

---

Quartalsheft  
3/2013 September

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK





---

Quartalsheft  
3/2013 September

31. Jahrgang



---

# Inhalt

	Seite
<b>Bericht über die Geldpolitik</b>	<b>4</b>
1 Geldpolitischer Entscheid vom 19. September 2013	5
Geldpolitisches Konzept der SNB	6
2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen	7
3 Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz	13
4 Preise und Inflationserwartungen	19
5 Monetäre Entwicklung	23
<b>Konjunkturtendenzen</b>	<b>30</b>
<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>	<b>34</b>

---

# Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2013

Der Bericht beschreibt die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung und erläutert die Inflationsprognose. Er zeigt, wie die SNB die Wirtschaftslage beurteilt und welche Konsequenzen sie daraus für die Geldpolitik ableitet. Der erste Teil («Geldpolitischer Entscheid vom 19. September 2013») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

Dieser Bericht berücksichtigt Daten und Informationen, die bis zum 19. September 2013 bekannt wurden. Alle Veränderungs-raten gegenüber der Vorperiode beruhen – falls nichts anderes angegeben wird – auf saisonbereinigten Daten und sind auf ein Jahr hochgerechnet.

# 1 Geldpolitischer Entscheid vom 19. September 2013

## Nationalbank bekräftigt Mindestkurs

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hält unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest. Der Franken ist nach wie vor hoch bewertet. Die SNB steht bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Zwar hat sich die Stimmung an den internationalen Finanzmärkten etwas entspannt. Trotzdem bleibt der Mindestkurs bei einem Dreimonats-Libor (3M-Libor) nahe null notwendig. Er verhindert eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen sollte. Das Zielband für den 3M-Libor wird bei 0%–0,25% belassen.

Die Inflationsaussichten haben sich gegenüber Juni kaum verändert. Die bedingte Inflationsprognose der SNB liegt für die kurze Frist etwas höher, weil der Ölpreis gegenüber dem letzten Quartal angestiegen ist und die Einschätzung der Konjunkturlage etwas positiver ausfällt (Grafik 1.1). Wie im letzten Quartal beruht die Prognose auf einem 3M-Libor von 0% über die nächsten drei Jahre. Für 2013 und 2014 erwartet die SNB nun eine leicht höhere Inflation von minus 0,2% und von 0,3%. Für das Jahr 2015 bleibt die prognostizierte Inflation unverändert bei 0,7%

(Tabelle 1.1). Für die Schweiz sind damit keine Inflationsrisiken erkennbar.

Die langsame Erholung der Weltwirtschaft setzte sich in den letzten Monaten fort. Im zweiten Quartal wuchs das Bruttoinlandprodukt in den Industrieländern, besonders in Deutschland und Frankreich, kräftiger als erwartet. Dagegen entwickelte sich die Konjunktur in den Schwellenländern schleppend. In der nächsten Zeit sollte das globale Wachstum allmählich an Schwung und Breite gewinnen. Allerdings dürfte die weltwirtschaftliche Erholung verhalten bleiben.

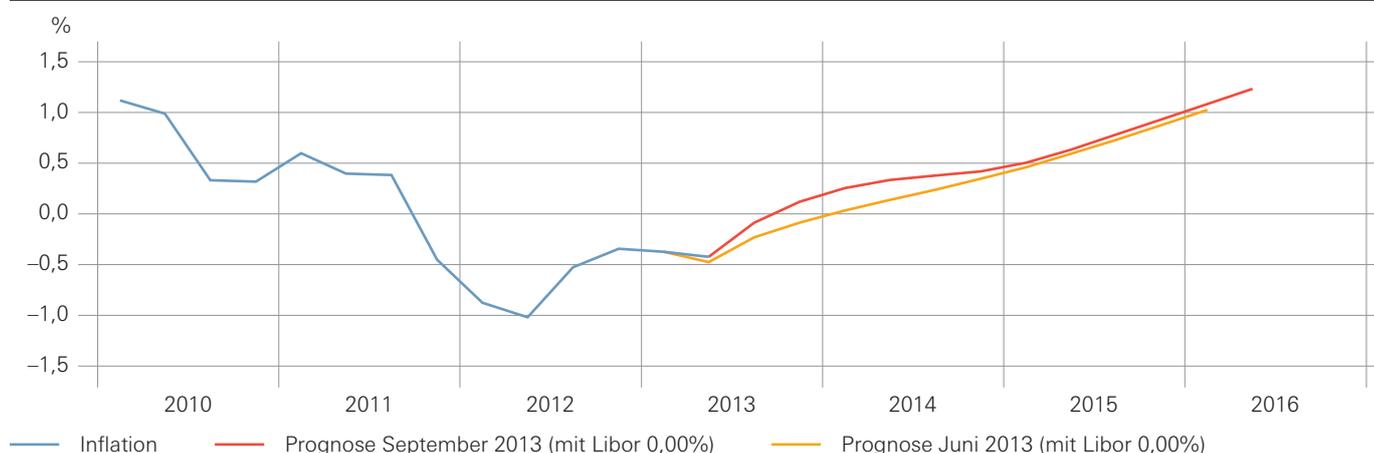
Die Risiken einer weniger günstigen internationalen Konjunkturentwicklung haben gegenüber dem letzten Quartal etwas abgenommen. Allerdings bleiben in Europa strukturelle Probleme bestehen, die neue Spannungen auf den Märkten auslösen könnten. Auch hat sich der Ausblick für die Schwellenländer eingetrübt, und die Ereignisse im Nahen Osten könnten den Ölpreis ansteigen lassen. Zudem können abrupte Änderungen in den Erwartungen über den weiteren Verlauf der Geldpolitik in wichtigen Währungsräumen zu erhöhter Volatilität auf den Finanzmärkten führen.

In der Schweiz übertraf das Wachstum des Bruttoinlandprodukts im zweiten Quartal die Erwartungen. Während sich die Dienstleistungsbranchen mehrheitlich robust entwickelten, ging die Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie zurück. Im zweiten Halbjahr dürften sich die Exporte dank einer Festigung der Auslandnachfrage beleben. Aufgrund des unerwartet positiven zweiten Quartals geht die SNB nun für das Jahr 2013 von einem Wachstum von 1,5%–2,0% gegenüber bisher 1%–1,5% aus.

Grafik 1.1

## BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE SEPTEMBER 2013

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in %



Quelle: SNB

Auf dem inländischen Hypothekar- und Immobilienmarkt bleibt die Gefahr bestehen, dass die Ungleichgewichte weiter zunehmen. Zwar gab es einzelne Signale einer Beruhigung. So hat sich der Preisanstieg in einigen Segmenten des Immobilienmarktes im zweiten Quartal etwas abgeschwächt. Auch das Wachstum der Hypotheken war

im ersten Halbjahr 2013 etwas tiefer als im Vorjahr. Jedoch wachsen die Hypothekarkredite nach wie vor schneller als das Bruttoinlandprodukt. Ferner sind, ausgehend von einem hohen Niveau, die Immobilienpreise weiter angestiegen. Die SNB verfolgt die Situation weiterhin aufmerksam.

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

Tabelle 1.1

### BEOBACHTETE INFLATION SEPTEMBER 2013

	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.				
Inflation	1,1	1,0	0,3	0,3	0,6	0,4	0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4				0,7	0,2	-0,7

### BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE SEPTEMBER 2013

	2013				2014				2015				2016				2013	2014	2015	
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.				
Prognose Juni 2013, Libor 0,00%		-0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7	0,9	1,0					-0,3	0,2	0,7
Prognose September 2013, Libor 0,00%			-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2				-0,2	0,3	0,7

Quelle: SNB

# 2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

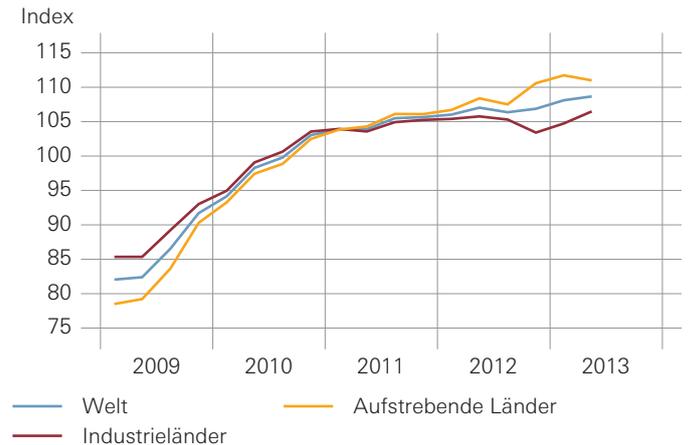
Die langsame Erholung der Weltwirtschaft setzte sich im zweiten Quartal fort. In den Industrieländern wuchs das Bruttoinlandprodukt (BIP) deutlicher als erwartet. Insbesondere in Deutschland und Frankreich belebte sich die Konjunktur überraschend stark. Die Wirtschaftsleistung in den Schwellenländern expandierte dagegen im historischen Vergleich weiterhin schleppend, was sich in einem Rückgang der Exportaktivität dieser Länder widerspiegelte (Grafik 2.1).

In den kommenden Quartalen dürfte das globale Wachstum weiter an Kraft gewinnen. Seit der Lagebeurteilung von Mitte Juni hat sich das Bild für die Industrieländer nicht wesentlich verändert. In den USA wird die Binnen- nachfrage durch die verbesserte Vermögenssituation der Haushalte und den kontinuierlichen Beschäftigungszuwachs stimuliert. In Japan trägt die ausserordentlich expansive Wirtschaftspolitik zum Aufschwung bei. In der Eurozone bleiben zwar noch zahlreiche strukturelle Probleme bestehen, doch dürfte sich die Konjunktur angesichts stabiler Finanzierungsbedingungen und der abnehmenden fiskalpolitischen Belastung erholen. Für die Schwellenländer hat sich dagegen der Ausblick etwas eingetrübt. So belasten Turbulenzen an den Finanzmärkten die wirtschaftliche Aktivität in der kurzen Frist. Zudem wurde in einigen dieser Länder die Geldpolitik gestrafft, um Kapitalabflüssen und einer hohen Teuerung entgegenzuwirken. Schliesslich müssen in einigen Schwellenländern

Grafik 2.1

## Globale Exporte

Periodendurchschnitt = 100

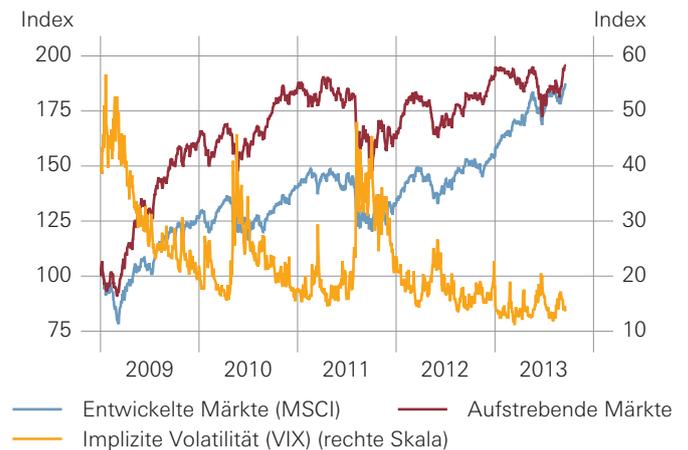


Quellen: CPB, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.2

## Aktienmärkte

Periodenbeginn = 100 (linke Skala)



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Tabelle 2.1

## WELTWIRTSCHAFTLICHES BASISZENARIO

	Szenario					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr in %</b>						
Global <sup>1</sup>	5,1	3,7	3,0	2,8	4,0	4,5
USA	2,5	1,8	2,8	1,5	2,8	3,5
Eurozone	1,9	1,5	-0,5	-0,4	1,3	2,1
Japan	4,7	-0,6	2,0	1,7	1,8	1,0
<b>Erdölpreis in USD pro Fass <sup>2</sup></b>	79,6	111,4	111,7	108,3	109,0	109,0

<sup>1</sup> Gewichtet gemäss Kaufkraftparitäten (USA, Eurozone, Vereinigtes Königreich, Japan, China, Südkorea, Taiwan, Hongkong, Singapur, Indien, Brasilien und Russland)

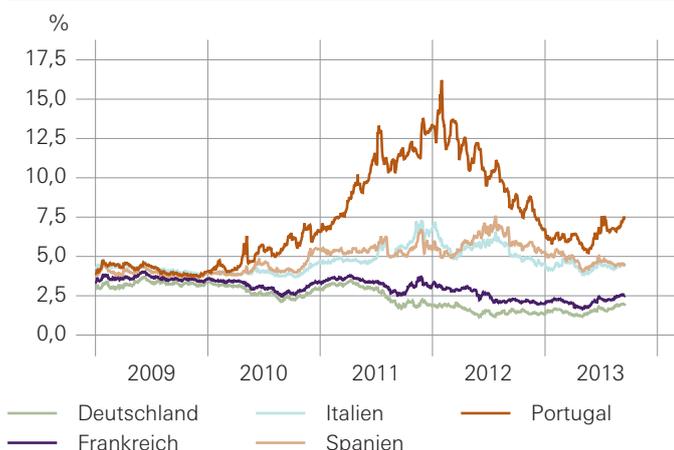
<sup>2</sup> Niveau

Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.3

### EUROPÄISCHE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere

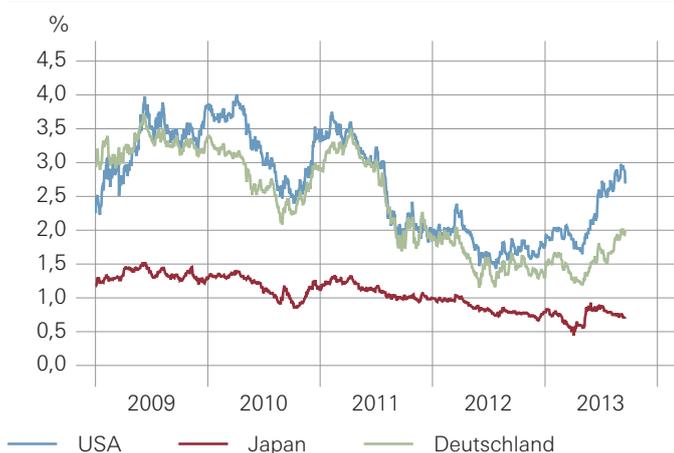


Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 2.4

### INTERNATIONALE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 2.5

### WECHSELKURSE

Handelsgewichtet, Periodenbeginn = 100



Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

strukturelle Probleme erst noch durch Reformen angegangen werden.

Die Aussichten für die Weltwirtschaft bleiben unsicher. In ihrem Basisszenario nimmt die SNB an, dass Europa die Krise nachhaltig überwinden kann. Das Marktvertrauen in die Bewältigung der europäischen Finanz- und Staatsschuldenkrise hat sich über die letzten Monate gefestigt. Wichtige Fragen bleiben jedoch noch offen. Deshalb kann eine erneute Verschärfung der Krise weiterhin nicht ausgeschlossen werden. Zusätzliche Unsicherheitsquellen bilden die Gestaltung der geldpolitischen Normalisierung in den USA, geopolitische Spannungen im Mittleren Osten, welche zu einem dauerhaften Anstieg der Energiepreise führen könnten, sowie längerfristig die Nachhaltigkeit der japanischen Fiskalpolitik. Entsprechend besteht das Risiko, dass sich die Weltwirtschaft weniger günstig als angenommen entwickeln könnte.

Den Prognosen der SNB liegen Annahmen zum Erdölpreis und zum Euro-Dollar-Wechselkurs zugrunde. Für Erdöl der Sorte Brent geht die SNB über den Prognosezeitraum von einem Preis von 109 US-Dollar pro Fass aus, 6 Dollar über der vor drei Monaten getroffenen Annahme. Für den Eurokurs in US-Dollar unterstellt die SNB einen Wechselkurs von 1.33.

### INTERNATIONALE FINANZ- UND ROHWARENMÄRKTE

Die Aktienpreise stiegen seit der Lagebeurteilung von Mitte Juni weltweit leicht an (Grafik 2.2). In den USA erreichte der Aktienmarkt Anfang August einen historischen Höchststand, bevor er wieder etwas nachgab. Gleichzeitig blieb die am Volatilitätsindex (VIX) gemessene Unsicherheit tief, und die Risikobereitschaft der Investoren nahm zu. Das Geschehen an den Kapital- und Devisenmärkten war von Erwartungen über die Geldpolitik in den USA geprägt. Hinweise der Federal Reserve auf eine bevorstehende Reduktion ihrer Wertchriftenkäufe trugen zu einem weiteren Anstieg der Renditen US-amerikanischer und deutscher Staatspapiere bei, während die Renditen japanischer Staatsobligationen stabil blieben (Grafik 2.4). Gleichzeitig gaben die Renditeaufschläge der Staatsobligationen Italiens, Spaniens und Irlands auf deutsche Bundesanleihen etwas nach. Die Kommunikation der Federal Reserve beeinflusste auch die Devisenmärkte. In einigen Schwellenländern werteten sich die Währungen stark ab. Dagegen blieben der US-Dollar, der Euro und der Yen auf handelsgewichteter Basis weitgehend stabil (Grafik 2.5).

