

---

Quartalsheft  
3/2015 September

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





---

Quartalsheft  
3/2015 September

33. Jahrgang



---

# Inhalt

	Seite
<b>Bericht über die Geldpolitik</b>	<b>4</b>
1 Geldpolitischer Entscheid vom 17. September 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
<b>Konjunkturtendenzen</b>	<b>28</b>
<b>Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen</b>	<b>32</b>
<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>	<b>38</b>

---

# Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 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 17. September 2015») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

Dieser Bericht berücksichtigt Daten und Informationen, die bis zum 17. September 2015 bekannt wurden. Alle Veränderungs-raten gegenüber der Vorperiode beruhen – falls nichts anderes angegeben wird – auf saisonbereinigten Daten und sind auf ein Jahr hochgerechnet.

# 1 Geldpolitischer Entscheid vom 17. September 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 beträgt unverändert  $-0,75\%$ . Gleichzeitig bleibt die SNB bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um dem Einfluss der Wechselkursituation auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung zu tragen. Trotz einer leichten Abschwächung bleibt der Franken insgesamt immer noch deutlich überbewertet. Die negativen Zinsen in der Schweiz und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu sein, machen Anlagen in Franken weniger attraktiv. Beides dient dazu, den Druck auf den Franken abzuschwächen.

Die neue bedingte Inflationsprognose hat sich insgesamt gegenüber Juni wenig verändert (Grafik 1.1). Kurzfristig liegt sie vor allem wegen des gesunkenen Ölpreises etwas tiefer als im letzten Quartal. Für das laufende Jahr geht die Prognose um 0,2 Prozentpunkte auf  $-1,2\%$  zurück; für 2016 hat sie sich von  $-0,4\%$  auf  $-0,5\%$  verringert. Nach wie vor erwartet die SNB, dass die Inflation Anfang 2017 wieder positiv wird. Im Jahresdurchschnitt erhöht sich die bedingte Inflationsprognose für 2017 um 0,1 Prozentpunkte auf  $0,4\%$  (Tabelle 1.1). Sie beruht auf der

Annahme, dass der 3M-Libor über den gesamten Prognosezeitraum bei  $-0,75\%$  bleibt und der Franken sich weiter abschwächt.

Das weltwirtschaftliche Wachstum setzte sich im zweiten Quartal gemäss den Erwartungen der SNB fort. Die Industrieländer entwickelten sich etwas positiver als im ersten Quartal, was vor allem auf die konjunkturelle Belebung in den USA zurückzuführen war. In der Eurozone setzte sich die verhaltene Erholung fort, wozu auch die günstigen Wechselkursbedingungen beitrugen. International war das Wachstum jedoch nicht breit abgestützt, was sich unter anderem in der schwinglosen Entwicklung des Welthandels sowie in den tiefen Rohstoffpreisen zeigte.

Die SNB geht von einer Fortsetzung der moderaten weltwirtschaftlichen Erholung aus. Die weiterhin sehr expansive Geldpolitik sowie die günstigen Energiepreise sollten die Erholung in den Industrieländern fördern. Somit dürfte sich die Unterauslastung der Produktionskapazitäten in diesen Ländern weiter verringern. In mehreren wichtigen Schwellenländern bleibt die Konjunktur indessen schwach.

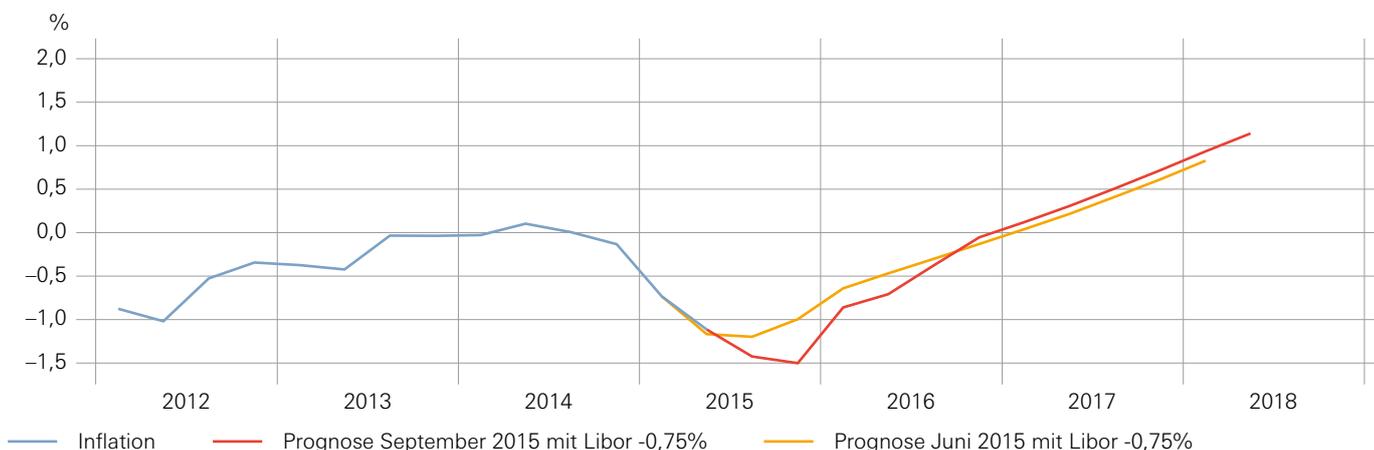
Die weltwirtschaftliche Erholung ist mit Risiken behaftet. Insbesondere hat die Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung in China spürbar zugenommen. Dagegen hat die Einigung auf ein neues Hilfsprogramm für Griechenland die Sorgen um eine Zuspitzung der Staatsschuldenkrise vorerst beruhigt. Erneute Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten könnten die weltweite Geldpolitik stark beeinflussen.

In der Schweiz legte das Bruttoinlandprodukt (BIP) im zweiten Quartal leicht zu, nachdem es im ersten Quartal etwas zurückgegangen war. Insgesamt stagnierte somit

Grafik 1.1

## BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE SEPTEMBER 2015

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: SNB

die Wirtschaftsleistung in der ersten Jahreshälfte. Das Beschäftigungswachstum setzte sich verlangsamt fort. In der verarbeitenden Industrie sank die Beschäftigung jedoch weiter. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote stieg in den Sommermonaten erneut leicht an. In vielen Unternehmen bleibt die Lage schwierig, auch wenn die Produktionsmengen trotz Frankenaufwertung im ersten Halbjahr insgesamt gehalten werden konnten. Wegen der gesunkenen Margen stehen die betroffenen Unternehmen unter Druck, Massnahmen zur Effizienzsteigerung und Kostenreduktion zu ergreifen.

Die SNB rechnet mit einer allmählichen Belebung der Wirtschaftstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte. Die Binnennachfrage dürfte die Wirtschaftsentwicklung auch künftig stützen. Bei einer weiteren Verbesserung des internationalen Umfelds und einer abnehmenden Überbewertung des Schweizer Franks sollte auch die Exporttätigkeit wieder stärker zum Wirtschaftswachstum beitragen. Für das laufende Jahr rechnet die SNB nach wie vor mit einem Wachstum des realen BIP von knapp 1%.

### 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 Zielbands für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) des Schweizer Franks fest.

Tabelle 1.1

#### BEOBACHTETE INFLATION SEPTEMBER 2015

	2012				2013				2014				2015				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	-0,9	-1,0	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-1,1				-0,7	-0,2	0,0

#### BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE SEPTEMBER 2015

	2015				2016				2017				2018				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 Juni 2015, mit Libor -0,75%		-1,2	-1,2	-1,0	-0,6	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,6	0,8					-1,0	-0,4	0,3
Prognose September 2015, mit Libor -0,75%			-1,4	-1,5	-0,9	-0,7	-0,4	-0,1	0,1	0,3	0,5	0,7	0,9	1,1				-1,2	-0,5	0,4

Quelle: SNB

# 2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

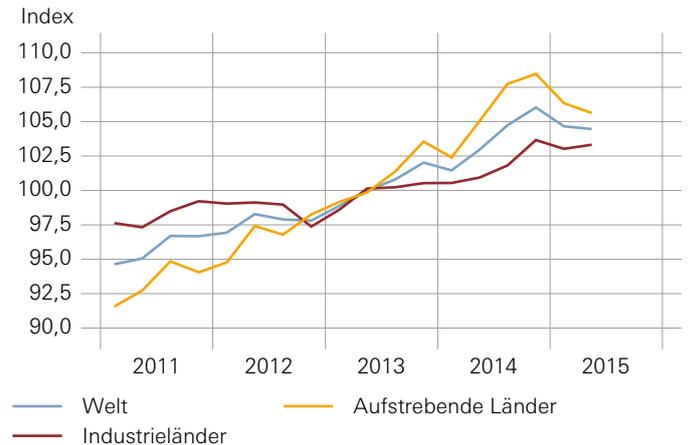
Das weltwirtschaftliche Wachstum setzte sich im zweiten Quartal im Rahmen der Erwartungen fort. Die Industrieländer verzeichneten ein höheres Wirtschaftswachstum als im ersten Quartal, was in erster Linie auf eine konjunkturelle Belebung in den USA zurückzuführen war. Die internationale Erholung ist jedoch nicht breit abgestützt. Dies zeigt sich unter anderem in der schwunglosen Entwicklung des Welthandels sowie in den tiefen Rohwarenpreisen (Grafiken 2.1 und 2.6).

Die US-Wirtschaft gewann nach einem schwachen ersten Quartal wieder an Schwung. In der Eurozone setzte sich die Erholung in moderatem Tempo fort, gestützt durch die günstigen Wechselkursbedingungen. Die grossen Schwellenländer entwickelten sich uneinheitlich: In China trug die positive Entwicklung im Dienstleistungssektor zu einer leichten Festigung des BIP-Wachstums bei. Dagegen ging die Wirtschaftsleistung in Brasilien und Russland weiter zurück.

Grafik 2.1

## Globale Exporte

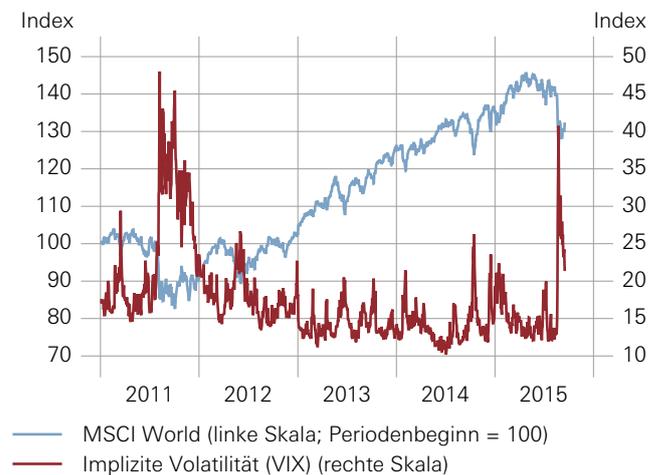
Periodendurchschnitt = 100



Quellen: CPB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.2

## Aktienmärkte



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Tabelle 2.1

## Weltwirtschaftliches Basisszenario

	2011	2012	2013	2014	Szenario	
					2015	2016
<b>BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent</b>						
Global <sup>1</sup>	3,9	3,1	3,2	3,5	3,3	3,8
USA	1,6	2,2	1,5	2,4	2,5	2,8
Eurozone	1,6	-0,8	-0,3	0,9	1,5	2,0
Japan	-0,4	1,7	1,6	-0,1	0,7	1,4
<b>Erdölpreis in USD pro Fass</b>	111,4	111,7	108,7	99,0	54,0	50,0

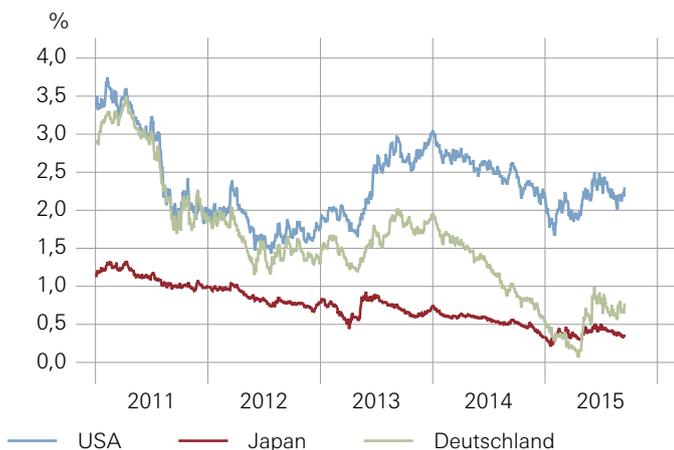
<sup>1</sup> Gewichtet gemäss Kaufkraftparitäten (USA, Eurozone, Grossbritannien, Japan, China, Südkorea, Indien, Brasilien und Russland)

Quellen: SNB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.3

### INTERNATIONALE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere

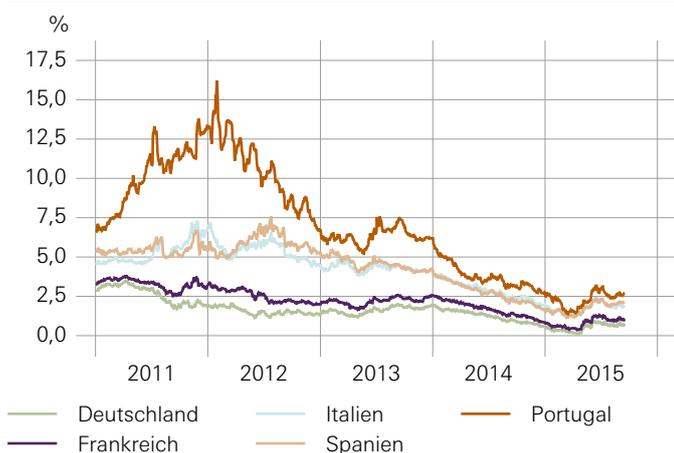


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.4

### EUROPÄISCHE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.5

### WECHSELKURSE

Handelsgewichtet, Periodenbeginn = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die SNB hat ihr Basisszenario für die Weltwirtschaft weitgehend unverändert belassen. In den kommenden Quartalen dürfte sich die moderate Erholung fortsetzen. Die sehr expansive Geldpolitik sowie die tiefen Energiepreise stützen die Erholung in den Industrieländern weiterhin. Somit dürfte sich die Unterauslastung der Produktionskapazitäten in diesen Ländern weiter verringern. In mehreren gewichtigen Schwellenländern bleibt die Konjunktur indessen schwach. Im August führten Befürchtungen einer abrupten Konjunkturabschwächung in China zu Turbulenzen an den globalen Finanzmärkten, worauf die Regierung weitere expansive Massnahmen ergriff.

Das Basisszenario ist mit erheblichen Risiken behaftet. Insbesondere hat die Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung in China zugenommen. Dagegen hat die Einigung auf ein neues Hilfsprogramm für Griechenland die Sorgen um eine Zuspitzung der Staatsschuldenkrise vorerst beruhigt. Erneute Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten könnten die weltweite Geldpolitik stark beeinflussen.

Den Prognosen der SNB liegen Annahmen zum Erdölpreis und zum Euro-Dollar-Wechselkurs zugrunde. Für Erdöl der Sorte Brent unterstellt die SNB einen Preis von 50 Dollar pro Fass, für den Eurokurs in US-Dollar einen Wert von 1.10. Beides entsprach einem 20-Tage-Durchschnitt zum Erstellungszeitpunkt des Basisszenarios.

### INTERNATIONALE FINANZ- UND ROHWARENMÄRKTE

Die Finanzmärkte waren seit der Lagebeurteilung vom Juni volatil. Bis zur Vereinbarung eines neuen Finanzierungsprogramms sorgte die Krise in Griechenland für grosse Unsicherheit. Zudem trugen wachsende Sorgen um die Konjunkturentwicklung in den Schwellenländern, allen voran in China, zu Turbulenzen an den Aktien- und Rohwarenmärkten bei. Mitte Juni brach der chinesische Aktienmarktindex ein. Im August kam es zu neuen Verwerfungen. Die chinesische Regierung reagierte schrittweise mit einer Reihe von Stabilisierungsmassnahmen. Bis Mitte September verlor der Shanghai Composite Index jedoch rund 35% an Wert und sank damit auf den Stand vom Jahresbeginn. Die Auswirkungen an den internationalen Finanzmärkten waren signifikant. Der globale Aktienmarktindex MSCI World fiel unter das Niveau von Anfang Jahr. Die an Optionen gemessene implizite Volatilität von US-Aktien (VIX), die als Mass für Marktunsicherheit gilt, stieg zeitweise auf den höchsten Stand seit 2011 (Grafik 2.2).

