

Quartalsheft
1/2015 März

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



Quartalsheft
1/2015 März

33. Jahrgang

Inhalt

	Seite
Bericht über die Geldpolitik	4
1 Geldpolitischer Entscheid vom 19. März 2015	5
Geldpolitisches Konzept der SNB	6
2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen	7
3 Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz	13
4 Preise und Inflationserwartungen	18
5 Monetäre Entwicklung	22
Konjunkturtendenzen	30
Einfluss der Ausweitung der Notenbankgeldmenge auf die Bilanzen inländischer Banken	34
Geld- und währungspolitische Chronik	46

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2015

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. März 2015») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

Dieser Bericht berücksichtigt Daten und Informationen, die bis zum 19. März 2015 bekannt wurden. Alle Veränderungsraten gegenüber der Vorperiode beruhen – falls nichts anderes angegeben wird – auf saisonbereinigten Daten und sind auf ein Jahr hochgerechnet.

1

Geldpolitischer Entscheid vom 19. März 2015

Nationalbank lässt Geldpolitik unverändert

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) belässt das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) bei $-1,25\%$ bis $-0,25\%$. Der Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bleibt bei $-0,75\%$ und die Freibeträge bleiben unverändert. Der Negativzins trägt dazu bei, Anlagen in Franken weniger attraktiv zu machen. Der Franken ist insgesamt deutlich überbewertet und sollte sich über die Zeit weiter abschwächen. Bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik trägt die SNB weiterhin der Wechselkurssituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung. Sie bleibt deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.

Die bedingte Inflationsprognose der SNB hat sich gegenüber Dezember deutlich nach unten verschoben (Grafik 1.1, Tabelle 1.1). Die Aufwertung des Frankens seit der Aufhebung des Mindestkurses und der stark gesunkene Ölpreis lassen die Inflation vorübergehend tiefer in den negativen Bereich fallen. Für 2015 hat die SNB ihre Inflations-

prognose um 1 Prozentpunkt auf $-1,1\%$ gesenkt. Ihren Tiefpunkt erreicht die Inflationsrate mit $-1,2\%$ im dritten Quartal 2015. Danach bewirken die Zinssenkungen seit der letzten Lagebeurteilung, dass die Prognose rascher wieder ansteigt als im Dezember. Dennoch fällt die Inflation 2016 mit $-0,5\%$ um 0,8 Prozentpunkte niedriger aus als in der Prognose vom Dezember. Erst 2017 liegt die Inflation mit $0,4\%$ wieder im positiven Bereich. Die bedingte Prognose geht davon aus, dass der 3M-Libor über den gesamten Prognosezeitraum bei $-0,75\%$ bleibt und der Franken sich abschwächt.

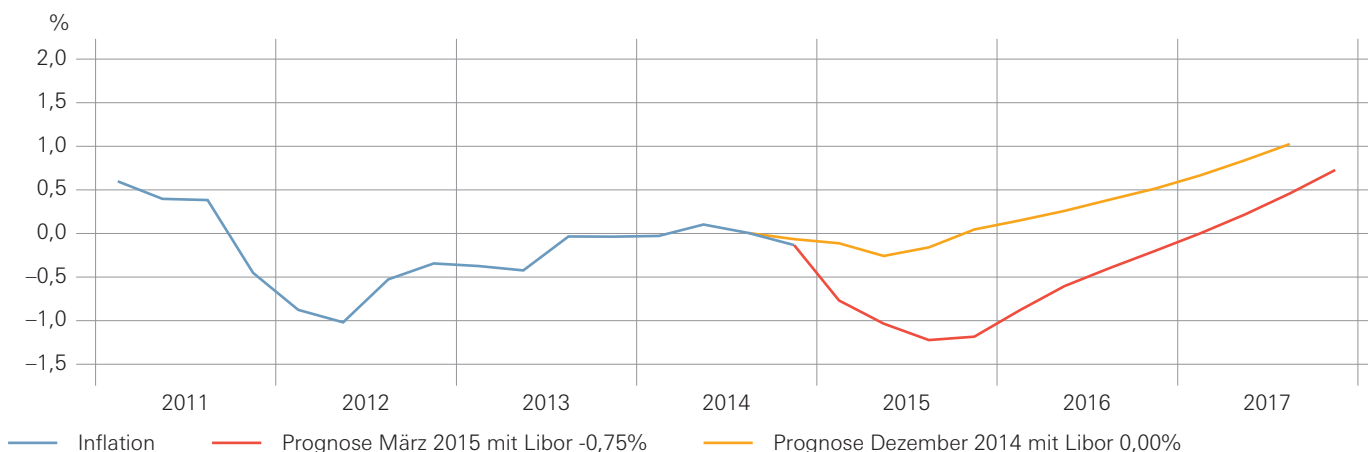
Die Erholung der Weltwirtschaft setzt sich fort. Im vierten Quartal 2014 lag das Wachstum in den USA weiterhin über Potenzial. Die günstige Wirtschaftsdynamik kommt dort auch im soliden Beschäftigungswachstum zum Ausdruck. In der Eurozone belebte sich die Konjunktur etwas. Dies war in erster Linie auf ein starkes Quartalswachstum in Deutschland zurückzuführen. Auch in Japan zog die Nachfrage an. Infolge des tieferen Ölpreises liess die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung weltweit nach: In zahlreichen Industrieländern fiel die Inflation Anfang 2015 in den negativen Bereich.

Das Wachstum der Weltwirtschaft dürfte sich im Laufe des Jahres allmählich festigen. Mehrere Faktoren wirken stützend. Erstens trägt der markante Ölpreistrückgang zu einer Belebung der Nachfrage bei. Zweitens ist die Geldpolitik in den Industrieländern weiterhin sehr expansiv. Insbesondere die Eurozone dürfte vom weiteren Zinsrückgang sowie von der spürbaren Abwertung des Euro profitieren. In letzter Zeit konnte auch eine Entschärfung der bisher sehr restriktiven Kreditbedingungen seitens der europäischen Banken beobachtet werden.

Grafik 1.1

BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2015

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: SNB

Trotz dieser günstigen Entwicklungen bleibt der Ausblick für die Weltwirtschaft unsicher. Insgesamt bestehen weiterhin erhebliche Risiken. Im Vordergrund stehen diesbezüglich die Fragen um die wirtschaftlichen Aussichten Griechenlands sowie der Ukraine Konflikt.

Die Schweizer Wirtschaft ist im vierten Quartal erneut stärker als erwartet gewachsen. Auf der Produktionsseite war das Wachstum relativ breit abgestützt. Haupttreiber war die verarbeitende Industrie. Auch im Bankensektor und im öffentlichen Sektor nahm die Wertschöpfung deutlich zu. Nachfrageseitig entwickelten sich der Konsum und die Ausrüstungsinvestitionen positiv. Dagegen stagnierten die Exporte von Waren und Dienstleistungen.

Im Dezember erwartete die SNB für 2015 ein Jahreswachstum von rund 2%. Diese Prognose musste angesichts der seit Mitte Januar erfolgten Aufwertung des

Frankens revidiert werden. Insbesondere im ersten Halbjahr ist mit einer spürbaren Abschwächung der Wirtschaftsentwicklung zu rechnen. Für das gesamte Jahr erwartet die SNB eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts von nur noch knapp 1%. Aufgrund dieser Entwicklung ist kurzfristig mit einer deutlichen Unterauslastung der Produktionskapazitäten zu rechnen. Die Arbeitslosigkeit dürfte moderat zunehmen. Stützend wirkt die erwartete Festigung der internationalen Erholung.

Das Hypothekenswachstum schwächte sich im vierten Quartal weiter ab. Gleichzeitig blieb das Wachstum der Immobilienpreise in etwa unverändert. Insgesamt bleiben die Ungleichgewichte, die sich auf diesen Märkten im Verlauf der letzten Jahre aufgebaut haben, unverändert gross. Die SNB beobachtet die Entwicklung aufmerksam und prüft regelmässig, ob der antizyklische Kapitalpuffer angepasst werden soll.

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 Auftrags 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.

Tabelle 1.1

BEOBACHTETE INFLATION MÄRZ 2015

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

BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2015

	2014				2015				2016				2017				2015	2016	2017
	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 2014, mit Libor 0,00%					-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,7	0,8	1,0	-0,1	0,3	
Prognose März 2015, mit Libor -0,75%					-0,8	-1,0	-1,2	-1,2	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,7	-1,1	-0,5	0,4

Quelle: SNB

2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

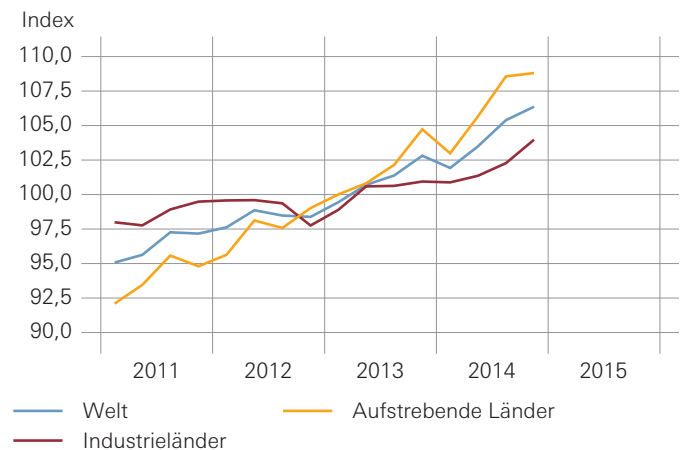
Die Erholung der Weltwirtschaft hat sich im vierten Quartal 2014 fortgesetzt. Die expansive Geldpolitik in den Industrieländern sowie der markante Ölpreisrückgang trugen zu einer Belebung der Nachfrage bei. Der Welthandel festigte sich (Grafik 2.1). Infolge des tieferen Ölpreises liess die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung nach; in zahlreichen Industrieländern fiel sie Anfang 2015 in den negativen Bereich.

In den USA lag das Wachstum im vierten Quartal weiterhin über Potenzial. Die Auslastung der wirtschaftlichen Kapazitäten nahm weiter zu, was in einem soliden Beschäftigungswachstum zum Ausdruck kam. In der Eurozone belebte sich die Konjunktur. Dies war in erster Linie auf ein überraschend starkes Quartalswachstum in Deutschland zurückzuführen. Zudem begannen sich die bisher sehr restriktiven Kreditbedingungen zu lockern. Auch in Japan zog die Nachfrage an. In den grossen Schwellenländern blieb die konjunkturelle Entwicklung uneinheitlich.

Grafik 2.1

Globale Exporte

Periodendurchschnitt = 100

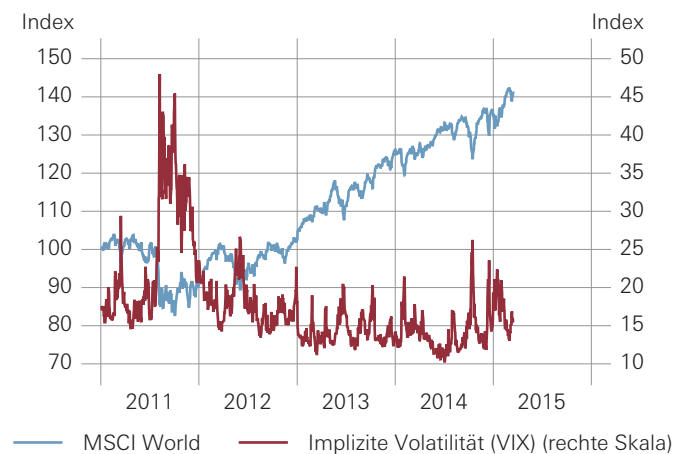


Quellen: CPB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.2

Aktienmärkte

Periodenbeginn = 100 (linke Skala)



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Tabelle 2.1

Weltwirtschaftliches Basisszenario

	2011	2012	2013	2014	Szenario	
					2015	2016
BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						
Global ¹	4,1	3,4	3,3	3,5	3,7	4,1
USA	1,6	2,3	2,2	2,4	3,3	3,3
Eurozone	1,6	-0,8	-0,5	0,9	1,3	2,0
Japan	-0,4	1,7	1,6	-0,1	0,9	1,6
Erdölpreis in USD pro Fass ²	111,4	111,7	108,7	99,0	55,0	55,0

¹ Gewichtet gemäss Kaufkraftparitäten (USA, Eurozone, Grossbritannien, Japan, China, Südkorea, Taiwan, Hongkong, Singapur, Indien, Brasilien und Russland)

² Niveau

Quellen: SNB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.3

INTERNATIONALE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere

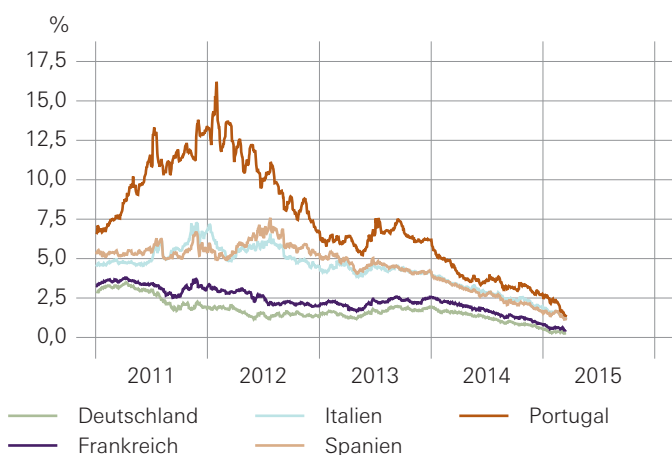


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.4

EUROPÄISCHE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.5

WECHSELKURSE

Handelsgewichtet, Periodenbeginn = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Das Wachstum der Weltwirtschaft dürfte sich im Laufe des Jahres allmählich festigen. Der Ausblick bleibt jedoch unsicher und mit einer Reihe von Risiken behaftet. Im Vordergrund stehen diesbezüglich die fiskalpolitischen Aussichten Griechenlands sowie der Ukraine Konflikt. Einige Schwellenländer kämpfen zudem mit schwerwiegenden strukturellen Problemen.

Den Prognosen der SNB liegen Annahmen zum Erdölpreis und zum Euro-Dollar-Wechselkurs zugrunde. Für Erdöl der Sorte Brent unterstellt die SNB in ihrem Basisszenario einen Preis von 55 Dollar pro Fass (Tabelle 2.1), für den Eurokurs in US-Dollar einen Wert von 1.14. Dies entsprach einem 20-Tage-Durchschnitt zum Erstellungszeitpunkt des Basisszenarios.

INTERNATIONALE FINANZ- UND ROHWARENMÄRKTE

Die Finanzmärkte blieben seit der Lagebeurteilung vom Dezember volatil. Unterstützt durch die günstige Konjunktorentwicklung in den USA, die tieferen Rohstoffpreise und die durch die EZB angekündigte Ausweitung ihres Wertschriftenkaufprogramms legten die Aktienmärkte weltweit weiter zu. Der amerikanische Aktienindex S&P 500 und der deutsche DAX erreichten neue Höchststände, während der japanische Nikkei 225 auf ein 15-Jahre-Hoch stieg. Spannungen um die Refinanzierung Griechenlands sowie die Zuspitzung der Ukraine-Krise sorgten jedoch an den Aktienmärkten zeitweise für erhöhte Unsicherheit. So stieg die an Optionen gemessene implizite Volatilität von US-Aktien (VIX), die als Mass für die Marktunsicherheit gilt, zu Jahresbeginn vorübergehend an (Grafik 2.2).

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Industrieländern tendierten mehrheitlich nach unten (Grafik 2.3). In der Eurozone erreichten sie infolge der geldpolitischen Lockerung der EZB teilweise neue Tiefststände (Grafik 2.4); in Griechenland trug allerdings die anhaltende Unsicherheit zu einem weiteren Renditeanstieg bei. Die Entwicklung an den Devisenmärkten war durch die gegensätzliche Ausrichtung der Geldpolitik in den Industrieländern geprägt. Der US-Dollar wertete sich auf handelsgewichteter Basis auf, während der Euro handelsgewichtet weiter an Wert verlor (Grafik 2.5). Gegenüber dem US-Dollar fiel der Euro auf den tiefsten Stand seit über zehn Jahren.

Viele Rohstoffpreise gaben aufgrund des grossen Angebots und der verhaltenen Nachfrage weiter nach (Grafik 2.6). Eine Ausnahme bildeten die Preise von Erdöl, die zu Jahresbeginn wieder etwas zulegten.

USA

In den USA entwickelte sich die Konjunktur weiterhin günstig. Nach dem starken Wachstum der Vorperiode (5,0%) wuchs das BIP im vierten Quartal mit 2,2% jedoch moderater (Grafik 2.7). Dazu trugen die Auswirkungen der US-Dollaraufwertung seit Mitte letzten Jahres bei. Im Jahresdurchschnitt 2014 stieg das BIP mit 2,4% ähnlich stark wie in den beiden Vorjahren. Die Beschäftigung nahm im Jahresverlauf verstärkt zu, und die Arbeitslosenquote bildete sich bis Februar 2015 auf 5,5% zurück (Grafik 2.10). Eine geringe Partizipationsrate und erhöhte Teilzeitarbeit deuten jedoch darauf hin, dass der Arbeitsmarkt noch nicht voll ausgelastet ist. Insgesamt weist die Wirtschaft trotz der günstigen Konjunktorentwicklung Kapazitätsreserven auf.

Niedrigere Benzinpreise sowie der Beschäftigungsaufbau dürften die Aktivität in den nächsten Quartalen stimulieren. Positive Impulse liefert zudem die nach wie vor expansive Geldpolitik. Die SNB erwartet ein Wirtschaftswachstum von je 3,3% für 2015 und 2016 (Tabelle 2.1); aufgrund des stärkeren US-Dollars sowie einer leichten Abwärtsrevision des geschätzten Potenzialwachstums fällt die Prognose tiefer aus als vor drei Monaten.

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteu-erung ging in den vergangenen Monaten deutlich zurück; die Preise lagen im Januar 0,2% unter ihrem Vorjahresstand (Grafik 2.11). Die Kernteuerung gab dagegen nur leicht auf 1,6% nach (Grafik 2.12). Infolge des tiefe-eren Ölpreises dürfte die Gesamtteuerung in den nächsten Monaten vorübergehend weiter fallen.

Seit die Federal Reserve (Fed) ihr Wertschriftenkaufpro-gramm per Ende Oktober 2014 einstellte, reinvestiert sie die Rückzahlungen auslaufender Anleihen und hält damit ihre Bilanzsumme konstant. Das Zielband für den Leitzins beliess sie seit Dezember 2008 unverändert bei 0%–0,25% (Grafik 2.13). Die Fed geht davon aus, dass die Lage der amerikanischen Wirtschaft möglicherweise noch eine Weile tiefere Zinsen als üblich erfordere, selbst nachdem Preisstabilität und Vollbeschäftigung erreicht sein werden.

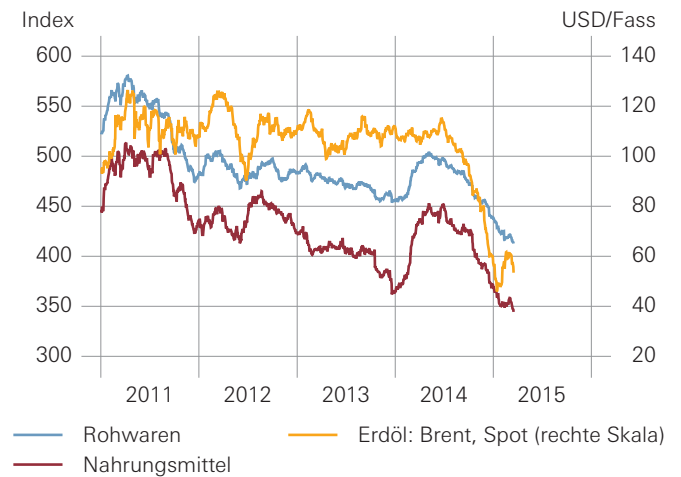
EUROZONE

Die Konjunktur in der Eurozone hat sich belebt. Im vierten Quartal stieg das BIP um 1,3% (Grafik 2.7). Damit lag es jedoch immer noch rund 2% unter dem Niveau, das vor Beginn der Weltwirtschaftskrise Anfang 2008 erreicht worden war. Im Jahresdurchschnitt expandierte das BIP erstmals seit zwei Jahren (0,9%). Die grössten Wachs-tumsimpulse gingen von Deutschland und Spanien aus, während Frankreich und Italien stagnierten. Die Arbeits-losenrate fiel im Januar auf 11,2%, blieb aber sehr hoch (Grafik 2.10).