Die Rohstoffpreise stiegen insgesamt an (Grafik 2.6). Die Preise konjunktursensitiver Industrierohwaren holten die Verluste der Vormonate wieder etwas auf. Unter dem Einfluss geopolitischer Spannungen in Ägypten und Syrien notierten auch die Preise von Energierohstoffen höher. Gute Ernterwartungen setzten dagegen die Preise für Nahrungsmittel unter Druck.

## USA

In den USA setzte sich die Konjunkturerholung moderat fort. Das BIP legte im zweiten Quartal um 2,5% zu, verglichen mit 1,1% im Vorquartal. Die Wohnbauinvestitionen wuchsen robust, und die Exporte belebten sich. Jedoch blieben die Ausrüstungsinvestitionen angesichts der geringen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung schwunglos. Auch der private Konsum expandierte weiterhin nur mässig. Pro Kopf lag das BIP im zweiten Quartal auf dem Niveau, das vor Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 erreicht worden war. Die Arbeitslosigkeit war mit 7,3% im August weiterhin hoch (Grafik 2.10).

Die Wirtschaftsleistung dürfte weiter an Kraft gewinnen. So hellte sich das Konsumentenvertrauen gegen die Jahresmitte hin auf, und die Erholung am Arbeitsmarkt erscheint robuster. Zudem dürfte die Bremswirkung fiskalischer Konsolidierungsmassnahmen allmählich nachlassen. Die Aktivität im verarbeitenden Gewerbe bleibt vorerst verhalten, aber umfragebasierte Indikatoren für die Industrie haben sich in den letzten Monaten verbessert. Am Häusermarkt könnte die Aktivität infolge gestiegener Langfristzinsen vorübergehend etwas an Schwung verlieren. Insgesamt geht die SNB jedoch davon aus, dass das Wirtschaftswachstum gegen Jahresende hin zulegen wird. Für 2013 resultiert ein geschätztes Wachstum von 1,5%. Im Jahr 2014 dürfte das BIP mit 2,8% deutlich stärker expandieren (Tabelle 2.1).

Die Konsumentenpreisteuerung in den USA bleibt verhalten. Im August lag sie wenig verändert bei 1,5%. Auch die Kerninflation stieg nur marginal auf 1,8% (Grafiken 2.11 und 2.12). Das Lohnwachstum ist weiterhin gering.

Die amerikanische Geldpolitik ist nach wie vor sehr expansiv. Das Zielband für den Leitzins liegt seit Dezember 2008 bei 0%–0,25% (Grafik 2.13). Zudem erwirbt die Federal Reserve weiterhin Wertschriften im Umfang von 85 Mrd. US-Dollar pro Monat. Im Juni und im September gab sie Hinweise auf eine schrittweise Kürzung der Wertschriftenkäufe später in diesem Jahr. Darüber hinaus bekräftigte die Federal Reserve ihre Absicht, den Leitzins nicht zu erhöhen, solange die Arbeitslosenrate über 6,5% liegt, ihre mittelfristige Inflationsprognose 2,5% nicht übersteigt und die langfristigen Inflationserwartungen gut verankert sind.

Grafik 2.6

## ROHWARENPREISE



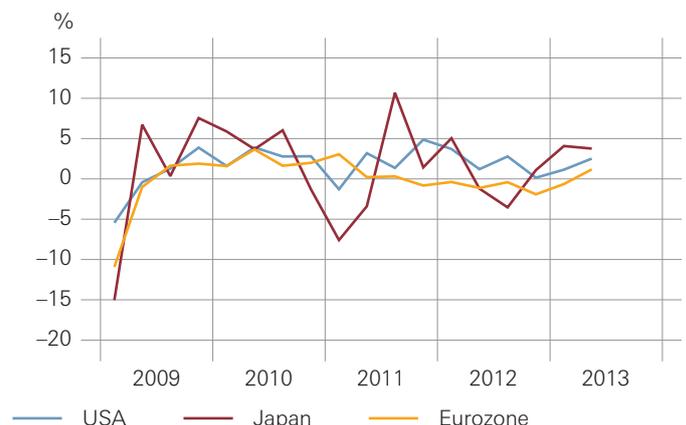
— Rohwaren ohne Energie  
— Erdöl (Brent, Spot) (rechte Skala)

Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.7

## REALES BIP: INDUSTRIELÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode



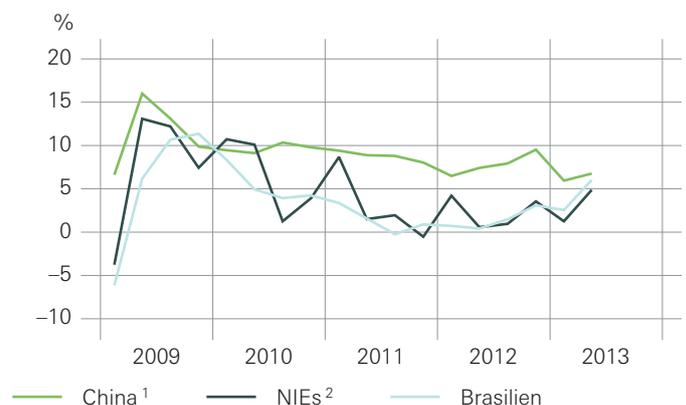
— USA — Japan — Eurozone

Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 2.8

## REALES BIP: AUFSTREBENDE LÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode



— China<sup>1</sup> — NIEs<sup>2</sup> — Brasilien

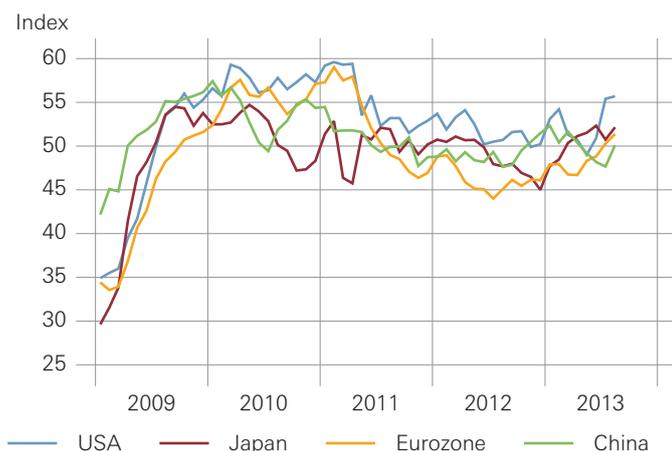
<sup>1</sup> Schätzung: SNB

<sup>2</sup> Gewichtet gemäss Kaufkraftparitäten (Südkorea, Taiwan, Hongkong, Singapur)

Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 2.9

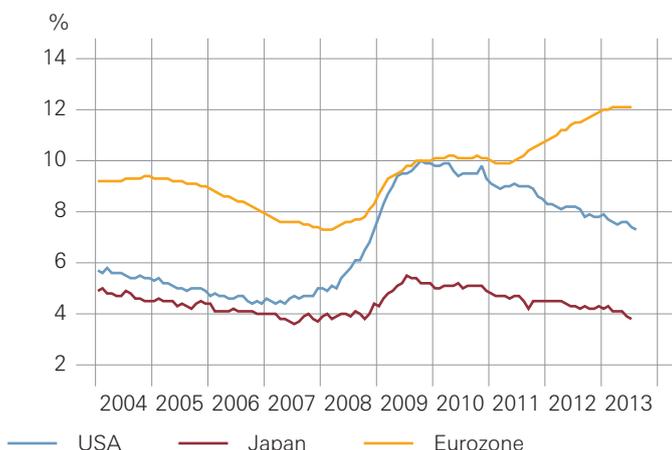
### EINKAUFSMANAGER-INDIZES INDUSTRIE



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

Grafik 2.10

### ARBEITSLOSENQUOTEN

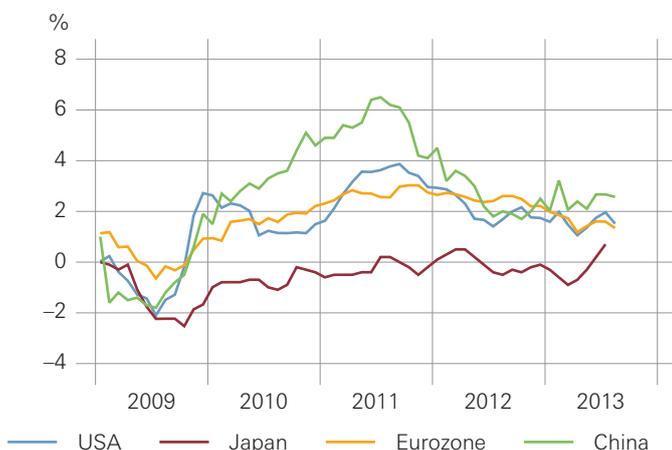


Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 2.11

### KONSUMENTENPREISE

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Thomson Financial Datastream

## EUROZONE

Nach sechs Quartalen mit negativem Wirtschaftswachstum expandierte das BIP in der Eurozone im zweiten Quartal erstmals wieder (1,2%). Haupttreiber waren Deutschland und Frankreich, aber auch in vielen kleineren Mitgliedsländern belebte sich die Konjunktur. Portugal überraschte nach über zwei Jahren Rezession durch ein starkes Wachstum. Nachfrageseitig war das Wirtschaftswachstum der Eurozone breit abgestützt. Von der Zunahme der Exporte profitierte insbesondere die Industrieaktivität. Zudem holte die Wertschöpfung wetterbedingt auf. Die Bremseffekte fiskalischer Konsolidierungsmassnahmen liessen insgesamt etwas nach, zumal einigen Mitgliedsländern durch die Europäische Kommission mehr Zeit eingeräumt wurde, ihre Staatsdefizite abzubauen. Trotz der günstigen Entwicklung blieb die Produktionslücke gross, und die Arbeitslosenrate lag weiterhin über 12% (Grafik 2.10).

Den Wirtschaftsindikatoren zufolge dürfte sich die Konjunktur im zweiten Halbjahr weiter erholen. In vielen Mitgliedsländern hat sich die Stimmung bei den Unternehmen und Haushalten aufgehellt. Der Exportausblick ist günstiger, und es sind erste Anzeichen einer Belebung der Investitionen zu erkennen. Die Kreditnachfrage der Unternehmen bleibt allerdings verhalten. In einigen Ländern hemmen steigende notleidende Kredite bei den Banken zudem auch die Kreditvergabe. Angesichts der weiterhin hohen Unsicherheit darüber, wie die strukturellen Probleme in der Eurozone gelöst werden sollen, ist insgesamt jedoch mit einer nur graduellen Erholung der Binnennachfrage zu rechnen. Aufgrund der etwas günstigeren Konjunkturdaten hat die SNB ihre BIP-Prognose für die Eurozone leicht angehoben auf -0,4% für 2013 und 1,3% für 2014.

Die Konsumentenpreisteuerung in der Eurozone bleibt verhalten. Im August lag sie nahezu unverändert bei 1,3%, und die Kerninflation verharrte bei rund 1,1% (Grafiken 2.11 und 2.12). Unternehmensumfragen deuten nach wie vor auf einen geringen Preisdruck hin. Die aus Finanzmarktdaten ermittelten Teuerungserwartungen stiegen in den letzten Monaten leicht an.

Die EZB beliess den Hauptrefinanzierungssatz auf dem historischen Tiefstand von 0,50% (Grafik 2.13). Im Juli kommunizierte sie erstmals ihre Erwartung, die Leitzinsen würden für einen ausgedehnten Zeitraum auf dem gegenwärtigen Niveau oder tiefer liegen.

## JAPAN

Unter dem Einfluss wirtschaftspolitischer Massnahmen setzte sich der Konjunkturaufschwung in Japan im zweiten Quartal fort (Grafik 2.7). Die Exporte holten weiter auf. Auch das Wachstum des privaten Konsums blieb dank der positiven Stimmung robust. Die Geschäftsinvestitionen expandierten erstmals seit über einem Jahr. Zudem stützten staatliche Infrastrukturinvestitionen die Nachfrage.

Die kurzfristigen konjunkturellen Aussichten sind günstig. Bedeutende Wachstumsimpulse bilden die deutliche Yen-Abwertung seit Mitte letzten Jahres sowie geplante öffentliche Infrastrukturprojekte. Die Unternehmensstimmung hat sich seit Jahresbeginn deutlich aufgehellt, was mit einer günstigen Gewinnentwicklung einhergeht und die Grundlage für eine graduelle Erholung der Geschäftsinvestitionen schafft. Unsicher ist allerdings, ob Lohnsteigerungen durchgesetzt werden können, nachdem das durchschnittliche Grundgehalt in den letzten Jahren real stagnierte. Die für April 2014 vorgesehene, jedoch nicht definitive Erhöhung der Mehrwertsteuer dürfte zudem gegen Jahresende einen Vorzieheffekt bei der privaten Endnachfrage auslösen. Für 2013 und 2014 hat die SNB ihre BIP-Prognose leicht nach unten angepasst, da aufgrund der schwächeren Entwicklung in den Schwellenländern die Exportperspektiven Japans leiden. Die konjunkturellen Auswirkungen der im Juni angekündigten Wachstumsstrategie sowie des mittelfristig unausweichlichen finanzpolitischen Konsolidierungskurses sind noch unklar.

Die japanischen Konsumentenpreise zogen in den letzten Monaten etwas an. Infolge höherer Energiepreise lagen sie im Juli 0,7% über ihrem Vorjahresstand, während sie unter Ausschluss der Preise für Energie und Nahrungsmittel nur noch knapp darunter lagen (Grafiken 2.11 und 2.12). Die Yen-Schwäche und die geplante Anhebung der Elektrizitätsgebühren werden die Teuerung in den kommenden Monaten weiter erhöhen. Zudem könnten mittelfristig die allmählich steigenden Inflationserwartungen die Preisentwicklung antreiben.

Die Bank of Japan behielt den im April eingeleiteten geldpolitischen Kurs bei. Bis Ende 2014 will sie die monetäre Basis durch massive Käufe japanischer Staatsanleihen mit langer Laufzeit auf 270 Billionen Yen – rund die Hälfte des nominalen BIP – erhöhen (Grafik 2.14). Innerhalb von rund zwei Jahren soll eine Inflationsrate von 2% erreicht werden.

## AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN

Die aufstrebenden Volkswirtschaften gaben im ersten Halbjahr 2013 kein einheitliches Bild ab. In einigen asiatischen Ländern und in Brasilien liess sich eine Verbesserung gegenüber dem schwachen ersten Quartal erkennen, während sich die Lage in Indien und Russland weiter eintrübte.

Grafik 2.12

### KERNINFLATION <sup>1</sup>

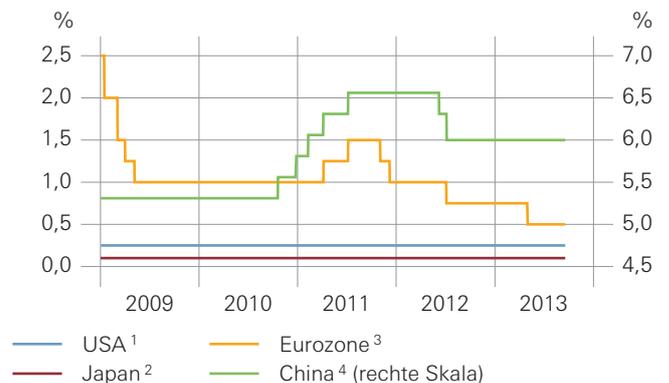
Veränderung gegenüber Vorjahr



<sup>1</sup> Ohne Nahrungsmittel und Energie  
Quellen: CEIC, Thomson Financial Datastream

Grafik 2.13

### OFFIZIELLE ZINSSÄTZE

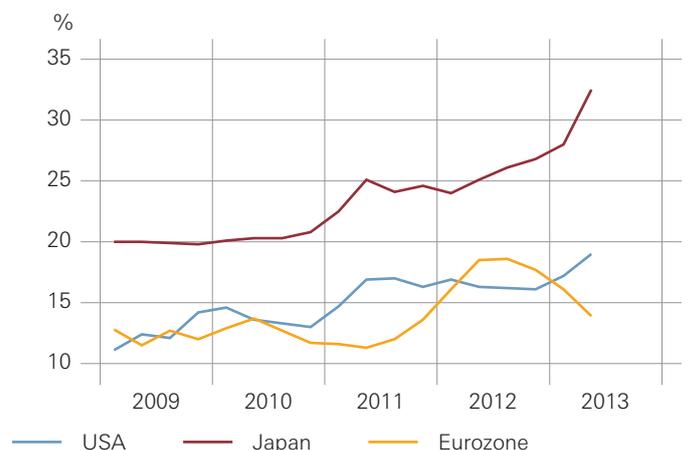


<sup>1</sup> Federal Funds Rate  
<sup>2</sup> Tagesgeldzielsatz  
<sup>3</sup> Hauptrefinanzierungssatz  
<sup>4</sup> Einjähriger Ausleihsatz  
Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 2.14

### MONETÄRE BASIS

Relativ zum BIP



Quelle: Thomson Financial Datastream

In China trug eine leichte Erholung des Konsums massgeblich zum stärkeren Wachstum im zweiten Quartal bei (Grafik 2.8). Jedoch belasteten die geringe Auslandsnachfrage und die kontinuierliche Aufwertung des Renminbis die Exporte. Darüber hinaus hemmte auch eine weniger expansive Kreditvergabe das Wirtschaftswachstum. Neue Regulierungen zur Eindämmung des in den letzten Jahren stark gewachsenen Schattenbankensystems trugen hierzu bei. Kurzzeitige Liquiditätsengpässe führten zudem im Juni zu Turbulenzen am Interbankenmarkt.