In diesem Umfeld gaben die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Industrieländern seit Mitte Juni nach (Grafik 2.3). In einigen Peripherieländern der Eurozone stiegen sie jedoch im Zuge der Krise in Griechenland zwischenzeitlich etwas an. Markterwartungen bezüglich der US-Geldpolitik prägten die Entwicklung am Devisenmarkt. Der US-Dollar wertete sich zunächst auf breiter Basis auf. Dazu trug bei, dass die Märkte von einer bevorstehenden Leitzinsanhebung der Federal Reserve ausgingen. Ende August führten Befürchtungen einer Abschwächung der Weltkonjunktur

zur Erwartung, dass diese Zinsanhebung verschoben werde. Daraufhin schwächte sich der US-Dollar gegenüber dem Euro und dem Yen etwas ab, während er gegenüber den Währungen der Schwellenländer weiter an Wert gewann. Der Euro und der Yen werteten sich auf handelsgewichteter Basis zuletzt etwas auf (Grafik 2.5).

Die Rohwarenpreise gaben angesichts des grossen Angebots und der verhaltenen Nachfrage auf breiter Basis nach (Grafik 2.6). Besonders die Preise für Industriemetalle und Erdöl notierten aufgrund der Sorgen um Chinas Wirtschaft deutlich tiefer.

## USA

Die US-Wirtschaft gewann im zweiten Quartal an Schwung. Nach einem schwachen ersten Quartal expandierte das BIP im zweiten Quartal um 3,7% (Grafik 2.7). Gestützt durch tiefere Benzinpreise erholte sich der private Konsum deutlich. Zudem fielen Sonderfaktoren wie das kalte Wetter und Streiks in den Häfen der Westküste, die das Wachstum im ersten Quartal belastet hatten, weg. Die Arbeitslosenquote betrug im August 5,1% (Grafik 2.10). Die geringe Partizipationsrate und der Anstieg der Teilzeitarbeit deuten darauf hin, dass das Arbeitskräftepotenzial nach wie vor nicht voll ausgeschöpft ist.

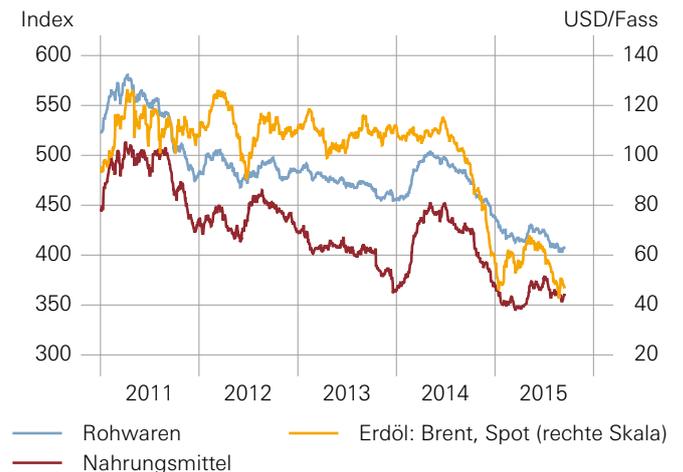
Die Konjunkturaussichten sind insgesamt günstig. Der robuste Beschäftigungsaufbau und ein höheres Lohnwachstum dürften die gesamtwirtschaftliche Produktion in den nächsten Quartalen stimulieren. Dagegen wirkt die Aufwertung des US-Dollars weiterhin dämpfend. Ferner korrigierte das Bureau of Economic Analysis (BEA) im Rahmen einer jährlichen Datenrevision das durchschnittliche Wirtschaftswachstum der letzten drei Jahre nach unten. Vor dem Hintergrund einer geringeren Produktivität ist für die kommenden Quartale mit einem tieferen Potenzialwachstum als bisher zu rechnen. Aufgrund des starken Wachstums im zweiten Quartal hat die SNB ihre Wachstumsprognose für 2015 auf 2,5% erhöht; für 2016 fällt die Prognose dagegen mit 2,8% etwas schwächer aus als vor drei Monaten (Tabelle 2.1).

Aufgrund der tieferen Erdölpreise bewegte sich die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuering in den letzten Monaten weiterhin um null. Im August betrug sie 0,2%, während die Kernteuerung nahezu unverändert bei 1,8% lag (Grafiken 2.11 und 2.12). Basierend auf der im Basisszenario unterstellten Annahme für den Erdölpreis dürften die Konsumentenpreise in den USA im Jahresdurchschnitt 2015 nahezu stagnieren.

Die Federal Reserve belies das Zielband für den Leitzins unverändert bei 0%–0,25% (Grafik 2.13). Sie geht weiterhin davon aus, dass die Lage der amerikanischen Wirtschaft noch eine Weile tiefere Zinsen als üblich erfordert, selbst nachdem Preisstabilität und Vollbeschäftigung erreicht sein werden. Im gegenwärtigen Umfeld erwarten die Märkte den Beginn einer allmählichen Normalisierung gegen Ende Jahr.

Grafik 2.6

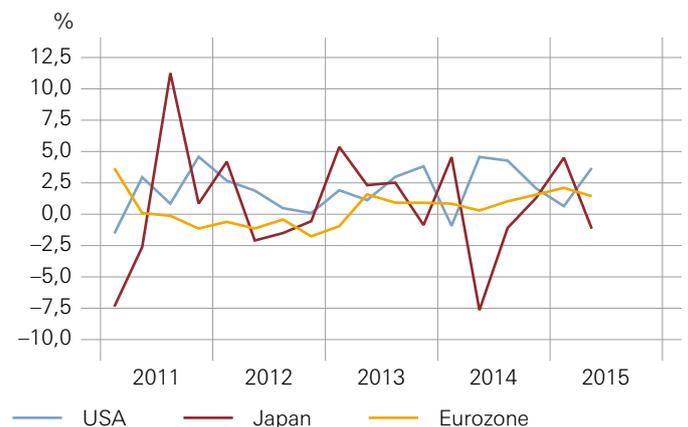
## ROHWARENPREISE



Grafik 2.7

## REALES BIP: INDUSTRIELÄNDER

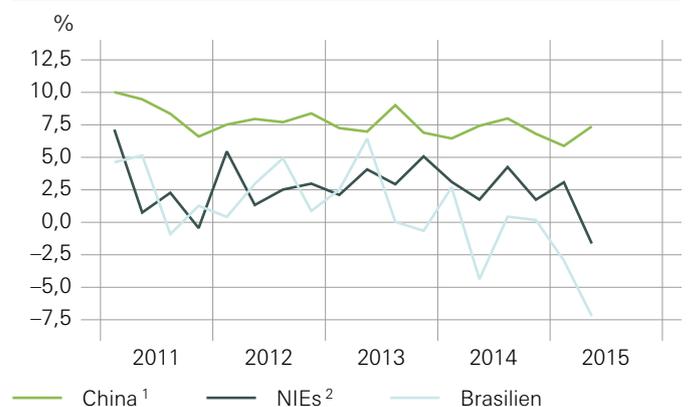
Veränderung gegenüber Vorperiode



Grafik 2.8

## REALES BIP: AUFSTREBENDE LÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode



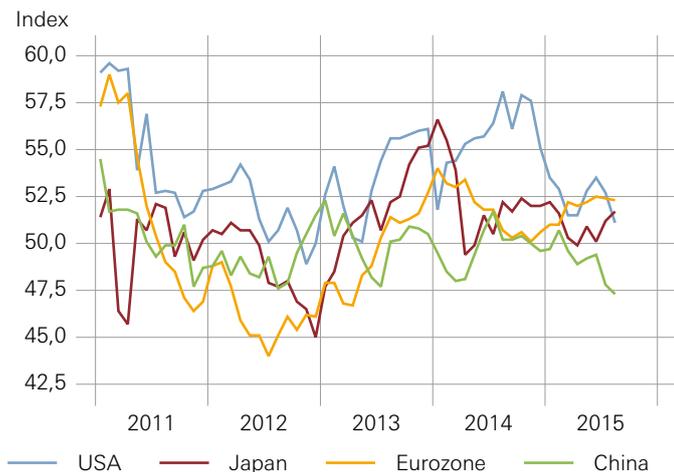
1 Schätzung: SNB

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

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.9

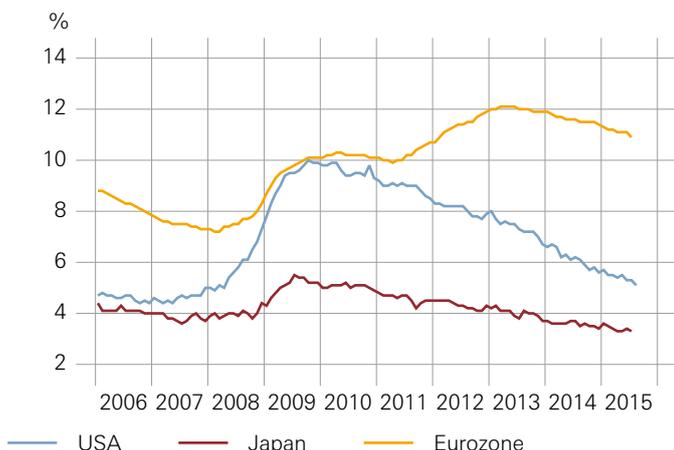
**EINKAUFSMANAGER-INDIZES INDUSTRIE**



Quelle: Markit Economics Ltd 2009, alle Rechte vorbehalten

Grafik 2.10

**ARBEITSLOSENQUOTEN**

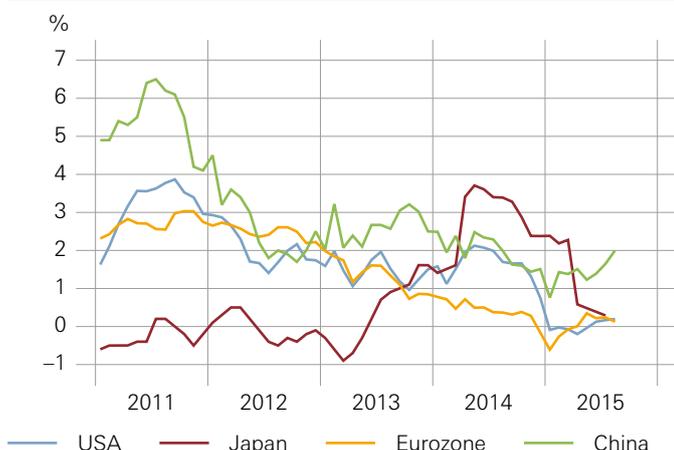


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.11

**KONSUMENTENPREISE**

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Thomson Reuters Datastream

**EUROZONE**

Die moderate Konjunkturerholung in der Eurozone setzte sich fort. Das BIP stieg im zweiten Quartal um 1,4% (Grafik 2.7). Gestützt wurde das Wachstum vor allem durch die Exporte und den privaten Konsum, während die Investitionen erstmals seit einem Jahr zurückgingen. Verglichen mit früheren Expansionsphasen verläuft die Anfang 2013 begonnene Expansion in der Eurozone langsamer. Die Arbeitslosenrate hat sich seit ihrem Höhepunkt Mitte 2013 nur leicht zurückgebildet und betrug im Juli 10,9% (Grafik 2.10).

Von der expansiven Geldpolitik und den tieferen Erdölpreisen gehen weiterhin positive Wachstumsimpulse aus. Die Finanzierungsbedingungen für die privaten Haushalte und Unternehmen haben sich verbessert. Zudem ist die Unsicherheit um die Entwicklung Griechenlands nach der Einigung auf ein drittes Finanzierungsprogramm geringer geworden. Vor diesem Hintergrund deuten die Umfragen auf eine moderate Konjunkturerholung hin. Jedoch steht Griechenland weiterhin vor grossen Herausforderungen. Der Kurs der Wirtschaftspolitik nach den Neuwahlen vom 20. September bleibt unsicher, und die konjunkturellen Auswirkungen der Ende Juni eingeführten Kapitalverkehrskontrollen sind schwer abzuschätzen. In einigen anderen Mitgliedsländern der Eurozone stellen die Sanierung der öffentlichen Finanzen und die Implementierung wachstumsfördernder Reformen ebenfalls bedeutende Herausforderungen dar. Insgesamt hat die SNB ihre Wachstumsprognose für die Eurozone weitgehend unverändert belassen. Sie erwartet ein Wachstum von 1,5% für 2015 und von 2,0% für 2016.

Infolge der rückläufigen Erdölpreise gab die Konsumentenpreisteuerung in der Eurozone leicht nach und notierte im August bei 0,1% (Grafik 2.11). Die Kernteuerung verharrte unverändert bei 0,9% (Grafik 2.12). Die aus den Unternehmensumfragen ermittelten Inflationserwartungen und das Lohnwachstum blieben bescheiden.

Die Europäische Zentralbank (EZB) belies die Leitzinsen unverändert (Grafik 2.13). Das im März begonnene Wertchriftenkaufprogramm wird wie geplant durchgeführt. Es soll mindestens bis September 2016 beibehalten werden. Infolge des Programms erhöhte sich die Überschussliquidität weiter, und der Dreimonats-Euribor verharrte nahezu unverändert im negativen Bereich.

## JAPAN

Die japanische Wirtschaft verlor im zweiten Quartal an Schwung. Das BIP schrumpfte um 1,2%, nach einem Wachstum von 4,5% im ersten Quartal (Grafik 2.7). Erstmals seit sechs Quartalen waren die Exporte rückläufig. Die privaten Konsumausgaben gaben ebenfalls nach, was zum Teil allerdings auf Sonderfaktoren zurückzuführen war.

Gestützt durch den schwachen Yen, die anziehende Nachfrage aus dem Ausland sowie günstigere Importpreise für Energie dürfte sich die Erholung im dritten Quartal wieder festigen. Die Stimmung in der Exportindustrie bleibt angesichts hoher Unternehmensgewinne und günstiger Finanzierungsbedingungen gut. Für einige binnenorientierte Sektoren ist die Lage angesichts des verhaltenen Konsumwachstums jedoch weiterhin schwierig. Dank der verbesserten Auslastung des Arbeitsmarkts dürfte das gesamtwirtschaftliche Lohnwachstum allmählich anziehen und die Konsumausgaben der privaten Haushalte stützen. Ferner gab die japanische Regierung Ende Juni bekannt, dass sie bis 2018 keine zusätzlichen Massnahmen zur Sanierung der Staatsfinanzen vorsehe und dem Wirtschaftswachstum in den kommenden drei Jahren Priorität einräumen werde. Die SNB belässt ihre Wachstumsprognose für Japan weitgehend unverändert (Tabelle 2.1).

Die Inflation tendierte seit April leicht nach unten, wobei höhere Nahrungsmittelpreise den Rückgang der Energiepreise teilweise kompensierten. Im Juli betrug die Jahressteuerung 0,3% (Grafik 2.11). Sie dürfte unter dem Einfluss der tieferen Erdölpreise vorübergehend weiter nachlassen. Die längerfristigen Inflationserwartungen stagnierten in den vergangenen Monaten weiterhin unterhalb des Inflationsziels der japanischen Zentralbank von 2%. Diese hat seit der Lockerung von Ende Oktober 2014 ihre auf Ausdehnung der monetären Basis ausgerichtete Geldpolitik unverändert gelassen (Grafik 2.14).

## AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN

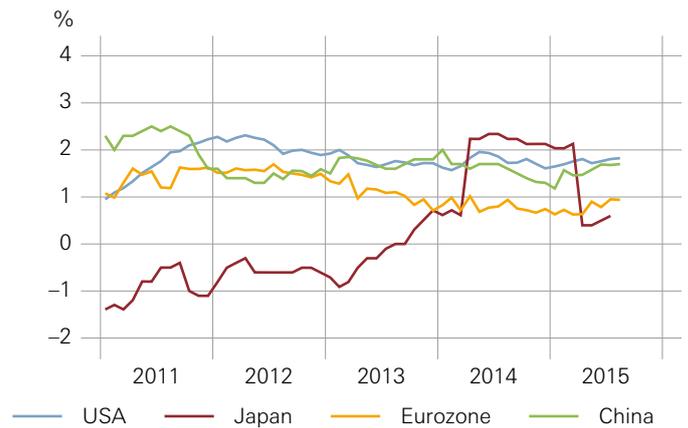
In den aufstrebenden Volkswirtschaften entwickelte sich die Konjunktur uneinheitlich. Gestützt durch die seit Ende letzten Jahres implementierten geld- und fiskalpolitischen Lockerungsmassnahmen zog das Wirtschaftswachstum in China im zweiten Quartal etwas an (Grafik 2.8). In Indien wuchs das BIP weiterhin stark, während es in Brasilien und Russland erneut schrumpfte.