Die Konjunkturaussichten für die Eurozone haben sich etwas aufgehellt. Deutlich tiefere Energiepreise, der schwächere Euro sowie die weitere Lockerung der Geld-

Grafik 2.6

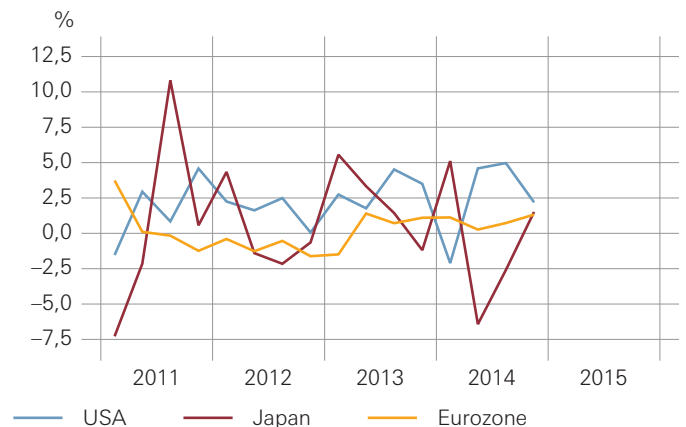
ROHWARENPREISE



Grafik 2.7

REALES BIP: INDUSTRIELÄNDER

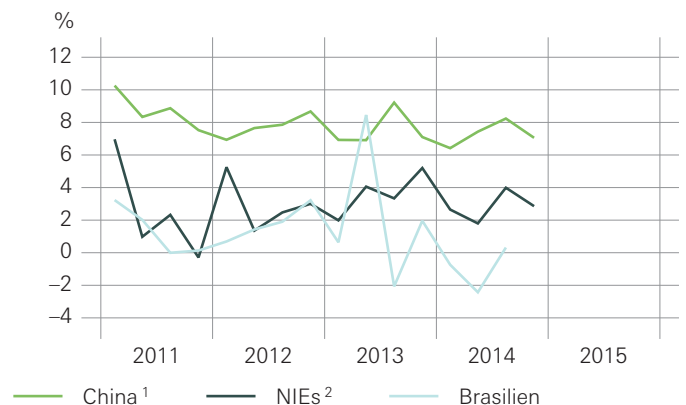
Veränderung gegenüber Vorperiode



Grafik 2.8

REALES BIP: AUFSTREBENDE LÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode



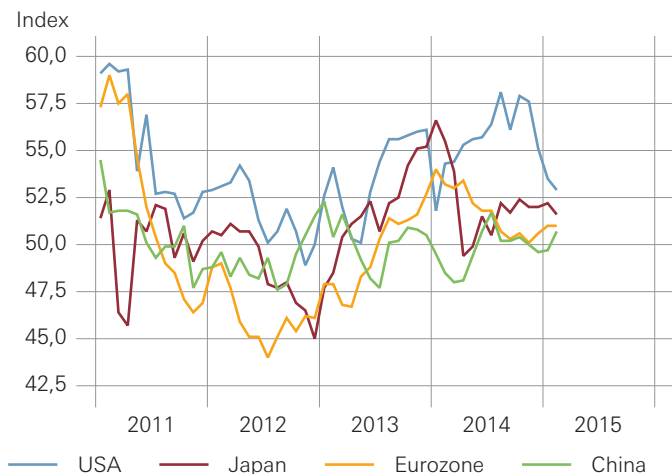
1 Schätzung: SNB

2 Gewichtet gemäss Kaufkraftparitäten (Südkorea, Taiwan, Hongkong, Singapur)

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.9

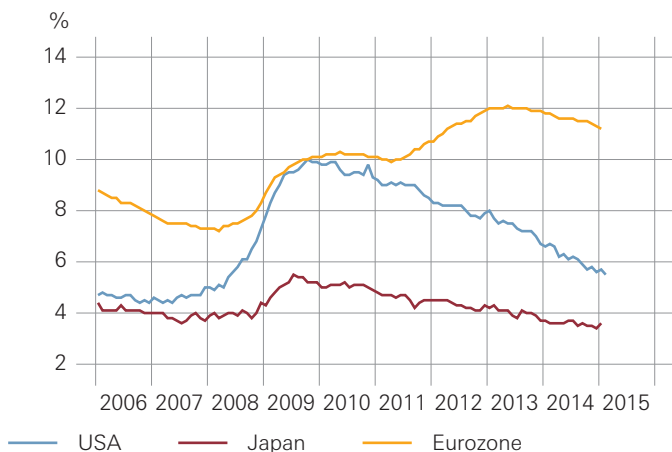
EINKAUFSMANAGER-INDIZES INDUSTRIE



Quelle: Markit Economics Ltd 2009, alle Rechte vorbehalten

Grafik 2.10

ARBEITSLOSENQUOTEN



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.11

KONSUMENTENPREISE

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Thomson Reuters Datastream

politik dürften sich insgesamt positiv auf das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr auswirken. Dies widerspiegelt sich in den seit Jahresbeginn leicht positiveren Konjunkturerwartungen der privaten Haushalte und Unternehmen. Unterstützt durch allmählich verbesserte Finanzierungsbedingungen dürften daher die Unternehmen weniger zurückhaltend investieren. Leichte Wachstumsimpulse könnte ferner ab Jahresmitte das von der EU-Kommission geplante Investitionsprogramm für Europa (European Fund for Strategic Investments, EFSI) liefern. Die SNB hat ihre Wachstumserwartungen für die Eurozone leicht nach oben angepasst. Für 2015 rechnet sie mit einem BIP-Wachstum von 1,3% (Tabelle 2.1). Insgesamt bestehen jedoch mit dem Ukraine Konflikt und der schwierigen Konjunkturlage in Russland nach wie vor beträchtliche Abwärtsrisiken für die Konjunktur. Auch die allgemeinen politischen Unsicherheiten in den Mitgliedsländern der Eurozone, darunter die Spannungen um die Finanzierungshilfe für Griechenland, gefährden die Erholung weiterhin.

Infolge des deutlichen Rückgangs der Energiepreise fiel die Konsumentenpreisteuerung in den negativen Bereich und betrug im Februar -0,3% (Grafik 2.11). Die Kernteuerung verharrte bei 0,7% (Grafik 2.12). Die aufgrund von Finanzindikatoren ermittelten Inflationserwartungen stabilisierten sich zu Jahresbeginn, nachdem sie im vergangenen Jahr kontinuierlich gesunken waren.

Die EZB belies die Leitzinsen unverändert (Grafik 2.13). Im Januar reduzierte sie jedoch geringfügig die Finanzierungskosten der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) an die Banken. Zudem gab sie eine substantielle Ausweitung ihres Wertschriftenkaufprogramms auf Anleihen der Mitgliedsstaaten sowie ausgewählter europäischer Institutionen bekannt. Bisher hatte sich die EZB auf den Kauf von Kreditverbriefungen (ABS) und forderungsbesicherten Anleihen (covered bonds) beschränkt. Anfang März begann die EZB, zusammen mit den nationalen Zentralbanken, mit dem Kauf von Wertschriften im Umfang von insgesamt 60 Mrd. Euro pro Monat. Das Kaufprogramm soll weitergeführt werden, bis sich die Inflation nachhaltig dem mittelfristigen Preisstabilitätsziel von knapp 2% nähert, aber mindestens bis September 2016.

JAPAN

In Japan stagnierte das BIP im Jahr 2014, wobei die Wirtschaftsleistung im Jahresverlauf stark schwankte. Nach dem Rückgang im zweiten und dritten Quartal infolge der Anhebung der Mehrwertsteuer zum 1. April erholte sich die Wirtschaft zum Jahresende hin leicht (Grafik 2.7). Die Exporte legten im vierten Quartal deutlich zu, und die Inlandnachfrage belebte sich etwas. Insgesamt blieb das BIP aber 0,8% unter seinem Vorjahresstand.

Gestützt durch den schwachen Yen, günstigere Importpreise für Energie sowie ein weiteres Konjunkturpaket im Umfang von 0,7% des BIP dürfte sich die Erholung fortsetzen. Die Exporte und die Industrieproduktion legten im Januar weiter deutlich zu, und die Stimmung in der Exportindustrie hellte sich auf. Für die binnenorientierten Sektoren dürfte die Situation dagegen schwierig bleiben, zumal sich der private Konsum infolge der jüngsten Realinkommensverluste weiterhin nur langsam erholt. Die SNB hat aufgrund des tieferen Erdölpreises ihre Wachstumserwartung für 2015 etwas erhöht.

Die japanische Konsumentenpreisinflation gab in den vergangenen Monaten nach. Im Januar betrug die Jahressteigerung 2,4% (Grafik 2.11). Unter Ausschluss des geschätzten Mehrwertsteuereffekts lag sie bei lediglich 0,4%. Die Teuerung dürfte vorübergehend weiter nachlassen und könnte kurzzeitig leicht unter null fallen. Die längerfristigen Inflationserwartungen stagnierten in den vergangenen Monaten weiterhin unterhalb des Inflationsziels der japanischen Zentralbank von 2%.

Seit der Lockerung Ende Oktober hat die Bank of Japan ihre Geldpolitik nicht weiter angepasst. Die monetäre Basis soll nach wie vor durch einen Ankauf japanischer Staatsanleihen mit langer Laufzeit um 80 Billionen Yen (rund 16% des BIP) pro Jahr steigen (Grafik 2.14). Die Massnahme soll dazu beitragen, die Inflationserwartungen zu stützen und die Jahresteuierung in absehbarer Zeit auf 2% anzuheben.

AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN

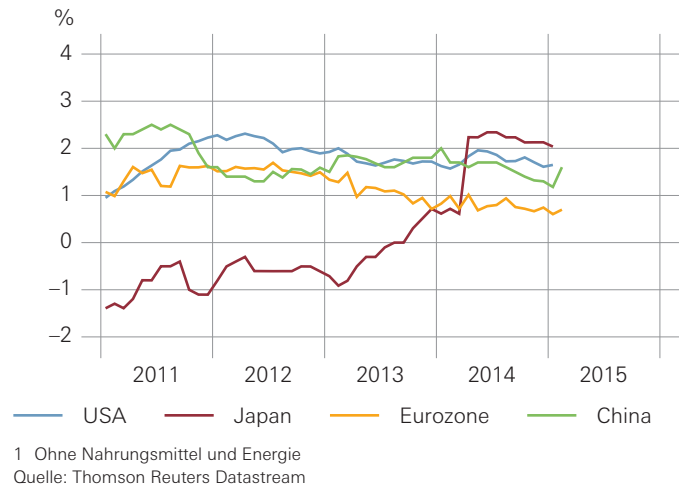
In den aufstrebenden Volkswirtschaften verlor die Wirtschaftsdynamik im vierten Quartal an Schwung (Grafik 2.8). Besonders schwach war die Entwicklung in Russland und Brasilien: Russland litt unter den Folgen der Wirtschaftssanktionen und des tieferen Erdölpreises, während in Brasilien die tieferen Rohstoffpreise die Wirtschaftsaktivität schwächten.

Die Wachstumsaussichten für die kommenden Quartale sind verhalten. In China dürften eine expansive Geld- und Fiskalpolitik die Binnennachfrage stützen. Vom chinesischen Häusermarkt gehen weiterhin Abwärtsrisiken aus. In Indien dürften die vorgesehenen Wirtschaftsreformen positive Impulse liefern. Die Aussichten für Brasilien bleiben aufgrund der straffen Geldpolitik und der prekären Fiskallage dagegen gedämpft. Für die von Erdöl- und Gas-

Grafik 2.12

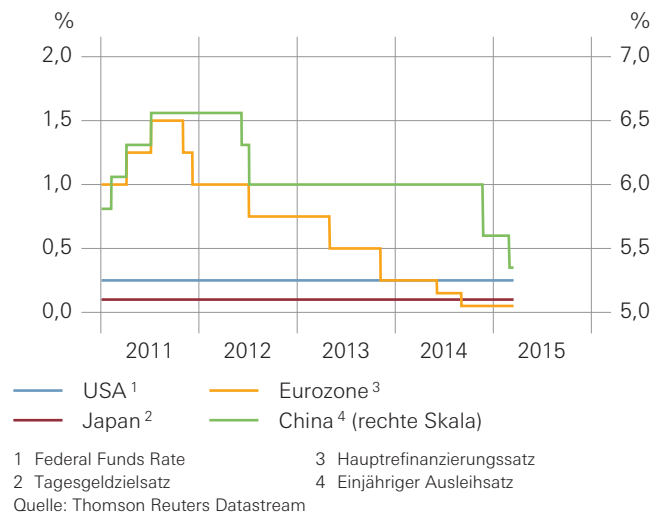
KERNINFLATION¹

Veränderung gegenüber Vorjahr



Grafik 2.13

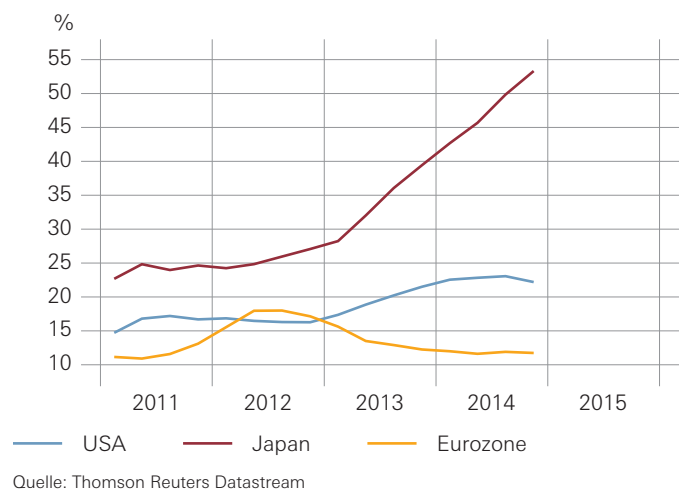
OFFIZIELLE ZINSSÄTZE



Grafik 2.14

MONETÄRE BASIS

Relativ zum BIP



exporten abhängige russische Wirtschaft ist wegen der tiefen Rohstoffpreise sowie der anhaltenden Unsicherheit durch die Ukraine Krise mit einer Rezession zu rechnen.

Die Inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften entwickelte sich uneinheitlich. In China trugen sinkende Rohstoffpreise und Überkapazitäten in Teilen der Wirtschaft dazu bei, dass die Inflation den von der Zentralbank verfolgten Zielwert von 3,5% für 2014 deutlich unterschritt (Grafik 2.11). Auch in Indien ging die Inflation im Zuge sinkender Nahrungsmittelpreise spürbar zurück. In Brasilien und Russland dagegen blieb die Inflation unter anderem wegen der schwachen Währungen ausserordentlich hoch.

Infolgedessen divergierte auch die Geldpolitik in diesen Ländern. Um der schwachen Teuerungsentwicklung entgegenzuwirken, reduzierte Chinas Zentralbank erneut die Leitzinsen sowie den Mindestreservesatz für die Banken (Grafik 2.13). Russland machte die Leitzinserhöhungen von Oktober und November teilweise rückgängig, um die Konjunktur zu stützen. Brasilien hob dagegen die Leitzinsen weiter an, um die Inflation und die Abwertung des Reals zu bekämpfen.

3

Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

In der Schweiz fiel das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal robuster aus als im Dezember erwartet. Die verarbeitende Industrie blieb die wichtigste treibende Kraft, doch legte die Wertschöpfung in den meisten Wirtschaftsbranchen zu. Für das Gesamtjahr 2014 resultierte ein relativ breit abgestütztes BIP-Wachstum von 2,0%.

Die negative Produktionslücke verringerte sich im vierten Quartal weiter. Die Beschäftigung entwickelte sich positiv. Die Arbeitslosigkeit ging aber nur marginal zurück.

Aufgrund der Aufwertung des Schweizer Frankens seit der Aufhebung des Mindestkurses Mitte Januar haben sich die kurzfristigen Aussichten für die Schweizer Wirtschaft spürbar eingetrübt. Insbesondere der Aussenhandel dürfte im ersten Halbjahr leiden. Die SNB rechnet mit einem BIP-Wachstum von nur noch knapp 1% für 2015. An der Lagebeurteilung vom Dezember 2014, d.h. vor der Aufhebung des Mindestkurses, war die SNB von einem Wachstum von rund 2% ausgegangen.

GESAMTNACHFRAGE UND PRODUKTION

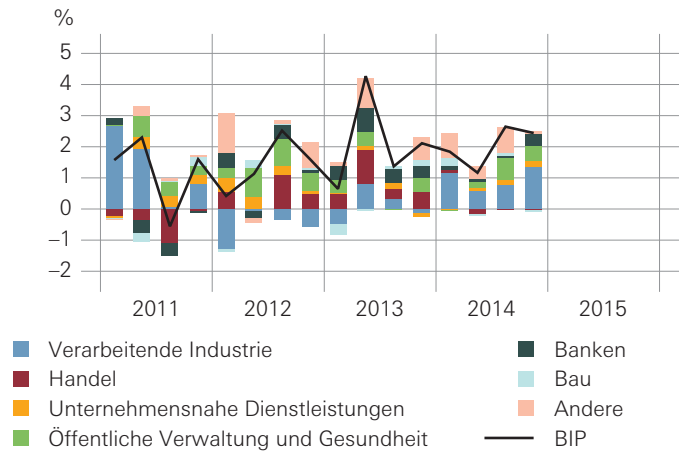
Anhaltend robustes Wachstum

Fast alle Branchen entwickelten sich im vierten Quartal positiv (Grafik 3.1). Getrieben wurde das robuste BIP-Wachstum vor allem von der verarbeitenden Industrie. Bedeutende Wachstumsbeiträge lieferten auch der Bankensektor und der öffentliche Sektor. Nur im Transport- und Kommunikationswesen und in der Baubranche blieb die Wertschöpfung unter dem Vorquartalsniveau.

Grafik 3.1

WACHSTUMSBEITRÄGE NACH SEKTOREN

Veränderung gegenüber Vorperiode

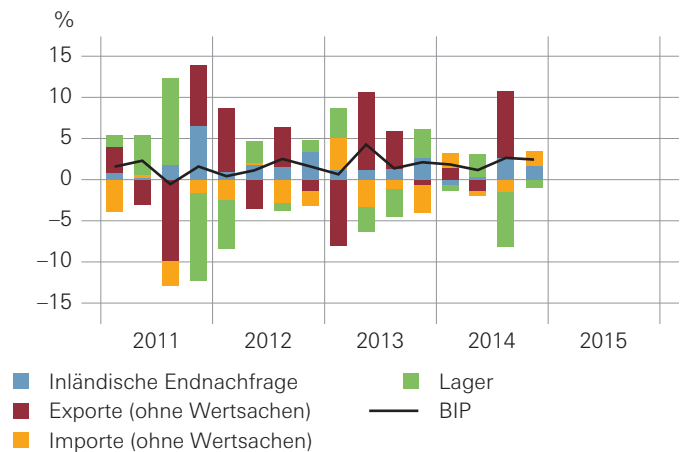


Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO)

Grafik 3.2

WACHSTUMSBEITRÄGE: NACHFRAGESEITIG

Veränderung gegenüber Vorperiode

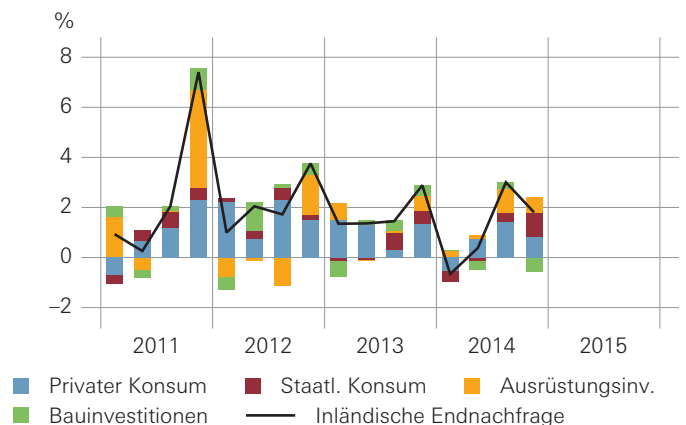


Quelle: SECO

Grafik 3.3

INLÄNDISCHE ENDNACHFRAGE: WACHSTUMSBEITRÄGE

Veränderung gegenüber Vorperiode



Quelle: SECO

Positiver Aussenhandelsbeitrag

Nach einem starken Anstieg in der Vorperiode legten die Exporte von Waren und Dienstleistungen im vierten Quartal nicht weiter zu. Dabei glich die steigende Nachfrage aus den USA die schwache Exportnachfrage aus anderen Ländern weitgehend aus. Da gleichzeitig die Importe von Waren und Dienstleistungen zurückgingen, resultierte wie schon im Vorquartal ein positiver Aussenhandelsbeitrag zum BIP-Wachstum. Auch im Gesamtjahr fiel der Aussenbeitrag positiv aus (Tabelle 3.1).

Moderate Entwicklung der Inlandnachfrage

Die inländische Endnachfrage legte etwas moderater zu als im Vorquartal (Grafik 3.3 und Tabelle 3.1). Trotz eines guten Weihnachtsgeschäfts im Detailhandel, der günstigen Einkommensentwicklung sowie der robusten Zuwanderung wuchsen die privaten Konsumausgaben unterdurchschnittlich. Dank der soliden Auslandnachfrage erholten sich die Ausrüstungsinvestitionen weiter, während die Bauinvestitionen zurückgingen. Besonders im Wohnbau verdeutlichte sich die Abschwächung.

Tabelle 3.1

REALES BIP UND KOMPONENTEN

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode in Prozent, annualisiert

	2011	2012	2013	2014	2013				2014			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	0,9	2,8	2,2	1,0	2,4	2,1	0,5	2,2	-0,9	1,2	2,3	1,4
Staatlicher Konsum	2,1	2,9	1,4	1,1	-1,0	-0,8	5,7	3,9	-3,2	-1,2	2,8	7,6
Anlageinvestitionen	4,4	2,5	1,8	1,7	-0,1	0,7	1,8	4,0	1,1	-0,8	4,6	0,2
Bau	2,5	2,9	1,3	0,9	-6,5	2,1	4,0	4,3	0,4	-3,4	3,0	-5,6
Ausrüstungen	5,5	2,3	2,1	2,3	4,1	-0,2	0,5	3,9	1,5	0,9	5,7	3,9
Inländische Endnachfrage	1,9	2,7	2,0	1,2	1,3	1,4	1,5	2,9	-0,7	0,4	3,0	1,8
Lagerveränderung ¹	0,3	-1,0	0,7	-0,4	3,7	-3,0	-3,4	3,6	-0,8	2,8	-6,7	-1,0
Exporte total ²	3,5	2,6	0,0	3,9	-15,3	18,6	8,8	-1,2	2,6	-2,7	15,8	0,2
Waren ²	6,2	0,9	-2,3	4,8	-20,0	16,2	14,9	-2,8	-2,4	3,9	21,6	-0,9
Dienstleistungen	-2,3	6,1	4,7	2,4	-5,4	23,4	-2,1	2,0	13,0	-14,2	4,9	2,4
Importe total ²	5,0	4,2	1,5	1,6	-9,0	8,0	2,6	8,0	-4,3	1,4	3,5	-4,1
Waren ²	3,1	2,3	0,7	1,3	-3,9	4,6	0,8	14,8	-11,4	7,4	3,9	-6,8
Dienstleistungen	8,5	8,1	3,3	2,1	-19,3	16,0	6,5	-5,5	13,0	-10,3	2,5	1,9
Aussenbeitrag ³	-0,1	-0,3	-0,6	1,4	-4,3	6,0	3,5	-4,0	3,2	-2,0	6,7	1,8
BIP	1,8	1,1	1,9	2,0	0,6	4,3	1,4	2,1	1,8	1,2	2,6	2,4

¹ Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten (inklusive statistischer Diskrepanz)

² Ohne Wertsachen (nicht-monetäres Gold und andere Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten)

³ Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten

Quelle: SECO

ARBEITSMARKT

Die positive Arbeitsmarktdynamik hat sich fortgesetzt. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg im vierten Quartal robust an, während die Arbeitslosigkeit weiter leicht zurückging.

Solider Anstieg der Erwerbstätigen

Gemäss Erwerbstätigenstatistik stieg die Zahl der Erwerbstätigen im vierten Quartal um 2,6% (Grafik 3.4). Somit waren netto 31500 Personen mehr beschäftigt als im Vorquartal. Insbesondere bei den Frauen stieg die Beschäftigung stark an, was mit einer erhöhten Beteiligung am Arbeitsmarkt einherging.

Gemäss Beschäftigungsstatistik wurden im Dienstleistungssektor weiter Stellen geschaffen, während die Beschäftigung im Baugewerbe stagnierte und in der Industrie leicht zurückging (Grafik 3.5).