In den neu industrialisierten asiatischen Volkswirtschaften zog das Wachstum im zweiten Quartal ebenfalls an. In Brasilien belebten sich die Exporte und die Investitionen, während soziale Unruhen weiterhin für Verunsicherung sorgten und den Privatkonsum belasteten. In Indien verlor die Konjunktur deutlich an Schwung.

Insgesamt dürfte das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den kommenden Quartalen anziehen, doch erwartet die SNB einen langsameren Aufschwung als vor drei Monaten. In China deuten die Aussagen der Regierung auf eine weitere Drosselung der Kreditvergabe hin, was die Investitionen dämpfen könnte. Darunter dürften insbesondere die neu industrialisierten asiatischen

Volkswirtschaften und rohstoffexportierende Länder wie Brasilien leiden. In Indien, Brasilien und Russland belasten hohe Inflationsraten sowie eine restriktive Geldpolitik den konjunkturellen Aufschwung. Darüber hinaus kämpfen einige Länder mit Leistungsbilanzdefiziten und anderen strukturellen Problemen.

Die Konsumentenpreis-inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist uneinheitlich. In einigen Ländern blieb sie verhalten, insbesondere in China, wo die Jahres-teuerungsrate im August 2,6% und die Kernteuerung weniger als 2% betrug (Grafiken 2.11 und 2.12). In Ländern wie Indien und Brasilien blieb sie jedoch hoch.

Die hohe Inflation bei gleichzeitig schwacher Konjunktur sowie Spekulationen über eine bevorstehende Änderung der US-Geldpolitik forderten die Notenbanken in Indien und Brasilien. In beiden Ländern werteten sich die Währungen gegenüber dem US-Dollar deutlich ab, was mit einer Umkehr der Kapitalzuflüsse einherging. In Indien verhinderte diese Entwicklung eine potenzielle Lockerung der Geldpolitik. Demgegenüber hob die Zentralbank Brasiliens den Leitzins im Juni und August weiter an.

# 3

## Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

In der Schweiz übertraf das BIP-Wachstum im zweiten Quartal die Erwartungen. Gemäss erster Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) nahm das reale BIP um 2,1% zu. Getrieben wurde das Wachstum wiederum von der Inlandnachfrage. Die Ausfuhren gingen hingegen weiter zurück. Auf der Produktionsseite entwickelte sich der Dienstleistungsbereich sehr positiv, während die Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie nochmals schrumpfte.

Dank des robusten BIP-Wachstums verringerte sich die negative Produktionslücke. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie ging hingegen zurück und verharrte damit auf tiefem Niveau. Trotz steigender Beschäftigung nahm die Arbeitslosenzahl weiter leicht zu.

Im zweiten Halbjahr dürften sich die Exporte dank des verbesserten Umfelds im Ausland wieder erholen und das BIP auf breiter Basis expandieren. Aufgrund der unerwartet positiven Entwicklung im zweiten Quartal rechnet die SNB für das Jahr 2013 nun mit einem BIP-Wachstum von 1,5%–2,0%.

### GESAMTNACHFRAGE UND PRODUKTION

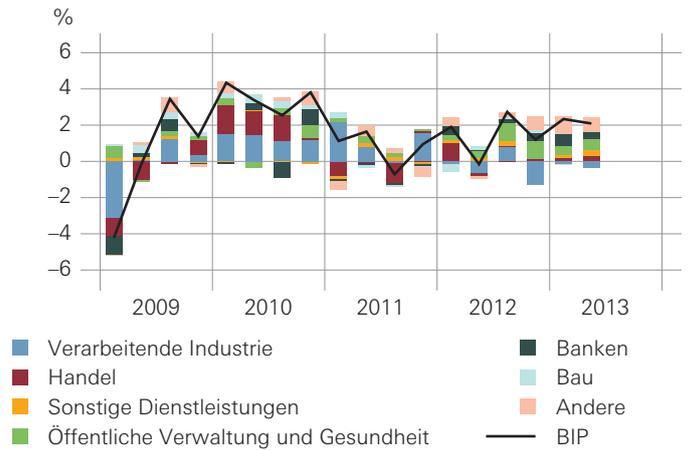
#### Dynamischer Dienstleistungsbereich

Das robuste BIP-Wachstum im zweiten Quartal wurde vor allem vom Dienstleistungsbereich getrieben (Grafik 3.1). Insbesondere der Gesundheitssektor, die Finanzdienstleistungen und das Versicherungsgeschäft entwickelten sich sehr dynamisch. Auch die unternehmensnahen Dienstleistungen sowie Transport und Kommunikation legten überdurchschnittlich zu. Im Gegensatz dazu ging die Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie das dritte Quartal in Folge zurück.

Grafik 3.1

### WACHSTUMSBEITRÄGE NACH SEKTOREN

Veränderung gegenüber Vorperiode

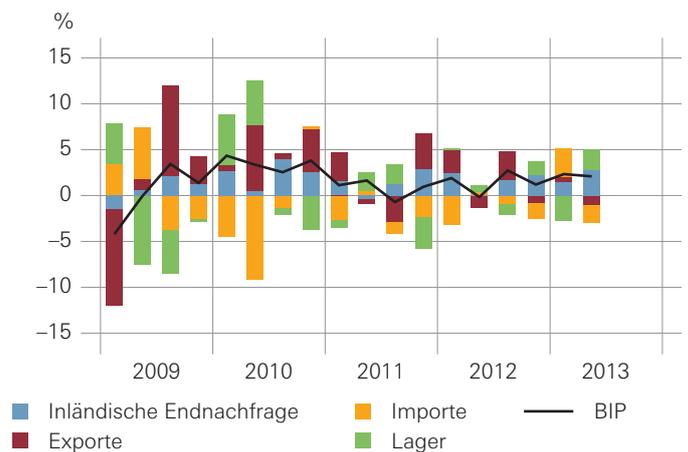


Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO)

Grafik 3.2

### WACHSTUMSBEITRÄGE: NACHFRAGESEITIG

Veränderung gegenüber Vorperiode

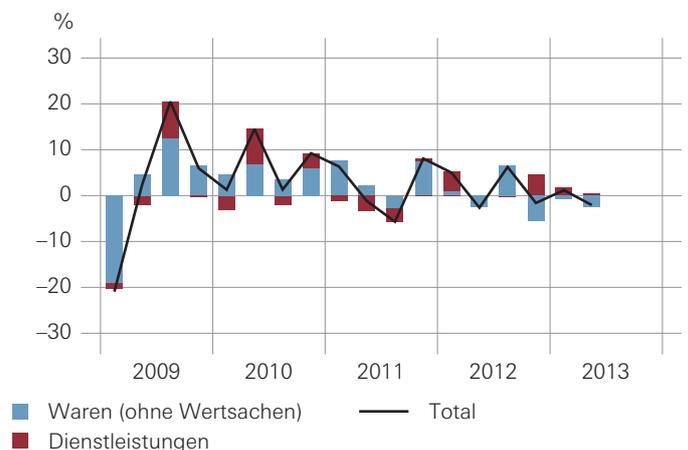


Quelle: SECO

Grafik 3.3

### EXPORTE: WACHSTUMSBEITRÄGE

Veränderung gegenüber Vorperiode



Quelle: SECO

### Solide Binnennachfrage

Die inländische Endnachfrage zeigte sich auch im zweiten Quartal sehr robust (Grafik 3.5 und Tabelle 3.1). Begünstigt durch die starke Zuwanderung legten die privaten Konsumausgaben überdurchschnittlich zu. Wie in den Quartalen zuvor stiegen vor allem die Gesundheitsausgaben kräftig an. Auch im Detailhandelsbereich wurde mehr ausgegeben.

Die deutliche Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen ist auf Sonderfaktoren zurückzuführen. Die volatilen Investitionen in Flugzeuge expandierten stark. Ansonsten investierten die Unternehmen angesichts der tiefen Auslastung der technischen Kapazitäten und der unsicheren weltwirtschaftlichen Perspektiven weiterhin zurückhaltend.

Die Bauinvestitionen stiegen nicht weiter an. Insbesondere im Wohnungsbau, der vom boomenden Immobilienmarkt profitiert, hielt die Produktion nicht mit den eingehenden Aufträgen Schritt. Dagegen litt der Geschäftsbau weiterhin unter der allgemeinen wirtschaftlichen Unsicherheit.

Tabelle 3.1

### REALES BIP UND KOMPONENTEN

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode in %, annualisiert

	2009	2010	2011	2012	2011		2012				2013	
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	1,8	1,7	1,1	2,4	1,3	2,8	4,1	0,7	2,3	3,5	2,6	2,7
Staatlicher Konsum	3,3	0,2	1,2	3,2	3,2	3,2	3,1	3,1	3,9	2,5	1,1	0,5
Anlageinvestitionen	-8,0	4,8	4,5	-0,4	0,6	4,4	-1,0	-3,1	-0,4	-0,6	-0,7	5,9
Bau	3,0	3,5	2,5	-2,9	-2,1	-3,9	-9,2	1,1	0,8	3,2	3,6	-1,3
Ausrüstungen	-15,5	5,8	6,1	1,7	2,9	11,5	6,1	-6,3	-1,3	-3,5	-4,2	12,2
Inländische Endnachfrage	-0,4	2,2	1,8	1,8	1,4	3,2	2,8	0,1	1,9	2,5	1,6	3,1
Lagerveränderung <sup>1</sup>	0,1	0,8	-0,2	-0,1	2,3	-3,5	0,1	0,8	-1,2	1,6	-2,8	2,2
Exporte total <sup>2</sup>	-7,3	7,4	3,8	2,0	-5,7	8,1	5,0	-2,6	6,2	-1,6	1,2	-2,1
Waren <sup>2</sup>	-11,1	9,3	6,3	1,9	-3,9	10,7	1,2	-3,6	9,8	-8,1	-1,2	-3,6
Dienstleistungen	1,2	3,5	-1,6	2,4	-9,6	2,2	14,3	-0,5	-1,1	14,1	5,7	1,1
Importe total <sup>2</sup>	-5,3	9,1	3,8	3,9	3,5	6,0	8,2	-0,7	2,2	4,3	-7,7	4,8
Waren <sup>2</sup>	-8,3	10,6	3,1	2,5	4,2	3,0	7,7	-2,9	3,8	-2,0	-7,1	5,5
Dienstleistungen	9,0	3,0	6,8	9,4	0,7	18,3	10,4	8,6	-3,8	32,2	-10,3	2,3
Aussenbeitrag <sup>3</sup>	-1,6	0,2	0,4	-0,5	-4,2	1,6	-0,7	-1,0	2,2	-2,6	3,7	-3,0
<b>BIP</b>	<b>-1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>

1 Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten (inklusive statistischer Diskrepanz)

2 Ohne Wertsachen (Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten)

3 Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten

Quelle: SECO

### Negativer Aussenhandelsbeitrag

Anders als im ersten Quartal verzeichneten die Nettoexporte (ohne Wertsachen) im zweiten Quartal ein deutliches Minus (Grafik 3.2). Während die Exporte zurückgingen (Grafik 3.3), stiegen die Importe spürbar an (Grafik 3.4). Somit resultierte ein negativer Aussenhandelsbeitrag zum BIP-Wachstum von rund 3,0 Prozentpunkten.

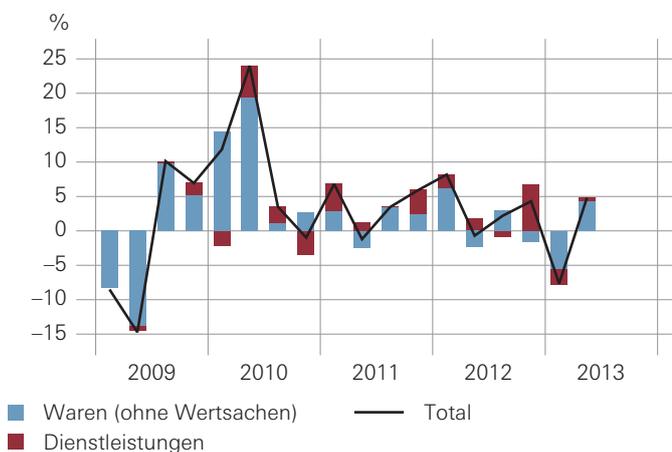
Aufgrund des schwachen Welthandels entwickelten sich die Warenexporte über alle Sektoren hinweg verhalten. Die Dienstleistungsexporte profitierten dagegen von höheren Einnahmen bei den Lizenzen und Patenten sowie bei den Finanzdienstleistungen der Banken.

Die Importe holten den starken Rückgang des Vorquartals teilweise auf. Besonders die Einfuhren von Chemikalien und Luftfahrzeugen sowie die Ausgaben für Lizenzen und Patente zogen kräftig an.

Grafik 3.4

### IMPORTE: WACHSTUMSBEITRÄGE

Veränderung gegenüber Vorperiode

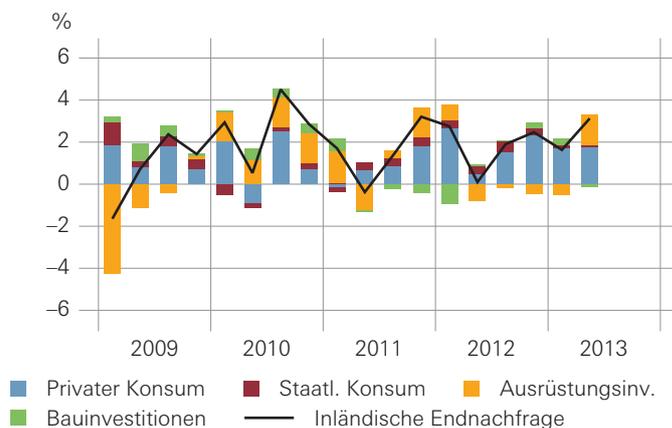


Quelle: SECO

Grafik 3.5

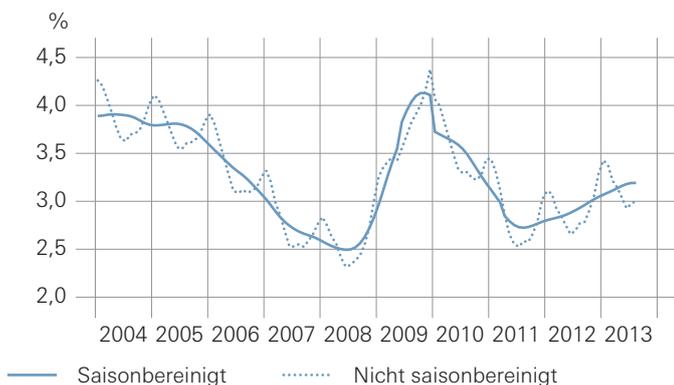
### INLÄNDISCHE ENDNACHFRAGE: WACHSTUMSBEITRÄGE

Veränderung gegenüber Vorperiode



Quelle: SECO

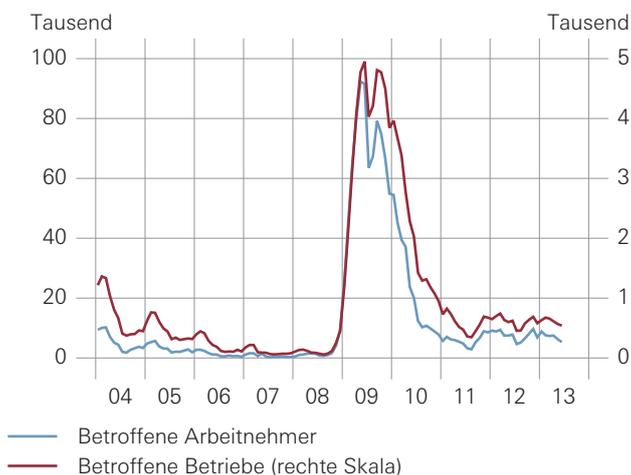
### ARBEITSLOSENQUOTE



Bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose in % der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen) bis 2009 und ab 2010 gemäss Volkszählung 2010 (4 322 899 Erwerbspersonen).  
Quelle: SECO

Grafik 3.7

### KURZARBEIT

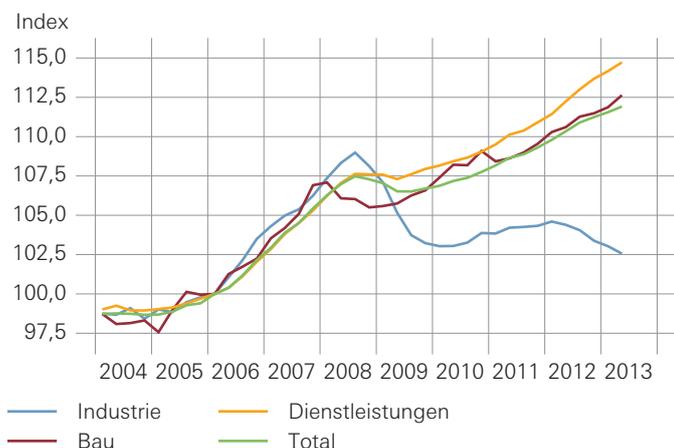


Quelle: SECO

Grafik 3.8

### BESCHÄFTIGUNG IN VOLLZEITÄQUIVALENTEN

1. Q. 2006 = 100



Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS)

## ARBEITSMARKT

Die positive Beschäftigungsdynamik setzte sich im zweiten Quartal fort. Dank der Zuwanderung expandierte auch das Arbeitsangebot weiter robust. Die Zahl der Arbeitslosen erhöhte sich trotz wachsender Beschäftigung leicht. Im internationalen Vergleich ist die Situation am Schweizer Arbeitsmarkt nach wie vor günstig.