Die SNB rechnet für China weiterhin mit einem Wirtschaftswachstum von leicht unter 7% für dieses Jahr. Die jüngsten Turbulenzen am chinesischen Aktienmarkt haben allerdings die mit dem Strukturwandel verbundenen Risiken verdeutlicht. Die direkten Auswirkungen der Korrektur am Aktienmarkt auf die Gesamtwirtschaft sind zwar als begrenzt einzuschätzen, zumal die privaten Haushalte und die Banken relativ wenige Aktien halten und die Finanzierung der Unternehmen über den Aktienmarkt in China noch unbedeutend ist. Hohe Überkapazitäten und die Verschuldung

Grafik 2.12

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

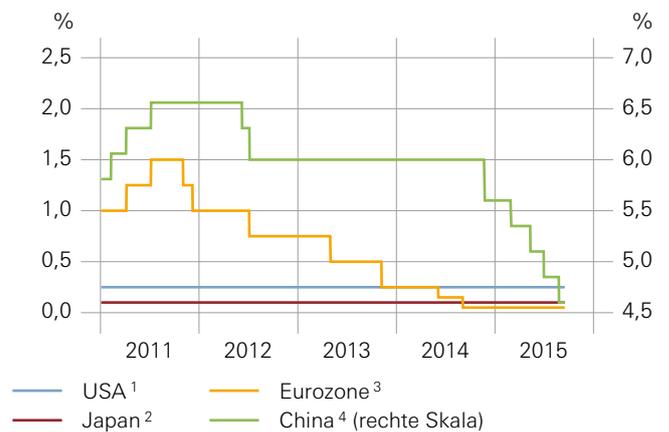
Veränderung gegenüber Vorjahr



1 Ohne Nahrungsmittel und Energie  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.13

### OFFIZIELLE ZINSSÄTZE

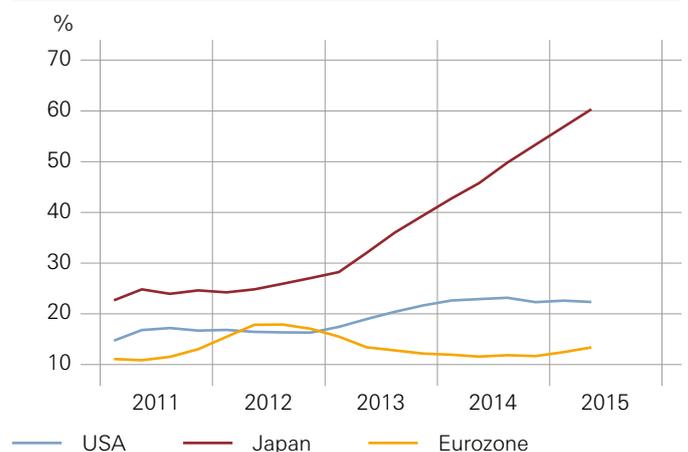


1 Federal Funds Rate  
2 Tagesgeldzielsatz  
3 Hauptrefinanzierungssatz  
4 Einjähriger Ausleihsatz  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.14

### MONETÄRE BASIS

Relativ zum BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream

im Industrie- und Bausektor belasten jedoch weiterhin den Konjunkturausblick und bergen grosse Risiken. Die jüngsten Umfrageergebnisse in der Industrie deuten denn auch auf eine Abschwächung der Industrieaktivität in der zweiten Jahreshälfte hin. Zur kurzfristigen Stabilisierung der Konjunktur hat die Regierung die Implementierung von Infrastrukturprojekten vorangetrieben.

Für Indien rechnet die SNB kurzfristig mit einem Wachstum nahe dem Potenzial. Der Anstieg notleidender Kredite und Verzögerungen bei der Umsetzung von Wirtschaftsreformen bringen jedoch leichte Abwärtsrisiken mit sich. Für Russland und Brasilien zeichnet sich weiterhin ein Rückgang der Wirtschaftsleistung in diesem Jahr ab. Die von Erdöl- und Gasexporten abhängige russische Wirtschaft leidet unter den tiefen Rohstoffpreisen und den westlichen Sanktionen. In Brasilien dürfte sich die Wirtschaftskrise infolge sinkender Realeinkommen, der steigenden Arbeitslosigkeit sowie der politischen Unsicherheit kurzfristig fortsetzen.

Die Inflation entwickelt sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften uneinheitlich. In China legte sie zwar zu, unterschritt aber weiterhin den von der Zentralbank angestrebten Zielwert von 3,0% für 2015 (Grafik 2.11). In Indien ging die Teuerung angesichts rückläufiger Nahrungsmittelpreise nochmals spürbar zurück (3,7%). In Brasilien und Russland dagegen blieb die Inflation unter anderem wegen der schwachen Währungen ausserordentlich hoch (9,5% bzw. 15,8%).

Chinas Zentralbank senkte die Leitzinsen und den Reservehaltungssatz Ende Juni und Ende August weiter, um die Konjunktur zu stützen und das Marktvertrauen vor dem Hintergrund fallender Aktienpreise wiederherzustellen (Grafik 2.13). Zudem liess sie Mitte August im Rahmen einer Anpassung des Wechselkursregimes eine moderate Abwertung des Renminbis gegenüber dem US-Dollar zu. Auch die Zentralbanken Indiens und Russlands senkten den Leitzins. Die russische Zentralbank reduzierte ihn weiter auf 11,0%, um die Konjunktur zu stützen; mit dem weiterhin hohen Niveau soll aber gleichzeitig die Währung stabilisiert werden. Die brasilianische Zentralbank hob dagegen die Leitzinsen weiter an, um die Inflation und die Abwertung des Reals zu bekämpfen.

# Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

Nach einer negativen Entwicklung zu Jahresbeginn hat sich die Konjunktur in der Schweiz im zweiten Quartal wie erwartet stabilisiert. Gemäss erster Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) legte das BIP im zweiten Quartal um 1,0% zu und erreichte damit wieder das Niveau von Ende 2014. Das Wachstum war nachfrage-seitig breit abgestützt. Produktionsseitig trug eine Erholung in der verarbeitenden Industrie wesentlich zur Wachstumsbelebung bei. Angesichts der schwierigen Wechselkursbedingungen seit der Aufhebung des Mindestkurses besteht jedoch in zahlreichen Branchen erheblicher Druck auf die Gewinnmargen.

Die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke verharrte im zweiten Quartal im negativen Bereich. In der verarbeitenden Industrie legte die Kapazitätsauslastung etwas zu. Das Beschäftigungswachstum schwächte sich ab und die Arbeitslosigkeit nahm weiter leicht zu.

Der Franken bleibt deutlich überbewertet, was die Wirtschaftsentwicklung weiterhin beeinträchtigt. Mit der graduellen Besserung der Weltkonjunktur dürfte sich jedoch die Auslandnachfrage nach Schweizer Waren und Dienstleistungen allmählich festigen und der ungünstigen Wechselkursituation entgegenwirken. Die SNB erwartet für das Jahr 2015 unverändert ein Wachstum von knapp 1%.

## GESAMTNACHFRAGE UND PRODUKTION

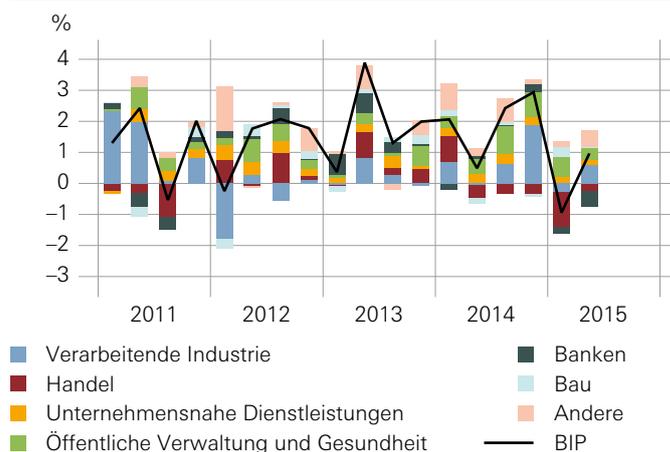
### Leichte Wachstumserholung im zweiten Quartal

Die Stabilisierung im zweiten Quartal wurde vor allem von zwei Branchen getrieben. Zum einen kehrte die Wertschöpfung in der verarbeitenden Industrie in den Wachstumsbereich zurück. Zum anderen verringerte sich der Rückgang der Wertschöpfung im Handel nach dem Einbruch im Vorquartal deutlich (Grafik 3.1). Die restlichen Branchen boten ein gemischtes Bild. In einigen Dienstleistungsbranchen (z.B. den unternehmensnahen Dienstleistungen, der Versicherungsbranche und der öffentlichen Verwaltung) nahm die Wertschöpfung sowohl im ersten wie auch im zweiten Quartal zu, was zur Stabilisierung der konjunkturellen Lage nach der Aufwertung des Frankens beitrug.

Grafik 3.1

### WACHSTUMSBEITRÄGE NACH SEKTOREN

Veränderung gegenüber Vorperiode

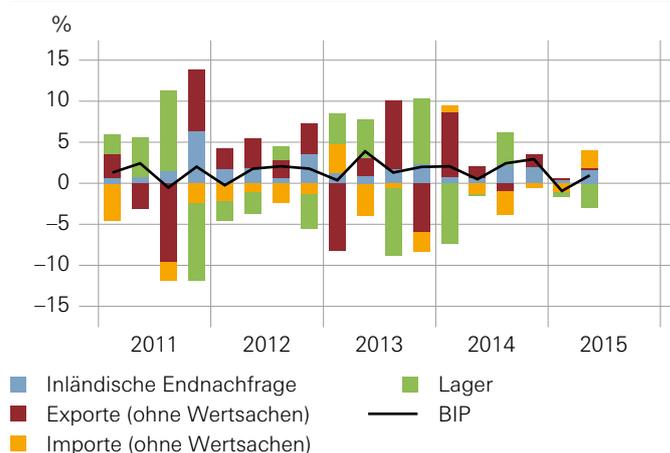


Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO)

Grafik 3.2

### WACHSTUMSBEITRÄGE: NACHFRAGESEITIG

Veränderung gegenüber Vorperiode

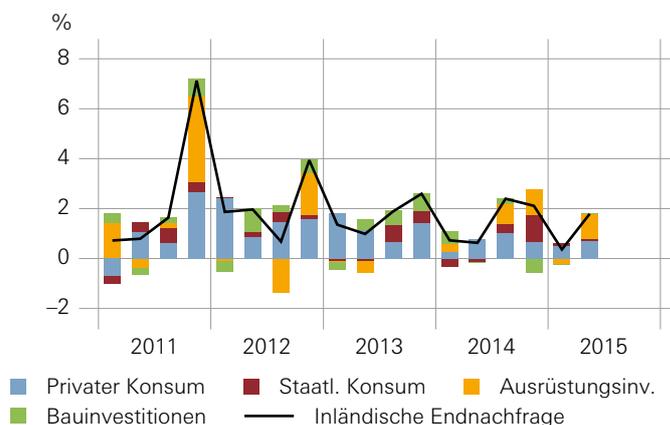


Quelle: SECO

Grafik 3.3

### INLÄNDISCHE ENDNACHFRAGE: WACHSTUMSBEITRÄGE

Veränderung gegenüber Vorperiode



Quelle: SECO

### Anziehende Inlandnachfrage

Die inländische Endnachfrage gewann im zweiten Quartal leicht an Schwung (Grafik 3.3 und Tabelle 3.1). Dazu trug ein robustes Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen wesentlich bei, begünstigt durch deutlich tiefere Preise für Investitionsgüter. Auch die privaten Konsumausgaben legten etwas stärker zu als in der Vorperiode. Allerdings wuchsen diese trotz der anhaltend starken Zuwanderung und der günstigen Einkommensentwicklung weiterhin unterdurchschnittlich. Zudem beschränkte sich der Ausgabenzuwachs im Wesentlichen auf den Erwerb von Fahrzeugen und auf den Bereich Gesundheit. Der leichte Anstieg der Bauinvestitionen wurde durch den Tiefbau getrieben. Die Wohnbautätigkeit nahm nochmals etwas ab.

### Positiver Aussenhandelsbeitrag

Die Exporte stiegen im zweiten Quartal nur leicht an, während die Importe deutlich sanken. Somit resultierte ein robuster Aussenhandelsbeitrag zum BIP-Wachstum (Tabelle 3.1). Der Warenhandel einschliesslich Transithandel war in beide Richtungen rückläufig. Die klassischen Ausfuhren von Waren (ohne Transithandel) legten zwar leicht zu, doch liegen sie noch deutlich unter dem Niveau des letzten Jahres. Die Exportfirmen litten nicht nur unter den schwierigen Wechselkursbedingungen, sondern auch unter der Verlangsamung des globalen Industriezyklus, die sich in einem schwunglosen Welthandel widerspiegelt.

Tabelle 3.1

### REALES BIP UND KOMPONENTEN

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode in Prozent, annualisiert

	2011		2012		2013		2014		2015			
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	0,8	2,7	2,2	1,3	1,1	2,3	0,4	1,3	1,6	1,1	0,8	1,2
Staatlicher Konsum	2,1	2,1	1,3	1,3	5,6	3,7	-2,8	-1,0	3,0	8,6	1,1	0,6
Anlageinvestitionen	4,3	2,9	1,2	2,1	2,1	2,6	3,1	-0,2	3,9	1,6	-1,0	3,8
Bau	2,5	2,9	3,1	3,3	5,6	6,9	5,0	-0,4	2,2	-5,6	-0,3	0,5
Ausrüstungen	5,3	2,8	0,0	1,3	0,0	0,0	1,8	0,0	4,9	6,5	-1,4	6,0
Inländische Endnachfrage	1,9	2,7	1,8	1,5	1,9	2,6	0,7	0,6	2,4	2,1	0,4	1,8
Lagerveränderung <sup>1</sup>	0,3	-1,0	0,7	-0,4	-8,2	8,0	-7,4	-0,2	4,1	0,0	-0,5	-3,0
Exporte total <sup>2</sup>	3,5	3,0	0,0	4,2	16,3	-11,1	15,4	2,8	-1,8	3,1	0,6	0,5
Waren <sup>2</sup>	6,2	0,9	-2,3	5,1	27,6	-17,6	19,7	9,7	-6,1	1,7	3,8	-1,0
Waren ohne Transithandel <sup>2</sup>	6,5	1,7	-1,0	4,0	2,9	-4,4	12,1	2,2	9,9	-3,8	-8,6	2,1
Dienstleistungen	-2,2	7,4	4,7	2,4	-2,7	3,2	7,5	-9,8	7,5	5,8	-5,4	3,5
Importe total <sup>2</sup>	4,7	4,4	1,3	2,8	1,4	5,8	-2,1	3,1	6,7	1,3	2,6	-5,2
Waren <sup>2</sup>	3,1	2,3	0,7	1,7	-0,1	13,3	-10,0	10,1	2,2	-7,1	2,6	-13,6
Dienstleistungen	8,6	9,3	2,9	5,1	4,6	-8,9	17,1	-10,2	17,1	20,8	2,3	12,7
Aussenbeitrag <sup>3</sup>	-0,1	-0,2	-0,6	1,0	7,8	-8,3	8,8	0,1	-3,8	1,0	-0,8	2,4
<b>BIP</b>	<b>1,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>	<b>0,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,0</b>

<sup>1</sup> Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten (inklusive statistischer Diskrepanz)

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

<sup>3</sup> Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten

Quelle: SECO

## ARBEITSMARKT

Die seit der Aufhebung des Mindestkurses registrierte Verlangsamung der Schweizer Wirtschaftsaktivität hat sich auf den Arbeitsmarkt ausgewirkt. Das Wachstum der Erwerbstätigkeit verringerte sich spürbar und die Arbeitslosigkeit stieg leicht an.