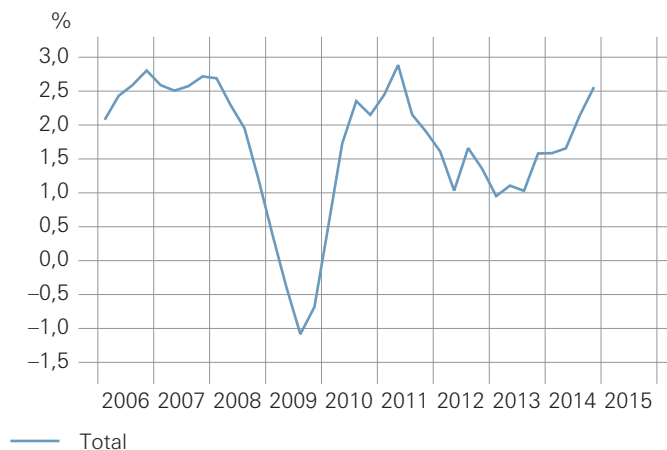
Leicht sinkende Arbeitslosigkeit

Seit Mitte 2013 nahm die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierten Arbeitslosen saisonbereinigt sehr langsam ab. Im Februar 2015 waren rund 150 000 Personen als arbeitslos registriert. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag bei 3,2%, wie schon seit Mai 2013 (Grafik 3.6).

Grafik 3.4

ERWERBSTÄTIGE

Veränderung gegenüber Vorperiode

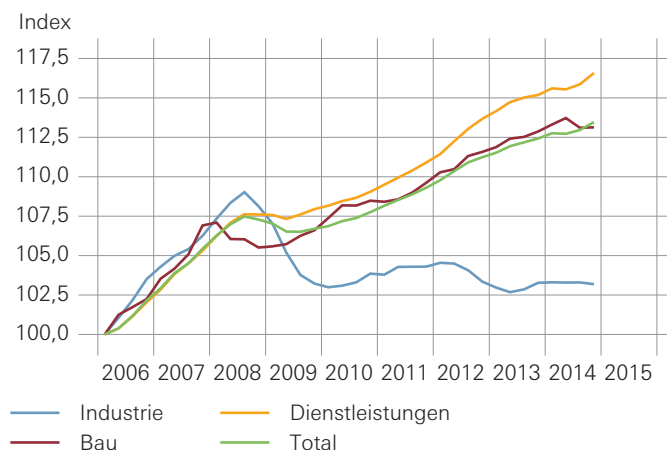


Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS), Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.5

BESCHÄFTIGUNG IN VOLLZEITÄQUIVALENTEN

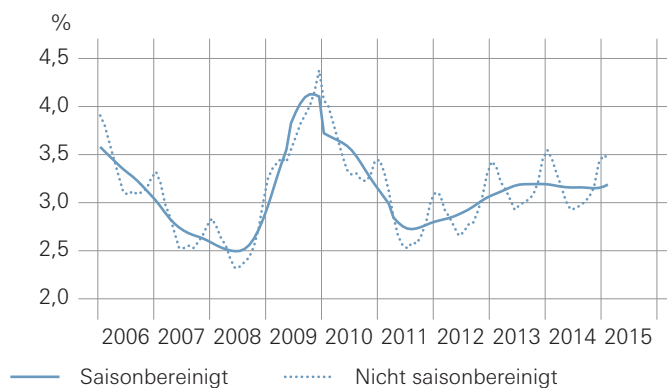
1. Q. 2006 = 100



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.6

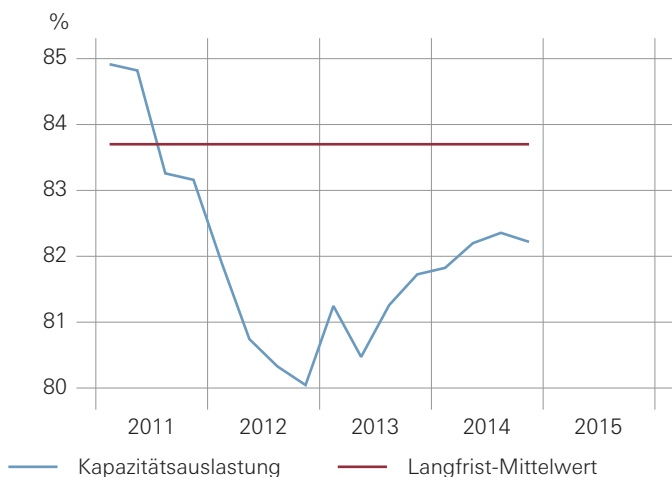
ARBEITSLSENQUOTE



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

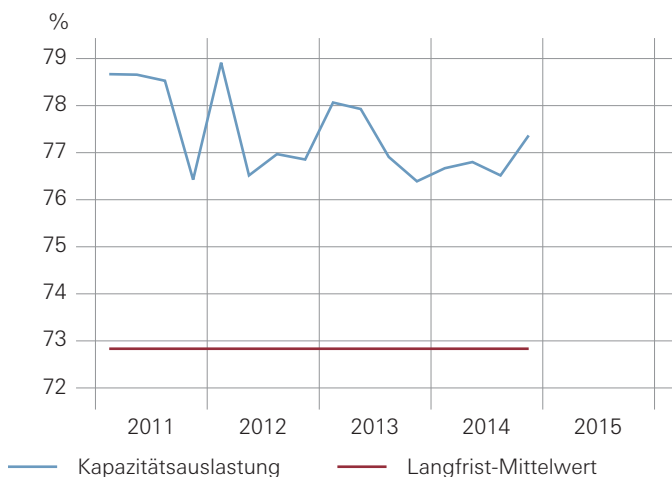
KAPAZITÄTSAUSLASTUNG INDUSTRIE



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.8

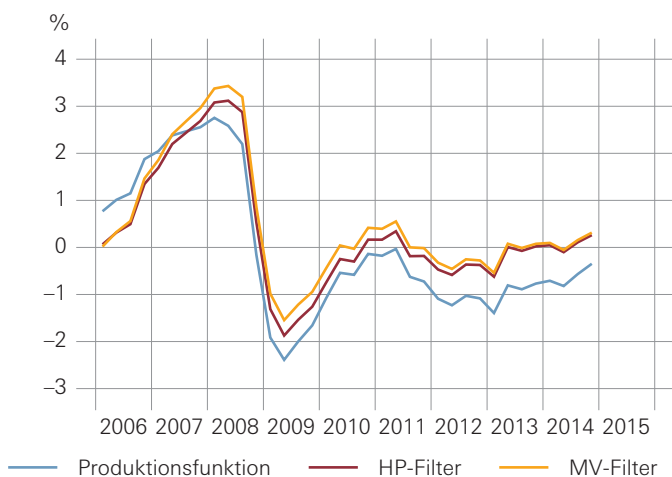
KAPAZITÄTSAUSLASTUNG BAU



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.9

PRODUKTIONSLÜCKE



Quelle: SNB

KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

Unterauslastung in der Industrie

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie ging gemäss KOF-Umfrage im vierten Quartal leicht auf 82,2% zurück und lag damit weiterhin unter ihrem langjährigen Durchschnitt. Gegenüber dem Vorjahr hat sich die Auslastung insgesamt jedoch verbessert (Grafik 3.7). Der Nutzungsgrad der Maschinen im Bausektor stieg im vierten Quartal deutlich an. Im Gegensatz zur verarbeitenden Industrie befindet sich die Auslastung im Bau deutlich über ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.8). Im Dienstleistungssektor deuten die Umfragen weiter 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 robusten BIP-Wachstum schrumpfte die Lücke im vierten Quartal, blieb aber leicht negativ. Das mittels einer Produktionsfunktion geschätzte Produktionspotenzial ergab für das vierte Quartal eine Produktionslücke von $-0,3\%$. Andere Schätzmethoden für das Produktionspotenzial (Hodrick-Prescott-Filter und multivariater Filter) signalisieren eine leicht positive Produktionslücke (Grafik 3.9).

REALWIRTSCHAFTLICHE AUSSICHTEN

Aufgrund der neuen Wechselkursituation haben sich die Aussichten für das Jahr 2015 verschlechtert. Entsprechend hat sich seit Aufhebung des Mindestkurses die Stimmung bei den Unternehmen eingetrübt (Grafik 3.10).

Die wirtschaftlichen Auswirkungen eines Aufwertungschocks sind komplex und variieren je nach Branche stark. Negativ betroffen sind nicht nur Unternehmen, die im Exportgeschäft tätig sind, sondern auch solche, die dem Importwettbewerb ausgesetzt sind. Kurzfristig lassen sich die negativen Auswirkungen auf die Verkaufsvolumen durch tiefere Gewinnmargen zumindest teilweise abfedern. Mittelfristig dürfte sich die neue Situation jedoch auch auf die Einstellungs- und Lohnpolitik der Unternehmen negativ auswirken. Zudem wird die Investitionsbereitschaft der Unternehmen aufgrund der schlechteren Gewinnlage in Mitleidenschaft gezogen.

Die SNB geht in ihrem Basisszenario für die Weltwirtschaft von einer Festigung der internationalen Erholung aus, insbesondere auch in Europa. Dies dürfte die Auslandsnachfrage für Schweizer Güter und Dienstleistungen allmählich beleben und den ungünstigen Auswirkungen der Frankenaufwertung entgegenwirken. Ferner wird die negative Teuerung die realen verfügbaren Einkommen der Haushalte und entsprechend auch die realen Konsumausgaben stützen.

Die SNB rechnet mit einem BIP-Wachstum von nur noch knapp 1% für dieses Jahr. Im Dezember war sie noch von rund 2% ausgegangen. Die deutlichste Wachstums-einbusse erwartet die Nationalbank im ersten Halbjahr. Ein vorübergehender BIP-Rückgang kann nicht ausgeschlossen werden. Aufgrund der neuen Prognose wird sich die negative Produktionslücke kurzfristig ausweiten. Folglich dürfte auch die Arbeitslosigkeit wieder etwas zunehmen.

Grafik 3.10

VORLAUFENDE INDIKATOREN

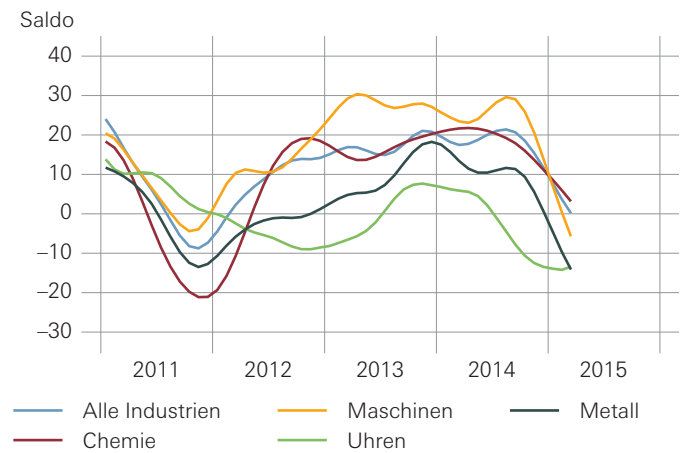


Quelle: Credit Suisse, KOF/ETH

Grafik 3.11

ERWARTETE BESTELLUNGSEINGÄNGE

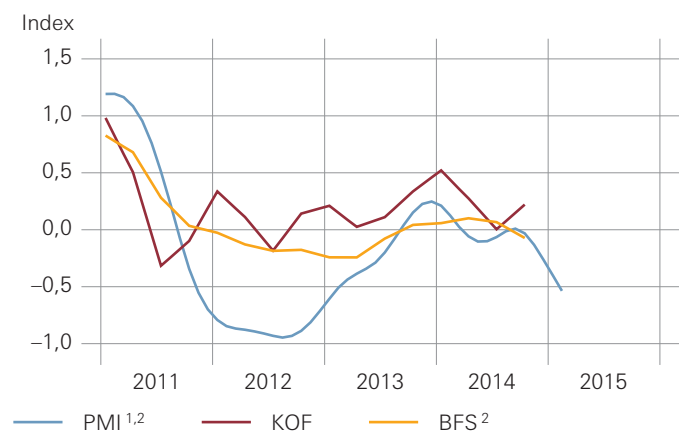
Trendkomponente



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.12

VORLAUFENDE INDIKATOREN DER BESCHÄFTIGUNG



1 Monatswerte

2 Trendkomponente: SNB

Quellen: BFS, Credit Suisse, KOF/ETH

4 Preise und Inflations- erwartungen

Der Rückgang der Preise für Erdöl und Erdölprodukte führte in der Schweiz Ende 2014 und Anfang 2015 zu einem Rückgang der Jahresteuerraten sowohl der Konsumenten- als auch der Gesamtangebotspreise. Mit der Aufhebung des Mindestkurses und der anschliessenden Aufwertung des Frankens nahm der Abwärtsdruck auf die Teuerraten weiter zu. Sie liegen nun klar im negativen Bereich.

Die Auswirkungen der Frankenaufwertung dürften sich in den Preisen des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) stärker und schneller bemerkbar machen als in den Preisen der nachgelagerten Konsumstufe. Die Deutlichkeit, mit der der Wechselkurs auf die Aufhebung des Mindestkurses reagierte, könnte indessen dazu führen, dass die Übertragung der Wechselkursveränderung auf die Konsumentenpreise zügiger erfolgt, als dies normalerweise der Fall ist.

Die Freigabe des Wechselkurses und der damit verbundene Rückgang der Inflationsraten beeinflussten die Inflationserwartungen. Die verfügbaren Ergebnisse aus Umfragen deuten insgesamt darauf hin, dass die kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen deutlich gesunken sind.

KONSUMENTENPREISE

LIK-Teuerung durch fallende Erdölpreise und Aufhebung des Mindestkurses geprägt

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerrate fiel in den Monaten Dezember bis Februar tiefer ins Minus (Tabelle 4.1). Die Entwicklung im Dezember und Januar war weitgehend auf den starken Rückgang der Preise für Erdöl und Erdölprodukte zurückzuführen. Die mit der Aufhebung des Mindestkurses von 1.20 Franken pro Euro verbundene Aufwertung des Frankens trug anschliessend dazu bei, dass die Jahresteuerrate im Februar 2015 weiter auf $-0,8\%$ fiel.

Die Aufhebung des Mindestkurses beeinflusst die Monatswerte des LIK ab Februar. Auf die Januarwerte hatte sie noch keinen Einfluss, da die Konsumentenpreise jeweils in den ersten zwei Wochen des Monats erhoben werden.

Tabelle 4.1

LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE UND KOMPONENTEN

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2014					2015		
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar	
LIK total	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	-0,8
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,4	0,5	0,5	0,3	0,4	0,5	0,6	0,5
Waren	0,3	0,4	0,5	0,3	0,2	0,1	0,5	0,2
Dienstleistungen	0,4	0,5	0,4	0,3	0,5	0,6	0,7	0,6
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,4	0,3	0,3	0,3	0,6	0,8	0,8	0,8
Mieten	1,2	1,4	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0
öffentliche Dienstleistungen	-0,8	-0,5	-0,5	-0,9	-1,2	-0,8	-0,8	-0,8
Ausländische Waren und Dienstleistungen	-1,2	-1,5	-0,9	-0,9	-1,6	-2,6	-3,6	-4,7
ohne Erdölprodukte	-1,0	-1,3	-1,3	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-1,7
Erdölprodukte	-2,4	-2,4	1,1	-1,8	-6,7	-12,6	-19,1	-21,6

Quellen: BFS, SNB

Beschleunigter Rückgang der Preise der Auslandsgüter

Der Rückgang der Preise für Auslandsgüter hat sich in den letzten Monaten beschleunigt. Bis Januar waren es die Preise für Erdölprodukte, die die Entwicklung des Teuerungsbeitrags ausländischer Güter prägten. Aufgrund der Wechselkursentwicklung erfasste der Abwärtsdruck im Februar zunehmend auch die Teuerungsraten der übrigen Auslandsgüter (Grafik 4.1).

Leichter Anstieg der Teuerung der Inlandgüter

Die jährliche Teuerung der Inlandgüter ist seit Oktober leicht gestiegen und liegt weiterhin im positiven Bereich. Zum Anstieg trugen vor allem die Preisveränderungen der Dienstleistungen ohne Mieten bei. Die Mietteuerung blieb praktisch unverändert, leistete aber weiterhin den grössten Beitrag zur jährlichen Teuerung der Inlandgüter (Grafik 4.2).

Kernteuerung bei null

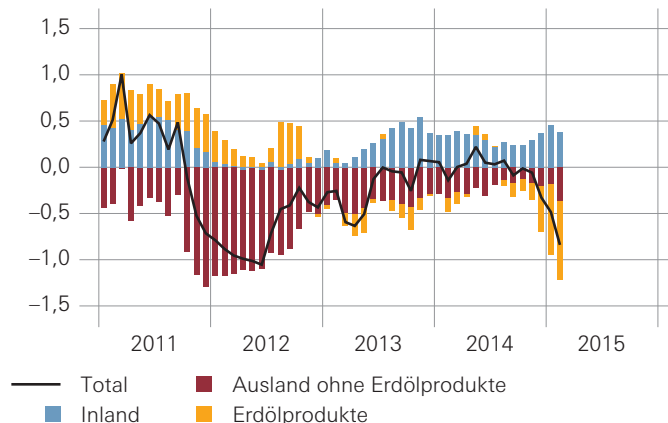
Im Unterschied zu den LIK-Jahresteuerraten lagen die Kerninflationen in den letzten Monaten nicht im Minus. Die vom BFS berechnete Kerninflation 1 (BFS1) betrug im Februar 2015 0%, nachdem sie im Dezember und Januar vorübergehend leicht gestiegen war. Der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert (TM15) notierte bei 0,1%.

Die Differenz zur LIK-Jahresteuerrate erklärt sich daraus, dass die Kerninflationen auf einem verkleinerten Warenkorb beruhen. Bei der Berechnung der BFS1 werden frische und saisonale Produkte sowie Energie und Treibstoffe nicht berücksichtigt, während beim TM15 auf beiden Seiten der Verteilung der gewichteten jährlichen Preisveränderungsraten der LIK-Produkte je 15% ausgeschlossen werden.

Grafik 4.1

LIK: IN- UND AUSLÄNDISCHE GÜTER

Veränderung des LIK gegenüber Vorjahr in Prozent. Beiträge der Komponenten in Prozentpunkten.

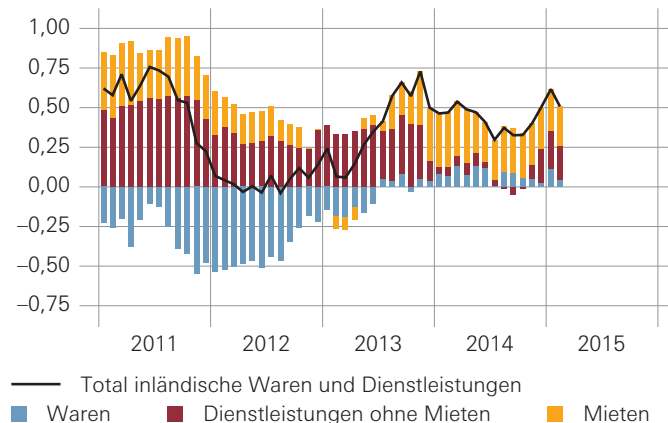


Quelle: BFS

Grafik 4.2

LIK: INLÄNDISCHE WAREN UND DIENSTLEISTUNGEN

Veränderung des LIK Inland gegenüber Vorjahr in Prozent. Beiträge der Komponenten in Prozentpunkten.

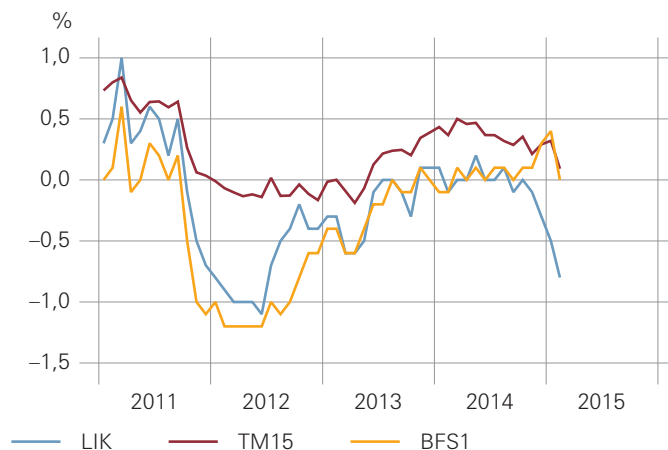


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.3

KERNINFLATION

Veränderung gegenüber Vorjahr

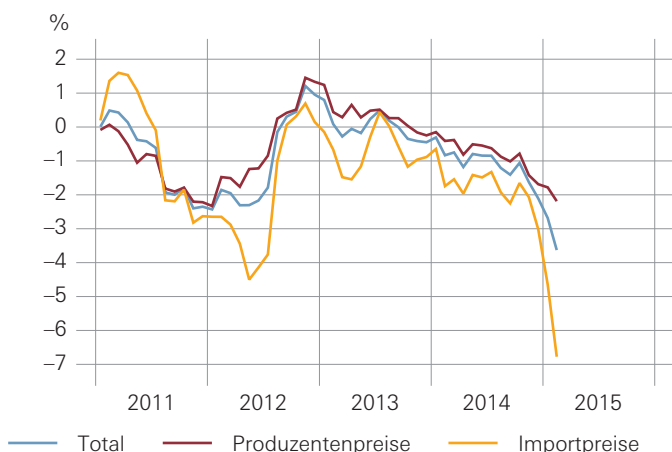


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.4

PREISE DES GESAMTANGEBOTS

Veränderung gegenüber Vorjahr

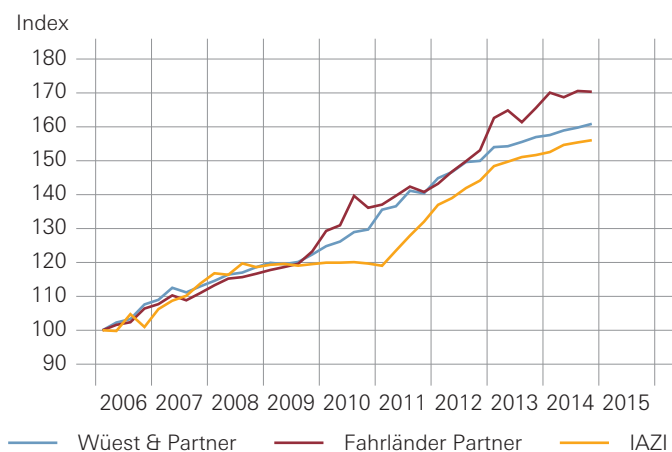


Quelle: BFS

Grafik 4.5

TRANSAKTIONSPREISE EIGENTUMSWOHNUNGEN

Nominal (hedonisch), Periodenbeginn = 100

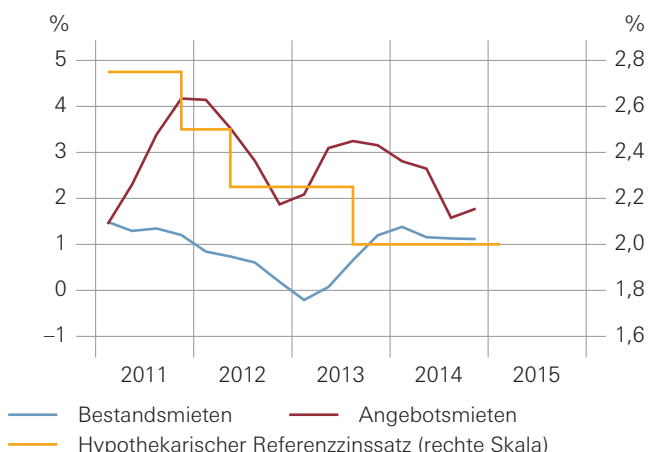


Quellen: Fahrländer Partner, IAZI, Wüest & Partner

Grafik 4.6

WOHNUNGSMIETEN UND REFERENZZINSSATZ

Nominal, Veränderung gegenüber Vorjahr (linke Skala)



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

PRODUZENTEN- UND IMPORTPREISE

Sinkende Angebotspreise

Der Rückgang der Angebotspreise hat sich in den letzten Monaten deutlich beschleunigt. Nachdem der Gesamtindex der Produzenten- und Importpreise in den zwölf Monaten von Oktober 2013 bis Oktober 2014 um gut 1% gefallen war, gab er allein in den vier Monaten bis Februar 2015 um weitere 3,1% nach. Der Rückgang über die letzten vier Monate ist vor allem auf tiefere Preise für Erdöl und Erdölprodukte zurückzuführen.