### Leicht steigende Arbeitslosigkeit

Die Arbeitslosigkeit nimmt seit zwei Jahren langsam, aber kontinuierlich zu. Zwischen Mai und August erhöhte sich die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen saisonbereinigt um knapp 1 300 Personen. Die Arbeitslosenquote blieb aber unverändert bei 3,2% (Grafik 3.6).

Die Kurzarbeit blieb im zweiten Quartal tief. Im Juni waren etwa 5 300 Personen von Kurzarbeit betroffen (Grafik 3.7).

### Weiterhin wachsende Beschäftigung

Gemäss Beschäftigungsstatistik des Bundesamts für Statistik (BFS) nahm die Beschäftigung im zweiten Quartal weiter zu. Gegenüber dem Vorquartal erhöhte sich die Zahl der Voll- und Teilzeitstellen um 1,1%. In vollzeit-äquivalenten Stellen ausgedrückt stieg die Beschäftigung um 1,3%. Die Entwicklung divergierte weiterhin stark nach Branchen. Während im Baugewerbe und in vielen Dienstleistungsbranchen neue Stellen geschaffen wurden, gingen in der Industrie, bei den Finanzdienstleistungen, im Gastgewerbe und beim Detailhandel Stellen verloren (Grafik 3.8).

## KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

### Tiefere Auslastung in der Industrie

Laut Umfrage der KOF sank die Auslastung der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie im zweiten Quartal auf 80,5%, nachdem sie im ersten Quartal erstmals seit fast zwei Jahren wieder gestiegen war. Damit lag die Auslastung in der Industrie weiterhin klar unter ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.9). Im Bausektor hingegen blieb der Nutzungsgrad der Maschinen anhaltend hoch (Grafik 3.10). Entsprechend klagten viele Firmen im Bausektor weiterhin über Engpässe bei Maschinen- und Gerätekapazitäten sowie über einen Mangel an Arbeitskräften. Im Dienstleistungssektor deuteten Umfragen weiterhin auf eine durchschnittliche Auslastung hin.

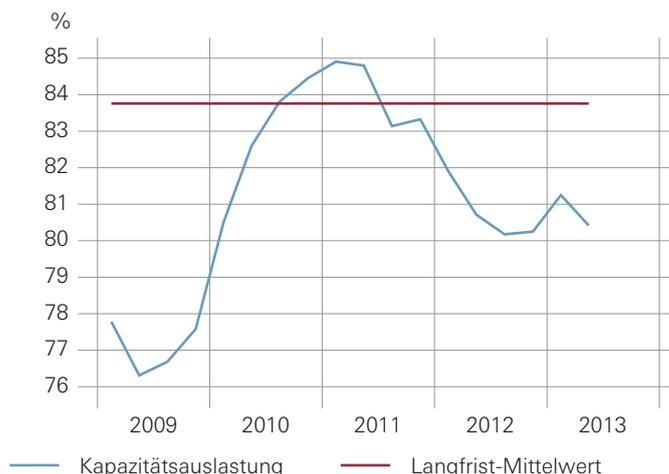
### Negative Produktionslücke

Wie gut die Produktionsfaktoren einer Volkswirtschaft ausgelastet sind, zeigt die Produktionslücke, die als prozentuale Abweichung des beobachteten BIP-Niveaus vom geschätzten gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzial berechnet wird. Mit dem überdurchschnittlichen BIP-Wachstum im ersten Halbjahr schrumpfte die Lücke zwar, blieb aber weiterhin negativ. Das mittels einer Produktionsfunktion geschätzte Produktionspotenzial ergab für das zweite Quartal eine Produktionslücke von  $-1,2\%$  (Grafik 3.11). Andere Schätzmethoden (Hodrick-Prescott-Filter und multivariater Filter) signalisieren eine etwas kleinere Produktionslücke (je  $-0,6\%$ ).

Die verschiedenen Schätzungen spiegeln die unterschiedlichen Ansätze zur Berechnung des Produktionspotenzials wider. Der Produktionsfunktionsansatz berücksichtigt die Arbeitsmarktsituation und den Kapitalstock der Volkswirtschaft. Da sich vor allem das Arbeitsangebot in den letzten Jahren – in erster Linie als Folge der Zuwanderung – stetig erhöht hat, ist das Potenzial und entsprechend die Lücke gemäss dieser Methode grösser als bei den rein statistischen Filtermethoden.

Grafik 3.9

### KAPAZITÄTSAUSLASTUNG INDUSTRIE



Quelle: KOF Konjunkturforschungsstelle (KOF/ETH)

Grafik 3.10

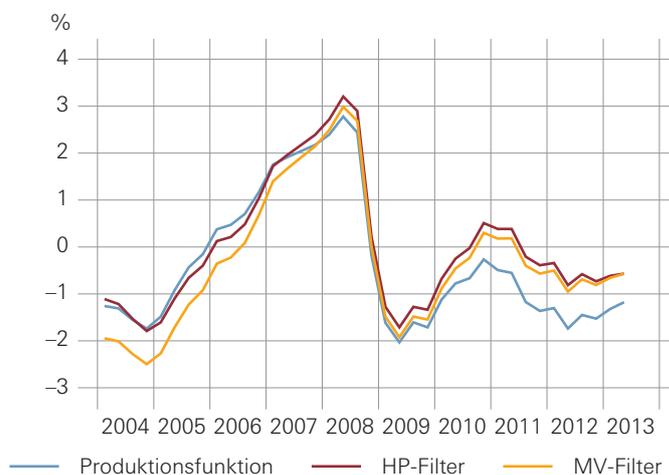
### KAPAZITÄTSAUSLASTUNG BAU



Quelle: KOF/ETH

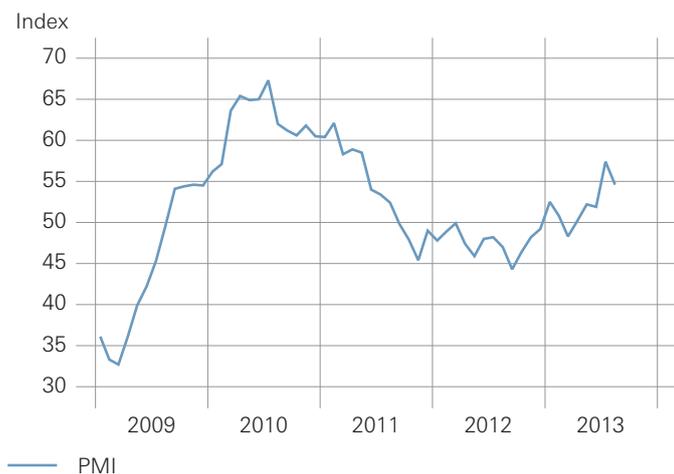
Grafik 3.11

### PRODUKTIONS LÜCKE



Quelle: SNB

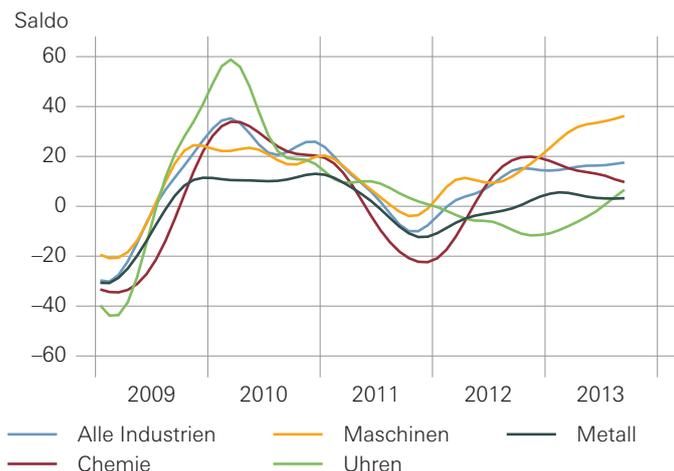
**EINKAUFSMANAGER-INDEX INDUSTRIE**



Quelle: Credit Suisse

Grafik 3.13

**ERWARTETE BESTELLUNGSEINGÄNGE**

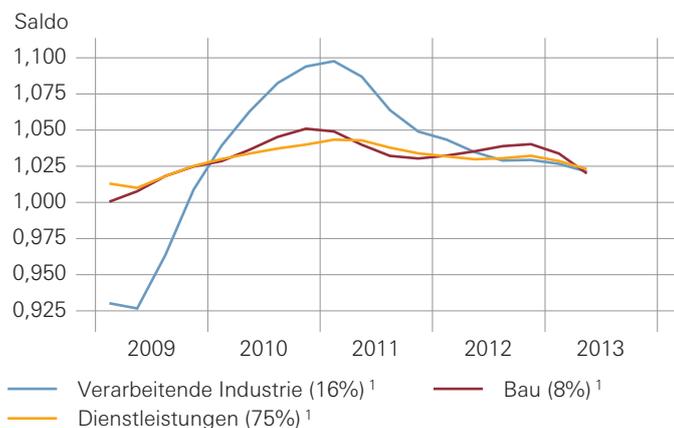


Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.14

**INDIKATOR DER BESCHÄFTIGUNGSAUSSICHTEN**

Saisonbereinigt



<sup>1</sup> Beschäftigungsanteile 2012 in Klammern

Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

**REALWIRTSCHAFTLICHE AUSSICHTEN**

Trotz der überraschend positiven BIP-Entwicklung im zweiten Quartal hat sich die grundsätzliche Konjunkturschätzung der SNB nicht wesentlich verändert. Die binnenorientierten Branchen werden weiterhin von den günstigen inländischen Rahmenbedingungen – Arbeitsmarkt, Zuwanderung, Kreditbedingungen – profitieren. Jedoch ist damit zu rechnen, dass die Ausrüstungsinvestitionen nach einem aussergewöhnlich starken zweiten Quartal merklich an Schwung verlieren werden. Gleichzeitig dürfte sich die Lage der exportorientierten Branchen dank der graduellen weltwirtschaftlichen Erholung wieder etwas positiver darstellen. Erste Informationen zu den Sommermonaten deuten auf eine Belebung der Industrieproduktion und der Exporte hin.

Die SNB rechnet mit einer soliden Konjunktorentwicklung im zweiten Halbjahr. Für das Gesamtjahr 2013 erwartet sie nun ein BIP-Wachstum von 1,5%–2,0%. Die Arbeitslosenquote dürfte ihren Höhepunkt erreicht haben. In den nächsten Quartalen dürfte sich die negative Produktionslücke weiter reduzieren.

Wie in Kapitel 2 geschildert, bestehen mittelfristig immer noch bedeutende Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft. Trotz eines verhalten positiven Basisszenarios existieren entsprechend auch für die Entwicklung in der Schweiz Abwärtsrisiken.

**LIK im August auf Vorjahresniveau**

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuersatzrate stieg von  $-0,5\%$  im Mai auf  $0\%$  im August. Diese Bewegung signalisiert, dass die Auswirkungen der starken Aufwertung des Frankens aus dem Jahr 2011 auslaufen. Die Aufwertung hatte während fast zweier Jahre zu negativen Jahresteuersatzraten geführt.

Die Konsumentenpreisteuerung betrug im Juli und August  $0\%$ . Damit hat sich die fast zwei Jahre dauernde Phase negativer Jahresteuersatzraten, die in erster Linie auf die starke Aufwertung des Frankens im Jahr 2011 zurückzuführen war, nicht weiter fortgesetzt.

Die den Konsumentenpreisen vorgelagerten Produzenten- und Importpreise stiegen innert Jahresfrist leicht an. Sie sind seit Anfang Jahr aber praktisch unverändert geblieben und signalisieren zurzeit keinen Teuerungsdruck seitens der Angebotspreise.

Die Inflationserwartungen blieben je nach Umfrage entweder stabil oder stiegen leicht an. Die mittelfristigen Inflationserwartungen sind weiterhin tief und mit der SNB-Definition von Preisstabilität konsistent.

Tabelle 4.1

**LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE UND KOMPONENTEN**

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

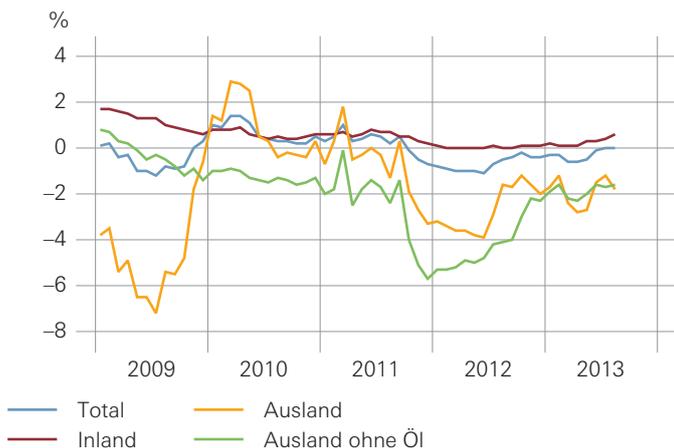
	2012	2012		2013		2013		
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
<b>LIK total</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6
Waren	-1,8	-1,8	-1,0	-0,8	-0,6	-0,5	0,2	0,1
Dienstleistungen	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,7
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,4	0,5
Mieten	0,6	0,6	0,2	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,9
öffentliche Dienstleistungen	0,4	0,3	0,6	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Ausländische Waren und Dienstleistungen	-2,7	-2,1	-1,6	-1,8	-2,3	-1,5	-1,2	-1,8
ohne Erdölprodukte	-4,2	-4,1	-2,5	-1,9	-1,9	-1,6	-1,7	-1,6
Erdölprodukte	5,0	8,7	3,0	-1,0	-4,3	-1,1	1,3	-2,8

Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.1

**LIK: IN- UND AUSLÄNDISCHE GÜTER**

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.2

**LIK: INLÄNDISCHE WAREN UND DIENSTLEISTUNGEN**

Veränderung gegenüber Vorjahr

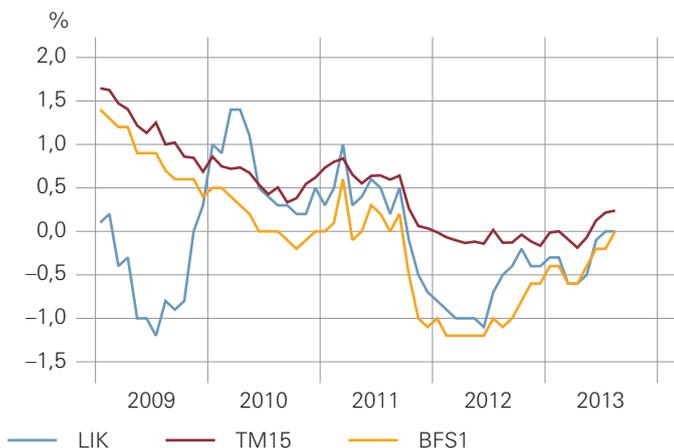


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.3

**KERNINFLATION**

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quellen: BFS, SNB

**Preise importierter Güter weiterhin unter Vorjahresniveau**

Die Preise importierter Waren und Dienstleistungen bewegten sich im August zwar weiterhin unter ihrem Vorjahresniveau (-1,8%), aber nicht mehr so deutlich wie noch im Mai (-2,7%). Neben den Erdölprodukten trugen auch die übrigen Güter der Auslandskomponente des LIK zu dieser Entwicklung bei (Grafik 4.1).