### Verringerter Anstieg der Erwerbstätigkeit

Gemäss Erwerbstätigenstatistik stieg die Zahl der Erwerbstätigen im zweiten Quartal saisonbereinigt um 1,1% (Grafik 3.4). Gegenüber den Vorquartalen fällt das Wachstum damit schwächer aus, was zumindest teilweise auf die starke Frankenaufwertung zu Beginn des Jahres zurückzuführen sein dürfte.

Gemäss Beschäftigungsstatistik wurden im Dienstleistungssektor, dem rund drei Viertel der vollzeitäquivalenten Stellen zugerechnet werden, weitere Stellen geschaffen. Dagegen sank die Beschäftigung in der Industrie erneut etwas (Grafik 3.5).

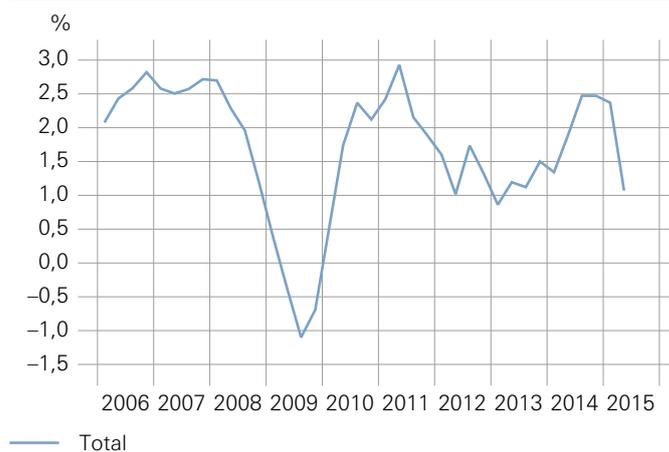
### Leicht höhere Arbeitslosigkeit

Die Arbeitslosigkeit stieg saisonbereinigt weiter an. Ende August waren unter Ausschluss saisonaler Schwankungen 145 000 Personen arbeitslos. Dies entspricht einer Zunahme um rund 8000 Personen gegenüber dem Tiefpunkt vom November 2014. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im August bei 3,3% (Grafik 3.6).

Grafik 3.4

## ERWERBSTÄTIGE

Veränderung gegenüber Vorperiode

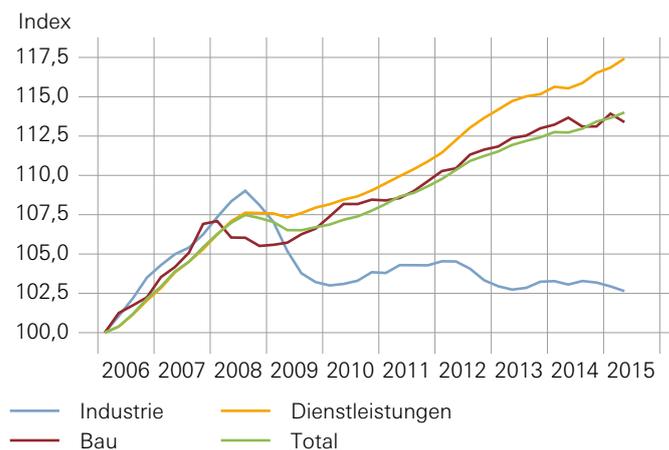


Quelle: Bundesamt für Statistik (BFS), Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.5

## BESCHÄFTIGUNG IN VOLLZEITÄQUIVALENTEN

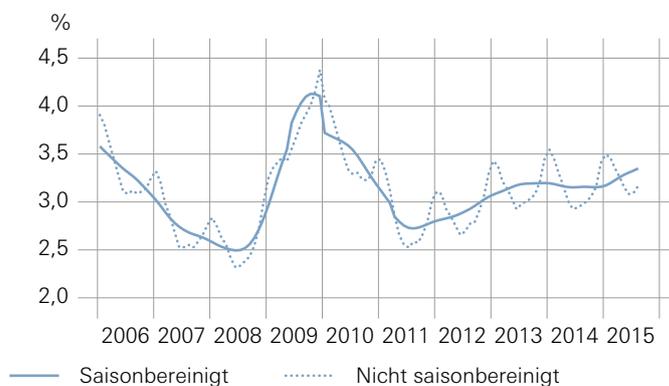
1. Q. 2006 = 100



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.6

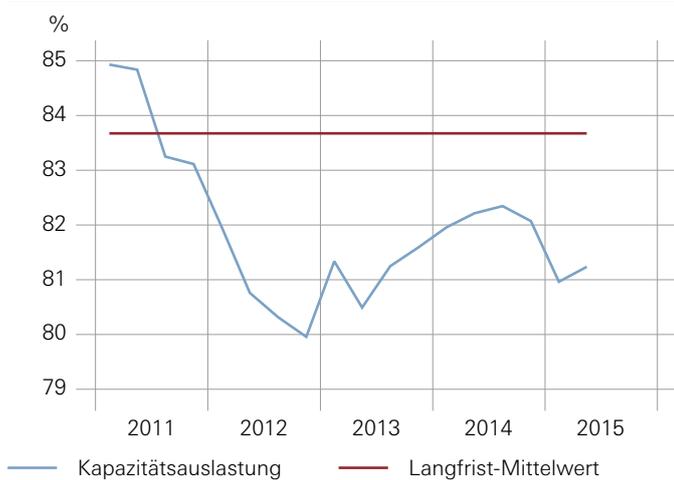
## ARBEITSLSENQUOTE



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

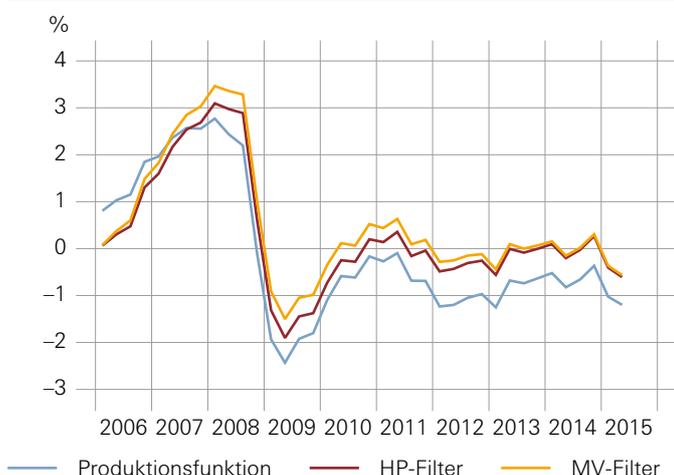
### KAPAZITÄTSAUSLASTUNG BAU



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.9

### PRODUKTIONSLÜCKE



Quelle: SNB

## KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

### Unterauslastung in der Industrie

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie stieg gemäss KOF-Umfrage im zweiten Quartal leicht auf 81,2% an. Sie liegt damit weiterhin deutlich unter ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.7). Der Nutzungsgrad der Maschinen im Bau-sektor sank dagegen im zweiten Quartal deutlich. Im Gegensatz zur verarbeitenden Industrie befindet sich die Auslastung im Bau jedoch nach wie vor über ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.8). Im Dienstleistungs-sektor deuten die Umfragen auf eine durchschnittliche Auslastung hin.

### Ausweitung der negativen 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 verhaltenen BIP-Wachstum im zweiten Quartal verschärfte sich die Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazität. Das mittels einer Produktionsfunktion geschätzte Potenzial ergab für das zweite Quartal eine Lücke von -1,2%, gegenüber -1,0% im Vorquartal. Andere Schätzmethoden (Hodrick-Prescott-Filter und multivariater Filter) signalisieren eine etwas weniger ausgeprägte Lücke (Grafik 3.9).

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

## REALWIRTSCHAFTLICHE AUSSICHTEN

In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich die Konjunktur in der Schweiz allmählich beleben. Verschiedene Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die Wirtschaftslage im dritten Quartal etwas verbessert hat. So liegen beispielsweise das KOF-Konjunkturbarometer und der Einkaufsmanagerindex in der verarbeitenden Industrie nun wieder deutlich über ihrem Tiefpunkt von Anfang Jahr (Grafik 3.10).

Die Binnennachfrage dürfte die Konjunktur weiterhin stützen. Dank des verbesserten internationalen Umfelds und der etwas reduzierten Überbewertung des Schweizer Frankens sind auch von den Exporten allmählich wieder stärkere Impulse zu erwarten. Die SNB rechnet für das laufende Jahr weiterhin mit einem Wachstum von knapp 1%.

Die Auswirkungen der Frankenaufwertung bleiben jedoch klar sichtbar. Die Unternehmen stehen unter grossem Preisdruck. Besonders betroffen sind Firmen, die in direkter Konkurrenz zum Ausland stehen. Aber auch im Inlandgeschäft hat der Preisdruck infolge des Importwettbewerbs zugenommen. In vielen Fällen können die Absatzvolumen nur auf Kosten der Gewinnmargen gehalten werden. Die Unternehmen stehen daher unter Druck, Massnahmen zur Effizienzsteigerung und Kostenreduktion zu ergreifen.

Grafik 3.10

### VORLAUFENDE INDIKATOREN

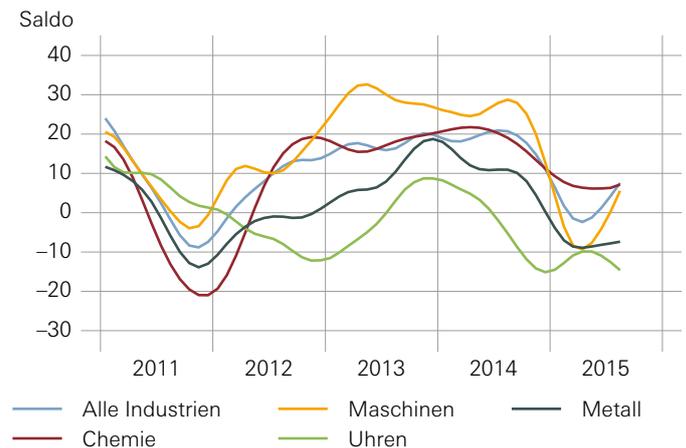


Quellen: Credit Suisse, KOF/ETH

Grafik 3.11

### ERWARTETE BESTELLUNGSEINGÄNGE

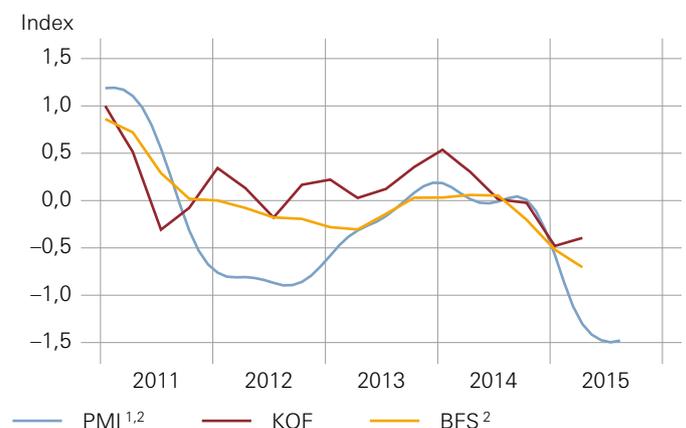
Trendkomponente



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

Die Jahresteuerrate der Konsumentenpreise ist weiterhin deutlich negativ. Unter dem Einfluss der Erdölpreise lag sie im August (-1,4%) nochmals tiefer als im Mai, dem Monat vor der Lagebeurteilung von Mitte Juni.

Positive Beiträge zur Jahresteuerrate kommen zurzeit praktisch nur von den Dienstleistungen, insbesondere den Mieten. Auch diese Teuerungsraten sind indessen bescheiden. Der Rückgang des für die Mietzinsgestaltung relevanten Referenzzinssatzes lässt erwarten, dass die Mietteuerung weiterhin niedrig bleiben wird.

Die Angebotspreise (Produzenten- und Importpreise) sind über die letzten zwölf Monate noch deutlich stärker gesunken als die Konsumentenpreise. Der Abwärtsdruck der Angebotspreise auf die nachgelagerten Konsumentenpreise ist damit nach wie vor gross.

Die mittels Umfragen erhobenen Inflationserwartungen haben sich in den letzten Monaten stabilisiert. Sie waren im Anschluss an die Aufhebung des Mindestkurses deutlich gesunken. Inzwischen haben sie wieder leicht nach oben korrigiert.

Am Immobilienmarkt stiegen die Preise für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser weiter an. Die Ungleichgewichte und Risiken am Immobilienmarkt bestehen damit weiter.

## KONSUMENTENPREISE

### Tiefere negative Inflationsrate

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerrate, die seit Herbst 2014 stark gefallen war, gab zwischen Mai und August nochmals leicht nach. Im August betrug sie -1,4%, nach -1,2% im Mai 2015 (Tabelle 4.1).

### Stabile Teuerungsbeiträge der Hauptkomponenten ohne Erdöl

Die Teuerungsbeiträge der inländischen Güter und der ausländischen Güter ohne Erdölprodukte blieben zwischen Mai und August 2015 weitgehend stabil (Grafik 4.1). Der in diesem Zeitraum registrierte Rückgang der Jahresteuerrate des LIK ist damit vor allem auf die Entwicklung der Preise von Erdölprodukten zurückzuführen.

Tabelle 4.1

## LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE UND KOMPONENTEN

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2014		2015		2015			
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
<b>LIK total</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,4</b>
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,4	0,3	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,0
Waren	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,7	-0,8	-1,1	-0,9
Dienstleistungen	0,4	0,3	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,3
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,4	0,3	0,6	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4
Mieten	1,2	1,1	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	0,7
öffentliche Dienstleistungen	-0,8	-0,9	-1,2	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,8
Ausländische Waren und Dienstleistungen	-1,2	-0,9	-1,6	-4,2	-4,8	-4,4	-5,3	-5,5
ohne Erdölprodukte	-1,0	-0,7	-0,8	-1,5	-2,7	-2,4	-3,2	-3,1
Erdölprodukte	-2,4	-1,8	-6,7	-19,3	-16,6	-16,1	-16,8	-18,9

Quellen: BFS, SNB

Das Preisniveau der inländischen Güter lag im August genau auf dem gleichen Niveau wie vor einem Jahr. Positive Teuerungsbeiträge der Dienstleistungen wurden durch negative Teuerungsbeiträge der inländischen Waren aufgewogen. Die Teuerungsrate der vierteljährlich erhobenen Mieten ging im August leicht zurück (Grafik 4.2).

### Negative Kerninflationen

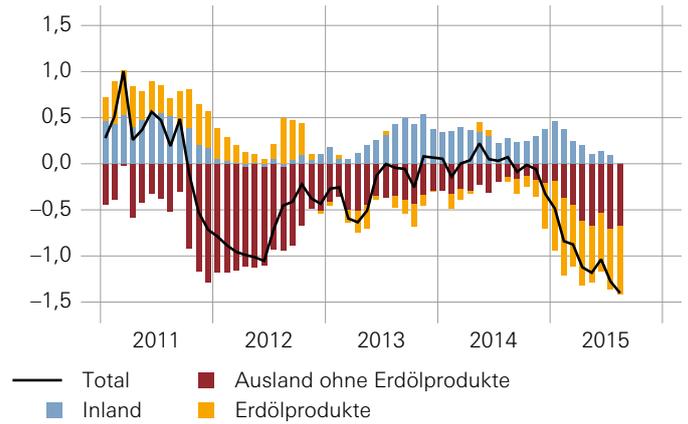
Die Kerninflationen bewegen sich seit März im negativen Bereich. Sie sind bis Mai deutlich und seither nur noch leicht weiter gefallen (Grafik 4.3). Die vom BFS berechnete Kerninflation 1 (BFS1) gab von  $-0,6\%$  im Mai auf  $-0,7\%$  im August nach. Der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert (TM15) sank im gleichen Zeitraum von  $-0,4\%$  auf  $-0,6\%$ .

Die Differenz zwischen der LIK-Jahresteuersatzrate und den beiden Kerninflationen spiegelt in erster Linie die Entwicklung der Preise von Erdölprodukten wider. Bei der Berechnung der BFS1 werden Energie und Treibstoffe sowie frische und saisonale Produkte nicht berücksichtigt, während beim TM15 auf beiden Seiten der Verteilung der gewichteten jährlichen Preisveränderungsraten der LIK-Produkte je 15% ausgeschlossen werden. Bei den Gütern, deren Preise in den letzten zwölf Monaten am stärksten gefallen sind, handelt es sich überwiegend um Erdölprodukte.

