Problematik würde sich akzentuieren, wenn nicht nur die Margen, sondern auch die Absatzvolumina unter Druck kämen.

Von den 243 befragten Firmen gaben 121 an, Margen zu erwirtschaften, die tiefer als üblich sind. Die überwiegende Mehrheit dieser Firmen operiert jedoch mit positiven oder stark positiven Margen, und zwar in allen drei Sektoren. Nur ein sehr geringer Anteil der Firmen gab an, mit Margen von null oder im negativen Bereich zu arbeiten.

Bei den 121 Firmen, deren Margen tiefer als üblich sind, werden Anstrengungen zur Produktivitätssteigerung am häufigsten als Gegenmassnahmen erwähnt (knapp 60% der Firmen). Zwar hat rund ein Viertel dieser Firmen Personal in der Schweiz abgebaut, und rund 10% der Firmen haben die Produktion teilweise ins Ausland verlagert. Nur ein Drittel der 121 Firmen gab indes an, dass diese Massnahmen hauptsächlich aus Wechselkursgründen ergriffen wurden. Ähnliche Massnahmen werden im Übrigen auch von Firmen beschlossen, die angeben, Margen im üblichen Rahmen oder darüber zu erzielen. Insbesondere geben auch in dieser Gruppe 10% der Unternehmen an, Teile ihrer Produktion ins Ausland zu verlagern. Solche Auslagerungen finden vor allem bei Firmen statt, die bereits ein Standbein im Ausland haben. Von Seiten von Unternehmen, die derartige Überlegungen anstellen, zeigte sich eine verstärkte Nachfrage nach Spezialisten mit Erfahrung im Aufbau von Vertriebsorganisationen und Produktionsbetrieben in Fernost. Zu den weiteren Massnahmen, die verbreitet eingesetzt wurden, zählen Personalstopps, Investitionsstopps oder Verlängerung der Arbeitszeiten bei gleichem Lohn.

Was die Veränderung der Margenlage in den letzten Monaten angeht, so gaben 50 der 243 befragten Unternehmen an, dass ihre Margen in diesem Zeitraum abgenommen haben. Als Hauptgründe für diese Entwicklung führen sie Preisnachlässe in Schweizer Franken sowie geringere Verkaufsvolumen an.

Nach wie vor litt die verarbeitende Industrie am stärksten unter den gedrückten Gewinnmargen. Sämtliche Branchen sind betroffen; besonders ausgeprägt war das Phänomen in der Textilindustrie. Einerseits rechnen die meisten Firmen in den kommenden Monaten mit leicht sinkenden Einkaufspreisen, andererseits müssen sie auch bei den Verkaufspreisen in Franken weitere Zugeständnisse machen.

Im Bausektor war das Phänomen unterdurchschnittlicher Margen im Hochbau ausgeprägter als im Tiefbau und im Ausbaugewerbe. Die tiefen Zinsen haben den Markteintritt neuer Baufirmen massgeblich erleichtert und den Margendruck erhöht. Sowohl die erwarteten Einkaufs- als auch die Verkaufspreise wurden tendenziell als rückläufig eingeschätzt.

Im Dienstleistungssektor litten nach wie vor der Gross- und der Detailhandel, die Hotellerie und neuerdings auch Personalvermittlungsbüros unter tiefen Margen. Eher negativ schätzten ebenfalls Vertreter der Finanzwirtschaft, die bereits seit langem über die komprimierten Margen geklagt hatten, die Lage ein. Als normal bis überdurchschnittlich erachteten Unternehmen aus der IT-Branche, der Telekommunikation sowie Reisebüros ihre Margenlage.

5 Aussichten

Die Unsicherheit über die künftige Entwicklung blieb bestehen, hat aber leicht abgenommen. Nach wie vor sind die Unternehmen vorsichtig bis zurückhaltend in Bezug auf ihre Beschäftigungs- und Investitionspläne im Inland. Die Umsatzerwartungen für die kommenden Monate sind indes gegenüber dem Vorquartal in allen Sektoren angestiegen.

In der verarbeitenden Industrie gehen die Firmen sämtlicher Branchen mit Ausnahme der Maschinenindustrie von leicht steigenden Umsätzen in den kommenden sechs Monaten aus. Entsprechend dürften die technischen Kapazitäten in den betreffenden Branchen eher höher ausgelastet werden. Auf die Beschäftigung sind demgegenüber keine positiven Effekte absehbar.

Im Bausektor dürften die Umsätze und die Kapazitätsauslastung in den nächsten Monaten saisonbereinigt leicht zunehmen. Vielfach sind die Auftragsbücher für das laufende Jahr bereits gut bis sehr gut gefüllt. Auch auf die Beschäftigung könnten leicht positive Impulse ausgehen.

Die Firmen im Dienstleistungssektor schätzen ihre Geschäftsentwicklung in den nächsten sechs Monaten insgesamt verhalten positiv ein. Die meisten Branchen gehen von leicht steigenden Umsätzen aus. Kapazitätsauslastung und Personalbestand dürften auf ihrem gegenwärtigen Niveau eher stabil bleiben. Überaus optimistisch schätzen Vertreter aus dem Immobilienwesen, der IT-Branche sowie Transporteure ihre Umsatzaussichten ein. Eher zuvorsichtig sind auch Kommerzbanken und Versicherungen. Detailhändler und die Hotellerie gehen von einer Stagnation der Umsätze und der Kapazitätsauslastung in den kommenden Monaten auf dem gegenwärtig eher tiefen Niveau aus.