**Konvergierende Teuerung inländischer Waren und Dienstleistungen**

Die jährliche Teuerung inländischer Waren stieg im Juli erstmals seit April 2010 in den positiven Bereich. Teilweise aufgrund statistischer Basiseffekte kletterte sie von -0,7% im Mai auf 0,1% im August. Damit näherte sie sich der Teuerungsrate der inländischen Dienstleistungen an, die aufgrund höherer Mieten von 0,6% auf 0,7% stieg (Grafik 4.2).

**Weiterhin tiefe Kerninflationsraten**

Der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert (TM15) und die Kerninflationsrate 1 des BFS (BFS1) stiegen zwischen Mai und August beide an. Mit 0,2% bzw. 0,0% liegen sie im historischen Vergleich aber nach wie vor tief (Grafik 4.3).

**PRODUZENTEN- UND IMPORTPREISE**

**Weitgehend stabile Angebotspreise**

Die jährliche Teuerungsrate der Angebotspreise ist ab Mai gestiegen und kreuzte im Juni die Nulllinie (Grafik 4.4). Im August betrug sie 0,2%. Von den beiden Komponenten der Angebotspreise lagen die Importpreise auf dem gleichen Niveau wie vor Jahresfrist, während die Produzentenpreise im gleichen Zeitraum um 0,3% stiegen.

Der Anstieg der jährlichen Teuerungsrate widerspiegelt statistische Basiseffekte bei den Importpreisen. Sowohl von den Produzentenpreisen als auch von den Importpreisen geht zurzeit kein Aufwärtsdruck auf die Konsumentenpreise aus.

## IMMOBILIENPREISE

### Verlangsamter Anstieg der Wohneigentumspreise im zweiten Quartal

Der Anstieg der Preise für Wohneigentum verlangsamte sich im zweiten Quartal. Je nach Index lagen die Preise aber weiterhin um 5% bis 12% (Eigentumswohnungen) bzw. um 3% bis 7% (Einfamilienhäuser) über ihrem Vorjahresniveau.

Gemäss Wüest & Partner blieben die Preise von Eigentumswohnungen gegenüber dem Vorquartal unverändert. Die Indizes von Fahrländer Partner und IAZI stiegen zwar weiter, jedoch moderater als in den Quartalen zuvor (Grafik 4.5).

Bei den Einfamilienhäusern zeigen die verschiedenen Indizes ein weniger einheitliches Bild. Während die Preise gemäss Fahrländer Partner auf dem Stand des Vorquartals verharrten und gemäss IAZI nur wenig zulegten, stiegen sie gemäss Wüest & Partner weiter stark.

### Divergierende Angebots- und Bestandsmieten

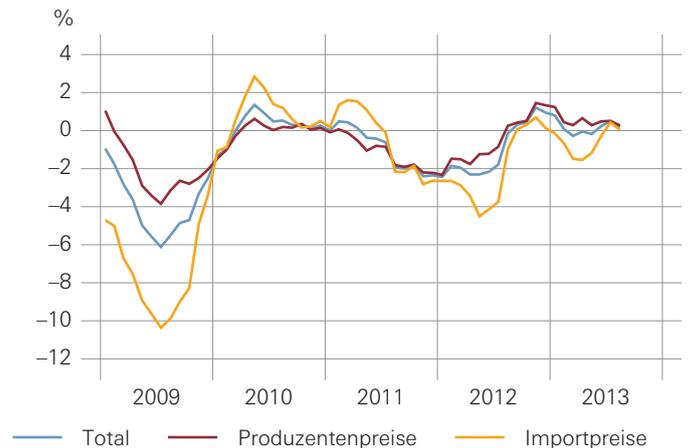
Die von Wüest & Partner erfassten Mieten der am Markt angebotenen Wohnungen (Angebotsmieten) legten im zweiten Quartal weiter zu. Die jährliche Teuerung der Angebotsmieten blieb damit deutlich höher als die Teuerung der Mieten aus bestehenden Mietverhältnissen (Bestandsmieten). Die von Bestandsmieten dominierte Mietkomponente des LIK bewegt sich weiterhin auf dem Niveau des Vorjahres (Grafik 4.6).

Die Bestandsmieten sind gesetzlich an den Referenzzinssatz gebunden. Mit der Senkung des Referenzzinssatzes per 2. September 2013 ist davon auszugehen, dass die Mietkomponente des LIK auch in den kommenden Quartalen nicht mit der Entwicklung der Angebotsmieten Schritt halten wird, obwohl die jährliche Mietteuerung im August auf 0,9% stieg (Tabelle 4.1).

Grafik 4.4

### PREISE DES GESAMTANGEBOTS

Veränderung gegenüber Vorjahr

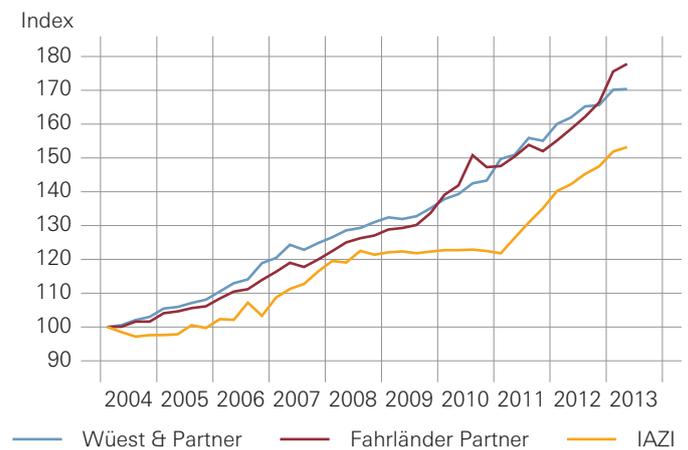


Quelle: BFS

Grafik 4.5

### TRANSAKTIONSPREISE EIGENTUMSWOHNUNGEN

Nominal (hedonisch), Periodenbeginn = 100

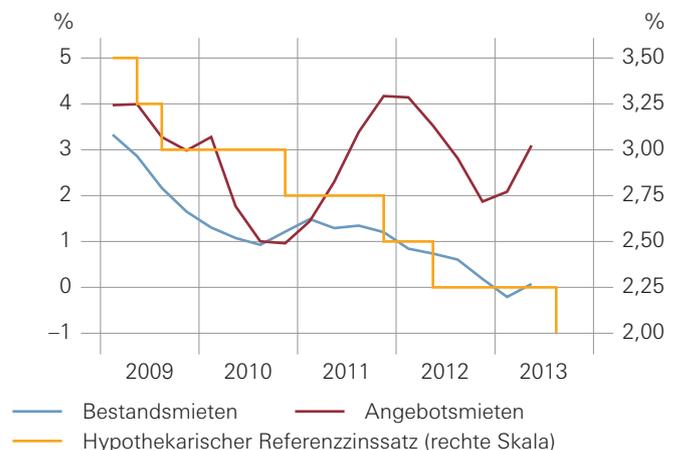


Quellen: Fahrländer Partner, IAZI, Wüest & Partner

Grafik 4.6

### WOHNUNGSMIETEN UND REFERENZZINSSATZ

Nominal, Veränderung gegenüber Vorjahr (linke Skala)



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

## INFLATIONSERWARTUNGEN

### Inflationserwartungen weiterhin tief

Umfragen bei Haushalten und Experten deuten auf unveränderte bis leicht steigende kurzfristige Inflationserwartungen hin. Die erwartete Inflation bleibt gemäss den entsprechenden Umfragen tief.

Die im Juli durchgeführte Quartalsumfrage des SECO zeigt, dass 50% der befragten Haushalte von moderat und 6% von stark steigenden Preisen ausgingen. Im Vergleich zur April-Umfrage nahmen diese Anteile zu. Die Anteile der Befragten, die gleichbleibende oder fallende Preise erwarten, gingen entsprechend zurück (Grafik 4.7).

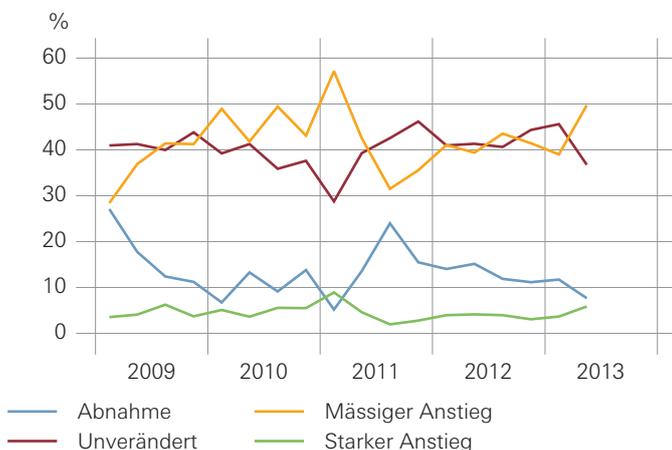
Gemäss Credit Suisse ZEW Finanzmarktreport rechnete die Mehrheit der im August befragten Finanzanalysten mit unverändert tiefen Jahresteuersätzen in den nächsten sechs Monaten (71%). 26% der Befragten erwarteten auf sechs Monate steigende Teuersätzen, während nur sehr wenige fallende Inflationsraten voraussagten.

Quantitative Teuerungserwartungen bieten die Gespräche der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen aus allen Branchen der Wirtschaft sowie die CFO-Umfrage von Deloitte. Aus den im dritten Quartal geführten Gesprächen der SNB-Delegierten geht hervor, dass die Teuerungserwartungen auf sechs bis zwölf Monate mit 0,5% leicht höher lagen als im Vorquartal. Die von Deloitte erhobene erwartete Inflationsrate in zwei Jahren betrug im zweiten Quartal 1,2%.

Grafik 4.7

## PREISERWARTUNGEN

Haushaltsumfrage zur erwarteten Preisentwicklung auf 12 Monate



Quellen: SECO, SNB

# 5

## Monetäre Entwicklung

---

Gegenüber dem zweiten Quartal stiegen die langfristigen Zinssätze in der Schweiz wie auch in anderen grösseren Ländern deutlich an. Dieser Anstieg erfolgte im Zusammenhang mit Erwartungen einer etwas weniger expansiven Geldpolitik in den USA. Bei unveränderten kurzfristigen Zinsen erhöhten sich die Obligationenrenditen und die Zinsen für Hypothekarkredite mit längeren Laufzeiten.

Der Anstieg der langfristigen Zinssätze wirkte sich auf das Geldmengenwachstum aus, das sich auf hohem Niveau leicht abschwächte. Das Kreditwachstum blieb jedoch unverändert stark. Darin kommt zum Ausdruck, dass die Zinsen im historischen Vergleich nach wie vor ausgesprochen niedrig sind.

Seit der letzten Lagebeurteilung ist der Frankenkurs relativ stabil geblieben. Die negativen Renditen für Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft deuten darauf hin, dass weiterhin eine grosse Nachfrage nach sicheren Anlagen besteht. Die Zinssätze am besicherten Geldmarkt sind ebenfalls nach wie vor negativ. Der Franken bleibt hoch bewertet.

### GELDPOLITIK SEIT DER LETZTEN LAGEBEURTEILUNG

---

#### **Fortsetzung der im September 2011 angekündigten Geldpolitik**

Die SNB behielt im vergangenen Quartal die im September 2011 angekündigte und an den darauf folgenden Lagebeurteilungen bekräftigte Geldpolitik unverändert bei. Am 6. September 2011 hatte die SNB einen Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro festgelegt. Bereits im August 2011 hatte sie das Zielband für den 3M-Libor auf 0%–0,25% verengt.

#### **Stabile Sichtguthaben bei der SNB**

Seit der Lagebeurteilung im Juni sind die gesamten bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben nahezu unverändert geblieben. Sie beliefen sich in der Woche zum 13. September 2013 (letzte Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte September) auf 369,5 Mrd. Franken, im Vergleich zu 370,7 Mrd. Franken in der letzten Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte Juni. Zwischen den Lagebeurteilungen von Mitte Juni und Mitte September betragen sie durchschnittlich 370,1 Mrd. Franken. Davon entfielen 318,0 Mrd. Franken auf Giroguthaben inländischer Banken und die restlichen 52,1 Mrd. Franken auf übrige Guthaben auf Sicht.

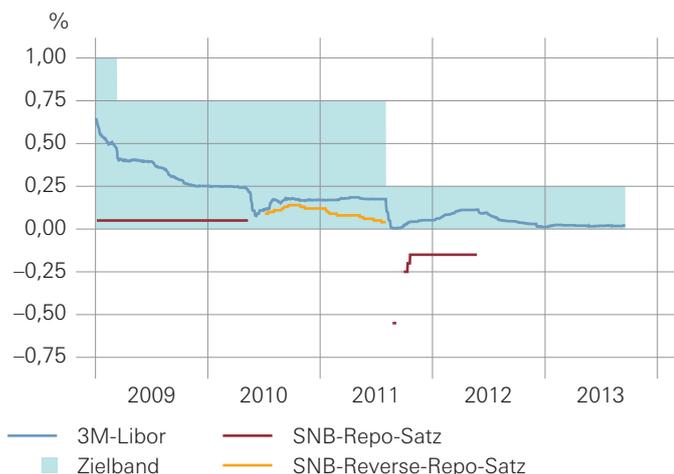
Seit der Erteilung der Bankenlizenz an die PostFinance AG am 26. Juni 2013 wird das Girokonto der PostFinance nicht mehr unter den übrigen Guthaben auf Sicht in Franken, sondern neu unter den Girokonten inländischer Banken ausgewiesen. Die Girokonten inländischer Banken haben deshalb primär zulasten der übrigen Guthaben auf Sicht zugenommen, während die gesamten Sichtguthaben weitgehend unverändert blieben (siehe auch «Geld- und Kreditaggregate», S. 27ff. dieses Berichts).

#### **Überschussreserven der Banken unverändert hoch**

Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. Mai und dem 19. August 2013 durchschnittlich 14,5 Mrd. Franken. Dies entspricht einer Zunahme um 7,8% gegenüber der Vorperiode (20. Februar 2013 bis 19. Mai 2013). Der Anstieg kann unter anderem darauf zurückgeführt werden, dass neu auch die PostFinance mindestreservspflichtig ist. Insgesamt übertrafen die Banken das Mindestreserveverfordernis im Durchschnitt um rund 297,6 Mrd. Franken (Vorperiode: 274,9 Mrd.). Die Überschussreserven der Banken sind damit ausserordentlich hoch geblieben.

Grafik 5.1

## GELDMARKTSÄTZE

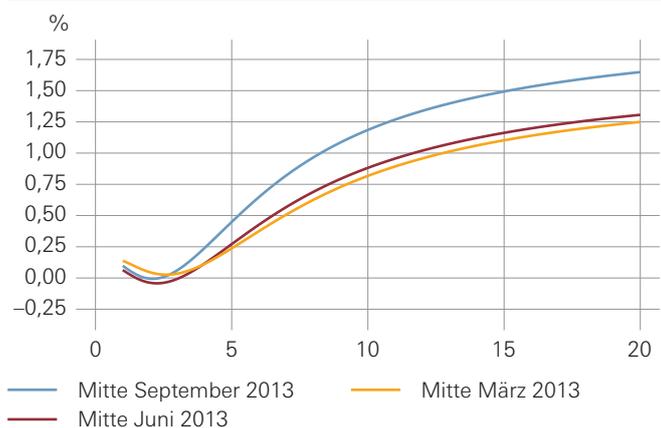


Quellen: Bloomberg, Reuters, SNB

Grafik 5.2

## ZINSSTRUKTUR EIDGENÖSSISCHER ANLEIHEN

Nach Nelson-Siegel-Svensson  
Laufzeit in Jahren (hor. Achse)

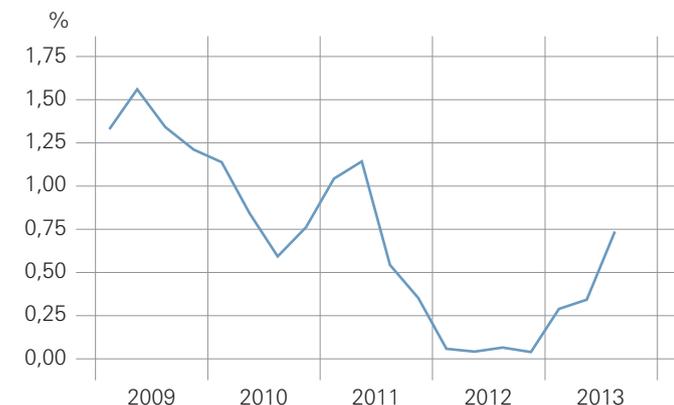


Quelle: SNB

Grafik 5.3

## GESCHÄTZTER REALZINSSATZ

10-jährige Obligationen der Eidgenossenschaft  
Inflationserwartungen geschätzt mit VAR-Modell



Quelle: SNB

## GELD- UND KAPITALMARKTZINSEN

### Unverändert tiefe Geldmarktzinssätze

Seit der Lagebeurteilung im Juni hat sich die Situation am Geldmarkt kaum verändert. Das Liquiditätsangebot blieb unverändert hoch, was sich sowohl in geringen Handelsvolumen als auch in tiefen Geldmarktzinsen widerspiegelt (Grafik 5.1). So betrug der 3M-Libor Mitte September 2 Basispunkte. Die Zinssätze am besicherten Geldmarkt blieben negativ. Auch die Emissionsrenditen von Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft bewegten sich weiterhin im negativen Bereich, stiegen allerdings um wenige Basispunkte an.