Grafik 4.1

### LIK: IN- UND AUSLÄNDISCHE GÜTER

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

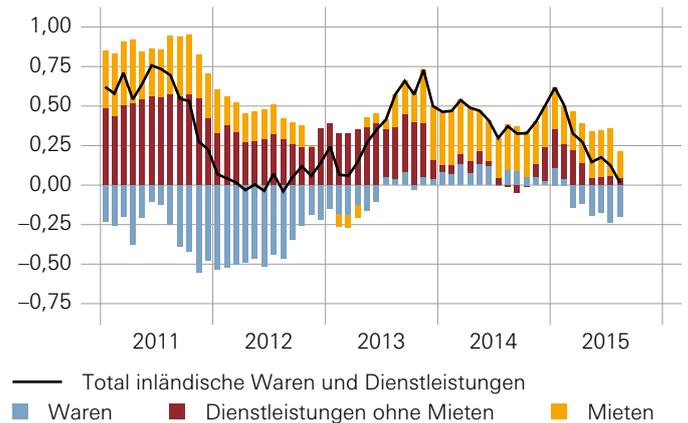


Quellen: BFS, SNB

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

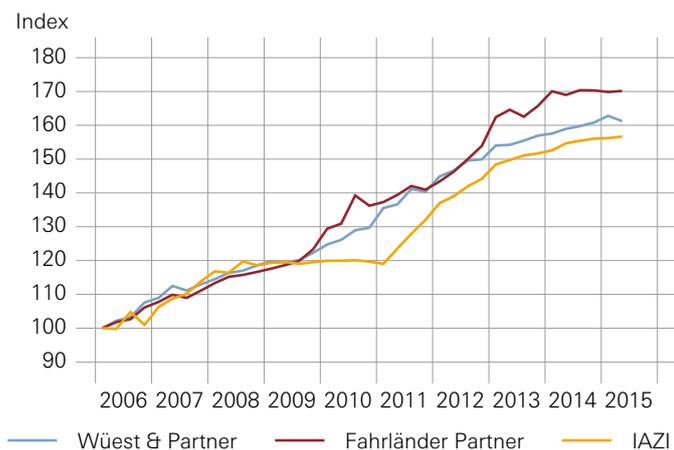


Quelle: BFS

Grafik 4.5

### TRANSAKTIONSPREISE EIGENTUMSWOHNUNGEN

Nominal (hedonisch), Periodenbeginn = 100

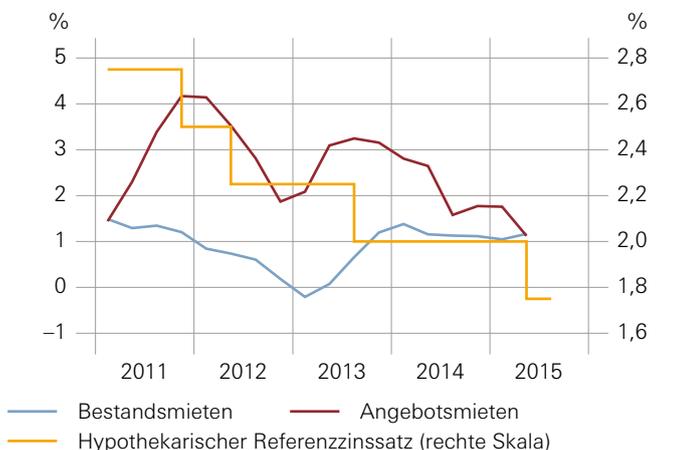


Quellen: Fahrländer Partner, IAZI, Wüest & Partner

Grafik 4.6

### WOHNUNGSMIETEN UND REFERENZZINSSATZ

Nominal, Veränderung gegenüber Vorjahr (linke Skala)



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

## PRODUZENTEN- UND IMPORTPREISE

### Rückgang der Angebotspreise

Die Jahresinflationsrate der Angebotspreise betrug im August  $-6,8\%$ , nach  $-6,0\%$  im Mai. Nach wie vor liegen die Importpreise deutlich stärker unter dem entsprechenden Vorjahresniveau als die Produzentenpreise (Grafik 4.4).

Das Niveau der Angebotspreise war zwischen November und Mai, unter dem Einfluss des starken Rückgangs der Erdölpreise und der Aufwertung des Frankens nach der Aufhebung des Mindestkurses, massiv gefallen. Ab Mai hat sich der Rückgang der Angebotspreise verlangsamt.

## IMMOBILIENPREISE

### Leicht steigende Preise für Wohneigentum

Gemäss den meisten verfügbaren Indizes stiegen die Preise für Wohneigentum (Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser) im zweiten Quartal 2015 leicht an. Eine Ausnahme bildet der Preisindex für Eigentumswohnungen von Wüest & Partner, der sich nach einem deutlichen Anstieg im Vorquartal wieder zurückbildete (Grafik 4.5).

Der Preisauftrieb hat sich seit Anfang 2013 abgeschwächt, bei den Eigentumswohnungen deutlicher als bei den Einfamilienhäusern. Über die letzten zehn Jahre betrachtet verteuerten sich die Eigentumswohnungen aber immer noch deutlich stärker als die Einfamilienhäuser.

### Moderater Anstieg der Bestandsmieten

Die jährliche Teuerung der im LIK erfassten Mieten, die als Mass für die Bestandsmieten betrachtet werden können, entwickelte sich im zweiten Quartal weiterhin moderat (Grafik 4.6).

In den kommenden Quartalen könnte sich die Teuerung der Bestandsmieten aus zwei Gründen nochmals etwas abschwächen. Zum einen verlangsamte sich der Preisanstieg der von Wüest & Partner erfassten Mieten am Markt angebotener Wohnungen (Angebotsmieten) im zweiten Quartal spürbar. Zum anderen sank der für die Mietzinsgestaltung relevante hypothekarische Referenzzinssatz per 1. Juni 2015 auf  $1,75\%$ .

## INFLATIONSERWARTUNGEN

### Stabilisierung der Inflationserwartungen

Die im Juli durchgeführte Haushaltsumfrage des SECO zeigt, dass knapp die Hälfte der Befragten über die nächsten zwölf Monate unveränderte Preise erwarten (Grafik 4.7). Im Vergleich zur Umfrage im April nahm dieser Anteil leicht zu. Der Anteil der Befragten, die einen Anstieg der Preise erwarten, stieg ebenfalls, während sich der Anteil der Befragten, die mit sinkenden Preisen rechnen, verringerte.

Ein wachsender Anteil der für den Credit Suisse ZEW Financial Market Report befragten Finanzanalysten (71% im August nach 63% im Mai) geht davon aus, dass die Inflationsrate in den jeweils nächsten sechs Monaten unverändert bleibt. Der Anteil der Befragten, die steigende Inflationsraten erwarten, blieb mit 15% weitgehend unverändert. Abgenommen hat demgegenüber der Anteil der Befragten, die tiefere, d.h. noch stärker negative Inflationsraten erwarten (15% im August nach 21% im Mai).

Die Gespräche der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen aus allen Teilen der Wirtschaft bestätigen die Stabilisierung der kurzfristigen Inflationserwartungen. Im dritten Quartal rechneten die Gesprächspartner damit, dass die Inflationsrate in sechs bis zwölf Monaten  $-0,4\%$  betragen würde, im Vergleich zu  $-0,6\%$  im Vorquartal.

### Anhebung der mittelfristigen Inflationserwartungen

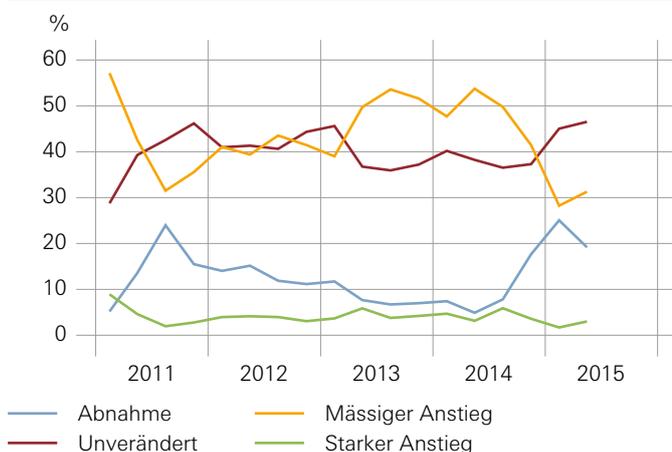
Die mittelfristigen Inflationserwartungen sind leicht gestiegen, nachdem sie im Anschluss an die Aufhebung des Mindestkurses reduziert worden waren. Die Teilnehmer an der CFO-Umfrage von Deloitte rechneten im zweiten Quartal mit einer Inflationsrate in zwei Jahren von  $0,7\%$ , nach  $0,6\%$  im ersten Quartal. Die von den SNB-Delegierten für Wirtschaftskontakte geführten Gespräche liefern ähnliche Ergebnisse. Im dritten Quartal bezifferten die befragten Unternehmen die erwartete Inflationsrate in drei bis fünf Jahren auf  $0,6\%$ , nach  $0,5\%$  im Vorquartal.

Seit der Lagebeurteilung im Juni sind keine neuen Umfragen zu den langfristigen Inflationserwartungen publiziert worden. Die damals vorliegenden Ergebnisse zu den sechs- bis zehnjährigen Inflationserwartungen deuteten darauf hin, dass die langfristigen Inflationserwartungen durch die Aufhebung des Mindestkurses nicht beeinflusst worden sind.

Grafik 4.7

## PREISERWARTUNGEN

Haushaltsumfrage zur erwarteten Preisentwicklung auf 12 Monate



Quellen: SECO, SNB

# 5 Monetäre Entwicklung

---

Die monetären Indikatoren haben sich seit Mai insgesamt nur wenig verändert. Sie zeichnen damit ein ähnliches Bild wie zum Zeitpunkt der letzten Lagebeurteilung im Juni.

Die kurzfristigen Zinssätze wurden durch den Negativzins auf Giroguthaben bei der SNB geprägt, der an der Lagebeurteilung von Mitte Juni unverändert bei  $-0,75\%$  belassen worden war. Die Geldmarktzinsen lagen entsprechend weiterhin im negativen Bereich. Dies gilt für Zinssätze auf besicherten ebenso wie auf unbesicherten Geldmarktgeschäften.

Die langfristigen Zinssätze haben seit der letzten Lagebeurteilung leicht nachgegeben. Die Rendite zehnjähriger Bundesobligationen lag im August und September im Minus, nachdem sie bereits in der ersten Jahreshälfte zeitweise negativ gewesen war. Die Renditekurve der Bundesobligationen wurde mit dem Rückgang der langfristigen Zinsen leicht flacher.

Am Devisenmarkt notierte der Franken im September sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar schwächer als zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung im Juni. Die von China ausgehenden Turbulenzen liessen den Frankenkurs des Euros weitgehend unberührt. Der Franken und der Euro gewannen jedoch gegenüber dem US-Dollar vorübergehend an Wert.

Das Wachstum der Bankkredite schwächte sich weiter ab. Sowohl die Geldmengen als auch die Kreditaggregate verzeichneten Jahreszuwachsrate im niedrigen einstelligen Bereich. Die Bankkredite wuchsen damit indessen immer noch schneller als das nominale BIP.

## GELDPOLITISCHE MASSNAHMEN SEIT DER LETZTEN LAGEBEURTEILUNG

---

### Fortführung des geldpolitischen Kurses

An der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 18. Juni 2015 bekräftigte die SNB ihren am 15. Januar 2015 angekündigten geldpolitischen Kurs. Sie beschloss das Zielband für den 3M-Libor unverändert bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$  zu belassen. Auch der Zins auf bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben von Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern, die einen bestimmten Freibetrag überschreiten, blieb unverändert bei  $-0,75\%$ .

Die SNB erklärte ausserdem, sie werde bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik weiterhin der Wechselkursituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung tragen. Sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.

### Höhere Sichtguthaben bei der SNB

Seit der Lagebeurteilung vom Juni 2015 sind die gesamten bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben leicht gestiegen. In der Woche zum 11. September 2015 (letzte Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte September 2015) lagen sie mit 464,3 Mrd. Franken um 9,2 Mrd. Franken höher als in der letzten Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte Juni 2015 (455,1 Mrd. Franken). Zwischen den Lagebeurteilungen von Mitte Juni 2015 und Mitte September 2015 betragen sie durchschnittlich 461,7 Mrd. Franken. Davon entfielen 395,7 Mrd. Franken auf Giroguthaben inländischer Banken und die restlichen 66,0 Mrd. Franken auf übrige Guthaben auf Sicht.

### Hohe Überschussreserven der Banken

Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. Mai und dem 19. August 2015 durchschnittlich 14,4 Mrd. Franken. Insgesamt übertrafen die Banken das Mindestreserveverfordernis im Durchschnitt um rund 382,8 Mrd. Franken (Vorperiode: 372,1 Mrd. Franken). Die Überschussreserven der Banken sind damit nochmals gestiegen.

## GELD- UND KAPITALMARKTZINSEN

### Geldmarktzinssätze kaum verändert

Die Zinsen am Geldmarkt blieben seit der Lagebeurteilung im Juni weitgehend unverändert. Mitte September lagen die Zinssätze für besicherte (Swiss Average Rates) und unbesicherte Geldmarktgeschäfte (Libor) nahe am SNB-Einlagenzins von  $-0,75\%$ . Der 3M-Libor bewegte sich damit stets nahe der Mitte seines Zielbands (Grafik 5.1).

### Langfristige Zinssätze wieder im negativen Bereich

Die Rendite zehnjähriger Bundesobligationen, die bereits in der ersten Jahreshälfte zeitweise negativ gewesen war, fiel Ende Juli erneut unter die Nulllinie und blieb im August und September im negativen Bereich. Mitte September belief sie sich auf knapp  $-0,1\%$  und lag damit tiefer als Mitte Juni.

Dieser Rückgang spiegelt vor allem die gestiegene Nachfrage nach sicheren Anlagen wider. Darüber hinaus trug die fortgesetzt tiefe Teuerung zum Rückgang der Bundesobligationenrendite bei.

### Flachere Renditekurve

Die Renditekurve von Bundesobligationen verlief Mitte September flacher als Mitte Juni (Grafik 5.2). Diese Abflachung spiegelt vor allem die im Vergleich zum Vorquartal gesunkenen langfristigen Zinssätze wider.

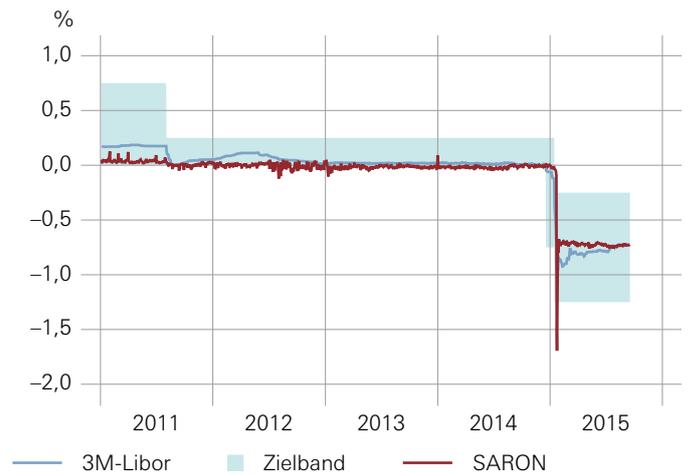
### Tiefe langfristige Realzinsen

Der geschätzte langfristige Realzins betrug Mitte September rund  $0,2\%$ . Er lag damit zwar tiefer als im Vorquartal, aber ungefähr auf dem gleichen Niveau wie vor zwei oder drei Quartalen (Grafik 5.3).

Die Schätzung des Realzinssatzes stützt sich auf die Entwicklung der zehnjährigen Renditen von Bundesobligationen und die für den gleichen Zeithorizont mit Hilfe eines vektorautoregressiven (VAR) Modells geschätzten Inflationserwartungen.