Hinsichtlich der internationalen Risiken werden die Unwägbarkeiten im Zusammenhang mit der europäischen Schuldenkrise sowie die Verlangsamung der Weltkonjunktur am häufigsten genannt.

Die unüblich tiefen Margen bereiten den betroffenen Unternehmern weiterhin Sorgen. Weitere Preisnachlässe werden vielerorts unumgänglich sein und dürften – zusammen mit der anhaltend scharfen Konkurrenzsituation – den Margendruck hoch halten. Vereinzelt äussern Gesprächspartner ein Unbehagen über die anhaltend tiefen Zinsen und die damit zusammenhängenden Risiken im Immobiliensektor. Beobachtet wurde aber auch eine etwas grössere Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe.

Die insgesamt etwas verminderte Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung spiegelt sich auch in den Investitionsplänen wider: Die Ausrüstungsinvestitionen dürften in allen drei Sektoren zumindest auf den aktuellen Volumina konstant bleiben. Marginal hat sich die Situation somit gegenüber dem Vorquartal, als diese Erwartungen negativ waren, verbessert. Besonders in der verarbeitenden Industrie, in geringerem Ausmass aber auch im Dienstleistungssektor, besteht die Absicht, namentlich die Ausrüstungsinvestitionen leicht auszudehnen. Tendenziell weisen Industriefirmen noch immer eine höhere Bereitschaft auf, Investitionen im Ausland zu tätigen als in der Schweiz, besonders, wenn die betreffende Firma bereits im Ausland präsent ist.

Geld- und währungspolitische Chronik

Die Chronik umfasst die jüngste Vergangenheit. Für weiter zurückliegende Ereignisse siehe SNB-Medienmitteilungen und SNB-Geschäftsbericht auf www.snb.ch.

März 2012

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. März bekräftigt die SNB, dass sie den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro weiterhin mit aller Konsequenz durchsetzen wird und bereit ist, unbeschränkt Devisen zu kaufen. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–0,25%. Die SNB will die Liquidität am Geldmarkt weiterhin ausserordentlich hoch halten. Auch beim aktuellen Kurs ist der Franken aus Sicht der SNB hoch bewertet. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, wird die SNB weitere Massnahmen ergreifen.

Am 8. März veröffentlicht die SNB das Jahresergebnis 2011. Der Konzerngewinn beträgt 13,5 Mrd. Franken, nach einem Verlust von 19,2 Mrd. Franken im Vorjahr. Das für die Gewinnausschüttung massgebliche Ergebnis des Stammhauses, das die Konsolidierung der Gesellschaften des Stabilisierungsfonds nicht berücksichtigt, liegt mit 13,0 Mrd. Franken um 440,2 Mio. Franken tiefer.

Dezember 2011

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. Dezember bekräftigt die SNB, dass sie den Mindestkurs weiterhin mit aller Konsequenz durchsetzen wird und bereit ist, unbeschränkt Devisen zu kaufen. Sie belässt das Zielband für den 3M-Libor bei 0%–0,25% und strebt nach wie vor einen 3M-Libor nahe bei null an. Auch beim aktuellen Kurs bleibt der Franken aus Sicht der SNB hoch bewertet und sollte sich weiter abschwächen. Die SNB erklärt weiter, dass sie die Liquidität weiterhin ausserordentlich hoch halten wird, gegenwärtig aber kein spezifisches Niveau für die Sichtguthaben anstrebt. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, steht die SNB bereit, jederzeit weitere Massnahmen zu ergreifen.

September 2011

Am 15. September beschliesst die SNB, in Absprache mit der Bank of England, der Bank of Japan, der Europäischen Zentralbank und dem Federal Reserve, US-Dollar-Liquidität mit einer Laufzeit von 84 Tagen zu offerieren, um die Bedürfnisse über das Jahresende zu decken. Die entsprechenden Auktionen werden zusätzlich zu den Auktionen für 7-tägige US-Dollar-Liquidität durchgeführt. Die erste Auktion für 84-Tage-US-Dollar-Liquidität ist für den 12. Oktober 2011 geplant.

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. September bekräftigt die SNB, dass sie den am 6. September festgelegten Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro mit aller Konsequenz durchsetzen wird. Sie ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen. Sie strebt weiterhin einen 3M-Libor bei null an und wird die gesamten Sichtguthaben bei der Nationalbank bei deutlich über 200 Mrd. Franken belassen. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, wird die SNB weitere Massnahmen ergreifen.

Am 6. September kündigt die SNB an, dass sie am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter 1.20 toleriert. Sie wird diesen Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen und ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen. Die SNB betont weiter, dass der Franken auch bei 1.20 pro Euro hoch bewertet ist und sich über die Zeit weiter abschwächen sollte. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, wird die SNB weitere Massnahmen ergreifen.

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 2012

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. 2,5% 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