### Höhere langfristige Zinssätze

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen stiegen im Verlauf des dritten Quartals an. Dieser Anstieg spiegelt primär Erwartungen über eine weniger expansive Geldpolitik in den USA wider und war – mit Ausnahme Japans – in allen wichtigen Volkswirtschaften zu beobachten. Mitte September erreichte die Rendite eidgenössischer Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit einen Wert von rund 1,2%, was einem deutlichen Anstieg von 0,3 Prozentpunkten gegenüber dem Vorquartal entspricht. Im historischen Vergleich bleibt das Niveau weiterhin tief.

### Steilere Renditekurve

Die höheren langfristigen Zinssätze schlugen sich in Verbindung mit den stabilen kurzfristigen Zinssätzen in einer steileren Renditekurve nieder (Grafik 5.2). Die Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Bundesobligationen und dem 3M-Libor betrug Mitte September rund 1,2 Prozentpunkte im Vergleich zu 0,9 Prozentpunkten Mitte Juni.

### Leicht höhere Realzinsen

Der Anstieg der langfristigen Zinssätze führt bei unveränderten langfristigen Inflationserwartungen zu höheren langfristigen Realzinsen. Die in Grafik 5.3 abgebildeten geschätzten zehnjährigen Realzinsen stiegen gegenüber dem Vorquartal rund 0,4 Prozentpunkte auf 0,7%. Die Berechnung dieser Realzinsen stützt sich auf die zehnjährigen Renditen von Bundesobligationen und die für den gleichen Zeithorizont mit Hilfe eines VAR-Modells geschätzten Inflationserwartungen.

## WECHSELKURSE

### Vorübergehende Abschwächung des Frankens gegenüber Euro und Dollar

Die seit der Lagebeurteilung von Mitte Juni registrierten Wechselkursbewegungen wurden von Erwartungen der Märkte über die weitere Politik der grossen Zentralbanken geprägt. Vor dem Hintergrund von Spekulationen über eine mögliche Reduktion der Wertschriftenkäufe der Federal Reserve schwächte sich der Franken Ende Juni und Anfang Juli gegenüber dem US-Dollar und – in geringerem Ausmass – gegenüber dem Euro ab. Diese Abschwächung erwies sich jedoch nicht als dauerhaft, sodass die Frankenkurse des US-Dollars und des Euros Mitte September wieder nahe ihrer Niveaus von Mitte Juni notierten (Grafik 5.4).

### Weitgehend unveränderte monetäre Bedingungen

Die kurzfristigen Zinssätze haben sich ähnlich wie der nominale Aussenwert des Frankens gegenüber dem Stand von Mitte Juni kaum verändert. Damit sind auch die am Monetary-Conditions-Index (MCI) gemessenen monetären Bedingungen weitgehend unverändert geblieben.

Der in Grafik 5.5 abgebildete 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, sodass ein negativer Wert des MCI eine Lockerung der monetären Bedingungen signalisiert.

### Realer Aussenwert des Frankens weiterhin hoch

Der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens lag im August auf dem gleichen Niveau wie im Vorjahresmonat (Grafik 5.6). Er befindet sich damit weiterhin deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Der Schweizer Franken ist also nach wie vor hoch bewertet.

Grafik 5.4

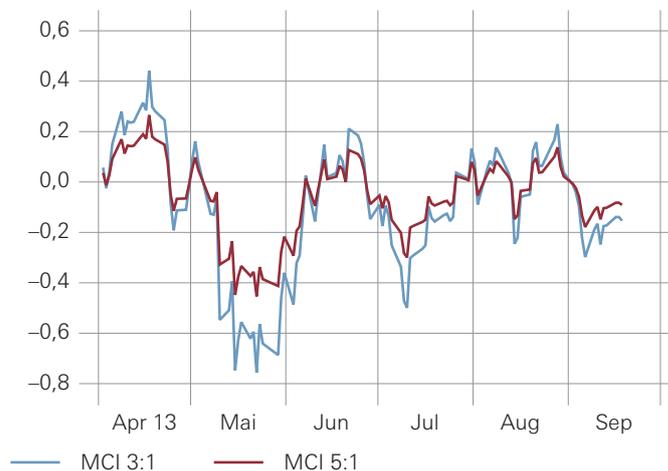
## DEUISENKURSE



Quelle: SNB

Grafik 5.5

## MCI NOMINAL

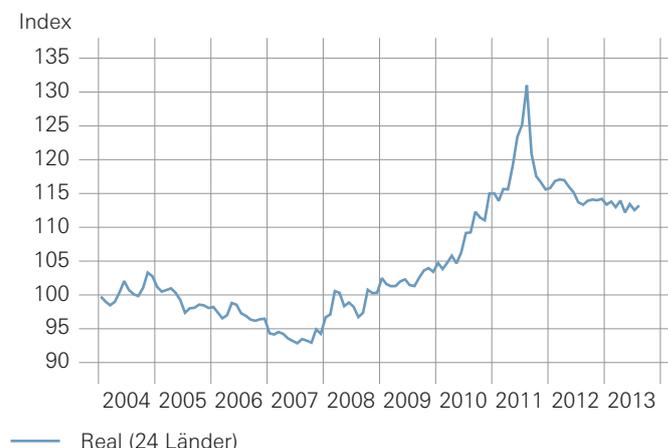


Quelle: SNB

Grafik 5.6

## AUSSENWERT DES FRANKENS

Exportgewichtet, Januar 1999 = 100



Quelle: SNB

## AKTIENMARKT

### Seitwärtsbewegung der Aktienkurse

Der seit Mitte 2012 registrierte Anstieg der Aktienkurse ging gegen Ende Mai vorläufig zu Ende. Die Aktienkurse fielen zunächst und stabilisierten sich anschliessend auf tieferem Niveau. Mitte September notierte der Swiss-Market-Index (SMI) etwa 4% unter dem im Mai erreichten Jahreshöchst, aber immer noch rund 18% über dem Stand von Ende 2012 (Grafik 5.7).

### Höhere Marktunsicherheit

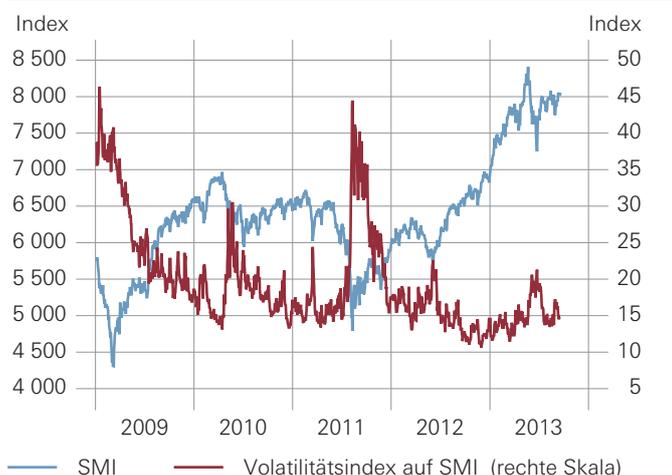
Die Entwicklung der Aktienkurse wurde in den letzten Monaten weltweit durch Spekulationen über den Zeitpunkt der erwarteten Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik beeinflusst. Die Verunsicherung schlug sich in einem Anstieg der optionsbasierten Masse der Marktunsicherheit nieder (Grafik 5.7).

### Entwicklung der Bank- und Immobilienaktien

Grafik 5.8 zeigt Indizes für den Banken- und den Immobiliensektor zusammen mit dem Swiss-Performance-Index (SPI). Die Bankaktien erzielten in den letzten zwölf Monaten eine deutlich bessere Performance als der SPI. Über einen mehrjährigen Zeitraum betrachtet liegen sie aber weiterhin hinter dem SPI zurück. Darin widerspiegeln sich die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Bewertung der Banken. Die Immobilienaktien tendierten in den letzten zwölf Monaten seitwärts, was mit Erwartungen einer Beruhigung am Immobilienmarkt konsistent ist. Über die Periode seit Anfang 2009 betrachtet, liegen sie zurzeit gleichauf mit dem SPI.

Grafik 5.7

### AKTIENKURSE UND VOLATILITÄT



Quelle: Thomson Financial Datastream

Grafik 5.8

### AUSGEWÄHLTE SEKTOREN

Periodenbeginn = 100



Quellen: Bloomberg, Thomson Financial Datastream

**Abschwächung des um Sonderfaktoren bereinigten Geldmengenwachstums**

Die PostFinance AG erhielt am 26. Juni 2013 die Banklizenz, was sich sowohl auf die Notenbankgeldmenge als auch auf die Geldmengen M1, M2 und M3 auswirkt.

Die bereinigten, d.h. auf zurückgerechneten Geldaggregaten inklusive PostFinance beruhenden Wachstumsraten von M1, M2 und M3 haben sich mit dem Anstieg der langfristigen Zinssätze leicht verlangsamt. Diese Abschwächung des Geldmengenwachstums reicht jedoch nicht aus, um die hohe Überschussliquidität nennenswert zu reduzieren. Im August lag M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen, Transaktionskonti) um 7,0% über dem Stand vor Jahresfrist. Im gleichen Zeitraum stiegen M2 (M1 plus Spareinlagen) und M3 (M2 plus Termineinlagen) um 6,1% bzw. 6,0% (Tabelle 5.1). Das Geldmengenwachstum liegt damit weiterhin deutlich über dem Wachstum des nominalen BIP.

**Auswirkungen der Banklizenz an PostFinance auf die Notenbankgeldmenge ...**

Die von der PostFinance bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben werden seit der Erteilung der Banklizenz an die PostFinance als Sichteinlagen inländischer Banken und nicht mehr als übrige Einlagen auf Sicht ausgewiesen. Dies verändert die Zusammensetzung des Totals der Sichteinlagen bei der SNB: Die Sichteinlagen inländischer Banken nehmen zu, während die übrigen Einlagen auf Sicht abnehmen (Grafik 5.9).

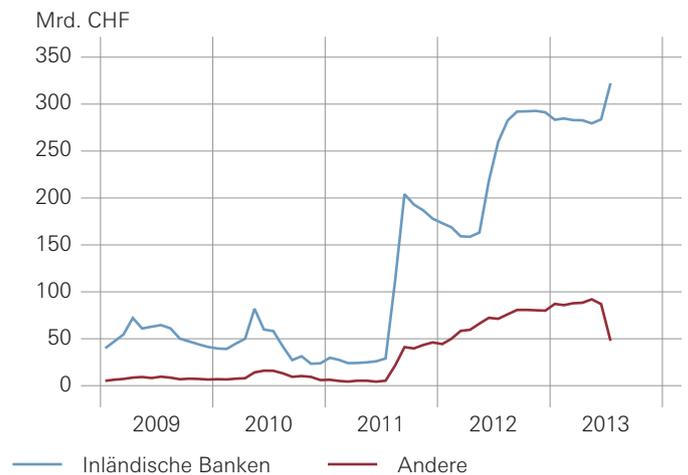
Die Zunahme der Sichteinlagen inländischer Banken bei der SNB schlägt sich in einem Anstieg der Notenbankgeldmenge nieder, die sich aus dem Notenumlauf und den Sichteinlagen inländischer Banken zusammensetzt (Grafik 5.10). Da die ausgewiesenen Monatswerte der Notenbankgeldmenge als Durchschnitte aus Tageswerten berechnet werden, erfolgte der durch die Umstellung ausgelöste Anstieg der Notenbankgeldmenge von rund 40 Mrd. Franken in zwei Schritten im Juni und im Juli.

**... und die Geldaggregate M1, M2 und M3**

Bei den Auswirkungen auf die Geldmengen M1, M2 und M3 sind zwei gegenläufige Effekte zu berücksichtigen. Auf der einen Seite fallen die Sicht- und Termineinlagen, die die PostFinance bei anderen inländischen Banken hält (2,9 Mrd. Franken), weg, da sie nun als Interbankpositionen behandelt werden und damit nicht mehr in die Geldmengen M1, M2 und M3 eingehen. Auf der anderen Seite gehen neu die Spareinlagen des Publikums bei der PostFinance (35,4 Mrd. Franken) in die Geldmengen M2 und M3 ein. Die Sichteinlagen der Kunden bei der PostFinance waren bereits bisher in den Geldmengen enthalten. Aufgrund dieser Veränderungen steigen die Geldmengen M2 und M3 um 32,5 Mrd. Franken, während M1 geringfügig sinkt. Im Unterschied zur Notenbankgeldmenge werden die Geldmengen M1, M2 und M3 als Monatsendwerte erfasst, sodass sich die Umstellung voll in den Juniwerten niederschlägt.

Grafik 5.9

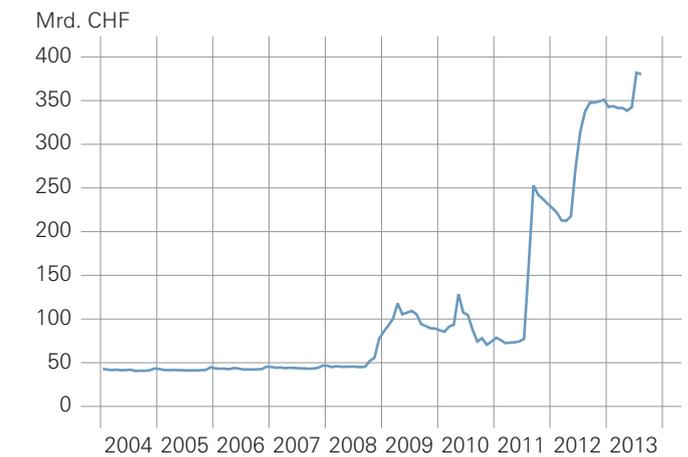
**SICHTEINLAGEN BEI DER SNB**



Quelle: SNB

Grafik 5.10

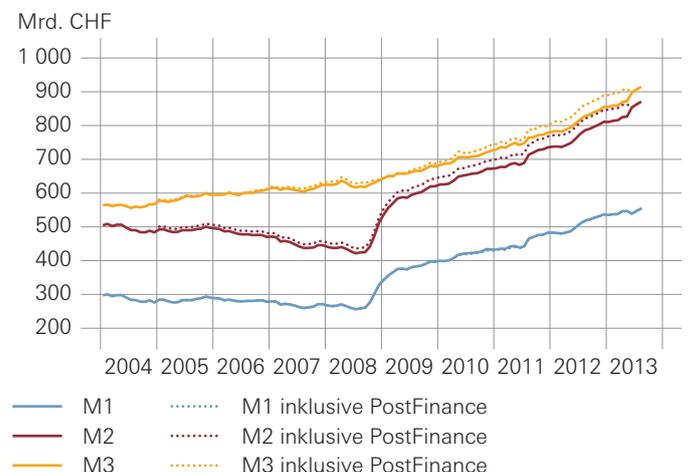
**NOTENBANKGELDMENGE**



Quelle: SNB

Grafik 5.11

**GELDMENGEN**



Quelle: SNB

## Geldaggregate M1, M2 und M3 mit PostFinance für die Zeit vor Juni 2013

Der im Juni verzeichnete Anstieg der Geldaggregate M2 und M3 beruht auf einem statistischen Effekt ohne wirtschaftliche Konsequenzen. Es ist deshalb sinnvoll, die Entwicklung der Geldaggregate anhand korrigierter Zeitreihen einschliesslich PostFinance zu beschreiben, wie dies eingangs zu diesem Kapitel geschehen ist. Die korrigierten Monatsreihen für die Periode vom Januar 2005 bis Mai 2013 können dem Statistischen Monatsheft, Tabelle B2a (unter [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publikationen/Statistische Publikationen) entnommen werden.