Innert Jahresfrist fiel der Gesamtindex per Februar 2015 um 3,6% (Grafik 4.4). Die Importpreise verbilligten sich um 6,8%, während die Produzentenpreise im gleichen Zeitraum um 2,2% zurückgingen.

Die Freigabe des Wechselkurses beeinflusst die Monatswerte der Indizes der Angebotspreise ab Februar 2015. Auf die Januarwerte hatte sie noch keinen Einfluss, da die Angebotspreise jeweils in der ersten Woche des Monats erhoben werden.

IMMOBILIENPREISE

Moderater Anstieg der Preise für Wohneigentum

Gemäss den meisten verfügbaren Indizes stiegen die Preise für Wohneigentum im vierten Quartal 2014 moderat. Grafik 4.5 zeigt drei Preisindizes für Eigentumswohnungen, von denen zwei im vierten Quartal einen leichten Preisanstieg auswiesen und der dritte stagnierte. Über das ganze Jahr 2014 betrachtet sind alle Preisindizes für Wohneigentum weniger stark gewachsen als in den drei bis vier Jahren zuvor.

Auf regionaler Ebene setzten sich die Tendenzen der letzten Quartale fort. In der Region Genfersee haben die Preise für Wohneigentum seit Anfang 2013 weitgehend stagniert, während in praktisch allen anderen Regionen die Preise gestiegen sind.

Weiterhin moderater Anstieg der Bestandsmieten

Die jährliche Teuerung der von Wüest & Partner erfassten Mieten am Markt angebotener Wohnungen (Angebotsmieten) stieg im vierten Quartal 2014 leicht an. Sie bewegte sich damit weiterhin über der jährlichen Teuerung der im LIK erfassten Mieten, die als Mass für die Bestandsmieten betrachtet werden können (Grafik 4.6). Die Teuerung der Bestandsmieten wird durch den kontinuierlichen Rückgang des für die Mietzinsgestaltung relevanten hypothekarischen Referenzzinssatzes gebremst. Dieser beträgt seit dem 3. September 2013 unverändert 2%.

INFLATIONSERWARTUNGEN

Deutliche Korrektur der kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen

Die verfügbaren Ergebnisse von Umfragen zur Preis- und Inflationsentwicklung zeigen eine deutliche Senkung der kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen an.

Die viermal jährlich durchgeführte Haushaltsumfrage des SECO zeigt, dass im Januar 2015 18% der befragten Haushalte über die nächsten zwölf Monate mit sinkenden Preisen rechneten. Im vergangenen Oktober hatte der entsprechende Anteil noch 8% betragen. Die Januarergebnisse sind allerdings dadurch verzerrt, dass die Befragungen teils vor und teils nach dem 15. Januar 2015, dem Tag der Aufhebung des Mindestkurses, stattfanden. Wenn nur die Antworten ab dem 15. Januar 2015 berücksichtigt werden, erwartete fast die Hälfte der befragten Haushalte sinkende Preise.

Die für den Credit Suisse ZEW Financial Market Report befragten Finanzanalysten erwarteten im Februar 2015 auf sechs Monate mehrheitlich einen Rückgang der Inflationsrate. Unter dem Einfluss fallender Erdölpreise hatte der betreffende Anteil bereits von 5% im November auf 42% im Dezember 2014 zugenommen. Im Februar 2015 erreichte er 62%. Die übrigen Befragten erwarteten mit wenigen Ausnahmen unveränderte Inflationsraten.

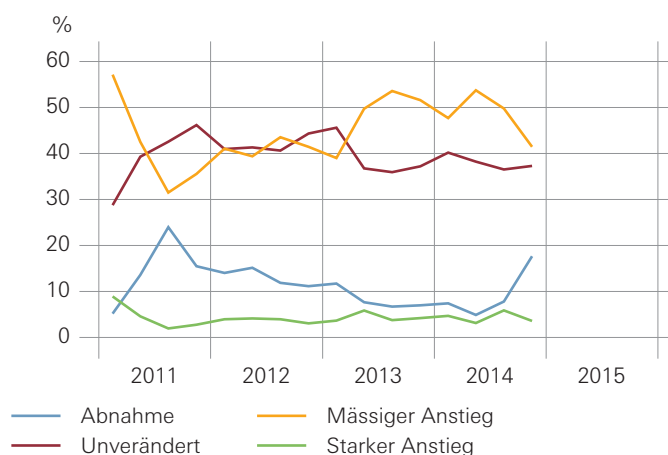
Aus den Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen aus allen Teilen der Wirtschaft geht hervor, dass diese im ersten Quartal 2015 die Inflationsrate in sechs bis zwölf Monaten auf $-1,3\%$ veranschlagten, nach $0,3\%$ im vierten Quartal 2014. Die erwartete Inflationsrate in drei bis fünf Jahren reduzierte sich ebenfalls stark von $1,1\%$ auf $0,5\%$. Die im ersten Quartal geführten Gespräche fanden mit wenigen Ausnahmen nach der Aufhebung des Mindestkurses von Mitte Januar statt.

Für die langfristigen Inflationserwartungen liegen zurzeit keine Umfrageergebnisse vor, die die Aufhebung des Mindestkurses berücksichtigen.

Grafik 4.7

PREISERWARTUNGEN

Haushaltsumfrage zur erwarteten Preisentwicklung auf 12 Monate



Quellen: SECO, SNB

Die Wechselkurssituation wurde in den vergangenen Quartalen hauptsächlich von der unterschiedlichen Entwicklung in den USA und der Eurozone getrieben. Diese Unterschiede äussern sich nicht zuletzt in der Geldpolitik. Während in den USA der Beginn der geldpolitischen Normalisierung in Aussicht steht, hat die EZB mit einer weiteren starken Lockerung ihrer Geldpolitik – dem sogenannten Quantitative Easing Programm (QE) – begonnen. Seit den ersten Anzeichen eines QE der EZB im letzten Frühjahr wertete sich der Euro gegenüber dem US-Dollar stark ab. Allein seit der Lagebeurteilung im Dezember hat der Euro rund 15% gegenüber dem US-Dollar verloren, seit Mai 2014 sogar 25%.

Der Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro war unter diesen Gegebenheiten nicht mehr nachhaltig. Bereits in den Wochen vor dem 15. Januar, dem Tag der Aufhebung des Mindestkurses, waren hohe und rasch ansteigende Interventionen auf dem Devisenmarkt nötig, um den Mindestkurs aufrechtzuerhalten. Nach der Aufhebung des Mindestkurses wertete sich der Franken gegenüber allen Währungen zunächst schlagartig auf. In den vergangenen Wochen hat sich die Aufwertung etwas verringert. Insgesamt ist der Franken aber immer noch deutlich überbewertet. Diese Überbewertung dürfte sich über die Zeit korrigieren.

Mit den seit der Lagebeurteilung im Dezember erfolgten Zinssenkungen ist der geldpolitische Zinssatz erstmals in der Geschichte der SNB negativ. Die Negativzinsen machen Anlagen in Franken für In- und Ausländer weniger attraktiv. Damit schaffen sie Anreize, dass sich die Zuflüsse in den Franken verringern und überdies der traditionelle Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz wieder im Ausland angelegt wird. Die Negativzinsen tragen so zur Abschwächung des Frankens bei.

Die Zinssenkungen entfalteten rasch Wirkung. Der Negativzins, den die SNB den Banken belastet, hat sich wie erwartet auf die gesamte Bandbreite der Geld- und Kapitalmarktzinsen übertragen. Tiefe oder negative Zinsen sind aber nicht ein rein schweizerisches Phänomen. Vielmehr sind die Zinsen weltweit sehr tief und in einigen Ländern, insbesondere in der Eurozone, auch negativ. Die Schweiz kann sich dieser Entwicklung nicht entziehen. Die in den letzten Jahren praktisch auf null geschrumpfte Zinsdifferenz zu den wichtigsten Währungsräumen hat sich mit der Zinssenkung in der Schweiz nun wieder ausgeweitet.

GELDPOLITISCHE MASSNAHMEN SEIT DER LETZTEN LAGEBEURTEILUNG

Einführung von Negativzinsen und Aufhebung des Mindestkurses

Am 18. Dezember 2014 kündigte die SNB an, sie werde bei der SNB gehaltene Sichtguthaben von Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern, die einen bestimmten Freibetrag überschreiten, mit einem Zins von $-0,25\%$ belasten. Diese Massnahme sollte nach Inkrafttreten der angepassten Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) ab dem 22. Januar 2015 wirksam werden. Ausserdem dehnte die SNB das Zielband für den 3M-Libor auf $-0,75\%$ bis $0,25\%$ aus (bisher 0% – $0,25\%$). Die Ankündigung von Negativzinsen hatte zum Ziel, die Zinsdifferenz zu anderen Währungen zu vergrössern, Frankenanlagen damit weniger attraktiv zu machen und den Mindestkurs zu unterstützen.

Einen Monat später, am 15. Januar 2015, hob die SNB den Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro auf (siehe dazu «Die Aufhebung des Mindestkurses», S. 23 dieses Berichts). Dieser Schritt erfolgte vor dem Hintergrund wachsender Divergenzen in der Geldpolitik der grossen Währungsräume. Ausserdem senkte sie den ab 22. Januar 2015 geltenden Negativzins auf $-0,75\%$ und das Zielband für den 3M-Libor auf $-1,25\%$ bis $-0,25\%$. Die Zinssenkung sollte die Auswirkungen der Aufhebung des Mindestkurses abfedern und die Attraktivität von Frankenanlagen weiter reduzieren.

Anstieg der Sichtguthaben bei der SNB

Seit der Lagebeurteilung im Dezember 2014 sind die gesamten bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben nochmals deutlich gestiegen. In der Woche zum 13. März 2015 (letzte Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte März 2015) lagen sie mit 443,0 Mrd. Franken um 73,8 Mrd. Franken höher als in der letzten Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte Dezember 2014 (369,2 Mrd. Franken). Zwischen den Lagebeurteilungen von Mitte Dezember 2014 und Mitte März 2015 betragen sie durchschnittlich 420,8 Mrd. Franken. Davon entfielen 360,0 Mrd. Franken auf Giroguthaben inländischer Banken und die restlichen 60,8 Mrd. Franken auf übrige Guthaben auf Sicht.

Hohe Überschussreserven der Banken

Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. November 2014 und dem 19. Februar 2015 durchschnittlich 14,6 Mrd. Franken. Sie sind somit gegenüber der Vorperiode (20. August bis 19. November 2014) nahezu unverändert geblieben. Insgesamt übertrafen die Banken das Mindestreserveerfordernis im Durchschnitt um rund 336,3 Mrd. Franken (Vorperiode: 304,6 Mrd. Franken). Die Überschussreserven der Banken sind somit nochmals etwas angestiegen.

Die Aufhebung des Mindestkurses

Als die SNB am 15. Januar 2015 den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro aufhob, endete eine dreieinhalb-jährige Phase, in der der Mindestkurs das zentrale Element zur Aufrechterhaltung angemessener monetärer Bedingungen bildete. Gleichzeitig mit der Aufhebung des Mindestkurses beschloss die SNB, den Zins auf den von den Banken bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben auf $-0,75\%$ zu senken, um die Attraktivität von Frankenanlagen zu reduzieren.

Der Mindestkurs war im September 2011 in einer für die Schweizer Volkswirtschaft sehr schwierigen Situation eingeführt worden. Er war als temporäre Massnahme gedacht und wurde auch als solche kommuniziert. Die Weltwirtschaft überwand gerade die tiefste Rezession seit der Grossen Depression der 1930er Jahre. Die Staatsschuldenkrise in der Eurozone verstärkte die Unsicherheit über die Zukunft des Euros, gleichzeitig tendierte der US-Dollar zur Schwäche. Obwohl die SNB die Liquidität stark ausgedehnt und die Geldmarktzinsen fast auf null reduziert hatte, sank der Euro innert weniger Jahre von rund 1.60 Franken auf praktisch Parität. Mit dem Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro korrigierte die SNB diese Aufwertung teilweise.

Der Mindestkurs hat der Schweizer Volkswirtschaft gute Dienste geleistet. Er verschaffte ihr Zeit, sich an die neuen Verhältnisse anzupassen. Die Produktion und die Beschäftigung erholten sich schneller als in vielen anderen Ländern. Die positive Entwicklung widerspiegelt sich auch in den Bilanzen der Unternehmen und deren Bewertung an den Aktienbörsen. Die Situation zum Zeitpunkt der Aufhebung des Mindestkurses im Januar 2015 unterschied sich somit deutlich von jener bei der Einführung des Mindestkurses im September 2011.

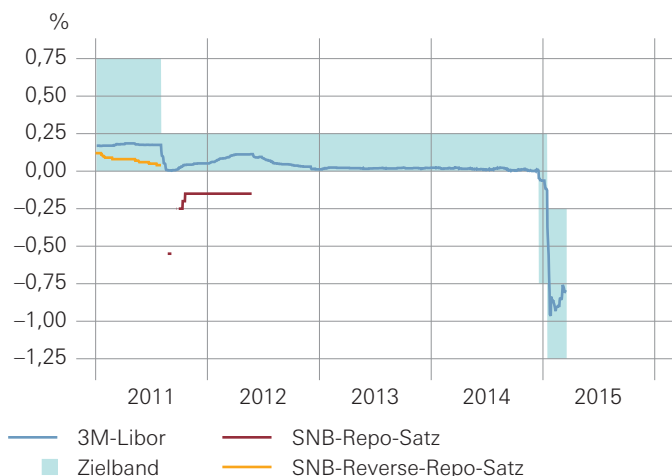
Die Aufhebung des Mindestkurses erfolgte vor dem Hintergrund wachsender Divergenzen in der Geldpolitik in den grossen Währungsräumen. Während in den USA ein Zinsanstieg näher rückte, zeichnete sich in der Eurozone ab Mitte 2014 eine weitere Lockerung der Geldpolitik ab. Der Euro schwächte sich zum US-Dollar massiv ab und der Franken machte diese Bewegung aufgrund des Mindestkurses weitgehend mit. Der Druck auf den Franken erhöhte sich in der ersten Januarhälfte 2015. Die SNB musste mit grossen und rasch ansteigenden Summen am Devisenmarkt intervenieren. Der Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro war nicht mehr nachhaltig, sodass ein Kurswechsel notwendig wurde.

Ein Hinauszögern des Aufhebens des Mindestkurses wäre nur auf Kosten einer unkontrollierbaren Ausdehnung der Bilanz um mehrere 100 Mrd. Franken – potenziell um ein Mehrfaches des schweizerischen Bruttoinlandprodukts – möglich gewesen. Eine solche Bilanzausdehnung hätte die zukünftige geldpolitische Handlungsfähigkeit der SNB stark beeinträchtigt und die Erfüllung des Mandats in der langen Frist gefährdet. Vor dem Hintergrund, dass der Mindestkurs nicht mehr nachhaltig war, wären zusätzliche Interventionen auch zwecklos und die daraus entstehenden enormen Verluste nicht zu rechtfertigen gewesen.

Die Aufhebung des Mindestkurses traf viele Marktteilnehmer überraschend. Die SNB konnte die Aufhebung des Mindestkurses jedoch nicht im Voraus ankündigen, weil dadurch gerade die spekulativen Kapitalflüsse ausgelöst worden wären, die man durch die Aufhebung verhindern wollte. Selbst blossе Andeutungen einer kommenden Aufhebung des Mindestkurses hätten die Möglichkeit eröffnet, annähernd risikolose Spekulationsgewinne zu erzielen.

Grafik 5.1

GELDMARKTSÄTZE

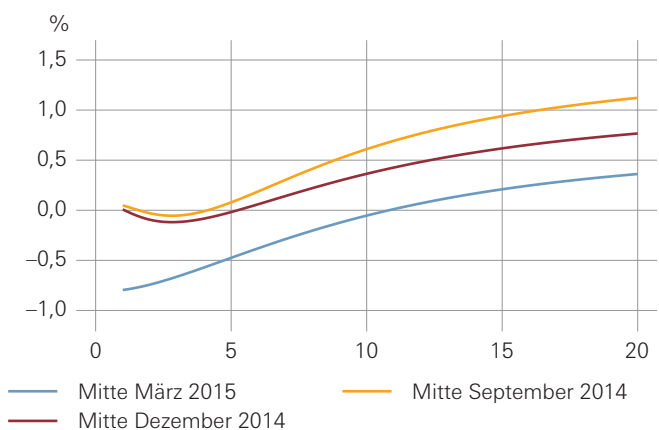


Quellen: Bloomberg, SNB

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

Geldmarktzinssätze im negativen Bereich

Die Einführung von Negativzinsen auf Sichteinlagen bei der SNB sorgte für eine markante Absenkung der Geldmarktzinsen. Sowohl auf dem besicherten als auch auf dem unbesicherten Geldmarkt fielen die Zinssätze deutlich in den negativen Bereich (Grafik 5.1).

Der 3M-Libor bewegte sich ab dem Inkrafttreten der Negativzinsen um $-0,9\%$. Die Zinssätze am besicherten Geldmarkt (Swiss Average Rates) lagen etwas höher, ungefähr auf dem Niveau des SNB-Einlagenzinses von $-0,75\%$. Die Emissionsrenditen von Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft lagen wie üblich unter den Libor-Sätzen.

Langfristige Zinssätze zeitweise negativ

Die Absenkung der kurzfristigen Zinssätze führte zeitweise zu negativen Renditen auf langfristigen Bundesobligationen. Die Rendite von Bundesobligationen mit zehnjähriger Laufzeit erreichte am 23. Januar 2015 einen neuen historischen Tiefststand ($-0,3\%$). Seither hat sie sich wieder leicht erholt. Mitte März belief sie sich auf knapp 0% , im Vergleich zu rund $0,4\%$ zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung im Dezember 2014.

Renditekurve steiler und nach unten verschoben

Die Einführung von Negativzinsen auf Sichteinlagen bei der SNB führte zu einem Rückgang der Zinssätze über das ganze Laufzeitenspektrum. Die Renditekurve eidgenössischer Anleihen verschob sich entsprechend nach unten (Grafik 5.2). Sie wurde überdies steiler, da die kurzfristigen Zinssätze auf die Einführung der Negativzinsen stärker reagierten als die langfristigen.

Weiterer Rückgang der Realzinsen

Der Rückgang der langfristigen Nominalzinsen auf Werte nahe null führte zu einem Absinken der langfristigen Realzinsen in den negativen Bereich. Der geschätzte zehnjährige Realzinssatz betrug Mitte März knapp $-0,1\%$, im Vergleich zu rund $0,3\%$ im Vorquartal (Grafik 5.3). Die Berechnung dieses Realzinssatzes stützt sich auf die zehnjährigen Renditen von Bundesobligationen und die für den gleichen Zeithorizont mit Hilfe eines vektorautoregressiven (VAR) Modells geschätzten Inflationserwartungen.

WECHSELKURSE

Starke Aufwertung des Frankens nach Aufhebung des Mindestkurses

Unmittelbar nach der Aufhebung des Mindestkurses am 15. Januar 2015 wertete sich der Franken gegenüber allen Währungen stark auf. Der Preis des Euros in Franken fiel am Interbankenmarkt in den ersten Minuten nach der Ankündigung der SNB auf ein Allzeittief von 0.85 Franken pro Euro, machte einen Teil des Einbruchs aber rasch wieder wett und pendelte sich am Nachmittag des 15. Januars nahe der Parität ein. Der Preis des US-Dollars in Franken fiel kurzfristig fast im gleichen Ausmass wie der Eurokurs (Grafik 5.4).

In den Wochen nach der Aufhebung der Kursuntergrenze stiegen die Wechselkurse in Franken bei teilweise grosser Volatilität weiter an. Dabei machte vor allem der US-Dollar, der bereits im Laufe des Jahres 2014 kontinuierlich stärker geworden war, Boden gut. Mitte März 2015 lag der Wechselkurs des US-Dollars in Franken bereits leicht höher als zu Beginn des Jahres.