Grafik 5.11 zeigt, dass sich die korrigierten Reihen für M2 und M3 einschliesslich PostFinance und die unbereinigten Reihen vor Juni 2013 ähnlich entwickelten und die Differenzen relativ klein waren. Der Bruch der unbereinigten Zeitreihen im Juni 2013 führt jedoch zu Wachstumsraten von M2 und M3, die für die Beurteilung der Geldmengenentwicklung nicht geeignet sind. Bei M1 kommt es zu keinem sichtbaren Bruch, weil die Sichteinlagen von Kunden bei der PostFinance bereits vor der Erteilung der Banklizenz erfasst wurden.

## Weiterhin kräftiges Wachstum der Hypothekarkredite

Im zweiten Quartal lagen die Bankkredite in Franken 3,5% über dem Vorjahresstand, nach 3,8% im ersten Quartal. Diese Abschwächung des Kreditwachstums ist auf die Entwicklung der übrigen (d.h. nichthypothekarisch gesicherten) Kredite zurückzuführen. Das starke Wachstum der Hypothekarkredite setzte sich fort (Tabelle 5.1).

Tabelle 5.1

### GELDMENGEN UND BANKKREDITE

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2012	2012	2012	2013	2013	2013	2013	2013
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
<b>M1 (inkl. PostFinance)<sup>1</sup></b>	<b>11,8</b>	<b>12,6</b>	<b>11,2</b>	<b>11,5</b>	<b>11,0</b>	<b>8,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>
<b>M2 (inkl. PostFinance)<sup>1</sup></b>	<b>10,3</b>	<b>11,0</b>	<b>10,0</b>	<b>10,1</b>	<b>9,4</b>	<b>7,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>
<b>M3 (inkl. PostFinance)<sup>1</sup></b>	<b>9,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>	<b>7,3</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>
<b>Bankkredite total<sup>2,4</sup></b>	<b>3,9</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	
Hypothekarforderungen <sup>2,4</sup>	4,8	4,6	4,5	4,5	4,6	4,5	4,6	
Haushalte <sup>3,4</sup>	4,9	4,8	4,5	4,2	4,1	4,0	4,0	
private Unternehmen <sup>3,4</sup>	4,9	4,4	4,9	5,5	6,4	6,6	6,7	
Übrige Kredite <sup>2,4</sup>	-0,1	-0,8	1,6	0,4	-1,5	-1,0	0,3	
gedeckt <sup>2,4</sup>	3,0	3,2	7,9	5,1	2,2	2,0	0,3	
ungedeckt <sup>2,4</sup>	-2,0	-3,2	-2,3	-2,6	-3,9	-2,8	0,2	

1 Die PostFinance erhielt am 26. Juni 2013 die Banklizenz. Die Wachstumsraten beruhen auf den rückwirkend für die Zeit von Januar 2005 bis Mai 2013 berechneten Geldmengenzahlen (siehe Statistisches Monatsheft, Tabelle B2a im Internet und die Erklärungen im Statistischen Monatsheft, August 2013, S. III).

2 Monatsbilanzen

3 Kreditvolumenstatistik

4 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

Das Volumen der übrigen Kredite weist seit dem Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise einen flachen Verlauf auf, nachdem es im Konjunkturaufschwung in den Jahren davor stark gewachsen war. Da sich die übrigen Kredite gewöhnlich sehr zyklisch verhalten, steht diese Entwicklung im Einklang mit einer gedämpften Wirtschaftsaktivität. Die übrigen Kredite in Franken schrumpften im zweiten Quartal um 1,0% gegenüber dem Vorjahr. Die Aufteilung in gedeckte und ungedeckte übrige Kredite zeigt, dass die gedeckten Kredite seit 2009 leicht stiegen, während sich die ungedeckten Kredite leicht verringerten (Grafik 5.12).

Die Hypothekarforderungen, die vier Fünftel der gesamten Bankkredite ausmachen, wuchsen im zweiten Quartal um 4,6% gegenüber ihrem Vorjahresniveau. Trotz des jüngsten Anstiegs der Hypothekarzinsen bleibt das Zinsniveau im historischen Vergleich sehr tief, was das Hypothekarkreditwachstum weiterhin stützt. Das kräftige Wachstum kommt vor allem von den inlanderorientierten Banken (Grafik 5.13).

### Antizyklischer Kapitalpuffer aktiviert

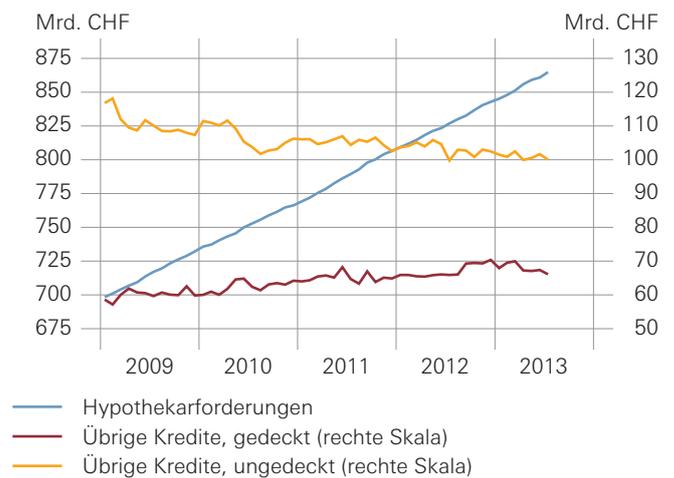
Der Bundesrat machte am 13. Februar 2013 auf Antrag der SNB erstmals von der in der Eigenmittelverordnung (ERV) vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch, den antizyklischen Kapitalpuffer zu aktivieren. Der Kapitalpuffer ist ab dem 30. September 2013 zu halten. Die SNB verspricht sich von der Aktivierung des Kapitalpuffers in erster Linie eine Stärkung der Widerstandskraft des Bankensektors. Sie soll aber auch einem weiteren Aufbau der Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt entgegenwirken.

### Wachsende Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt

Die Entwicklung über die letzten Quartale zeigt, dass trotz einzelner ermutigender Zeichen keine Entwarnung gegeben werden kann. Das Wachstum der Hypothekarkredite ist nach wie vor hoch und übersteigt das Wachstum des nominalen BIP deutlich. Zwar sind die Wachstumsraten der Hypothekarkredite an private Haushalte zurückgegangen, doch sind im Gegenzug die Wachstumsraten der Hypothekarkredite an private Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors gestiegen (Grafik 5.14). Ferner sind, ausgehend von einem hohen Niveau, auch die Immobilienpreise weiter gestiegen. Damit haben die Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt weiter zugenommen.

Grafik 5.12

### HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND ÜBRIGE KREDITE

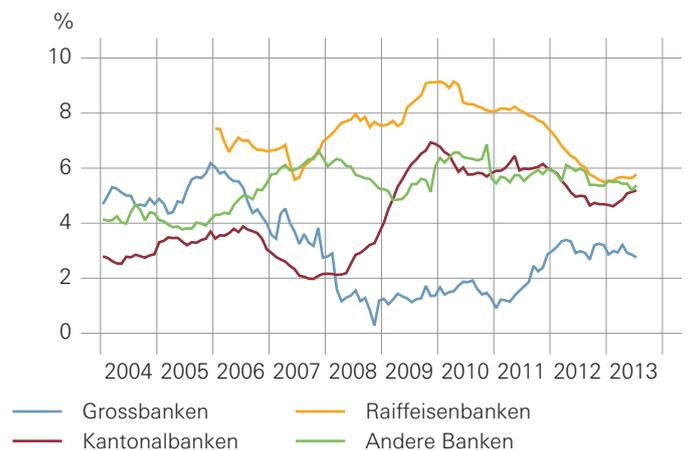


Quelle: SNB

Grafik 5.13

### HYPOTHEKARKREDITE NACH BANKENGRUPPEN

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: SNB

Grafik 5.14

### HYPOTHEKARKREDITE NACH SEKTOREN

Benützung, Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: SNB

---

# Konjunkturtendenzen

Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

Bericht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der SNB vom September 2013

## **Drittes Quartal 2013**

Die Delegierten der SNB stehen in regelmässigem Austausch mit Unternehmen aus verschiedenen Bereichen der Wirtschaft. Der Bericht stützt sich auf die im Juli und August 2013 geführten Gespräche mit 203 Unternehmern und Managern zur Lage und Entwicklung ihres Unternehmens sowie der Wirtschaft insgesamt. Die Auswahl der befragten Unternehmen ändert in jedem Quartal. Sie widerspiegelt die Branchenstruktur der Schweizer Wirtschaft gemäss Zusammensetzung des Bruttoinlandprodukts (ohne Landwirtschaft und öffentliche Dienstleistungen).

### **Regionen**

Genf  
Italienischsprachige Schweiz  
Mittelland  
Nordwestschweiz  
Ostschweiz  
Waadt-Wallis  
Zentralschweiz  
Zürich

### **Delegierte**

Jean-Marc Falter  
Fabio Bossi  
Martin Wyss  
Daniel Hanimann  
Jean-Pierre Jetzer  
Aline Chabloz  
Walter Näf  
Markus Zimmerli

## ZUSAMMENFASSUNG

---

Die Schweizer Wirtschaft ist gemäss dieser Umfrage im dritten Quartal 2013 robust gewachsen. Das Wachstum war nach Sektoren breit abgestützt. In der verarbeitenden Industrie nahm die Dynamik spürbar zu, was sich auch in einer stärkeren Auslastung zeigte.

Die Exportindustrie verzeichnete eine lebhaftere Nachfrage aus den USA. Auch die relativ günstige Konjunkturlage im Inland wirkte sich stimulierend aus. Demgegenüber fehlte die Nachfrage aus Europa, abgesehen von Deutschland, weiterhin. Der Mindestkurs gegenüber dem Euro wurde – als stabilisierender Faktor in der Geschäftsplanung – weiterhin begrüsst.

Die Margen waren in allen drei Sektoren tiefer als üblich, doch zeigt die Vielzahl der in letzter Zeit umgesetzten Optimierungsmassnahmen vor allem in der verarbeitenden Industrie Wirkung. Die Nachfrage nach Arbeitskräften hat im Vergleich zum Vorquartal nur marginal zugenommen.

Die Aussichten hinsichtlich des realen Umsatzwachstums in den kommenden Monaten bleiben in allen Sektoren verhalten optimistisch. Die Nachfrage nach Personal dürfte leicht ansteigen. Investitionen sind etwa im bisherigen Ausmass zu erwarten.

Eine latente Verunsicherung geht noch immer von der konjunkturellen und finanziellen Entwicklung in Europa aus; sie hat aber weiter abgenommen. Etliche politische Vorstösse in der Schweiz bringen nach Einschätzung der Unternehmer ebenfalls gewisse Unwägbarkeiten betreffend die künftigen Rahmenbedingungen mit sich.

## GESCHÄFTSGANG

---

### **Industrie: spürbare Verbesserung**

In der verarbeitenden Industrie hat sich der Geschäftsgang gegenüber der letzten Unternehmensumfrage spürbar verbessert, sowohl im Vorquartals- wie im Vorjahresvergleich. Die Hälfte der befragten Unternehmen erzielte höhere reale Umsätze als im Vorquartal, bei rund 40% der Unternehmen lagen sie auf dem Vorquartalsniveau.

Von einem markant besseren Geschäftsgang sprachen Vertreter aus den Branchen Metallerzeugung und -bearbeitung und aus der chemischen Industrie. Höhere Umsätze als im Vorquartal ergaben sich auch bei Pharmaunternehmen und Herstellern von Präzisionsinstrumenten. Flach war der Geschäftsgang in der Nahrungsmittelindustrie und im Maschinenbau.

Die Inlandnachfrage hielt sich auf hohem Niveau. Der Exportsektor spürte die Rezession in Südeuropa nach wie vor stark. Auch aus dem übrigen Europa war die Nachfrage weiterhin eher verhalten. Stimulierend wirkte die Nachfrage aus den USA, Südamerika, Russland und – schwächer als bis anhin – aus Asien. Einige Branchen profitierten ebenfalls von starker Nachfrage aus Südafrika und Australien.

### **Bau: anhaltende Dynamik**

Im Bausektor nahmen die realen Umsätze gegenüber dem Vorquartal erneut markant zu; sie lagen ebenfalls deutlich über dem Vorjahreswert. Nebst der anhaltend lebhaften Nachfrage trugen die im Vergleich zum Vorquartal idealen Wetterbedingungen zum guten Geschäftsgang bei. Je etwa die Hälfte der befragten Unternehmen erzielte saisonbereinigt höhere bzw. unveränderte Umsätze im Vergleich zum Vorquartal.

Sehr dynamisch entwickelte sich der Hochbau. Aber auch der Tiefbau und das Ausbaugewerbe wiesen Umsätze auf, die deutlich über den Werten der Vorperiode bzw. des Vorjahres lagen. Einer anhaltend starken Aktivität im Wohnungsbau stand eine nach wie vor verhaltene Entwicklung der gewerblich-industriellen Bautätigkeit gegenüber. Immobilienmarktrisiken wurden nur vereinzelt angesprochen.

### **Dienstleistungen: moderates Wachstum**

Im Dienstleistungssektor setzte sich das branchenmässig breit abgestützte, moderate Wachstum fort. Je rund 40% der Unternehmen erzielten höhere bzw. gleich hohe Umsätze wie im Vorquartal.

Einen verhältnismässig dynamischen Geschäftsgang wiesen Unternehmen folgender Branchen auf: IT, Gastronomie, Transportwesen, Gebäudebetreuung, Wirtschaftsprüfer sowie Personalvermittler. Im Gross- und Detailhandel war die Dynamik weniger ausgeprägt als noch im Vorquartal. Der Einkaufstourismus ins Ausland blieb in einzelnen Grenzregionen ein Thema. Zudem spürt der Handel den zunehmenden Anteil des Online-Geschäfts.

Von einem eher flachen Geschäftsgang im Vergleich mit der Vorperiode berichteten Unternehmen aus der Werbebranche und vereinzelt aus dem Fahrzeughandel. Bei Banken hat sich der Geschäftsgang gegenüber dem Vorquartal zwar nur geringfügig erhöht, aber gegenüber dem Vorjahr spürbar verbessert. Sowohl das Zinsdifferenzgeschäft als auch die Kommissionseinnahmen trugen dazu bei. Bei verschiedenen Branchen machten sich allerdings die betrieblichen Sparanstrengungen des Bankensektors weiterhin bemerkbar. Der Wandel in diesem Sektor setzt sich fort.

In den stark vom Tagestourismus abhängigen Ferienregionen in den Bergen wirkte sich das hervorragende Wetter positiv aus. Besonders lebhaft war die Nachfrage von Inländern und Reisegruppen aus Asien und dem arabischen Raum. Zaghaft zugenommen haben auch die Frequenzen europäischer Gäste. In der Hotellerie insgesamt hielt der leicht verbesserte Geschäftsgang an, der sich im Vorquartal eingestellt hatte. Das Geschäft wird von Branchenvertretern indes als sehr volatil beschrieben. Auch in dieser Branche dürfte sich zudem der Strukturwandel in Form von Modernisierung bzw. Konsolidierung fortsetzen.

Die Kreditvergabepolitik der Banken wurde von den meisten Gesprächspartnern aller drei Sektoren nicht als limitierend empfunden.

## **KAPAZITÄTSAUSLASTUNG**

Der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten bzw. der Infrastruktur wurde insgesamt weiterhin als normal eingeschätzt. Innerhalb der Sektoren blieb die Auslastung recht heterogen.

In der verarbeitenden Industrie stuften die Unternehmen ihre Auslastung insgesamt als etwas höher als normal ein; gegenüber der Einschätzung im Vorquartal bedeutet dies einen spürbaren Anstieg. Eher hoch war sie in den Branchen Chemie, Pharma, Uhren/Präzisionsinstrumente sowie bei Metallverarbeitern. Weiterhin tiefer als normal ausgelastet waren demgegenüber Unternehmen der Maschinenindustrie.

Im Bausektor waren die technischen Kapazitäten allgemein höher ausgelastet als für diese Jahreszeit üblich. Dies traf für Unternehmen des Hoch- und Tiefbaus wie auch des Ausbaugewerbes zu. Oft sind die Auftragsbücher auf Monate hinaus voll.

Im Dienstleistungssektor war die Infrastruktur – gemeint sind hauptsächlich Büro- und Verkaufsflächen sowie Transportkapazitäten – insgesamt weiterhin normal ausgelastet. Eher hohe Auslastung zeigte sich in der Transportbranche und bei Architektur- und Ingenieurbüros. Eher tief ausgelastet waren dagegen verschiedene Grosshändler, aber auch Banken. Von Normalauslastung sprachen Personalvermittler, Reiseveranstalter und Hoteliers.

## **ARBEITSNACHFRAGE**

### **Geringfügig höherer Personalbedarf**

Die Arbeitsnachfrage hat insgesamt geringfügig zugenommen. Personalpolitische Massnahmen wurden nur in Einzelfällen thematisiert, vor allem bei exportorientierten Unternehmen, die auf spezifische, sich in Rezession befindliche Auslandsmärkte ausgerichtet sind. Wo immer möglich wird zunächst die Anzahl der Temporärkräfte angepasst, um auf eine veränderte Nachfrage zu reagieren. Die Branchen schätzen die Angemessenheit ihres Personalbestandes weiterhin sehr unterschiedlich ein.

Die befragten Unternehmen in der verarbeitenden Industrie schätzten ihren Personalbestand als ziemlich genau dem Bedarf entsprechend ein. Als eher tief beurteilten weiterhin Hersteller von Präzisionsinstrumenten ihren Personalbestand; neuerdings kamen auch Firmen der Metallverarbeitung und aus der Pharmabranche zu dieser Einschätzung. Einen ungefähr dem Bedarf entsprechenden Bestand wiesen Unternehmen in der Nahrungsmittelindustrie sowie der Kunststoff- und Möbelherstellung auf, während die Maschinen- und die Textilindustrie personell überdotiert waren.

Der Bausektor signalisierte weiterhin etwas zu tiefe Personalbestände, und zwar in allen Teilbereichen. Kadermitarbeiter und Spezialisten blieben stark gesucht.

Im Dienstleistungssektor entsprachen die Personalbestände insgesamt dem Bedarf. Einen eher tiefen Bestand signalisierten weiterhin vor allem IT-Unternehmen. Einstellungsbedarf zeigte sich auch bei Architektur- und Ingenieurbüros sowie bei Gebäudebetreuungsdiensten. Besonders ausgetrocknet ist der Markt für Ingenieure: Die Firmen werben sie sich gegenseitig ab. Angemessene Personalbestände wiesen der Gross- und Detailhandel sowie die Transportbranche auf.

### **Anhaltend hohe Zahl von Spontanbewerbungen**

Die befragten Unternehmen erachteten die Personalgewinnung insgesamt als etwa gleich schwierig und zeitaufwändig wie sonst. In vielen Fällen kann das gesuchte Personal weiterhin nur im Ausland gefunden werden. Wiederum berichteten viele Unternehmen von einer auffallend hohen Anzahl von Spontanbewerbungen, vor allem aus Südeuropa. Auf Stellenangebote reagieren zudem deutlich mehr Bewerber.

Eher einfacher als üblich war die Personalgewinnung für Unternehmen der Holz- und Papierverarbeitung, der Maschinenindustrie, im Tiefbau, bei Grosshändlern, Restaurants und in der Werbebranche. Schwieriger als sonst war die Personalgewinnung insbesondere für die IT-Branche sowie weiterhin für die Architektur- und Ingenieurbüros.

### Margen leicht tiefer als sonst

Die Margen werden insgesamt noch als leicht tiefer als üblich eingeschätzt. Ein Drittel der befragten Unternehmen kommt zu dieser Einstufung – gegenüber einem Viertel der Unternehmen, deren Margen höher als üblich sind. Die Margen im Industrie- und im Dienstleistungssektor werden als etwas schwächer als üblich beurteilt, wenn auch weniger ausgeprägt als noch im Vorquartal. Kostenoptimierungen und Effizienzsteigerungen werden vielerorts weiterhin umgesetzt, doch berichtet eine zunehmende Anzahl der Gesprächspartner, dass diese krisenbedingten Efforts weitgehend abgeschlossen sind. Margenverbesserungen werden am häufigsten erzielt durch neue Produkte, Dienstleistungen und Kundensegmente sowie die Erschliessung neuer Märkte. Zudem sind vereinzelt Preiserhöhungen möglich. Viele Unternehmen aus allen drei Sektoren der Wirtschaft betonten die stabilisierende Wirkung des Mindestkurses zum Euro für ihr Geschäft, sei es für die Fakturierung, die Budgetierung oder die Planung allgemein.

In der verarbeitenden Industrie blieben die Gewinnmargen in vielen Branchen schwächer als sonst, besonders in der Metall- und Maschinenindustrie sowie bei Kunststoff verarbeitenden Firmen. Von einer unterdurchschnittlichen Margenlage berichteten auch Möbelhersteller. Verhältnismässig gut ist die Margenlage dagegen bei Präzisionsgeräteherstellern. Für einige Industriebetriebe ist die Wechselkursproblematik nach wie vor eine Herausforderung, zumal sich die Nachfrage aus spezifischen Zielmärkten abgeschwächt hat. Für die kommenden Monate erwarten die Unternehmen aus der Industrie sowohl stabile Einkaufs- als auch Verkaufspreise.

Im Bausektor wiesen die besuchten Unternehmen des Hochbaus und des Ausbaugewerbes eine normale Margenlage auf, während sie im Tiefbau tiefer als üblich war. Für die kommenden Monate werden stabile Einkaufspreise für Baurohmaterialien erwartet, bei gleichzeitig leicht sinkenden Baupreisen; der Druck auf die Margen könnte dadurch etwas steigen.

Im Dienstleistungssektor sahen sich die meisten Branchen weiterhin mit unüblich tiefen Margen konfrontiert. Am stärksten litten verschiedene Grosshändler, was teilweise auf die divergierende Entwicklung bei Einkaufs- und Verkaufspreisen zurückgeführt werden kann. Verbessert hat sich die Lage für die Hotellerie insgesamt und die Bankbranche, die beide von einer normalen Margenlage berichteten. Weiterhin als normal wird die Margenlage auch im Detailhandel charakterisiert.

### Hoffnungsvolle Zuversicht

Die Unsicherheit über die künftige Entwicklung hat sich seit der letzten Umfrage insgesamt leicht vermindert. Die etwas günstigeren Konjunkturaussichten für Europa lassen bei den Unternehmern eine gewisse Hoffnung aufkommen. Zuversicht besteht, was die Entwicklung der Nachfrage aus anderen Teilen der Welt und in der Schweiz angeht. Ungewiss ist hingegen, wie nachhaltig die Bewältigung der europäischen Schuldenkrise ist. Im Inland werden verhältnismässig oft die zahlreichen politischen Vorstösse und die zunehmende Regulierungsdichte als Ursache von Unwägbarkeiten für die weitere Entwicklung der Rahmenbedingungen genannt.

In allen drei Sektoren gehen die Unternehmen insgesamt von steigenden Umsätzen in den kommenden sechs Monaten aus. Auch die Beschäftigungspläne der Unternehmen sehen im genannten Zeitraum einen leicht höheren Personalbestand vor. Diesbezüglich hat sich die Lage gegenüber der Einschätzung im Vorquartal praktisch nicht verändert.

In der verarbeitenden Industrie bleiben die Unternehmer in Bezug auf ihre Geschäftsaussichten zuversichtlich: Die Vertreter praktisch aller Branchen gehen von leicht steigenden Umsätzen in den kommenden sechs Monaten aus, nur vereinzelt wird eine Stagnation erwartet.

Im Bausektor dürften die Umsätze in den nächsten Monaten saisonbereinigt noch geringfügig zunehmen, ebenso die Kapazitätsauslastung und der Personalbestand. Die Branche bleibt insgesamt optimistisch; eine massgebliche Verlangsamung wird im laufenden Jahr nicht erwartet. Allerdings rechnen vereinzelte Unternehmen des Tiefbaus mit einem Rückgang ihres Umsatzes und ihrer Auslastung. Darin widerspiegelt sich einerseits ein Projekt-Bewilligungsstau, andererseits aber auch eine gewisse sparbedingte Zurückhaltung der öffentlichen Hand.

Auch die befragten Unternehmen des Dienstleistungssektors schätzen ihre Geschäftsentwicklung in den nächsten sechs Monaten insgesamt positiv ein. Wie bereits in den Vorquartalen geht keine Branche von sinkenden Umsätzen in diesem Zeitraum aus. Kapazitätsauslastung und Personalbestand dürften im Dienstleistungssektor in den kommenden Monaten geringfügig ansteigen.

Die Investitionspläne der Unternehmen aller drei Sektoren deuten für die kommenden zwölf Monate nur auf ein sehr geringfügiges Wachstum dieser Ausgaben hin. Marginal weniger restriktiv als bis anhin sind die Investitionsvorhaben der Industrie.

---

# Geld- und währungs- politische Chronik

Die Chronik umfasst die jüngste Vergangenheit.  
Für weiter zurückliegende Ereignisse siehe  
SNB-Medienmitteilungen und SNB-Geschäftsbericht  
auf [www.snb.ch](http://www.snb.ch)

<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 19. September bekräftigt die SNB, dass sie unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festhält. Die SNB steht weiterhin bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Aus Sicht der SNB ist der Franken nach wie vor hoch bewertet. Der Mindestkurs verhindert eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen sollte. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–0,25%.</p>	<p>September 2013</p>
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 20. Juni bekräftigt die SNB, dass sie unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festhält. Aus Sicht der SNB ist der Franken nach wie vor hoch bewertet. Der Mindestkurs bleibt wichtig, um bei einem plötzlichen Aufwertungsdruck auf den Franken eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu vermeiden. Die SNB steht weiterhin bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–0,25%.</p>	<p>Juni 2013</p>
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 14. März bekräftigt die SNB, dass sie den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro weiterhin mit aller Kraft durchsetzen und zu diesem Zweck wenn nötig Devisen in unbeschränkter Höhe kaufen wird. Der Mindestkurs ist ein wichtiges Instrument, um eine unerwünschte Verschärfung der geldpolitischen Rahmenbedingungen zu vermeiden. Der Franken ist nach wie vor hoch bewertet. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt bei 0%–0,25%. Die SNB steht bereit, jederzeit weitere Massnahmen zu ergreifen.</p>	<p>März 2013</p>
<p>Am 13. Februar setzt der Bundesrat auf Antrag der SNB den antizyklischen Kapitalpuffer in Kraft. Er reagiert damit auf die wachsenden Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt. Der antizyklische Kapitalpuffer beträgt 1% der risikogewichteten Hypothekarkredite zur Finanzierung von Wohnliegenschaften in der Schweiz. Er ist von den betroffenen Banken ab dem 30. September 2013 zu halten.</p>	<p>Februar 2013</p>
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 13. Dezember bekräftigt die SNB, dass sie den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro weiterhin mit aller Konsequenz durchsetzen wird und bereit ist, Devisen in unbeschränkter Höhe zu kaufen. Auch beim aktuellen Kurs ist der Franken aus Sicht der SNB hoch bewertet. Die SNB belässt das Zielband für den 3M-Libor unverändert bei 0%–0,25%. Wenn nötig steht sie bereit, jederzeit weitere Massnahmen zu ergreifen.</p>	<p>Dezember 2012</p>
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 13. September bekräftigt die SNB, dass sie den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro auch in Zukunft mit aller Konsequenz durchsetzen wird. Sie ist weiterhin bereit, dazu Devisen in unbeschränkter Höhe zu kaufen. Aus Sicht der SNB ist der Franken nach wie vor hoch bewertet und belastet die Schweizer Wirtschaft. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–0,25%. Wenn nötig ist die SNB bereit, jederzeit weitere Massnahmen zu ergreifen.</p>	<p>September 2012</p>

## IMPRESSUM

### Herausgeberin

Schweizerische Nationalbank  
Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach 8022 Zürich

### Gestaltung

Interbrand AG, Zürich

### Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

### Gedrucktes Quartalsheft:

Gedruckte Ausgaben können als  
Einzelexemplare oder im Abonnement  
kostenlos bezogen werden bei:  
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

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



### Elektronisch ist das Quartalsheft abrufbar auf:

Deutsch: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publikationen,  
Quartalsheft (ISSN 1662–2588)  
Französisch: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications,  
Bulletin trimestriel (ISSN 1662–2596)  
Englisch: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications,  
Quarterly Bulletin (ISSN 1662–257X)  
Italienisch (Konjunkturtendenzen):  
[www.snb.ch](http://www.snb.ch), Pubblicazioni,  
Pubblicazioni economiche,  
Bollettino trimestrale

### Internet

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

### Urheberrecht/Copyright ©

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) respektiert sämtliche  
Rechte Dritter namentlich an urheberrechtlich schützba-  
ren Werken (Informationen bzw. Daten, Formulierungen und  
Darstellungen, 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 kommerziellen  
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.

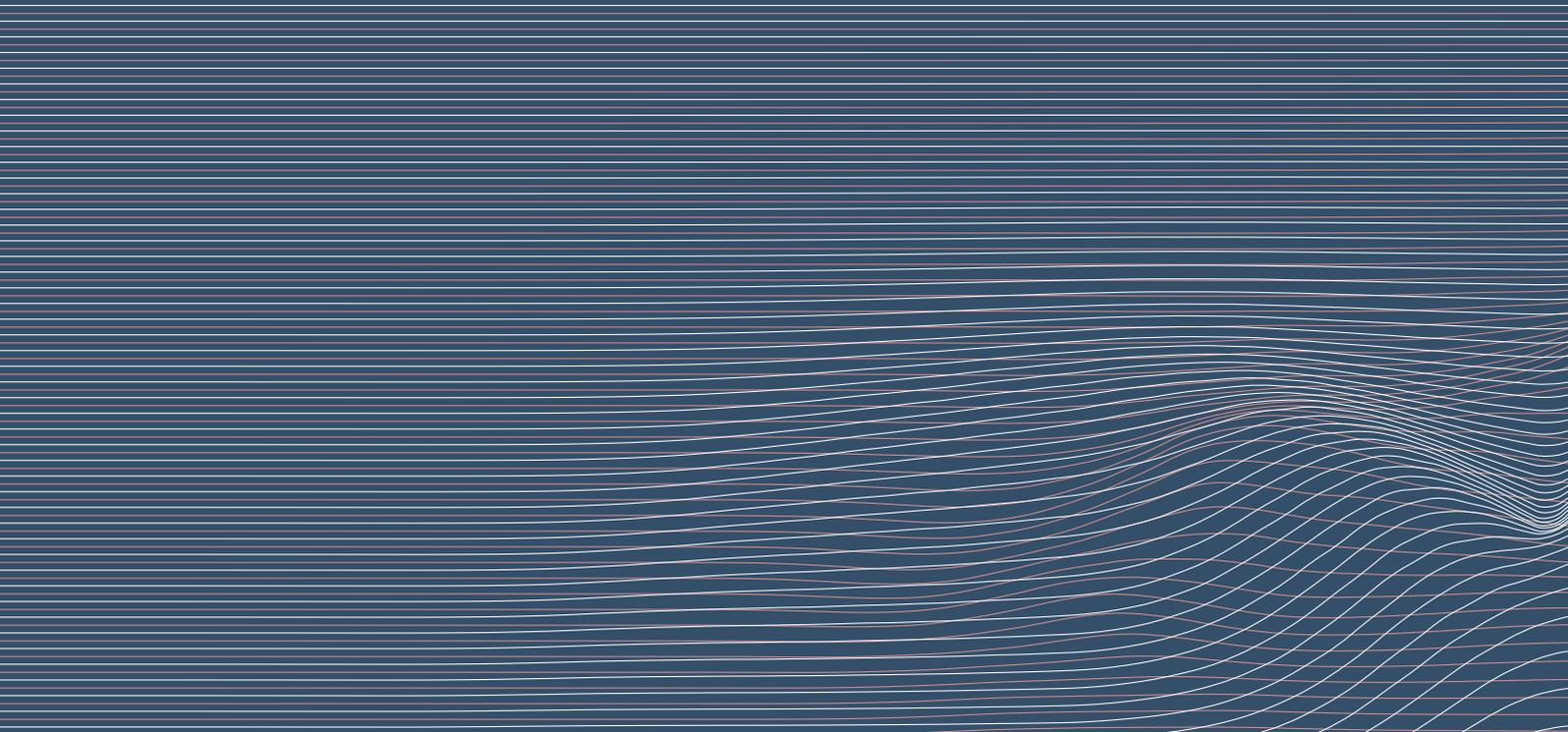
Soweit Informationen und Daten ersichtlich aus fremden Quellen  
stammen, sind Nutzer solcher Informationen und Daten verpflich-  
tet, allfällige Urheberrechte daran zu respektieren und selbst  
entsprechende Nutzungsbefugnisse bei diesen fremden Quellen  
einzuholen.

### 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 gestell-  
ten Informationen entstehen könnten. Die Haftungsbeschränkung  
gilt insbesondere für die Aktualität, Richtigkeit, Gültigkeit und  
Verfügbarkeit der Informationen.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2013





SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK