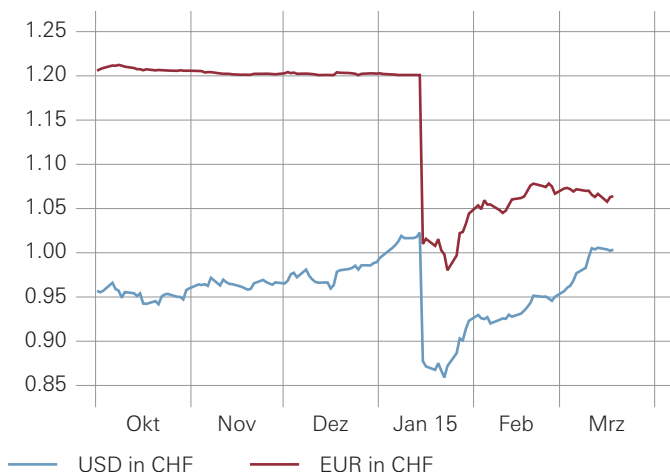
Der Wechselkurs des Euros zum Franken lag dagegen weiterhin deutlich unter dem Niveau, das er vor der Aufhebung des Mindestkurses erreicht hatte. Mitte März 2015 lag er bei 1.06 Franken pro Euro, was gegenüber dem bis Mitte Januar geltenden Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro einer Aufwertung von rund 12% entspricht.

Restriktivere monetäre Bedingungen aufgrund der Wechselkursaufwertung

Die monetären Bedingungen sind durch die Aufwertung des Frankens deutlich restriktiver geworden, obwohl die SNB die kurzfristigen Zinssätze gesenkt hat. Der in Grafik 5.5 abgebildete Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert Veränderungen des 3M-Libors und des nominalen exportgewichteten Aussenwerts des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen. Um der Unsicherheit über die relativen Wirkungen von Veränderungen der Zinssätze und des Wechselkurses Rechnung zu tragen, werden zwei Versionen des Indexes wiedergegeben, die sich in der Gewichtung der beiden Komponenten unterscheiden. Der Index wird zum Zeitpunkt der jeweils letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt. Positive Werte des MCI zeigen eine Straffung der Geldpolitik an.

Grafik 5.4

DEVISENKURSE



Quelle: SNB

Grafik 5.5

MCI NOMINAL



Quelle: SNB

Realer Aussenwert des Frankens auf sehr hohem Niveau

Die durch die Aufhebung des Mindestkurses ausgelöste Höherbewertung des Frankens am Devisenmarkt hat zu einem starken Anstieg des realen exportgewichteten Aussenwerts des Frankens geführt, der sich seither auf einem sehr hohen Niveau bewegt (Grafik 5.6).

Der reale Aussenwert des Frankens liegt nach wie vor tiefer als im Sommer 2011. Der Kurs des Euros in Franken ist zwar ähnlich tief wie damals, doch hat sich der US-Dollar im gleichen Zeitraum aufgewertet. Ausserdem ergibt sich aus der Inflationsdifferenz zum Ausland, dass sich der reale Aussenwert des Frankens im Beobachtungszeitraum schwächer entwickelte als der nominale.

AKTIENMARKT

Vorübergehend starker Rückgang der Aktienpreise im Januar

Der Swiss Market Index (SMI), der die zwanzig grössten Titel aus dem umfassenderen Swiss Performance Index (SPI) enthält, fiel im Anschluss an die Aufhebung des Mindestkurses deutlich (Grafik 5.7). Der prozentuale Rückgang fiel zunächst fast gleich gross aus wie die exportgewichtete Aufwertung des Frankens. Seit diesem massiven Rückschlag hat sich der SMI wieder deutlich erholt. Die Erholung wurde durch die Abschwächung des Frankens

am Devisenmarkt sowie durch ermutigende Konjunkturdaten aus den USA und die Ankündigung des Programms der EZB zur quantitativen Lockerung der Geldpolitik stimuliert. Die wichtigsten Aktienindizes in den USA, Europa und Japan stiegen im gleichen Zeitraum ebenfalls deutlich.

Die aus Optionspreisen berechnete erwartete Volatilität des SMI hat sich nach der Aufhebung des Mindestkurses von Mitte Januar 2015 zunächst fast verdoppelt (Grafik 5.7). Der Volatilitätsindex bewegte sich damit aber weiterhin deutlich unterhalb der Niveaus, die er auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008/9 oder im Zuge der europäischen Schuldenkrise 2010 und 2011 erreicht hatte. Seit Januar hat sich der Volatilitätsindex wieder weitgehend normalisiert.

Grafik 5.6

REALER AUSSENWERT DES FRANKENS

Exportgewichteter, Januar 1999 = 100



— Real (24 Länder)

Quelle: SNB

Grafik 5.7

AKTIENKURSE UND VOLATILITÄT



— SMI — Volatilitätsindex auf SMI (rechte Skala)

Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Moderate Unterschiede im Verlauf der wichtigsten Branchenindizes

Der Rückgang des SPI von Mitte Januar 2015 und die anschliessende Erholung widerspiegeln sich in allen wichtigen sektoralen Indizes des SPI. Die Indizes des Gesundheitssektors, der Industriegüter, der Konsumgüter und der Finanzunternehmen weisen alle einen ähnlichen Verlauf auf. Grafik 5.8 zeigt die Entwicklung dieser vier Teilindizes des SPI, deren Stand per 14. Januar 2015 (d.h. dem Tag vor der Aufhebung des Mindestkurses) auf 100 gesetzt ist.

GELD- UND KREDITAGGREGATE

Anstieg der Notenbankgeldmenge

Die Notenbankgeldmenge stieg im Dezember 2014 und Januar 2015 kräftig an (Grafik 5.9). Im Februar betrug sie durchschnittlich 450 Mrd. Franken, im Vergleich zu 380 Mrd. Franken im November 2014.

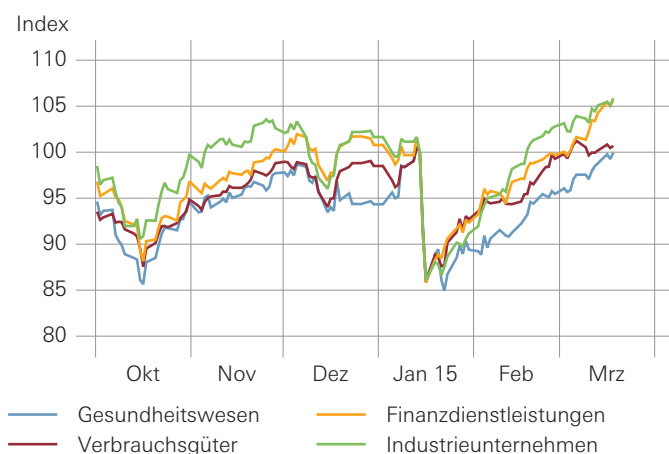
Der Anstieg der Notenbankgeldmenge wurde von den Giroguthaben inländischer Banken bei der SNB getrieben und widerspiegelt hauptsächlich Devisenkäufe, die die SNB zur Durchsetzung ihres Mindestkurses vornahm.

Die zweite Komponente der Notenbankgeldmenge – der Notenumlauf – stieg im Dezember deutlich an. Im Unterschied zu anderen Jahren ging er zu Beginn des neuen Jahres jedoch weniger stark als üblich zurück.

Grafik 5.8

AUSGEWÄHLTE SPI-SEKTOREN

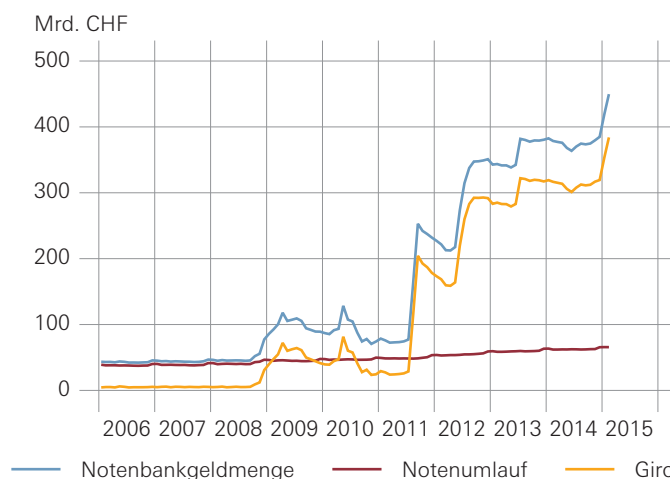
14. Januar 2015 = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.9

NOTENBANKGELDMENGE



Quelle: SNB

Abschwächung des Geldmengenwachstums

Das Wachstum der breit gefassten Geldmengen, die die Geldhaltung der privaten Haushalte und Unternehmen messen, hat sich in den letzten Quartalen abgeschwächt (Grafik 5.10, Tabelle 5.1). Im Februar 2015 stieg die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf, Transaktionskonti und Sichteinlagen) im Vergleich zum Vorjahr um 0,9% auf 568 Mrd. Franken. Die Geldmenge M2 (M1 plus Spareinlagen) wuchs im gleichen Zeitraum um 1,5% auf 898 Mrd. Franken, während die Geldmenge M3 (M2 plus Termineinlagen) um 2,3% auf 955 Mrd. Franken zunahm.

Geldmengenwachstum durch Kreditvergabe getrieben

Die seit der Finanz- und Wirtschaftskrise beobachtete Ausdehnung der Geldmenge ist hauptsächlich auf die Kreditvergabe der Banken zurückzuführen. Aus einer Analyse der aggregierten Bilanz der inländischen Banken (Komponenten und Gegenpositionen der Geldmenge M3) kann entnommen werden, dass sich rund zwei Drittel der seit Oktober 2008 registrierten Zunahme der Geldmenge M3 (320 Mrd. Franken) mit der Zunahme der Frankenkredite an Inländer (226 Mrd. Franken) erklären lassen. Das restliche Drittel kann auf die Ausweitung der Notenbankgeldmenge zurückgeführt werden (siehe dazu auch L. Altermatt und R. Baeriswyl, «Einfluss der Ausweitung der Notenbankgeldmenge auf die Bilanzen inländischer Banken», S. 34 ff. in diesem Heft).

Tabelle 5.1

GELDMENGEN UND BANKKREDITE

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2014					2015		
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar
M1 ¹	3,8	5,0	4,2	3,1	2,8	2,4	1,1	0,9
M2 ¹	3,5	4,2	3,7	3,1	2,9	2,6	1,8	1,5
M3 ¹	3,8	4,5	3,9	3,4	3,4	3,3	2,9	2,3
Bankkredite total ^{2, 4}	4,1	4,0	4,5	4,4	3,5	3,0	2,7	
Hypothekarforderungen ^{2, 4}	3,9	4,2	3,8	3,8	3,6	3,6	3,6	
Haushalte ^{3, 4}	3,5	3,7	3,6	3,4	3,3	3,4	3,5	
private Unternehmen ^{3, 4}	4,8	5,8	4,5	4,5	4,4	4,3	4,2	
Übrige Kredite ^{2, 4}	5,3	3,1	7,7	8,0	2,6	0,0	-2,0	
gedeckt ^{2, 4}	4,3	-3,4	4,3	8,8	8,0	9,8	6,6	
ungedeckt ^{2, 4}	6,0	7,5	10,0	7,5	-1,0	-6,3	-7,1	

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 Geldmengenanzahlen (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

Wachstumsverlangsamung bei Hypothekarkrediten

Die Hypothekarforderungen der Banken, die rund vier Fünftel der gesamten Bankkredite ausmachen, lagen im vierten Quartal 2014 um 3,6% über dem Stand vor Jahresfrist (Tabelle 5.1). Dabei verlangsamte sich die Vergabe von Hypotheken an Haushalte ebenso wie jene an private Unternehmen. Die seit einiger Zeit beobachtete Abschwächung des Hypothekenwachstums bestätigte sich damit. Es reduzierte sich trotz der im historischen Vergleich sehr tiefen Hypothekarzinsen (Grafik 5.11).

Die Abschwächung des Hypothekenwachstums erfolgte vor dem Hintergrund verschiedener Massnahmen, die seit 2012 ergriffen wurden, um den Risikoappetit der Banken zu zügeln und ihre Widerstandskraft zu stärken. Dazu zählen Selbstregulierungsmassnahmen der Banken, die strengere Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen vorsehen. Zudem gilt weiterhin der antizyklische Kapitalpuffer, der im Jahr 2013 aktiviert und im Jahr 2014 erhöht wurde. Die Banken sind damit verpflichtet, ihre Hypothekarkredite auf Wohnliegenschaften mit zusätzlichen Eigenmitteln zu unterlegen. Die SNB-Umfrage bei Banken (sog. Bank Lending Survey) deutet auch auf eine leichte Verschärfung der Kreditstandards sowie einen Rückgang der Kreditnachfrage der Haushalte und Unternehmen hin.

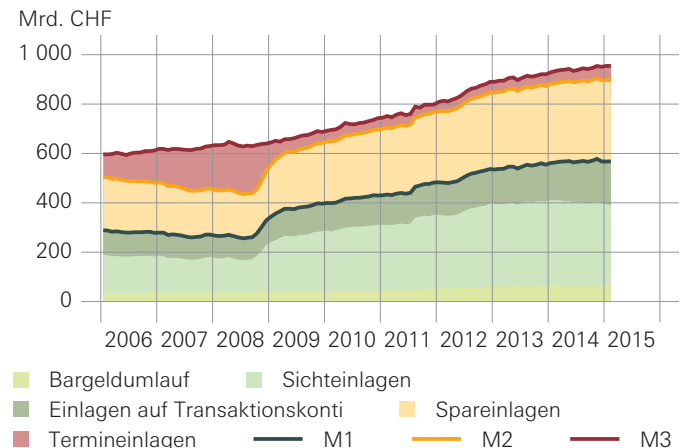
Übrige Kredite mit flachem Trendverlauf

Das Volumen der übrigen (d.h. nicht hypothekarisch gesicherten) Kredite weist seit dem Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise einen flachen Trend auf (Grafik 5.12). Zwischen Dezember 2013 und Oktober 2014 nahmen die ungesicherten übrigen Kredite vorübergehend markant zu, was im Wesentlichen auf die Vergabe und Rückzahlung eines grossen konzerninternen Einzelkredits im Finanzsektor zurückzuführen war.

Grafik 5.10

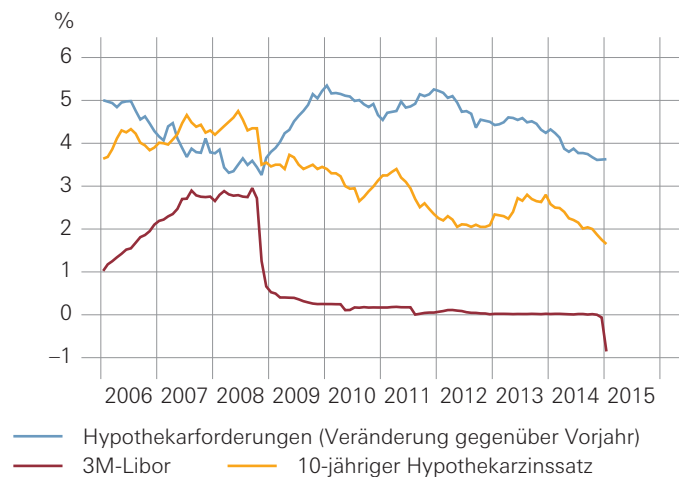
GELDMENGEN

Inklusive PostFinance



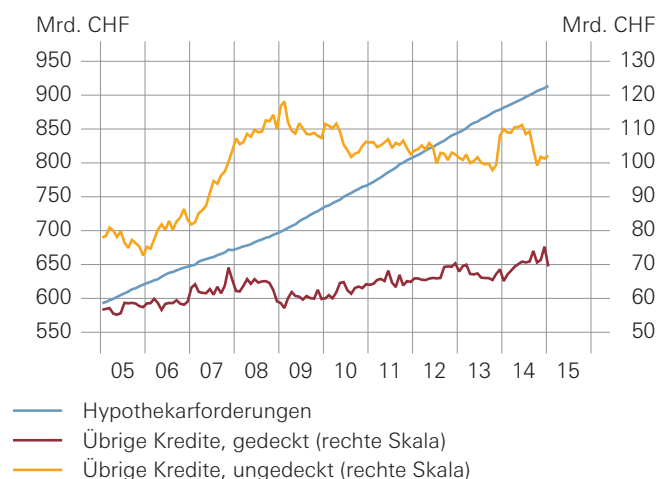
Grafik 5.11

HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND 3M-LIBOR



Grafik 5.12

HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND ÜBRIGE KREDITE



Konjunkturtendenzen

Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

Bericht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der SNB vom März 2015

Erstes Quartal 2015

Die Delegierten der SNB stehen in regelmässigem Austausch mit Unternehmen aus verschiedenen Bereichen der Wirtschaft. Der Bericht stützt sich auf die von Mitte Januar bis Anfang März 2015 geführten Gespräche mit 225 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
Urs Schönholzer
Aline Chabloz
Walter Näf
Markus Zimmerli

ZUSAMMENFASSUNG

Der Gang der Schweizer Wirtschaft im ersten Quartal und die im Zeitraum von Mitte Januar bis Anfang März geführten Unternehmergegespräche sind massgeblich geprägt durch die am 15. Januar 2015 erfolgte Aufhebung des Mindestkurses gegenüber dem Euro. Das Wirtschaftswachstum ist gemäss dieser Umfrage, die den öffentlichen Sektor nicht berücksichtigt, im Berichtsquartal zum Stillstand gekommen. Die Margenlage hat sich bei vielen Unternehmen deutlich verschlechtert und die Firmen veranlasst, eine Vielzahl von Gegenmassnahmen zu ergreifen.

Viele Gesprächspartner sind durch die neue Wechselkurs-situation stark gefordert und müssen zunächst genau analysieren, welche Auswirkungen sie für ihr Unternehmen hat. Diese Neueinschätzung der Lage braucht Zeit und entsprechend hat die Unsicherheit über den weiteren Geschäftsverlauf deutlich zugenommen.

Die Aussichten für das reale Umsatzwachstum in den kommenden Monaten haben sich – insbesondere in der verarbeitenden Industrie – spürbar eingetrübt. Über alle Sektoren betrachtet deuten sie aber nicht auf eine Kontraktion hin. Die Personalbestände dürften insgesamt leicht zurückgehen und die Investitionsvolumen werden geringer ausfallen als in der Vergleichsperiode.

GESCHÄFTSGANG

Umsätze gehalten

In der verarbeitenden Industrie haben die realen Umsätze im Vorquartalsvergleich insgesamt stagniert, und zwar in den meisten Branchen, mit Ausnahme der Pharma-industrie. Im Vorjahresvergleich zeigt sich allerdings eine geringfügige Umsatzzunahme.

Im Exportgeschäft gehören namentlich die USA, der asiatische und der arabische Raum zu den Absatzgebieten mit relativ hoher Dynamik. In Europa bleibt die Nachfrage insgesamt stabil. Einige Branchen spüren Bremseffekte aufgrund der Krisenherde in Russland und in der Ukraine.

Der Bausektor verzeichnet saisonbereinigt geringfügig tiefere Umsätze als im Vorquartal. Im Vorjahresvergleich sind die Umsätze wetterbedingt deutlich tiefer, weil der Winter 2014 ungewöhnlich milde war. Im Wohnungsbau scheint sich die Dynamik weiter abzuflachen.

Auch im Dienstleistungssektor stagniert das Geschäft insgesamt. Eine verhältnismässig starke Verlangsamung ihres Geschäftsgangs verzeichnen der Detailhandel, der Fahrzeughandel und das Gastgewerbe. Besonders im Fahrzeughandel kam es in den Tagen nach der Aufhebung des Mindestkurses praktisch zu einem Geschäftsstillstand. Nach Ankündigung von bedeutenden Eurorabatten kam das Geschäft wieder in Gang, und es zeigten sich Substitutionseffekte mit einer Verlagerung der Nachfrage von Occasionsfahrzeugen auf Neuwagen. Im Detailhandel hat der Einkaufstourismus ins Ausland erneut angezogen.

In der Hotellerie und im Gastgewerbe führen die neuen Währungsrelationen zu einem mässigen Rückgang von Buchungen; Annullationen halten sich bisher in Grenzen. Zu einer Abfederung der negativen Effekte trägt die anhaltend gute Nachfrage von Reisegruppen aus dem asiatischen Raum bei. Ein grösseres Gästeaufkommen ist zudem aus den USA und teilweise aus Grossbritannien zu beobachten.

KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

Die Produktionskapazitäten der befragten Unternehmen sind insgesamt – ähnlich wie in den Vorperioden – nur leicht unterausgelastet. Dies ist auf die bis anhin günstige Auftragslage zurückzuführen.

In der verarbeitenden Industrie sprechen knapp 40% der befragten Unternehmen von einer Unterauslastung. Praktisch alle Branchen stufen ihre Auslastung als etwas oder gar deutlich tiefer als normal ein. Als deutlich tiefer als normal wird die Auslastung bei Herstellern elektrischer Ausrüstungen, in der Chemie und in der Nahrungsmittelindustrie eingeschätzt. Die besuchten Firmen in der metallverarbeitenden Industrie sind demgegenüber dank eines guten Auftragspolsters höher als normal ausgelastet. In der Uhrenbranche stabilisiert sich die Auslastung auf etwas tieferem Niveau als in den Vorquartalen wegen geringerer Nachfrage aus China.

Im Bausektor sind die technischen Kapazitäten allgemein noch leicht höher als normal ausgelastet. Dies ist allein auf den Hochbau zurückzuführen. Die Auftragsbücher sind zwar weiterhin recht gut gefüllt; die Anzeichen, dass sich die Verlangsamung aber fortsetzt, mehren sich. Regional machen sich die Auswirkungen der Zweitwohnungsinitiative nun vermehrt bemerkbar.

Im Dienstleistungssektor ist die Infrastruktur – gemeint sind hier hauptsächlich Büro- und Verkaufsflächen sowie Transportkapazitäten – insgesamt geringfügig tiefer als normal ausgelastet. Eine Ausnahme ist die IT-Branche, die leicht höher als normal ausgelastet ist.

ARBEITSNACHFRAGE

Personalbedarf leicht vermindert

Die Aufhebung des Mindestkurses gegenüber dem Euro hat eine Vielzahl von personalpolitischen Massnahmen ausgelöst, darunter Einstellungsstopps, Erhöhung der Arbeitszeiten bei gleichem Lohn, Verzicht auf – teilweise sogar bereits kommunizierte – Lohnerhöhungen. Ein geringer Anteil der Firmen plant einen Arbeitsplatzabbau.

In der verarbeitenden Industrie zeigt sich bei den befragten Unternehmen ein etwas zu hoher Personalbestand. Im Bausektor sind die Personalbestände dagegen weiterhin angemessen. Im Dienstleistungssektor haben die Detailhändler sowie das Transportgewerbe etwas zu hohe Bestände. Demgegenüber sind Unternehmen aus der IT weiterhin eher auf Personalsuche.

In allen drei Sektoren hat sich die Situation beim Fachkräftemangel etwas entspannt. Viele Unternehmen verzeichnen nach wie vor eine hohe bis sehr hohe Zahl spontaner Stellenbewerbungen, vor allem im Tessin. Auch auf Stelleninserate gehen oft zahlreiche Bewerbungen ein.

PREISE, MARGEN UND ERTRAGSLAGE

Margen unter Druck

Die Margen sind insgesamt im Vergleich zum Ergebnis der Umfrage im Vorquartal deutlich unter Druck gekommen, und zwar in allen drei Sektoren. In vielen Bereichen hat nach der Aufhebung des Mindestkurses ein starker Preisdruck eingesetzt. Preisvorteile werden weitergegeben, um der Gefahr eines Verlustes von Kunden entgegenzuwirken.

60% der befragten Unternehmen schätzen ihre Margen als tiefer als üblich ein, weitere 30% der Firmen geben an, Margen im üblichen Rahmen zu erzielen. Etliche Massnahmen werden laufend umgesetzt, um der erschwerten Konkurrenzsituation zu begegnen.

In der verarbeitenden Industrie werden die Gewinnmargen zum Zeitpunkt der Umfrage in sämtlichen Branchen als tiefer oder gar deutlich tiefer als üblich eingestuft. Im Bausektor weisen die befragten Unternehmen tiefere Margen als sonst auf, und zwar im Bauhaupt- und im Baunebengewerbe, was teilweise auf eine regional verminderte Nachfrage sowie auf zurückgestellte Projekte der öffentlichen Hand zurückzuführen ist.

Auch die Unternehmen des Dienstleistungssektors schätzen die Margen insgesamt als tiefer als üblich ein. Mit besonders tiefen Margen konfrontiert sehen sich der Autohandel, der Detailhandel und die Banken. Etliche Detailhändler haben rasch mit Preiskonzessionen auf die Aufhebung des Mindestkurses reagiert. Bei den Banken hat die Frankenaufwertung zu einer Abnahme der Kommissionseinnahmen geführt; zudem belastet der Negativzins ihre Margenlage.

AUSSICHTEN

Stagnation erwartet

Aufgrund der Wechselkurssituation hat die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung allgemein stark zugenommen. Besonders in den Tagen unmittelbar nach der Aufhebung des Mindestkurses war die Besorgnis der Gesprächspartner gross.

Für die kommenden Monate wird insgesamt eine Stagnation der realen Umsätze erwartet, während in den Vorquartalen noch mit einem moderaten Wachstum gerechnet wurde. Allerdings bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den Branchen. Viele Gesprächspartner müssen die Lage mit der volatileren Wechselkurssituation grundlegend neu analysieren. Dies braucht Zeit. Ein Grossteil der ergriffenen Massnahmen zur Verbesserung der Margenlage hat deshalb temporären Charakter.

In allen Sektoren werden deutlich sinkende Einkaufs- und Verkaufspreise erwartet. Wo möglich, werden die Absatzpreise jedoch etwas weniger stark nach unten angepasst als die Einkaufspreise, um die Margen zumindest teilweise wieder zu verbessern.

Was die Beschäftigungspläne angeht, so gehen die Gesprächspartner in der verarbeitenden Industrie von einem Personalabbau aus, im Dienstleistungssektor und im Bausektor bleiben die Bestände unverändert. Die Branchen mit dem stärksten Personalbedarf sind die IT, Rechts- und Steuerberater sowie Wirtschaftsprüfer.

Viele Unternehmen haben nach der Aufhebung des Mindestkurses einen sofortigen Investitionsstopp erlassen und wollen nun diesbezüglich grundlegend «über die Bücher gehen». Insgesamt werden die Investitionspläne deutlich zurückgefahren, sowohl bei den Ausrüstungen wie bei den Bauten. Wo im Inland investiert wird, erfolgt dies primär zur Effizienzsteigerung oder als Ersatzinvestition und nicht zwecks Kapazitätsausbau.

Die Teuerungserwartungen der Unternehmer – gemessen am Konsumentenpreisindex – sind deutlich zurückgekommen auf nun $-1,3\%$ in der kurzen Frist (6–12 Monate); in der letzten Umfrage lag der Wert noch bei rund $0,3\%$. Auch auf einen längeren Zeithorizont von 3–5 Jahren liegen die Erwartungen mit nun $0,5\%$ tiefer als bei der letzten Umfrage ($1,1\%$).

Nebst dem primären Fokus der Unternehmer auf die angespannte Margenlage sind die Sorgen über geopolitische Unsicherheiten etwas in den Hintergrund getreten, aber durchaus präsent. Auch die sich durch inländische politische Vorstösse und Entwicklungen verändernden Rahmenbedingungen geben weiterhin, wenn auch vermindert, Anlass zu kritischen Kommentaren. Trotz der gegenwärtig sehr fordernden Wechselkurssituation bleibt in den Gesprächen auch ein gewisses Vertrauen in die Anpassungsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft spürbar.



Einfluss der Ausweitung der Notenbankgeldmenge auf die Bilanzen inländischer Banken

Lukas Altermatt und Romain Baeriswyl¹

1

Zusammenfassung

Die vorliegende Studie beschreibt die bilanziellen Gegenpositionen des Anstiegs der Giro Guthaben inländischer Banken bei der Schweizerischen Nationalbank und der Zunahme der Publikumseinlagen in Schweizer Franken bei inländischen Banken. Sie untersucht die verschiedenen Quellen, die dem Wachstum der Geldaggregate in der Schweiz seit 2008 zugrunde liegen. Die Studie zeigt, dass rund zwei Drittel der Zunahme der Publikumseinlagen bei inländischen Banken auf Kredite dieser Institute an private Haushalte und Unternehmen zurückgehen. Ein Drittel ist direkt auf Markteingriffe der SNB zur Erhöhung der Notenbankgeldmenge und somit der Bankenliquidität zurückzuführen.

¹ Wir danken Katrin Assenmacher, Dirk Faltin, Daniel Heller, Christian Hepenstrick, Robert Müller, Reto Nyffeler, Enzo Rossi und Mathias Zurlinden für ihre wertvollen Kommentare.

1 Einleitung

Nach der jüngsten Finanzkrise hat die SNB die Notenbankgeldmenge stark ausgeweitet, um den Geldmarkt mit Liquidität zu versorgen und die Aufwertung des Schweizer Frankens zu begrenzen. Die Ausweitung der Notenbankgeldmenge erfolgt im Wesentlichen in Form einer Zunahme der Giro Guthaben inländischer Banken bei der SNB. Diese Studie beschreibt, wie sich die Ausweitung der Notenbankgeldmenge auf die Bilanzen inländischer Banken auswirkt.

Sie benennt einerseits die Gegenparteien für die Liquiditätszunahme in den Bilanzen inländischer Banken. Wenn die SNB am Devisenmarkt interveniert, führen die verschiedenen Arten von Gegenparteien der SNB am Markt zu verschiedenen Auswirkungen auf die Bilanzen inländischer Banken. Kauft die SNB beispielsweise Devisen von im Inland domizilierten Bankenkunden, geht der Anstieg der Frankenliquidität inländischer Banken bei der SNB mit einer Zunahme der Einlagen inländischer Kunden bei inländischen Banken, also mit einer Zunahme der Geldaggregate, einher. Kauft die SNB dagegen Devisen von Kunden ausländischer Banken, die kein Girokonto bei der SNB haben, wird der Anstieg der Frankenliquidität auf den Girokonten inländischer Banken zugunsten dieser ausländischen Banken gutgeschrieben. Der Anstieg der Frankenliquidität inländischer Banken bei der SNB koinzidiert dann mit einer Zunahme der Beträge, die inländische Banken ausländischen Banken schulden, sodass die Geldaggregate der Schweiz unverändert bleiben. Insgesamt lassen sich die Gegenpositionen des Anstiegs der Frankenliquidität inländischer Banken inländischen Kunden, ausländischen Banken, ausländischen Kunden und einer Währungsinkongruenz zuordnen. Letzteres deutet darauf hin, dass das Wachstum der Frankenliquidität nicht durch ein entsprechendes Wachstum der Frankenverbindlichkeiten in den Bilanzen inländischer Banken ausgeglichen wurde.

Ausserdem untersucht die Studie die verschiedenen Quellen, die dem Wachstum der Geldaggregate zugrunde liegen. Die Analyse zeigt, dass seit 2008 etwa ein Drittel der Zunahme der Geldaggregate auf die Ausweitung der Frankenliquidität durch die SNB zurückgeführt werden kann. Die übrigen zwei Drittel ergaben sich aus der Kreditvergabe inländischer Banken an Unternehmen und Konsumenten. Somit hat der Transmissionsmechanismus

bei der Kreditvergabe auch in den vergangenen Jahren seine stimulierende Wirkung auf die Schweizer Wirtschaft ausüben können. Nur ein geringer Anteil des Wachstums der Geldaggregate ist der Zunahme der Notenbankgeldmenge zuzuschreiben.

Die Analyse der bilanziellen Gegenpositionen der Veränderungen einer bestimmten Position ist nicht ganz einfach, weil sich Aktiv- und Passivpositionen von Banken gegenüber verschiedenen Gruppen von Wirtschaftsakteuren parallel verändern können. Die Studie stellt die Methode daher in einzelnen Schritten vor. Abschnitt 2 zeigt, wie die Ausweitung der Notenbankgeldmenge durch die SNB seit 2008 die Frankenliquidität inländischer Banken beeinflusst hat. Abschnitt 3 enthält eine Darstellung der aggregierten Bilanz inländischer Banken. Dabei werden die Aktiven und Passiven in ihre Hauptbestandteile aufgeteilt. Eine weitere Gliederung erfolgt nach dem Kriterium, ob die betreffende Position auf Schweizer Franken lautet oder in Fremdwährung denominiert ist. Im Abschnitt 4 werden die Aktivpositionen der aggregierten Bilanz mit den entsprechenden Passivpositionen verrechnet (Netting), um eine angemessene Nettodarstellung der Positionen inländischer Banken zu erhalten. Diese Nettopositionen erlauben Rückschlüsse auf Herkunft und Verwendung der Bankengelder in Bezug auf verschiedene Kategorien von Wirtschaftsakteuren und dienen als Grundlage für die Analyse der Gegenpositionen. Abschnitt 5 erörtert die Gegenpositionen, die dem Anstieg der Frankenliquidität auf den Girokonten inländischer Banken bei der SNB und der Zunahme der Frankeneinlagen inländischer Kunden bei inländischen Banken entsprechen. Abschnitt 6 fasst die Erkenntnisse der Studie zusammen.

2 Ausweitung der Notenbankgeldmenge und der Bankenliquidität seit 2008

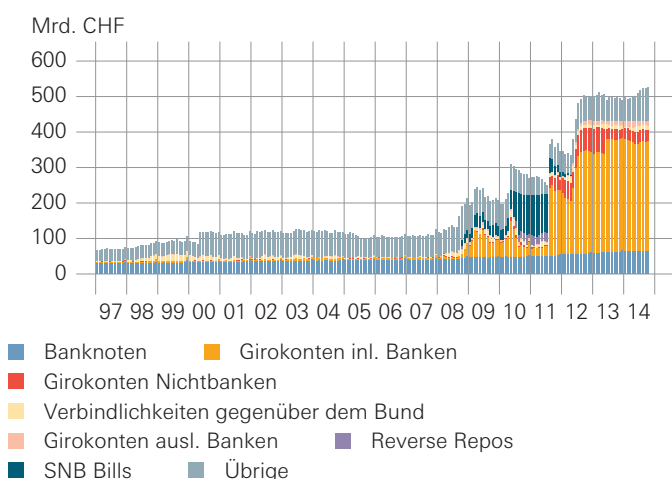
Im Anschluss an die jüngste Finanzkrise erhöhte die SNB die Notenbankgeldmenge signifikant, um dem Geldmarkt Liquidität zuzuführen und die Höherbewertung des Schweizer Frankens zu begrenzen. Die Notenbankgeldmenge wird definiert als Summe von Notenumlauf und Sichtguthaben von Banken und Nichtbanken bei der SNB. Grafik 1 zeigt die Entwicklung der Passivseite der SNB-Bilanz in der Zeit von Januar 1997 bis Oktober 2014. Die Erhöhung der Notenbankgeldmenge zeigt sich im Wesentlichen in Form einer Zunahme der Giroguthaben inländischer Banken bei der SNB.

Die Liquidität der inländischen Banken besteht aus Münzen und Banknoten in ihren Tresoren sowie den Guthaben auf ihren Girokonten bei der SNB. Grafik 2 zeigt die Entwicklung der Frankenliquidität von Januar 1997 bis Oktober 2014 gemäss den im *Bankenstatistischen Monatsheft* der SNB publizierten Meldungen inländischer Banken. Der Anstieg der Frankenliquidität bei den Banken widerspiegelt wiederum die Interventionen der SNB seit 2008. Dabei können mehrere Episoden unterschieden werden:

- Ab dem Beginn des letzten Quartals 2008 erhöhte sich die Bankenliquidität markant im Zuge der hohen Liquiditätsversorgung durch die SNB und der Einführung von Swapgeschäften in Schweizer Franken durch die SNB. Im Frühjahr 2009 führte die SNB zusätzliche Repogeschäfte aus und kaufte Frankenobligationen sowie ausländische Währungen an den Devisenmärkten.
- Die zweite markante Erhöhung der Liquidität erfolgte im Frühjahr 2010 im Zuge der Verschärfung der Staatsschuldenkrise in Europa, als sich die SNB mit Interventionen am Devisenmarkt dem daraus resultierenden starken Aufwertungsdruck auf den Franken entgegenwirkte. Diese Zunahme der Liquidität war jedoch nur temporär, da sie bald danach durch liquiditätsabschöpfende Repogeschäfte (Reverse Repo) und die Emission von SNB Bills (kurzfristige eigene Schuldverschreibungen der SNB zur Abschöpfung von Liquidität) wieder rückgängig gemacht wurde.
- Der dritte markante Anstieg der Liquidität fand im August 2011 vor dem Hintergrund einer massiven Frankenaufwertung statt. Die SNB ergriff verschiedene Massnahmen zur Ausweitung der Notenbankgeldmenge, darunter die Nichterneuerung fälliger Reverse Repos und SNB Bills, der Rückkauf ausstehender SNB Bills und die Einführung von Devisenswaps. Am 6. September 2011 legte die SNB schliesslich einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest.
- Die vierte markante Erhöhung der Liquidität kam Mitte 2012 zustande und reflektierte notwendige Devisenmarktinterventionen zur Verteidigung der Euro-Untergrenze.

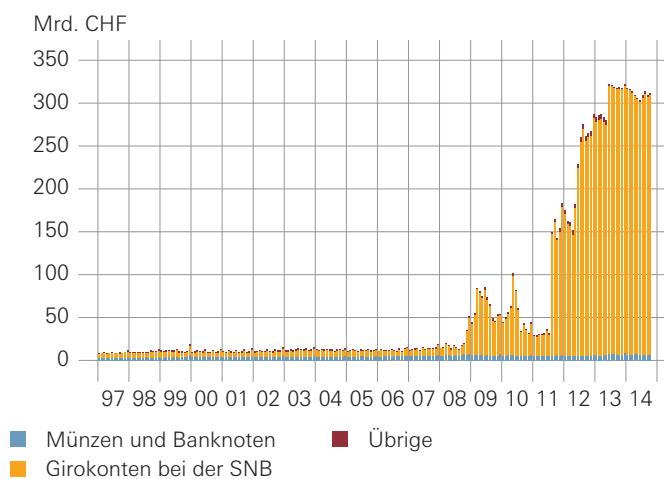
Grafik 1

PASSIVEN DER SNB



Grafik 2

FRANKENLIQUIDITÄT INLÄNDISCHER BANKEN



- Der letzte grössere Anstieg der Liquidität der Banken bis zum Oktober 2014 fand Mitte 2013 statt. Im Gegensatz zu den oben beschriebenen Ereignissen wurde er nicht durch geldpolitische Interventionen verursacht. Auslöser war vielmehr die Erteilung der Banklizenz an die PostFinance AG im Juni 2013. Infolgedessen erscheint das Girokonto der PostFinance nicht mehr unter den übrigen Guthaben auf Sicht (Nichtbanken) sondern neu unter den Girokonten inländischer Banken.²

Eine Gegenüberstellung der Grafiken 1 und 2 zeigt, dass die Notenbankgeldmenge höher ist als die Frankenliquidität der inländischen Banken. Die Differenz kann weitgehend mit den von Nichtbanken gehaltenen Banknoten erklärt werden sowie mit Einlagen anderer Institute als denjenigen inländischer Banken bei der SNB.

3 Aggregierte Bilanz inländischer Banken

Der Einfachheit halber stellt dieser Abschnitt die Struktur einer aggregierten Bilanz inländischer Banken und die Entwicklung dieser Bilanz im Zeitverlauf dar. Dies ist ein natürlicher Ausgangspunkt im Hinblick auf die Analyse der bilanziellen Gegenpositionen der Zunahme der Liquidität und der Geldaggregate.

Grafik 3 zeigt die aggregierte Bilanz inländischer Banken (Bankstellen weltweit) im Geschäft mit inländischen und ausländischen Gegenparteien per Dezember 2013. Die Positionen sind nach der Währung, auf die sie lauten – Schweizer Franken oder Fremdwährung – aufgeschlüsselt. Die Aktivseite besteht aus a) Liquidität, b) Geldmarktforderungen und Forderungen gegenüber Banken, c) Krediten, d) Handelsbeständen und e) Übrigen Aktiven. Die Passivseite setzt sich ihrerseits wie folgt zusammen: a) Geldmarktschulden und Verpflichtungen gegenüber Banken, b) Einlagen von Nichtbanken, c) Anleiheemissionen von Banken, d) übrige Passiven und e) Eigenkapital. Eine genauere Beschreibung der zugrunde liegenden Daten und eine Begriffsbestimmung der einzelnen Positionen sind aus Kasten 1 ersichtlich.

Grafik 4 zeigt die Entwicklung der aggregierten Bilanz inländischer Banken von Januar 1997 bis Oktober 2014. Die Struktur der aggregierten Bilanz ist dieselbe wie in Grafik 3. Positionen der Aktivseite werden mit positiven Balken dargestellt und Positionen der Passivseite mit negativen Balken. Das obere Diagramm stellt die Positionen in allen Währungen dar, das mittlere Feld die Positionen in Schweizer Franken und das untere Diagramm die Positionen in Fremdwährung. Weil die Fremdwährungspositionen in Schweizer Franken bewertet werden, unterliegen sie dem Einfluss von Wechselkursschwankungen.

Auch wenn in der vorliegenden Studie auf Schweizer Franken lautende Positionen im Vordergrund stehen, müssen die Fremdwährungspositionen im Auge behalten werden, da sich die auf Franken lautenden Aktiven und Passiven nicht notwendigerweise ausgleichen. Ein Ungleichgewicht zwischen Aktiven und Passiven in Franken und anderen Währungen wird als Währungsinkongruenz bezeichnet (siehe weiter unten).

Die Positionen in Schweizer Franken nahmen während des betrachteten Zeitraums stetig zu. Die Positionen in Fremdwährungen dagegen entwickelten sich zyklisch. Von der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre bis zur Dotcom-Krise und von 2003 bis zur Subprime-Krise weiteten sie sich

² Siehe *Quartalsheft der SNB* vom September 2013 für Einzelheiten zum Einfluss der Erteilung der Banklizenz an die PostFinance AG auf die Geldaggregate.

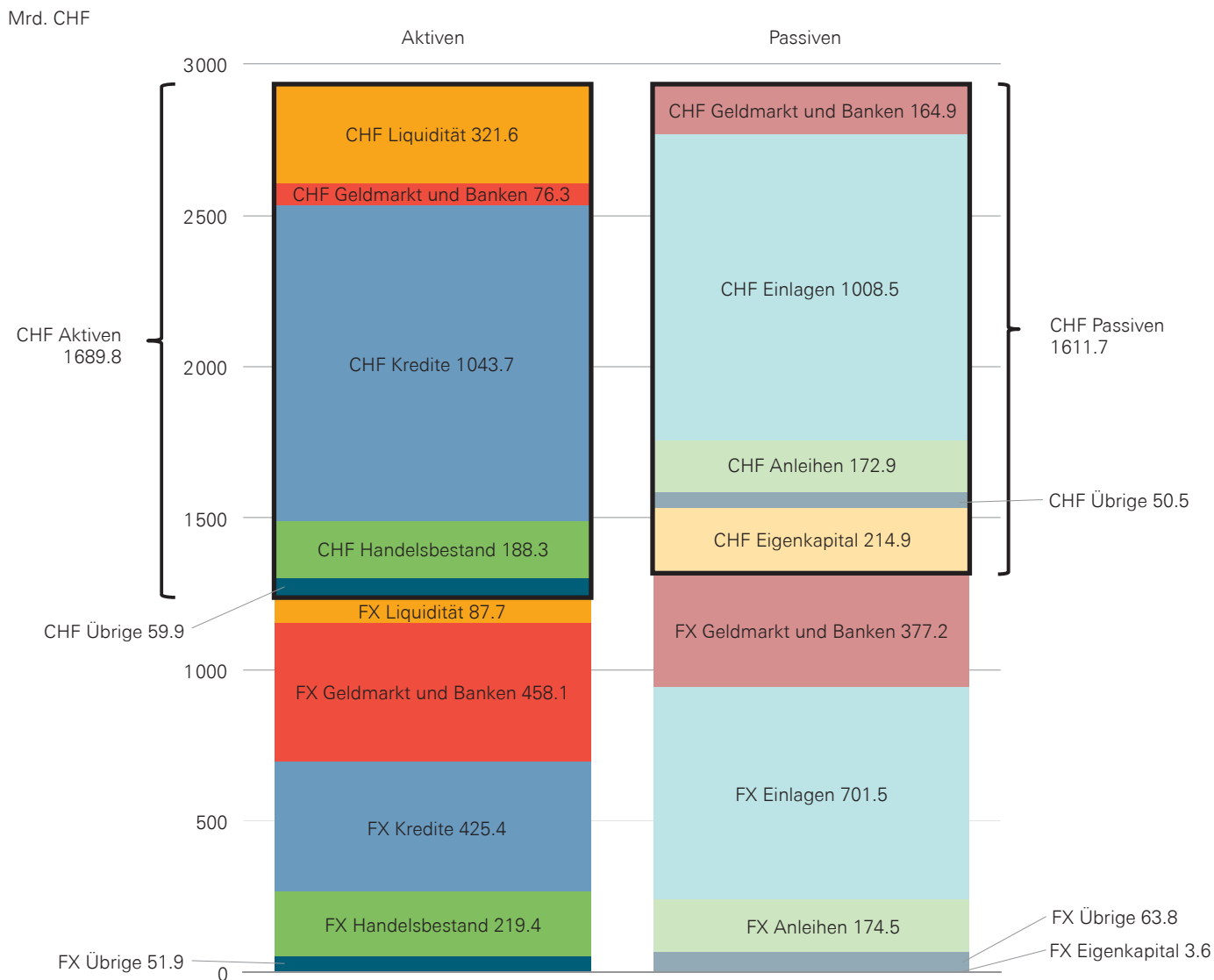
erheblich aus, gingen danach jeweils aber wieder stark zurück.

Die markante Erhöhung der Frankenliquidität seit 2008 lässt sich aus dem mittleren Diagramm der Grafik 4 klar erkennen. Das untere Diagramm dieser Grafik zeigt, dass die Fremdwährungsliquidität bei inländischen Banken nach der jüngsten Finanzkrise ebenfalls zunahm. Jedoch ist es auf den ersten Blick schwierig, den Einfluss der

Erhöhung der Liquidität auf andere Bilanzpositionen zu beurteilen. Im folgenden Abschnitt werden die Aktivpositionen gegen die entsprechenden Passivpositionen verrechnet, um eine angemessene Nettodarstellung der Bankenpositionen zu erhalten. Auf diese Weise lässt sich die Entwicklung der Nettopositionen unter dem Einfluss der Liquiditätserhöhung verfolgen.

Grafik 3

AGGREGIERTE BILANZ INLÄNDISCHER BANKEN, DEZEMBER 2013: BANKSTELLEN WELTWEIT, INLÄNDISCHE UND AUSLÄNDISCHE POSITIONEN



Kasten1

STRUKTUR DER BANKBILANZEN

Aktiven

Die Aktiven der Banken werden in sechs Positionen gegliedert, die verschiedene Geschäftsfelder reflektieren. *Liquidität* besteht aus Bargeld und Giro Guthaben inländischer Banken bei einer Zentralbank oder bei ihren Korres-

pondenzbanken.¹ *Geldmarktforderungen* sind Forderungen inländischer Banken aus Geldmarktpapieren. *Banken* bedeutet Forderungen gegenüber anderen Banken. Zur

¹ Bis zum Mai 2013 umfasste die Frankenliquidität auch die Postkonten. Der PostFinance AG wurde im Juni 2013 eine Banklizenz erteilt.

Vereinfachung werden Geldmarkt- und Bankpositionen in den Grafiken 3, 4 und 5 zusammengelegt. *Kredite* umfasst die den Kunden geliehenen Beträge. *Handelsbestände* bestehen aus Handelsbeständen, Edelmetallen, Finanzanlagen und Beteiligungen. *Übrige Aktiven* umfassen Sachanlagen, Rechnungsabgrenzungen, sonstige Aktiven und nicht einbezahltes Gesellschaftskapital.

Passiven

Die Passiven werden ebenfalls in sechs Positionen gegliedert, die der jeweiligen Mittelherkunft entsprechen. *Geldmarktschulden* bestehen aus Verpflichtungen inländischer Banken aus Geldmarktpapieren. *Banken* bezeichnet Verpflichtungen gegenüber anderen Banken. *Einlagen* betreffen Verpflichtungen gegenüber Kunden auf Sicht, in Spar- oder in Anlageform. *Anleihen* umfassen Schuldverschreibungen inländischer Banken wie Kassenobligationen, Standardanleihen und hypothekarisch besicherte Anleihen (Pfandbriefe). *Übrige Passiven* bestehen aus Rechnungsabgrenzungen und sonstigen Passiven. *Eigenkapital* umfasst Wertberichtigungen und Rückstellungen, die Reserve für allgemeine Bankrisiken, das Gesellschaftskapital der Bank, die allgemeine gesetzliche Reserve, die Reserve für eigene Aktien, die Aufwertungsreserve, sonstige Reserven sowie die kumulierten Gewinn- und Verlustvorträge.

Standort der Bankstelle

Das *Bankenstatistische Monatsheft* enthält Bilanzdaten von Banken mit Standort in der Schweiz. Diese Banken können jedoch neben Bankstellen in der Schweiz auch Filialen im Ausland haben. *Inländische Bankstellen* beschränken sich auf Bilanzpositionen von Bankstellen in der Schweiz und im Fürstentum Liechtenstein. Dagegen beinhaltet der Begriff *Bankstellen weltweit* zusätzlich Positionen von Filialen im Ausland.

Sitz der Gegenpartei

Die Bilanzpositionen enthalten auch Angaben über die Gebietsansässigkeit der Gegenpartei. Dieses Kriterium bezieht sich auf alle Bilanzpositionen, unabhängig davon, ob die Gegenpartei Gläubigerin, Schuldnerin oder Emittentin von Wertpapieren ist. *Inländische Positionen* bezieht sich auf Bilanzpositionen in Fällen, in denen die Gegenpartei in der Schweiz oder im Fürstentum Liechtenstein ansässig ist. *Ausländische Positionen* bezieht sich auf Bilanzpositionen in Fällen, in denen die Gegenpartei im Ausland ansässig ist.

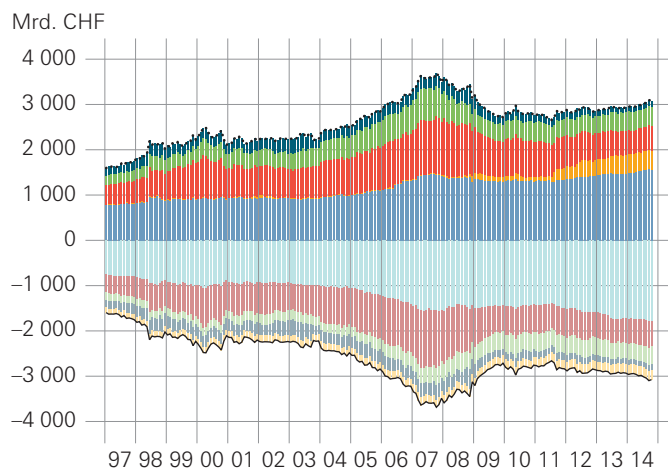
Währung

Eine weitere Gliederung der Bilanz des Bankensektors erfolgt nach der jeweiligen Währung, auf welche die Bilanzpositionen lauten. Es wird zwischen *Frankenpositionen* und *Fremdwährungspositionen* unterschieden. Fremdwährungspositionen werden in Schweizer Franken ausgedrückt.

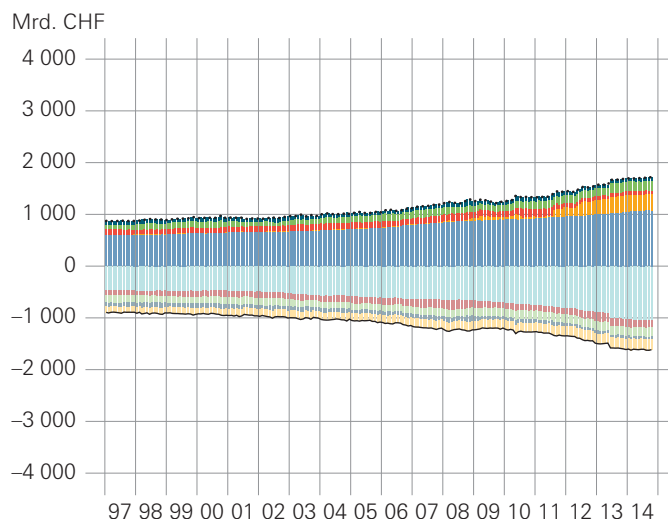
Grafik 4

BANKBILANZEN: BANKSTELLEN WELTWEIT

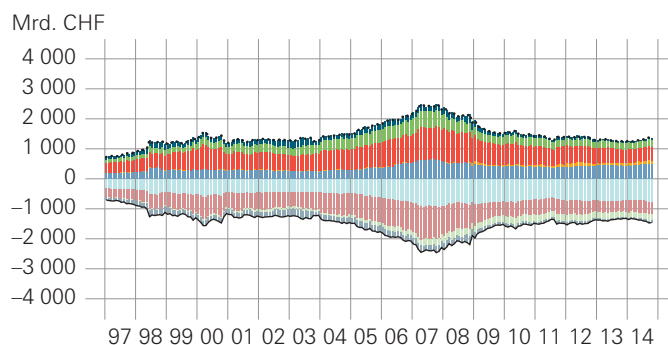
Inländische und ausländische Positionen in allen Währungen



Inländische und ausländische Positionen in CHF



Inländische und ausländische Positionen in Fremdwährung



Quelle: SNB

4 Netting von Bilanzpositionen inländischer Banken

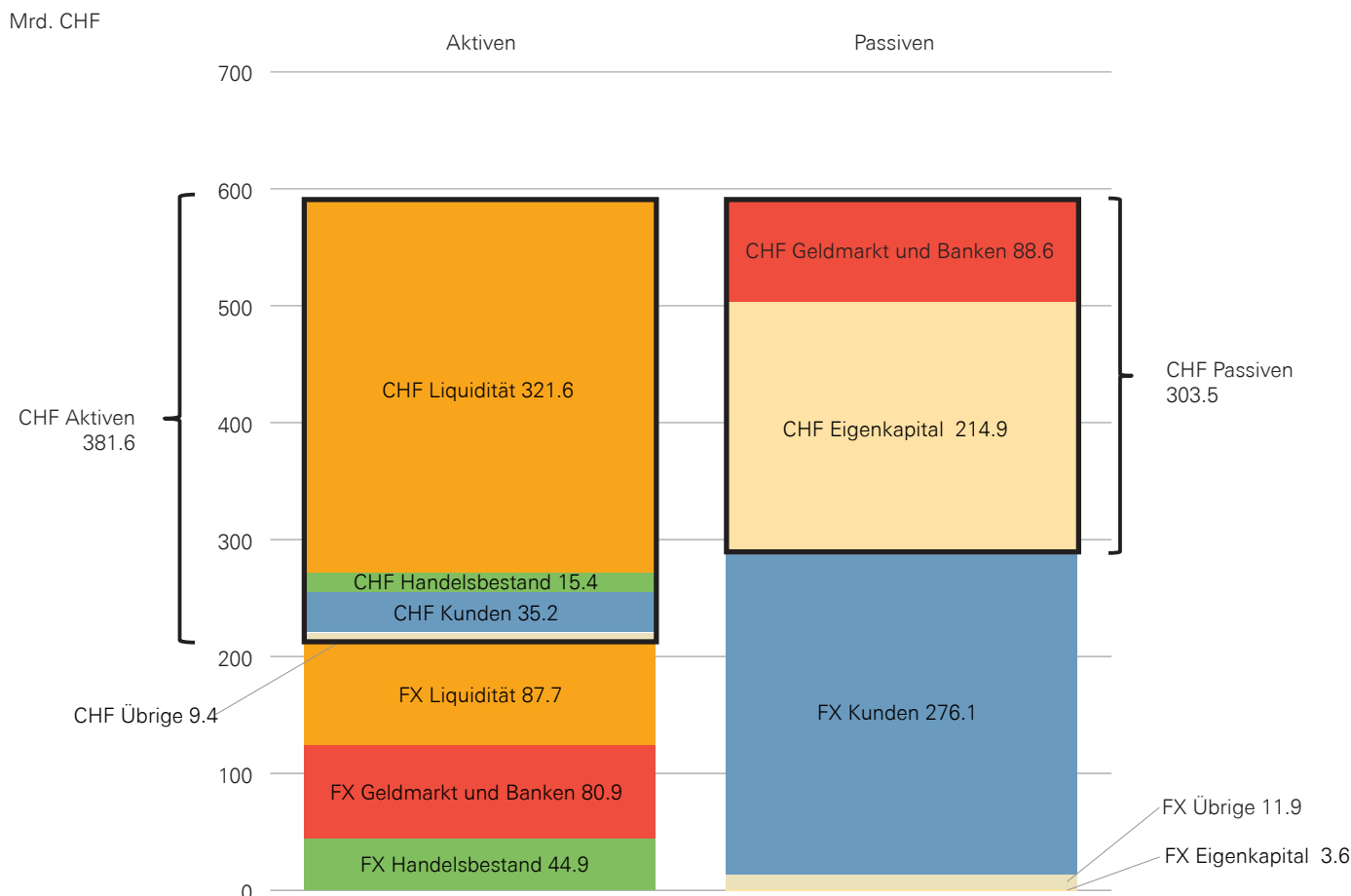
Wie im vorhergehenden Abschnitt erläutert, ist der Einfluss der Liquiditätszunahme auf andere Positionen aus der aggregierten Bilanz in Grafik 4 nur schwer ersichtlich. Daher werden die Aktivpositionen mit den entsprechenden Passivpositionen verrechnet (Netting), um die Nettopositionen der Banken gegenüber verschiedenen Kategorien von Wirtschaftsakteuren zu ermitteln. Dies erlaubt Rückschlüsse auf Herkunft und Verwendung der Bankengelder in Bezug auf verschiedene Kategorien von Wirtschaftsakteuren. Das Netting-Verfahren dient als Zwischenschritt bei der in Abschnitt 5 dargestellten Analyse der Gegenposition. Der vorliegende Abschnitt beschreibt daher lediglich das Verfahren und geht kurz auf die Interpretation der netto dargestellten Bilanz ein.

Verrechnet man die Aktiv- und Passivpositionen gegeneinander, so reduziert sich die aggregierte Bilanz inländischer Banken in Grafik 3 auf die Nettodarstellung gemäss Grafik 5. Die Positionen werden wie folgt verrechnet:

- Geldmarktpapiere im Handelsportfolio inländischer Banken (Aktiven) werden mit den von inländischen Banken emittierten Geldmarktpapieren (Passiven) verrechnet, um die Nettoposition der inländischen Banken gegenüber dem *Geldmarkt* aufzuzeigen.
- Forderungen gegenüber Banken (Aktiven) werden mit Verpflichtungen gegenüber Banken (Passiven) verrechnet, um die Nettoposition der inländischen Banken gegenüber anderen *Banken* aufzuzeigen. Zur Vereinfachung werden in den Grafiken 3, 4 und 5 die Geldmarkt- und Bankpositionen konsolidiert.
- Von inländischen Banken gewährte Kundenkredite (Aktiven) werden mit den von inländischen Banken ausgegebenen Kundeneinlagen (Passiven) verrechnet, um die Nettoposition der inländischen Banken gegenüber *Kunden* aufzuzeigen.

Grafik 5

NETTODARSTELLUNG DER BILANZ INLÄNDISCHER BANKEN, DEZEMBER 2013: BANKSTELLEN WELTWEIT, INLÄNDISCHE UND AUSLÄNDISCHE POSITIONEN



- Wertpapierbestände im Handelsbestand inländischer Banken (Aktiven) werden mit den von inländischen Banken emittierten Anleihen (Passiven) verrechnet, um die Nettoposition inländischer Banken gegenüber dem Kapitalmarkt aufzuzeigen. Die entsprechende Nettoposition lautet *Handelsbestand und Anleihen*.
- Übrige Aktiven werden mit Übrigen Passiven verrechnet; die Nettoposition heisst *Übrige*.
- *Liquidität* und *Eigenkapital* werden in der Nettodarstellung der Bilanz mit ihrem Bruttobetrag aufgeführt.

Das Netting-Verfahren kann ferner für Untersegmente der aggregierten Bilanz verwendet werden, etwa gegliedert nach dem Standort der Bankstelle, dem Sitz der Gegenpartei oder der Währung.

Grafik 6 zeigt, wie sich die Nettodarstellung der Bilanz inländischer Banken gemäss Grafik 5 seit dem Jahr 1997 entwickelt hat. Sie entspricht auch der aggregierten Bilanz in Grafik 4 nach Anwendung des soeben beschriebenen Netting-Verfahrens. Eine positive Nettoposition (positive Balken) gibt an, dass die Aktiven grösser sind als die entsprechenden Passiven, während eine negative Nettoposition (negative Balken) einen Überschuss der Passiven gegenüber den Aktiven anzeigt. Das obere Feld der Grafik bildet die Nettopositionen in allen Währungen ab, das mittlere Diagramm die Nettopositionen in Schweizer Franken und das untere Diagramm die Nettopositionen in Fremdwährung.

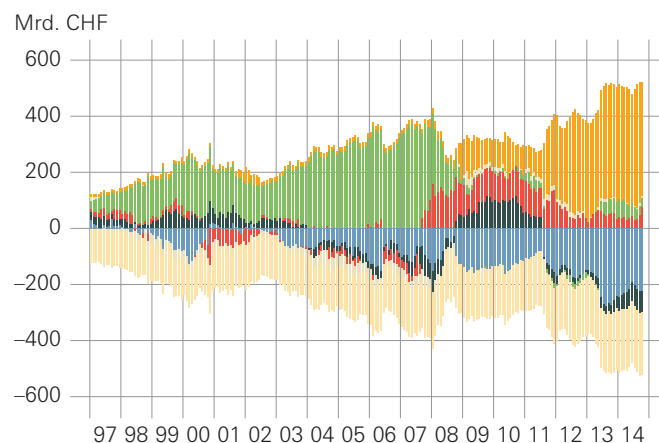
Die Entwicklung von Nettopositionen verdeutlicht, wie sich Herkunft und Verwendung von Geldern bei verschiedenen Kategorien von Wirtschaftsakteuren verändern. So weist die positive Nettoposition *Kunden* in Franken (Grafik 6, mittleres Diagramm, blaue Balken) darauf hin, dass das Volumen der Kundenkredite jenes von Kundeneinlagen übersteigt. Der Rückgang dieser Nettoaktivposition ab 2008 zeigt, dass die Kredite seitdem nicht so stark zugenommen haben wie die Einlagen. Ebenso lässt sich der bedeutende Anstieg der Nettoposition *Geldmarkt* von Mitte 2010 bis Mitte 2011 (Grafik 6, mittleres Diagramm, dunkelblaue Balken) darauf zurückführen, dass inländische Banken SNB Bills hielten. Bei den Fremdwährungen zeigt die Nettopassivposition *Kunden* (Grafik 6, unteres Diagramm, blaue Balken), dass das Volumen der Kundeneinlagen jenes der Kundenkredite übersteigt. Diese Nettopassivposition finanzierte die Nettoaktivposition *Handelsbestand und Anleihen* in Fremdwährung (Grafik 6, unteres Diagramm, grüne Balken). Während der Handelsbestand in Fremdwährung die von diesen Banken in Fremdwährung emittierten Anleihen deutlich überstieg, ging diese Nettoaktivposition seit 2007 stark zurück, und die Relation zwischen Handelsbestand und Anleihen wurde ausgeglichener.

Im mittleren und unteren Diagramm weist die Differenz zwischen Aktiven und Passiven in Schweizer Franken und in Fremdwährungen auf eine Währungsinkongruenz (currency mismatch) hin. Bis zum Jahr 2008 lag gemäss

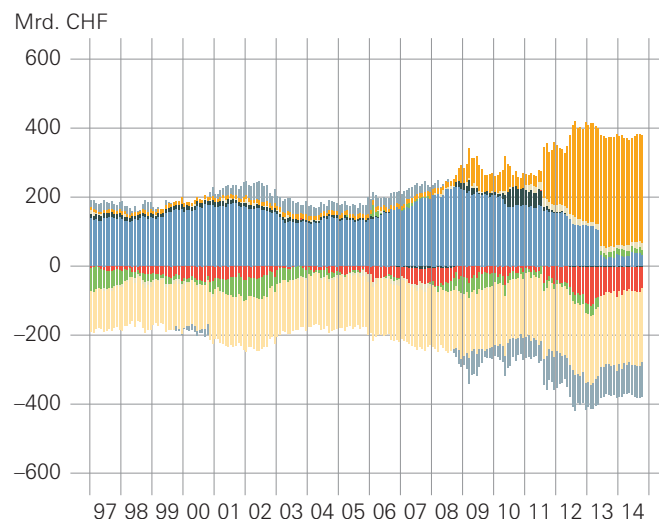
Grafik 6

NETTODARSTELLUNG BANKENBILANZ: BANKSTELLEN WELTWEIT

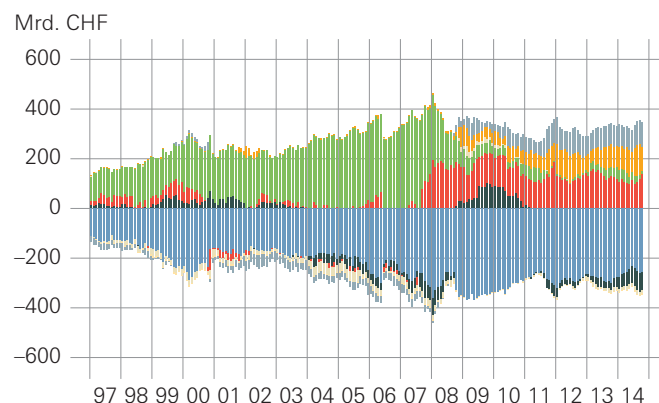
Inländische und ausländische Nettopositionen in allen Währungen



Inländische und ausländische Nettopositionen in CHF



Inländische und ausländische Nettopositionen in Fremdwährungen



■ Kunden ■ Geldmarkt ■ Banken
■ Handelsbestand und Anl. ■ Übrige ■ Liquidität
■ Eigenkapital ■ Währungsinkongruenz

Quelle: SNB

5 Gegenpositions-Analyse

der Nettodarstellung der Bilanz in Schweizer Franken (mittleres Diagramm) eine positive Währungsinkongruenz vor. Dies bedeutet, dass die Aktiven in Schweizer Franken geringer waren als die Passiven in Schweizer Franken. Mit anderen Worten wurden die Passiven in Schweizer Franken zur Finanzierung von Aktivpositionen in Fremdwährungen verwendet. Eine Währungsinkongruenz mit umgekehrtem Vorzeichen tritt in der Nettodarstellung der Fremdwährungsbilanz (unteres Diagramm) auf.

Nach der starken Zunahme der Frankenliquidität kam es zu einer Umkehr der Währungsinkongruenz, die nun auf der Passivseite erscheint. Darin widerspiegelt sich der Umstand, dass der Anstieg der Frankenliquidität (Aktiven) nach der Ausweitung der Notenbankgeldmenge durch die SNB nicht durch einen entsprechenden Anstieg der auf Schweizer Franken lautenden Passiven ausgeglichen wurde. Diese Feststellung ist bedeutsam für die Analyse der Auswirkungen der Ausweitung der Notenbankgeldmenge auf die Bilanzen inländischer Banken. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass die Währungsinkongruenz das effektive Wechselkurs-Exposure der inländischen Banken nicht reflektiert. Dieses kann auch durch Derivate beeinflusst werden, die in den Bankbilanzen lediglich zu ihrem Wiederbeschaffungswert ausgewiesen werden.

Ausgehend von der im vorhergehenden Abschnitt hergeleiteten Nettodarstellung der Bilanz führt die Gegenpositions-Analyse die kumulierte Veränderung einer bestimmten Position auf die kumulierte Veränderung der Herkunft und Verwendung der Gelder zurück. Die Gegenpositions-Analyse verfolgt, wie sich Veränderungen einer bestimmten Position mit Veränderungen anderer Nettopositionen ausgleichen. Die Methode kann auf jede beliebige Bilanzposition angewandt werden. Im Folgenden wird der Schwerpunkt auf die Gegenpositionen für die Zunahme der Frankenliquidität der Banken und auf die Gegenpositionen für die Ausweitung der Geldaggregate gelegt. Die kumulativen Veränderungen der Nettopositionen in Schweizer Franken können dem mittleren Diagramm in Grafik 6 entnommen werden. Die kumulierten Veränderungen dieser Nettopositionen werden dann vom Ausgangspunkt der Analyse im Oktober 2008 an berechnet.

5.1 GEGENPOSITIONEN FÜR DIE FRANKENLIQUIDITÄT

Grafik 7 zeigt die dem Anstieg der Frankenliquidität entsprechenden Gegenpositionen bei inländischen Banken als kumulierte Werte seit dem Beginn der markanten Zunahme der Notenbankgeldmenge im Oktober 2008. Die schwarze Linie steht für die kumulativen Liquiditätsschwankungen. Die Veränderungen der Nettopositionen im Geschäft mit inländischen und ausländischen Kunden sowie inländischen und ausländischen Banken werden zusätzlich separat aufgezeigt. Da die Liquidität eine Aktivposition darstellt, muss ihre Zunahme entweder durch eine Erhöhung bei den Passivpositionen oder durch eine Verminderung bei anderen Aktivpositionen ausgeglichen werden. Positive Balken weisen auf eine Abnahme von Nettopositionen hin, während negative Balken eine Zunahme der Nettopositionen anzeigen.

Beachtenswert ist die Tatsache, dass die Nettoposition des inländischen Bankensektors gegenüber den inländischen Banken normalerweise nicht null beträgt, wie man erwarten würde. Dies liegt daran, dass weder die Bilanzen aller inländischen Banken noch die Bilanz der SNB im Bankenstatistischen Monatsheft erfasst werden. Daher führen die Positionen der (meldepflichtigen) inländischen Institute gegenüber der SNB – beispielsweise aus dem Repogeschäft – in der Nettodarstellung zu einem Wert ungleich null.

Welche Gegenpositionen in der Bilanz inländischer Banken betroffen sind, wird massgeblich durch das von der SNB angewandte Verfahren zur Liquiditätssteuerung bestimmt. Wenn die Liquidität beispielsweise über Repogeschäfte zunimmt, ist davon auszugehen, dass *inländische Banken* die Gegenposition für den Liquiditätsanstieg in den Bilanzen der inländischen Banken bilden. Repogeschäfte führen zu einem Anstieg der Verpflichtungen gegenüber inländischen Banken (d.h. der SNB). Daher sollte die Nettoposition der (meldepflichtigen) inländischen Banken gegenüber inländischen Banken (einschliesslich der SNB) abnehmen. Dies konnte im März 2009 (positiver roter Balken) denn auch beobachtet werden, als die Liquiditätszunahme teilweise auf Repogeschäften beruhte. In der Zeit von Mitte 2010 bis Mitte 2011 schöpfte die Nationalbank mittels Reverse-Repogeschäften und SNB Bills Liquidität ab. Dies führte zu einer Zunahme sowohl der Nettoposition gegenüber *inländischen Banken* (negative rote Balken) als auch der Nettoposition gegenüber dem *Geldmarkt* (negative dunkelblaue Balken).

Gegenpositionen sind schwieriger vorauszusagen, wenn die Liquidität durch Interventionen am Devisenmarkt erhöht wird, wie dies im ersten Halbjahr 2010 und ab der zweiten Jahreshälfte 2011 der Fall war. Als wirtschaftliche Gegenparteien der SNB können nämlich Akteure unterschiedlicher Art am Devisenmarkt auftreten, was sich auf die Bilanzen inländischer Banken unterschiedlich auswirkt. Es sind vier Fälle zu unterscheiden:

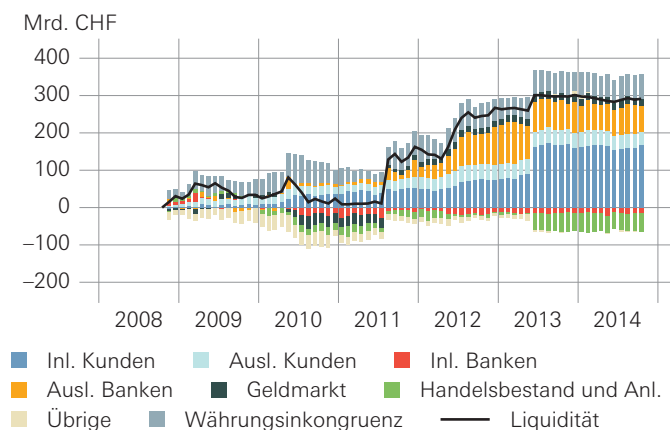
- Wenn die SNB zwecks Ausweitung der Notenbankgeldmenge von *inländischen Kunden* inländischer Banken Fremdwährung kauft, nimmt die Nettoposition inländischer Banken gegenüber inländischen Kunden ab, da die Einlagen inländischer Kunden stärker zunehmen (oder weniger stark abnehmen) als die Kredite an inländische Kunden. Nach Berücksichtigung des durch die Aufnahme der PostFinance AG in die Bankenstatistik verursachten Strukturbruchs zeigt sich in den mittelblauen Balken in Grafik 7, dass rund ein Drittel der Zunahme der Liquidität (ca. 100 von 300 Mrd. Franken) durch den Abbau der Nettoposition gegenüber inländischen Kunden ausgeglichen wurde.
- Wenn die SNB Fremdwährung von *ausländischen Kunden* inländischer Banken kauft, nimmt die Nettoposition der inländischen Banken gegenüber ausländischen Kunden ab, da die Einlagen ausländischer Kunden stärker zunehmen (oder weniger stark abnehmen) als die Kredite an ausländische Kunden. Diesen Zusammenhang zeigen die hellblauen Balken in Grafik 7: Rund 40 Mrd. Franken des auf den Anstieg der Liquidität entfallenden Betrags wurden durch den Abbau der Nettoposition inländischer Banken gegenüber ausländischen Kunden ausgeglichen.
- Wenn die SNB Fremdwährung von Marktakteuren kauft, die Kunden von *ausländischen Banken* sind, so halten diese ihre liquiden Frankenbestände bei inlän-

dischen Banken, weil sie nicht über ein Girokonto bei der SNB verfügen. Bei der Glattstellung dieser Transaktionen erfolgt eine Gutschrift der SNB auf dem Girokonto der inländischen Bank zugunsten der ausländischen Bank. Die Nettoposition inländischer Banken gegenüber ausländischen Banken nimmt somit ab, da die Verpflichtungen gegenüber ausländischen Banken stärker zunehmen (oder weniger stark abnehmen) als die Forderungen gegenüber ausländischen Banken. Wie die orangefarbenen Balken in Grafik 7 zeigen, wurden rund 80 Mrd. Franken des auf den Anstieg der Liquidität entfallenden Betrags durch einen Abbau der Nettoposition inländischer Banken gegenüber ausländischen Banken ausgeglichen.

Grafik 7

GEGENPOSITIONEN DER LIQUIDITÄT SEIT OKT. 2008

Bankstellen weltweit, inländische und ausländische Positionen in CHF

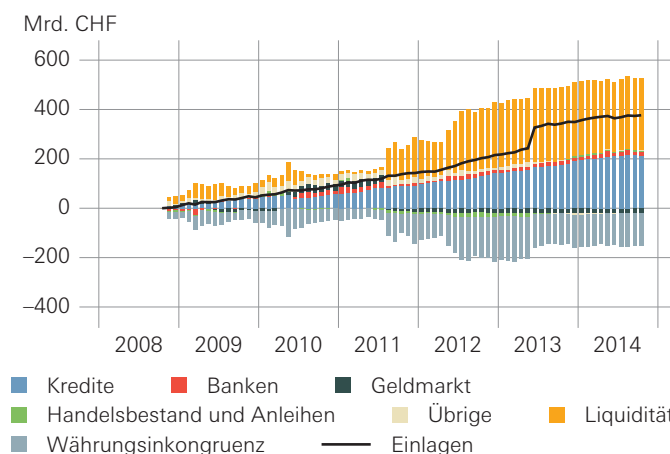


Quelle: SNB

Grafik 8

GEGENPOSITIONEN DER EINLAGEN SEIT OKT. 2008

Inländische Bankstellen, inländische Positionen in CHF



Quelle: SNB

- Wenn die SNB Fremdwährung direkt von inländischen Banken erwirbt, findet in deren Bilanz eine Substitution der Fremdwährungsliquidität durch Frankenliquidität statt, was zu Veränderungen der *Währungsinkongruenz* führt. Derartige Transaktionen sind jedoch nicht die einzige mögliche Ursache für Veränderungen der Währungsinkongruenz. Devisenderivate wie FX-Forwards, FX-Swaps und Währungsswaps führen ebenfalls zu Veränderungen in der Währungszusammensetzung der Bilanz. Daher ist die in den grauen Balken in Grafik 7 gezeigte Währungsinkongruenz kein Abbild des tatsächlichen Währungs-Exposure inländischer Banken.

Zusammenfassend zeigt diese Studie, dass für die Erhöhung der Liquidität inländischer Banken folgende Gegenpositionen – aufgelistet nach ihrer Bedeutung – identifiziert werden können: inländische Kunden, ausländische Banken und ausländische Kunden. Die Währungsinkongruenz zeigt ausserdem, dass die Zunahme der Frankenliquidität nicht durch einen entsprechenden Anstieg der Passiven in Schweizer Franken ausgeglichen wurde. Ein Teil der Liquiditätszunahme führte direkt zu einer Zunahme der Einlagen inländischer Kunden (d.h. der Geldaggregate), die über die Zunahme der Kredite hinausging. Wie im folgenden Abschnitt gezeigt wird, lässt sich jedoch der Grossteil der Zunahme der inländischen Kundeneinlagen auf Kredite inländischer Banken an Unternehmen und Privathaushalte im Inland anstatt auf die direkte Erhöhung der Liquidität zurückführen.

5.2 GEGENPOSITIONEN FÜR KUNDENEINLAGEN IN FRANKEN

Unter Verwendung derselben Methode wie im vorherigen Abschnitt zeigt Grafik 8 die Gegenpositionen für die Zunahme der inländischen Frankeneinlagen bei inländischen Banken, kumuliert seit Oktober 2008. Da die Geldaggregate nur Einlagen von im Inland domizilierten Kunden umfassen, zeigt Grafik 8 ausschliesslich die Positionen inländischer Banken gegenüber im Inland domizilierten Gegenparteien. Positionen von inländischen Banken gegenüber im Ausland domizilierten Gegenparteien werden nicht berücksichtigt. Die schwarze Linie zeigt nun das kumulierte Wachstum der inländischen Frankeneinlagen, die mehr oder weniger der Geldmenge M3 ohne Notenumlauf entsprechen. Da die Einlagen Passivposition für die Banken sind, muss ihre Zunahme entweder durch einen Anstieg bei den Aktivpositionen oder durch eine Abnahme bei anderen Passivpositionen ausgeglichen werden. Positive Balken weisen auf eine Erhöhung der Nettopositionen hin, während negative Balken eine Abnahme der Nettopositionen anzeigen.

Gemäss Grafik 8 sind *Kredite* die wichtigste Gegenposition von Einlagen. Wenn Banken Kredite vergeben, erfolgt eine Gutschrift auf dem Einlagekonto des Schuldners, was gleichzeitig zu einer Zunahme der Kredite und der Einlagen führt. Nach der Korrektur des im Juni 2013 durch die Aufnahme der PostFinance AG in die Bankenstatistik verursachten Strukturbruchs werden rund zwei Drittel des Wachstums der Einlagen durch eine Kreditzunahme ausgeglichen. Die Einlagen haben – wie im vorherigen Abschnitt hervorgehoben und in den orangefarbenen Balken der Grafik 8 gezeigt – aufgrund der Erhöhung der *Liquidität* stärker zugenommen als die Kredite.³ Schwankungen der Liquidität hatten allerdings nur einen beschränkten Einfluss auf die Einlagen. So hinderte die Abschöpfung von Liquidität im zweiten Halbjahr 2010 die Einlagen nicht daran, im Gleichschritt mit den Krediten weiter zuzunehmen. Auch wirkte sich der markante Anstieg der Liquidität in der zweiten Jahreshälfte 2011 nur leicht dämpfend auf die Kundeneinlagen aus.

Insgesamt geht das Wachstum der Geldaggregate zu rund zwei Dritteln auf den traditionellen Transmissionsmechanismus der Bankkredite zurück, während etwa ein Drittel die Liquiditätszufuhr durch die SNB widerspiegelt.

³ Die Differenz zwischen dem Anstieg der Einlagen und der Zunahme der Kredite in Grafik 8 entspricht der Position «Inländische Kunden» in Grafik 7.

6

Fazit

Diese Studie ist der Frage nachgegangen, wie sich die Liquiditätszunahme seit Oktober 2008 auf die Bilanzen inländischer Banken ausgewirkt hat. Bei der Bestimmung von Herkunft und Verwendung der Bankengelder in Bezug auf verschiedene Kategorien von Wirtschaftsakteuren erweist sich das Netting-Verfahren als hilfreich. Ausserdem erlaubt es uns, Veränderungen der Liquidität und der Kundeneinlagen auf Veränderungen der verschiedenen Gegenpositionen zurückzuführen.

Einerseits identifiziert diese Studie vier Gruppen von Gegenparteien für den Anstieg der Frankenliquidität bei inländischen Banken: a) Inländische Kunden: Die inländischen Kundeneinlagen wuchsen stärker als die den inländischen Kunden gewährten Kredite; b) Ausländische Banken: Die Verpflichtungen gegenüber ausländischen Banken nahmen stärker zu als die Forderungen gegenüber ausländischen Banken; c) Ausländische Kunden: Die Einlagen ausländischer Kunden bei inländischen Banken erhöhten sich stärker als die von diesen Banken an ausländische Kunden gewährten Kredite; und d) Eine Währungsinkongruenz: Der Ausgleich des Anstiegs der Frankenliquidität durch eine entsprechende Zunahme der Passiven in Schweizer Franken blieb aus.

Andererseits zeigt die Studie, dass der Anstieg der Frankenliquidität nur für ein Drittel der Zunahme der Frankeneinlagen verantwortlich ist; die restlichen zwei Drittel sind auf die Kreditvergabe zurückzuführen. Dies bedeutet, dass die Kreditvergabe der Banken ihre stimulierende Wirkung auf die schweizerische Wirtschaft während der gesamten jüngsten Finanzkrise ausüben konnte.

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

<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 19. März belässt die SNB das Zielband für den 3M-Libor bei $-1,25\%$ bis $-0,25\%$. Der Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bleibt bei $-0,75\%$ und die Freibeträge bleiben unverändert. Der Negativzins trägt dazu bei, Anlagen in Franken weniger attraktiv zu machen. Aus Sicht der SNB ist der Franken insgesamt deutlich überbewertet und sollte sich über die Zeit weiter abschwächen. Die SNB bekräftigt, dass sie der Wechselkursituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung weiterhin Rechnung trägt. Sie bleibe deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.</p>	März 2015
<p>Am 15. Januar hebt die SNB den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro auf. Zugleich senkt sie den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB, die einen bestimmten Freibetrag übersteigen, per 22. Januar 2015 um 0,5 Prozentpunkte auf $-0,75\%$. Das Zielband für den 3M-Libor beträgt neu $-1,25\%$ bis $-0,25\%$ (bisher: $-0,75\%$ bis $0,25\%$). Die Senkung der Zinsen soll dazu beitragen, dass die Aufhebung des Mindestkurses nicht zu einer unangemessenen Straffung der monetären Rahmenbedingungen führt. Die SNB unterstreicht, sie werde auch künftig der Wechselkursituation Rechnung tragen. Sie bleibe deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv.</p>	Januar 2015
<p>Am 18. Dezember kündigt die SNB an, sie werde Sichteinlagen bei der SNB ab dem 22. Januar 2015 mit einem Zins in Höhe von $-0,25\%$ belasten. Der Negativzins soll auf Guthaben erhoben werden, die einen bestimmten Freibetrag übersteigen. Die SNB strebt damit an, dass der 3M-Libor in den negativen Bereich fällt. Das Zielband für den 3M-Libor beträgt neu $-0,75\%$ bis $0,25\%$ (bisher 0%–$-0,25\%$). Die Einführung von Negativzinsen macht das Halten von Frankenanlagen weniger attraktiv und unterstützt damit den Mindestkurs.</p>	Dezember 2014
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 11. Dezember bekräftigt die SNB, dass sie unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festhält. Die SNB wird den Mindestkurs weiterhin mit aller Konsequenz durchsetzen. Zu diesem Zweck ist sie bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen und bei Bedarf unverzüglich weitere Massnahmen zu ergreifen. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–$-0,25\%$. Aus Sicht der SNB haben die Deflationsrisiken nochmals zugenommen und der Franken ist nach wie vor hoch bewertet. Bei einem 3M-Libor von null bleibt der Mindestkurs das zentrale Instrument, um eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu verhindern.</p>	Dezember 2014
<p>An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. September bekräftigt die SNB, dass sie unverändert am Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro festhält. Die SNB wird den Mindestkurs weiterhin mit aller Konsequenz durchsetzen. Zu diesem Zweck ist sie bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen und bei Bedarf unverzüglich weitere Massnahmen zu ergreifen. Das Zielband für den 3M-Libor bleibt unverändert bei 0%–$-0,25\%$. Aus Sicht der SNB ist der Franken nach wie vor hoch bewertet. Bei einem 3M-Libor nahe null bleibt der Mindestkurs das zentrale Instrument, um eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen zu verhindern.</p>	September 2014

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, 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)
Italienisch (Konjunkturtendenzen):
www.snb.ch, Pubblicazioni,
Pubblicazioni economiche,
Bollettino trimestrale

Internet

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.

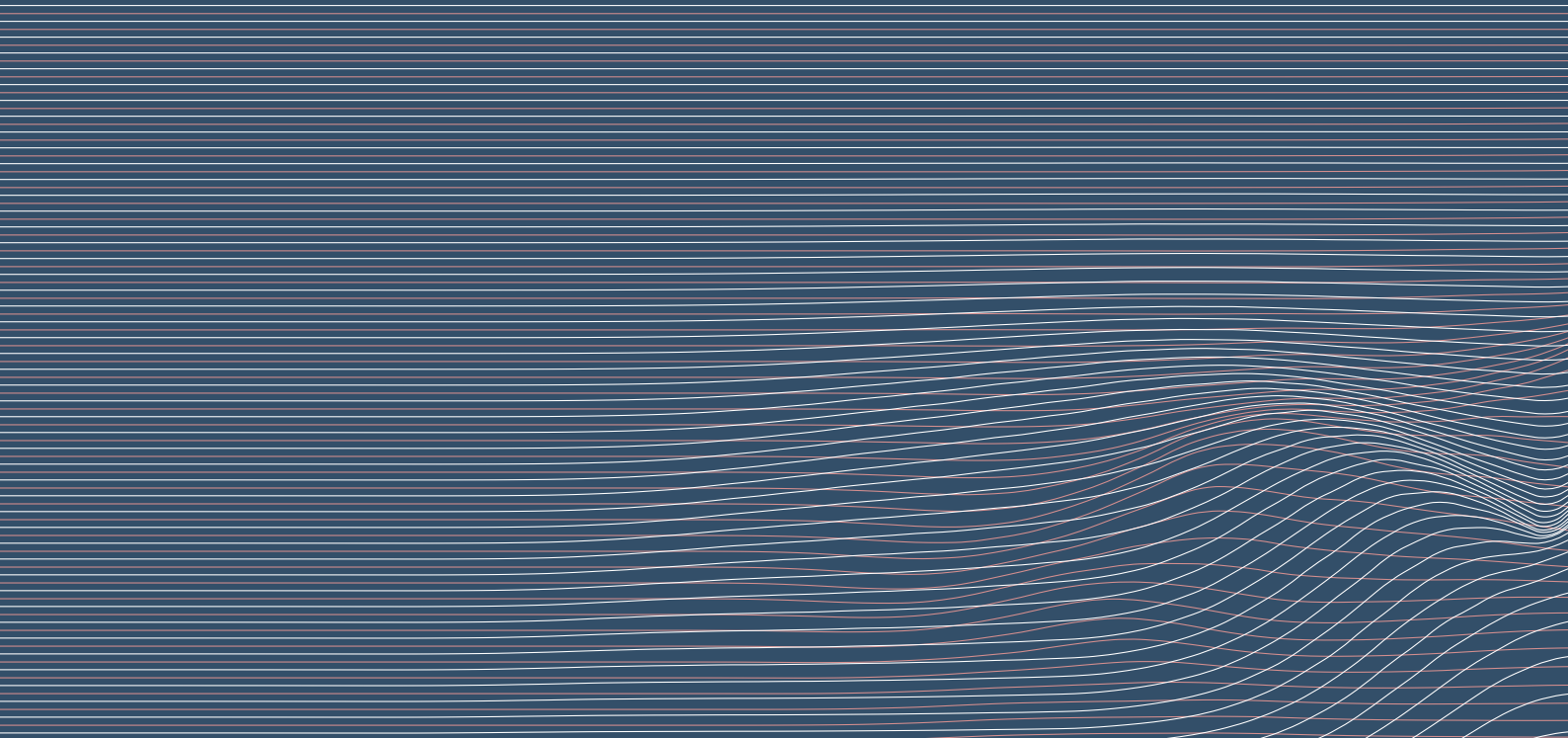
Allgemeine Informationen und Daten, die von der SNB
ohne Copyright-Vermerk veröffentlicht werden, können
auch ohne Quellenangabe genutzt werden.

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

Haftungsbeschränkung

Die SNB bietet keine Gewähr für die von ihr zur Ver-
fügung gestellten Informationen. Sie haftet in keinem
Fall für Verluste oder Schäden, die wegen Benutzung
der von ihr zur Verfügung gestellten Informationen
entstehen könnten. Die Haftungsbeschränkung gilt
insbesondere für die Aktualität, Richtigkeit, Gültigkeit
und Verfügbarkeit der Informationen.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2015



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