Grafik 5.1

### GELDMARKTSÄTZE

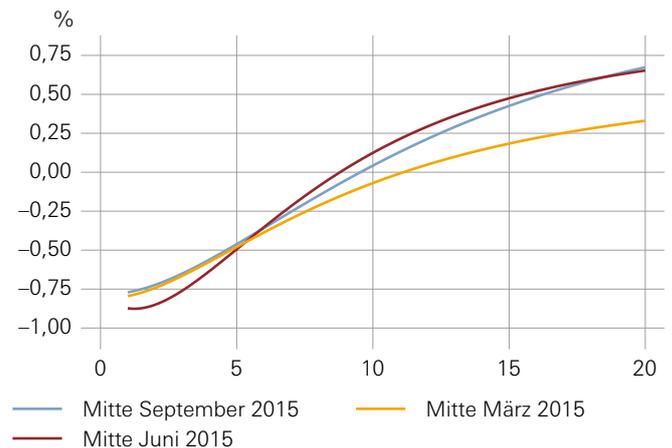


Quellen: Bloomberg, SIX Swiss Exchange AG, SNB

Grafik 5.2

### ZINSSTRUKTUR EIDGENÖSSISCHER ANLEIHEN

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

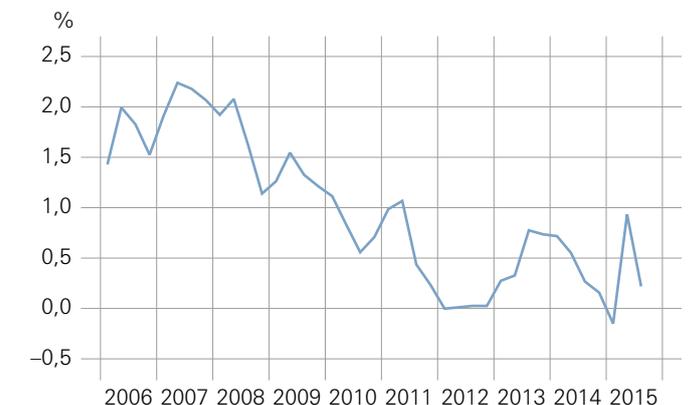


Quelle: SNB

Grafik 5.3

### GESCHÄTZTER REALZINSSATZ

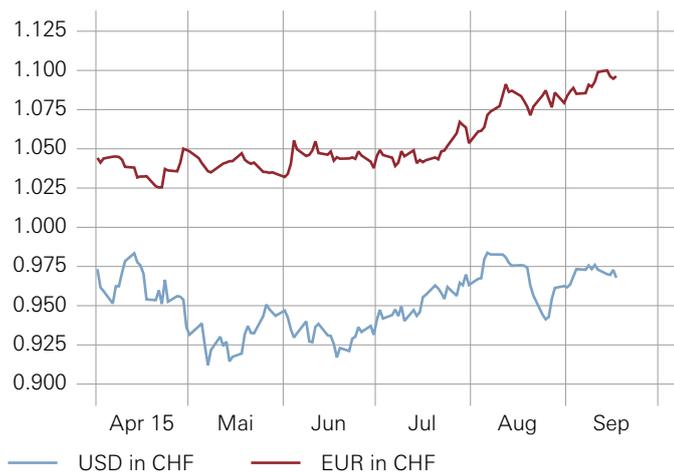
10-jährige Obligationen der Eidgenossenschaft  
Inflationserwartungen geschätzt mit VAR-Modell



Quelle: SNB

Grafik 5.4

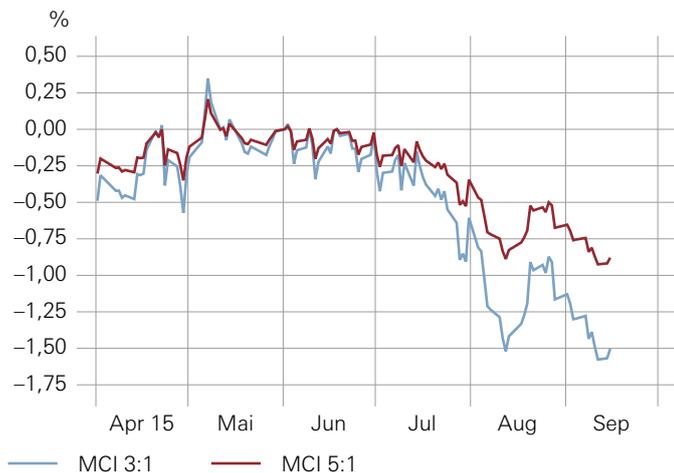
**DEISENKURSE**



Quelle: SNB

Grafik 5.5

**MCI NOMINAL**

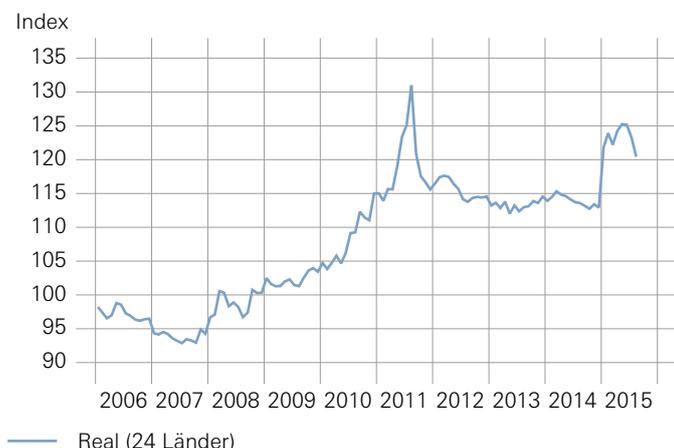


Quelle: SNB

Grafik 5.6

**REALER AUSSENWERT DES FRANKENS**

Exportgewichtet, Januar 1999 = 100



Quelle: SNB

**WECHSELKURSE**

**Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro**

Von Mitte Juli bis Mitte August verlor der Franken gegenüber dem Euro an Wert (Grafik 5.4). Darin äusserte sich vor allem die sich abzeichnende Einigung zwischen Griechenland und seinen Kreditgebern über ein neues Hilfspaket. Im September notierte der Wechselkurs des Euros kurzzeitig bei 1.10 Franken.

Gegenüber dem US-Dollar schwächte sich der Franken von Mitte Juni bis Mitte August ebenfalls ab. Die Verunsicherung der Anleger, die sich in Turbulenzen an den Aktienmärkten niederschlug, trug anschliessend dazu bei, dass der Euro und der Franken gegenüber dem Dollar vorübergehend wieder an Wert gewannen.

**Etwas lockerere monetäre Bedingungen**

Auf exportgewichteter Basis notierte der Franken Mitte September schwächer als zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung im Juni. Bei nahezu unveränderten kurzfristigen Zinsen sind die monetären Bedingungen damit etwas expansiver geworden.

Der in Grafik 5.5 gezeigte 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, sind zwei Versionen des Indexes abgebildet, die sich in der Gewichtung der beiden Komponenten unterscheiden. Der Index wird zum Zeitpunkt der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt. Negative Werte des MCI zeigen eine Lockerung der monetären Bedingungen an.

**Sehr hoher realer Aussenwert des Frankens**

Der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens ist seit der Lagebeurteilung im Juni leicht zurückgegangen. Da das Preisniveau im Ausland stärker stieg als in der Schweiz, fiel der reale Aussenwert des Frankens etwas deutlicher als der nominale. Er bewegt sich indessen weiterhin auf einem sehr hohen Niveau (Grafik 5.6).

**Rückschlag am Aktienmarkt**

Der Schweizer Aktienmarkt erlitt im August einen Rückschlag. Unmittelbarer Anlass waren von China ausgehende Finanzmarkturbulenzen.

Der Swiss Market Index (SMI), der Anfang August vorübergehend nahe seinem Allzeithöchst aus dem Jahr 2007 notiert hatte, verlor zeitweise bis zu 14%. Im laufenden Jahr hatte er nur im Anschluss an die Aufhebung des Mindestkurses im Januar vorübergehend noch tiefer notiert. Mitte September lag er rund 2% tiefer als Ende 2014 (Grafik 5.7).

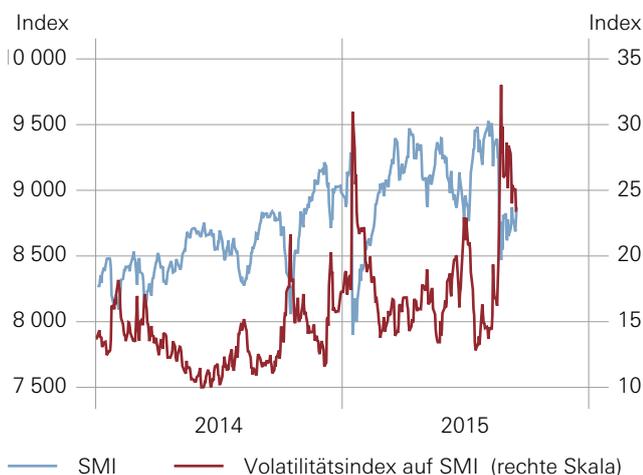
Die aus Optionspreisen berechnete erwartete Volatilität des SMI stieg im August deutlich an und erreichte vorübergehend ein noch höheres Niveau als nach der Aufhebung des Mindestkurses im Januar 2015. Im September gab die vom Markt erwartete Volatilität zwar wieder nach, blieb aber relativ hoch.

**Alle wichtigen Branchenindizes nahezu gleich betroffen**

Der Rückschlag im August 2015 traf alle wichtigen Teilindizes des Swiss Performance Index (SPI) nahezu gleich stark. Grafik 5.8 zeigt die Entwicklung von vier Branchenindizes, deren Stand per 14. Januar 2015 (d.h. dem Tag vor der Aufhebung des Mindestkurses) auf 100 gesetzt ist. Daraus geht hervor, dass sich die Branchenindizes des Gesundheitswesens, der Verbrauchsgüter und der Industrieunternehmen seit Mitte Januar insgesamt sehr ähnlich entwickelten. Besser schnitten in diesem Zeitraum die Finanzdienstleistungen ab.

Grafik 5.7

**AKTIENKURSE UND VOLATILITÄT**

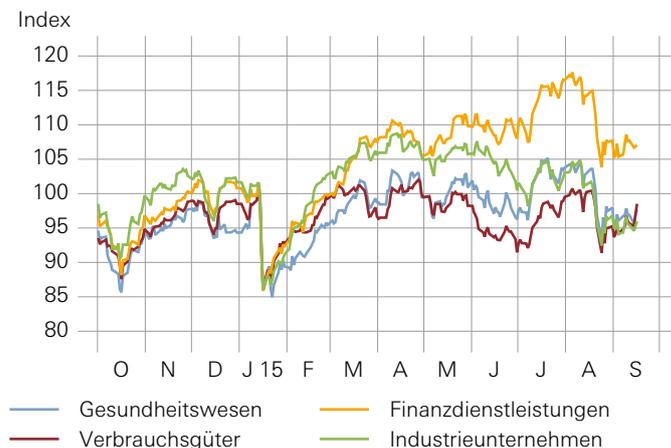


Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.8

**AUSGEWÄHLTE SPI-SEKTOREN**

14. Januar 2015 = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream

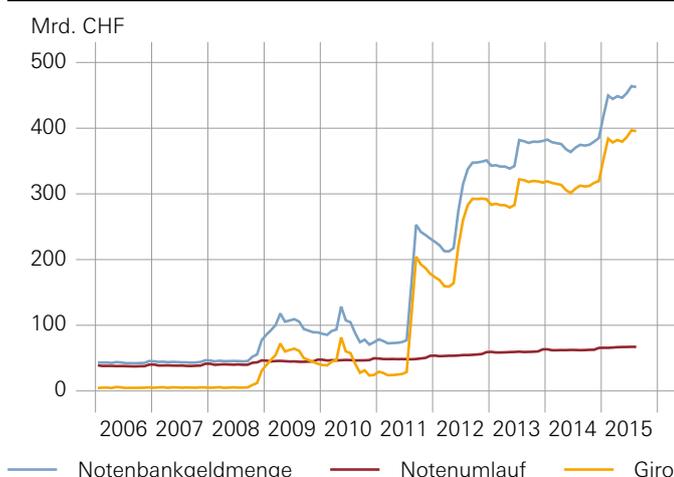
## GELD- UND KREDITAGGREGATE

### Breitere Geldmengen nahezu konstant

Die Notenbankgeldmenge, die sich aus dem Notenumlauf und den Giroguthaben inländischer Banken bei der SNB zusammensetzt, nahm von Mai bis August um 16,4 Mrd. Franken zu (Grafik 5.9). Diese Zunahme ist hauptsächlich auf den Anstieg der Giroguthaben zurückzuführen. Der Notenumlauf stieg im gleichen Zeitraum nur leicht an.

Grafik 5.9

### NOTENBANKGELDMENGE



Quelle: SNB

Tabelle 5.1

### GELDMENGEN UND BANKKREDITE

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2014	2014	2014	2015	2015	2015	2015	2015
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
<b>M1</b> <sup>1</sup>	<b>3,7</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>
<b>M2</b> <sup>1</sup>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,8</b>	<b>1,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>
<b>M3</b> <sup>1</sup>	<b>3,8</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>
<b>Bankkredite total</b> <sup>2, 4</sup>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	
Hypothekarforderungen <sup>2, 4</sup>	3,9	3,8	3,6	3,6	3,5	3,3	3,3	
Haushalte <sup>3, 4</sup>	3,5	3,4	3,3	3,5	3,5	3,5	3,4	
private Unternehmen <sup>3, 4</sup>	4,8	4,5	4,4	3,9	3,7	3,4	3,0	
Übrige Kredite <sup>2, 4</sup>	5,3	8,0	2,6	-2,9	-7,3	-8,2	-8,2	
gedeckt <sup>2, 4</sup>	4,3	8,8	8,0	4,2	0,5	0,0	-0,8	
ungedeckt <sup>2, 4</sup>	6,0	7,5	-1,0	-7,2	-12,3	-13,4	-13,1	

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

<sup>2</sup> Monatsbilanzen

<sup>3</sup> Kreditvolumenstatistik

<sup>4</sup> 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.

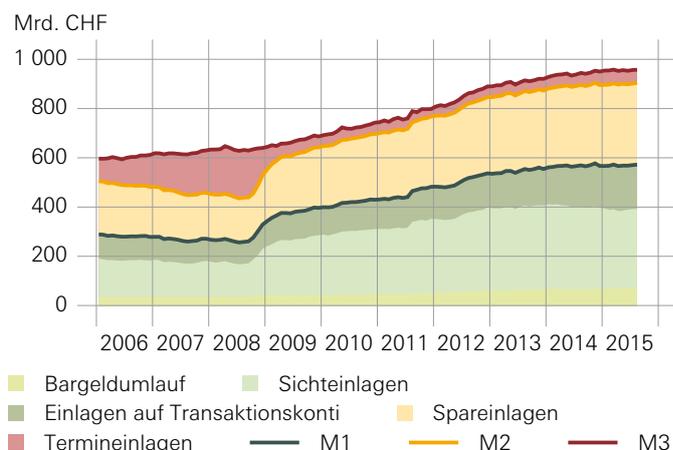
Quelle: SNB

Die breiter gefassten Geldmengen, die die Geldhaltung des inländischen Nichtbankensektors messen, veränderten sich zwischen Mai und August nur wenig (Grafik 5.10). Im August lag die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) 0,5% höher als vor einem Jahr. Die Geldmengen M2 (M1 plus Spareinlagen) und M3 (M2 plus Termineinlagen) nahmen im gleichen Zeitraum um 0,9% bzw. 1,4% zu (Tabelle 5.1).

Grafik 5.10

### GELDMENGEN

Inklusive PostFinance



Quelle: SNB

### Wachstumsverlangsamung bei Hypothekarkrediten

Die Hypothekarforderungen der Banken, die rund 85% der gesamten inländischen Bankkredite ausmachen, wuchsen im zweiten Quartal 2015 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahresperiode um 3,5%, nach 3,6% im ersten Quartal. Die seit gut drei Jahren beobachtete Abschwächung des Wachstums der Hypothekarkredite setzte sich damit fort (Grafik 5.11). Die Gliederung nach Schuldnern zeigt, dass die Wachstumsrate der Hypothekarkredite an private Haushalte konstant blieb, während die Wachstumsrate der Hypothekarkredite an private Unternehmen zurückging (Tabelle 5.1).

Die Abschwächung des Hypothekenwachstums erfolgte vor dem Hintergrund verschiedener Massnahmen, die seit 2012 ergriffen worden sind, um den Risikoappetit der Banken zu zügeln und ihre Widerstandskraft zu stärken. Dazu zählen Selbstregulierungsmassnahmen der Banken, die strengere Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen vorsehen. Weiter hat der Bundesrat auf Antrag der SNB den antizyklischen Kapitalpuffer im Jahr 2013 aktiviert und im Jahr 2014 erhöht. Die Banken sind damit gezwungen, ihre Hypothekarkredite auf Wohnliegenschaften mit zusätzlichen Eigenmitteln zu unterlegen.

### Rückgang der übrigen Kredite

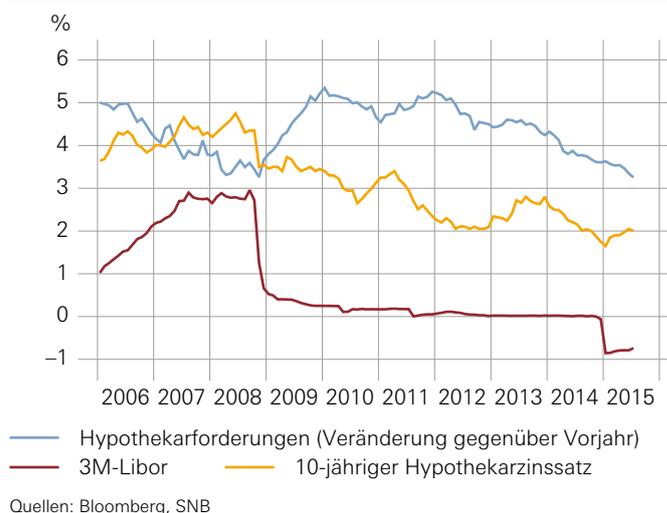
Die übrigen Kredite sind deutlich volatil als die Hypothekarkredite. Im zweiten Quartal lagen sie um 7,3% unter ihrem Vorjahresniveau. Der Trend der übrigen Kredite verläuft seit 2008 ziemlich flach. Der in diesem Zeitraum registrierte Rückgang der ungedeckten übrigen Kredite wird durch den Anstieg der gedeckten übrigen Kredite weitgehend kompensiert (Grafik 5.12).

### Kreditwachstum nach Sektoren

Sowohl die Haushalte als auch die nicht-finanziellen Unternehmen profitierten in den letzten Jahren von den günstigen Finanzierungsbedingungen, was sich in einem kontinuierlichen Anstieg der Bankkredite (Grafik 5.13) ausdrückt. Ende Juli 2015 lagen die Kredite an Haushalte 21,9 Mrd. Franken (3,1%) und die Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen 3,0 Mrd. Franken (1,1%) über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Die Kredite an finanzielle Unternehmen, die bei einem deutlich kleineren Volumen einen volatileren Verlauf aufweisen, nahmen dagegen um 11,3 Mrd. Franken ab (-18,9%).

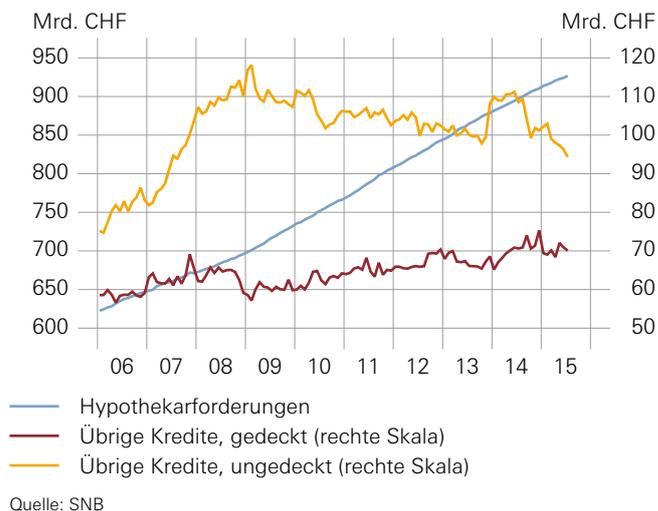
Grafik 5.11

### HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND 3M-LIBOR



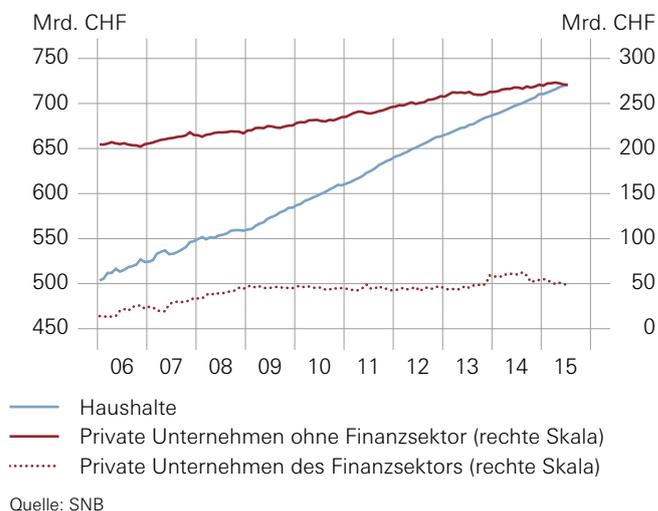
Grafik 5.12

### HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND ÜBRIGE KREDITE



Grafik 5.13

### KREDITE AN HAUSHALTE UND UNTERNEHMEN



---

# Konjunkturtendenzen

## Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

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

### **Drittes 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 Juli bis Anfang September 2015 geführten Gespräche mit 182 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

Gemäss dieser Umfrage zeigt die Wirtschaft im Berichtsquartal schwache Erholungssignale nach der starken Frankenaufwertung infolge der Aufhebung des Mindestkurses am 15. Januar 2015. Für eine gewisse Entspannung sorgen die jüngste Entwicklung bei den Wechselkursen sowie die von den Unternehmern getroffenen Massnahmen. Diese erbrachten in erster Linie günstigere Konditionen für die Beschaffung im Inland und im Ausland (siehe dazu separate Wechselkursumfrage, S. 32 ff.). Die realen Umsätze können insgesamt auf dem Niveau des Vorquartals gehalten werden; die nominellen Umsätze sinken allerdings aufgrund der Entwicklung der Absatzpreise weiter. Die Margenlage bleibt deshalb bei vielen Unternehmen angespannt.

Die Aussichten für das reale Umsatzwachstum in den kommenden Monaten haben sich geringfügig verbessert. Der Fokus der Unternehmer liegt auf den Bemühungen, die Margen wieder auf ein nachhaltiges Niveau zu bringen. Die Personalbestände werden in der Industrie weiterhin leicht sinken; die Investitionsbereitschaft dürfte insgesamt auf dem aktuellen Stand verharren.

### **Marginale Verbesserung**

In der verarbeitenden Industrie liegen die realen Umsätze zwar ungefähr auf dem Stand des Vorquartals, eine marginale Verbesserung ist aber dennoch eingetreten. Nach wie vor liegen hingegen die nominellen Umsätze in vielen Fällen als Folge der tiefen Verkaufspreise deutlich unter den Werten der Vorperiode.

Tiefere reale Umsätze im Vergleich zum Vorquartal weist weiterhin die Maschinenindustrie auf. Leicht höhere reale Umsätze zeigen sich bei Kunststoff verarbeitenden Betrieben und in der Nahrungsmittelbranche. Ein robustes Wachstum weist die Pharmabranche auf. Eine spürbare Verlangsamung ist in der Uhren-, vor allem in der Uhrenzulieferindustrie zu beobachten.

Im Exportgeschäft bleibt der Absatz in die USA dynamisch. Verstärkt spürbar ist auch eine Zunahme der Nachfrage aus einzelnen Ländern Europas, wobei Deutschland weiterhin als Motor funktioniert. Sodann hält sich auch die Nachfrage aus dem arabischen Raum gut. Ein wichtiger Treiber bleibt die Automobilindustrie sowie der Medtech-Sektor. Viele Branchen verzeichnen einen markant verlangsamten Geschäftsgang mit Russland, aber auch mit Indien und Brasilien. Die Signale aus China sind je nach Branche durchzogen.

Der Bausektor verzeichnet saisonbereinigt – auf einem noch immer hohen Niveau – geringere Umsätze als im Vorquartal. Dieser Effekt zeigt sich sowohl im Hoch- wie im Tiefbau. Demgegenüber verzeichnet das Ausbaugewerbe einen weiterhin lebhaften Geschäftsgang.

Im Dienstleistungssektor sind die realen Umsätze leicht höher als im Vorquartal. Nach Branchen bleibt das Bild heterogen: Höhere Umsätze als in der Vorperiode erzielen das Transportgewerbe, der Autohandel, die ICT-Branche (Informations- und Kommunikationstechnik) sowie teilweise die Hotellerie. Unternehmen im Personentransport erwähnen dabei als Grund vor allem die guten Wetterverhältnisse. In der Hotellerie trägt die hohe Anzahl asiatischer Reisegruppen, aber auch eine höhere inländische Nachfrage zu einer Abfederung der negativen Effekte der Frankenstärke bei.

Spürbar geringere Umsätze verzeichnen die Detailhändler. Sie erwähnen als Grund dieser Entwicklung unter anderem den Einkaufstourismus ins Ausland. Grenznahe Einkaufszentren berichten weiterhin von «leeren Lokalitäten» an den Wochenenden.

## KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

---

Die Produktionskapazitäten der befragten Unternehmen sind insgesamt weiterhin geringfügig unterausgelastet. 40% der befragten Firmen stufen ihre Auslastung als tiefer als üblich ein.

In der verarbeitenden Industrie spricht knapp die Hälfte der befragten Unternehmen von einer Unterauslastung. Die meisten Branchen sind davon betroffen. Als deutlich unterausgelastet bezeichnen sich die Maschinenhersteller, die Metallverarbeiter und teilweise die Kunststoff verarbeitende Industrie. Besonders in der Maschinenindustrie ist damit eine deutliche Verschlechterung gegenüber dem Vorquartal eingetreten.

Im Bausektor sind die technischen Kapazitäten – trotz punktueller Abkühlungszeichen – allgemein höher als normal ausgelastet; dies trifft ausgeprägt für das Ausbaugewerbe zu.

Im Dienstleistungssektor zeigt sich bei den meisten Branchen eine leichte bis deutliche Unterauslastung der Infrastruktur (hauptsächlich Büro- und Verkaufsflächen sowie Transportkapazitäten). Eine Ausnahme ist das Personentransportgewerbe, das wetterbedingt von einem hohen Aufkommen von Tagesausflüglern profitieren kann.

## ARBEITSNACHFRAGE

---

### Personalbedarf unverändert

Insgesamt werden die Personalbestände derzeit zwar als ungefähr angemessen eingestuft. Besonders die verarbeitende Industrie signalisiert jedoch einen etwas zu hohen Personalbestand. Dies trifft namentlich für die Hersteller elektrischer Ausrüstungen sowie in der Kunststoff verarbeitenden Industrie zu. Im Bausektor sind die Personalbestände angemessen. Im Dienstleistungssektor haben die Gastronomie und der Detailhandel etwas zu hohe Bestände. Demgegenüber sind Unternehmen aus der Informations- und Kommunikationstechnik (ICT-Branche) eher auf Personalsuche.

Die Aufhebung des Mindestkurses gegenüber dem Euro hat verschiedenste personalpolitische Massnahmen ausgelöst, darunter Einstellungsstopps und die Erhöhung der Arbeitszeit bei gleichem Lohn. Vereinzelt gab es Entlassungen, wobei vor allem Temporärangestellte betroffen sind (vgl. auch nachfolgende Informationen der Sonderumfrage, S. 32 ff.).

## PREISE, MARGEN UND ERTRAGSLAGE

---

### Margendruck bleibt hoch

Die Margenlage hat sich insgesamt gegenüber dem Vorquartal etwas verbessert. Die Margen bleiben jedoch stark unter Druck, und zwar in allen drei Sektoren. Der Preisdruck, der sich durch die Aufhebung des Mindestkurses ergeben hat, wirkt nach. Viele Unternehmen haben in den vergangenen Monaten die Preise gesenkt, um konkurrenzfähig zu bleiben. Punktuell zeigen die ergriffenen Massnahmen bereits Wirkung, und in einer Vielzahl von Branchen zeichnet sich eine Tendenz zur Margenerholung ab. Dies hängt unter anderem mit einer deutlichen Ausweitung der Beschaffung im Ausland zusammen. Die Preise lassen sich hingegen nur in seltenen Fällen erhöhen.

55% der befragten Unternehmen schätzen ihre Margen als tiefer als üblich ein, die Hälfte davon sogar als deutlich tiefer. Knapp 30% der Firmen geben an, Margen im üblichen Rahmen zu erzielen. Diese Werte haben sich im Vergleich zum Vorquartal nicht verändert. Etliche Massnahmen werden zurzeit umgesetzt, um der erschwerten Konkurrenzsituation zu begegnen (vgl. nachfolgende Ergebnisse der Sonderumfrage).

In der verarbeitenden Industrie werden die Gewinnmargen in sämtlichen Branchen mit Ausnahme der Pharma als tiefer oder gar deutlich tiefer als üblich eingestuft.

Auch die Unternehmen des Dienstleistungssektors schätzen die Margen insgesamt als tiefer als üblich ein. Mit besonders geringen Margen sehen sich der Grosshandel und Gastronomiebetriebe konfrontiert. Eine gewisse Verbesserung lässt sich demgegenüber bei der Margenlage der Banken beobachten.

## AUSSICHTEN

---

### Etwas zuversichtlicherer Ausblick

Zwar ist die Unsicherheit über die weitere wirtschaftliche Entwicklung anhaltend hoch. Für die kommenden Monate wird aber insgesamt ein geringfügiger Anstieg der realen Umsätze erwartet, und zwar in allen drei Sektoren. Dazu tragen die etwas verbesserte Konjunkturlage in Europa sowie die günstigeren Wechselkursverhältnisse gegenüber dem Euro und dem Dollar bei. Die grösste Zuversicht – gemessen an der erwarteten realen Umsatzentwicklung – haben die Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor.

In allen Sektoren werden weiterhin sinkende Preise sowohl beim Einkauf als auch beim Verkauf erwartet, allerdings ist der erwartete Rückgang weniger stark als im Vorquartal.

Was die Beschäftigungspläne angeht, so gehen die Gesprächspartner in der verarbeitenden Industrie von einem weiteren leichten Personalabbau aus, während im Dienstleistungssektor und im Bausektor keine Veränderungen vorgesehen sind.

Viele Unternehmen hatten nach der Aufhebung des Mindestkurses einen sofortigen Investitionsstopp erlassen. Die Investitionspläne für die kommenden 12 Monate zeigen insgesamt weiterhin keine Belebung an. Lediglich punktuell werden auf Eis gelegte Pläne nun umgesetzt.

Die Teuerungserwartungen der Unternehmer – gemessen am Konsumentenpreisindex – sind noch immer im negativen Bereich bei  $-0,4\%$  in der kurzen Frist von 6–12 Monaten; in der letzten Umfrage lag der Wert noch bei rund  $-0,6\%$ . In einem längeren Zeithorizont, mit einem Blick auf die nächsten 3–5 Jahre, liegen die Erwartungen bei  $0,6\%$  ( $0,5\%$ ).

Die Hauptsorge der befragten Unternehmer ist weiterhin die angespannte Margenlage, doch ist auch Erleichterung über die eingetretene leichte Entspannung bei der Wechselkursituation spürbar. Vereinzelt kommt in den Gesprächen die Befürchtung zum Ausdruck, dass sich die weiteren Folgen der Frankenstärke erst in den kommenden Monaten in der Gesamtwirtschaft bemerkbar machen könnten. Die Gesprächspartner aus der Industrie befürchten einen beschleunigten und unumkehrbaren Strukturwandel. Wieder etwas stärker in den Fokus der Unternehmer gerückt ist die Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative. Auch Kritik an Überregulierung und zunehmender bürokratischer Belastung wird geäußert. Mit Blick auf das internationale Umfeld führt die jüngste Wachstumsschwäche in China zu einer gewissen Verunsicherung.

---

# Wechselkursumfrage: Auswirkungen der Frankenaufwertung und Reaktionen der Unternehmen

Regionale Wirtschaftskontakte der SNB

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

Im Rahmen der Konjunkturumfrage des dritten Quartals, die von Mitte Juli bis Anfang September 2015 durchgeführt wurde, sprachen die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte die Unternehmen auch systematisch auf die Wechselkursthematik an, um die Auswirkungen der Frankenaufwertung zu quantifizieren. 182 Unternehmen nahmen an dieser Umfrage teil. 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).

Die Aufhebung des Euro-Franken-Mindestkurses am 15. Januar 2015 bedeutet für viele Unternehmen eine grosse Herausforderung. Aus diesem Grund führten die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte im dritten Quartal erneut eine Sonderumfrage zum Thema durch.

Insgesamt sind die Ergebnisse der vorliegenden Umfrage sehr ähnlich wie im Vorquartal. Zudem wird es – je weiter die Aufhebung des Mindestkurses zurückliegt – immer schwieriger, die auf diese Massnahme zurückzuführenden Effekte von anderen zu trennen. Die SNB stellt deshalb diese Sonderumfrage ab dem vierten Quartal ein. Im Rahmen der Standardumfrage werden die Delegierten jedoch Wechselkursbelange weiterhin thematisieren.

## GESAMTERGEBNIS DER UMFRAGE

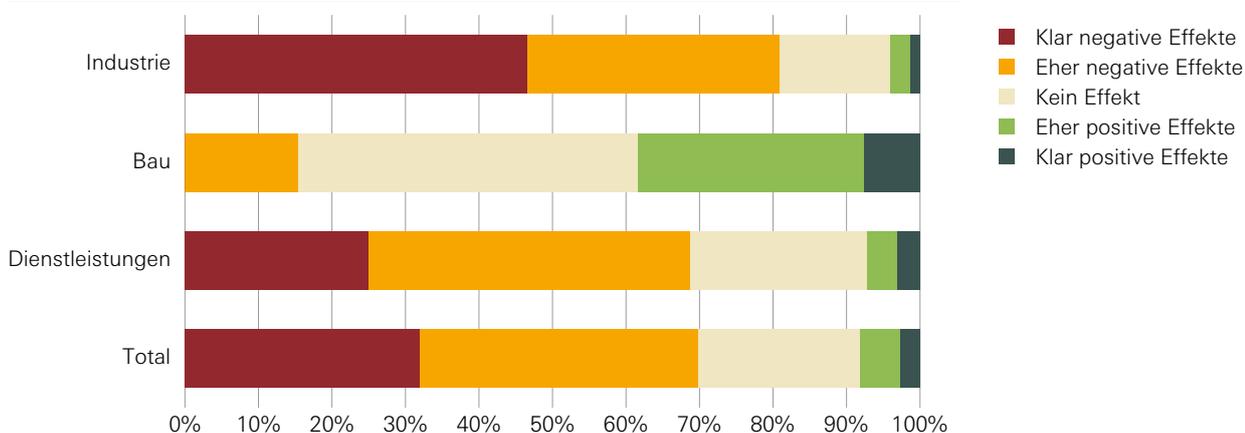
Wie aus Grafik 1 ersichtlich ist, geben 70% der befragten Unternehmen an, negativ von der Frankenaufwertung betroffen zu sein (32% deutlich und 38% leicht negativ). 22% der Unternehmen stellen keine bedeutenden Effekte der Frankenaufwertung auf ihren Geschäftsgang fest. Positive Auswirkungen ergaben sich bei den restlichen 8% der befragten Unternehmen. Allerdings werden die verschiedenen Sektoren der Wirtschaft sehr unterschiedlich von der Aufwertung des Frankens beeinflusst.

Negativ von der Frankenstärke betroffen sind am häufigsten Betriebe der verarbeitenden Industrie, nämlich 81%; im Dienstleistungssektor liegt diese Quote bei 69%. Im Bausektor geben lediglich 15% der befragten Unternehmen an, negativ betroffen zu sein; für knapp 40% der befragten Bauunternehmen überwiegen die positiven Effekte der Frankenstärke dank den günstigeren Einkaufsmöglichkeiten. Zu erwähnen ist, dass baunahe Industriebetriebe in der Auswertung dieser Umfrage zur verarbeitenden Industrie zählen.

Grafik 1

### AUSWIRKUNGEN DER AUFWERTUNG

182 Unternehmen



Quelle: SNB

## NEGATIVE AUSWIRKUNGEN: WO UND WIE?

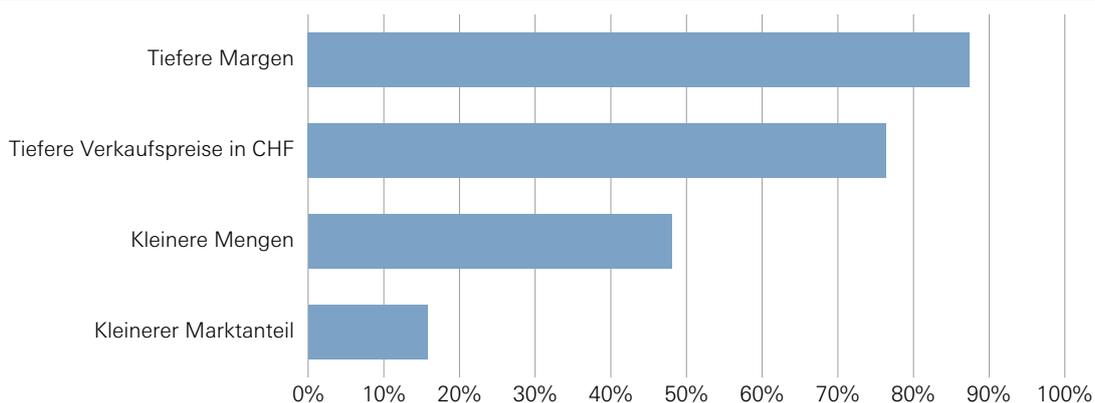
Insgesamt geben 127 Unternehmen (70%) an, leicht oder deutlich negativ von der Frankenaufwertung betroffen zu sein. Grafik 2 zeigt, in welcher Form sich diese negativen Effekte manifestieren. Die negativen Auswirkungen machen sich primär in Form gesunkener Margen und tieferer Verkaufspreise bemerkbar (in CHF bzw. CHF-äquivalentem Preis). Rund 90% bzw. 75% der negativ betroffenen Firmen geben diese Gründe an.

Als drittichtigster Grund wird ein Rückgang in den Absatzvolumina angegeben (knapp 50% der negativ betroffenen Firmen). Vor allem der Absatz im Inland ist davon betroffen. Auch zeigt sich, dass in 15% der Fälle aufgrund der ungünstigen Konkurrenzsituation Marktanteile eingebüsst werden.

Grafik 2

### NEGATIV BEEINFLUSSTE UNTERNEHMEN: AUSWIRKUNGEN DER AUFWERTUNG

127 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

## NEGATIVE AUSWIRKUNGEN: WIE REAGIEREN DIE FIRMIEN?

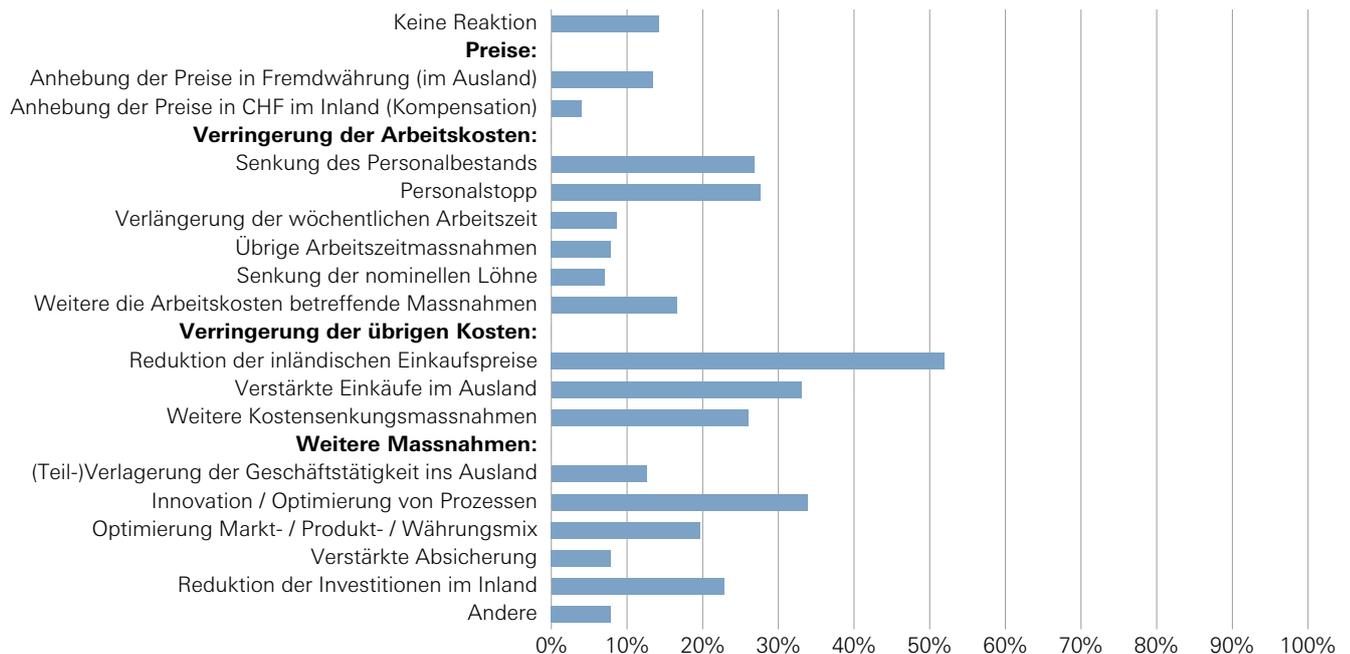
Die Firmen wurden ferner nach den Massnahmen befragt, die sie bereits umgesetzt haben, um den negativen Auswirkungen der Frankenaufwertung bzw. der Margenerosion entgegenzuwirken. Grafik 3 zeigt das Spektrum dieser Reaktionen. Rund 85% der negativ von der Frankenstärke betroffenen Firmen haben Massnahmen beschlossen. Am häufigsten wird die erreichte Verminderung der Einkaufspreise im Inland erwähnt (52% der Firmen), vor Massnahmen zur Prozessoptimierung bzw. zur Innovation (34%) und vermehrtem Einkauf im Ausland (33%). Teilweise erhöhen die Firmen den Anteil ihrer Auslandeinkäufe massiv.

Arbeitskosten werden in erster Linie durch einen Personalstopp (28%) bzw. einen Personalabbau (27%) gesenkt. Eine Erhöhung der Arbeitszeiten nahmen knapp 10% der befragten Firmen vor. Eine Reduktion der Investitionen in der Schweiz sowie die Optimierung des Markt-/Produkt- und Währungsmixes sind weitere Strategien. 13% der negativ von der Frankenstärke betroffenen Unternehmen verlagern Teile ihrer Produktion ins Ausland.

Grafik 3

### NEGATIV BEEINFLUSSTE UNTERNEHMEN: BEREITS ERFOLGTE REAKTION AUF DIE AUFWERTUNG

127 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



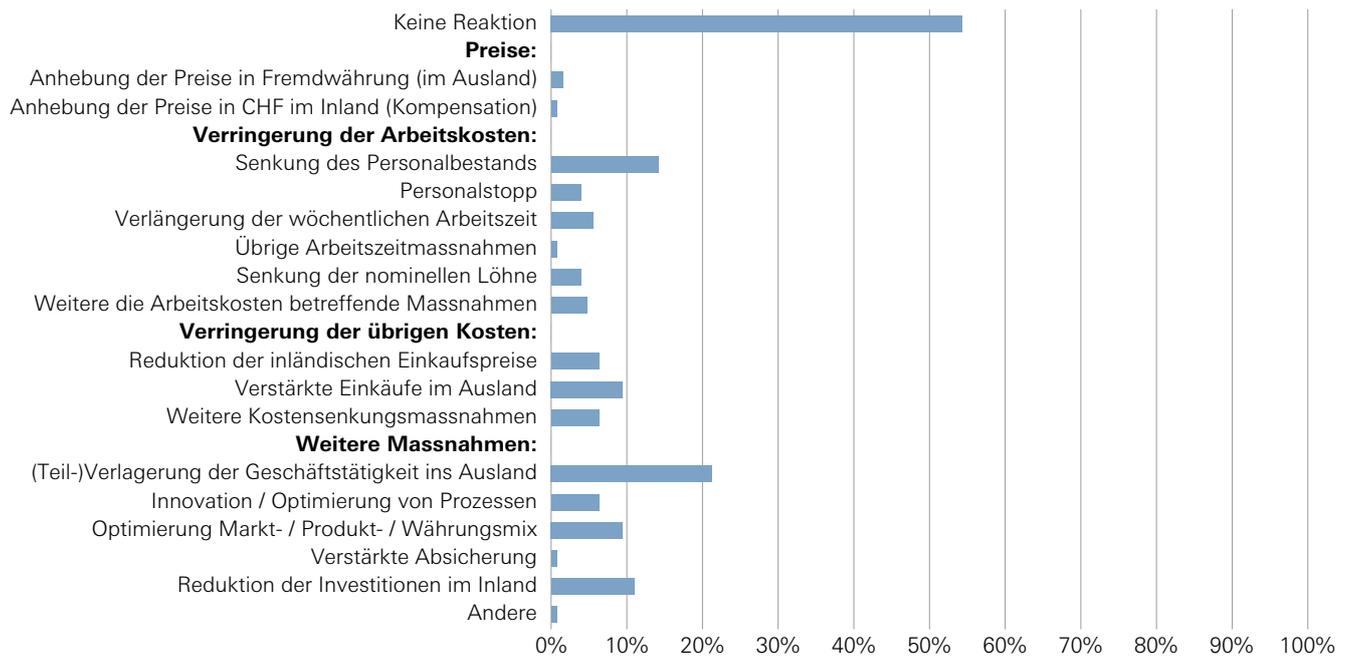
Quelle: SNB

Grafik 4 zeigt die Reaktionen, die bei den negativ betroffenen Unternehmen noch in Evaluation sind. Etwa die Hälfte dieser Unternehmen gibt an, trotz einer Beeinträchtigung in Zukunft keine Massnahmen zu evaluieren. Bei denjenigen Unternehmen, die Massnahmen evaluieren, steht hauptsächlich die teilweise Verlagerung von Produktionsprozessen ins Ausland zur Diskussion; ebenso werden Personalabbau, verminderte Investitionen in der Schweiz und verstärkte Einkäufe im Ausland geprüft.

Grafik 4

**NEGATIV BEEINFLUSSTE UNTERNEHMEN: REAKTION AUF DIE AUFWERTUNG IN EVALUATION**

127 Unternehmen, Mehrfachnennungen möglich



Quelle: SNB

## **KEINE AUSWIRKUNGEN: WAS SIND DIE GRÜNDE?**

Wie zu erwarten ist, handelt es sich bei den 22% der Unternehmen, die keine bedeutenden Effekte der Frankenaufwertung auf ihren Geschäftsgang feststellen, hauptsächlich um Unternehmen, die nicht wechselkursexponiert sind (in rund 60% der Fälle). Wechselkurseffekte können aber auch neutralisiert werden, indem sich positive und negative Faktoren kompensieren (rund 30%) oder die betreffenden Unternehmen bereits vor der Aufhebung des Mindestkurses Absicherungsgeschäfte getätigt haben (5%).

## **POSITIVE AUSWIRKUNGEN: WO UND WIE?**

Von geringfügig oder gar deutlich positiven Auswirkungen der Frankenaufwertung profitierten 8% der befragten Unternehmen. Die positiven Auswirkungen ergeben sich überwiegend in Form tieferer Inputkosten und/oder besserer Gewinnmargen. Knapp die Hälfte der positiv betroffenen Unternehmen erwähnten die höheren Verkaufsvolumen bzw. – in einem Viertel der Fälle – die günstigeren Bedingungen für Investitionen sowie für Forschung und Entwicklung.

---

# Geld- und währungs- politische Chronik

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

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 17. September belässt die SNB das Zielband für den 3M-Libor bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$  und den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei  $-0,75\%$ . Die SNB bekräftigt, bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu bleiben, um dem Einfluss der Wechselkurssituation auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung zu tragen. Der Franken ist aus Sicht der SNB trotz einer leichten Abschwächung immer noch deutlich überbewertet. Die negativen Zinsen in der Schweiz und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu sein, dienen dazu, den Druck auf den Franken abzuschwächen.

Juni 2015

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. Juni belässt die SNB das Zielband für den 3M-Libor bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$  und den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei  $-0,75\%$ . Der Negativzins trägt dazu bei, Anlagen in Franken weniger attraktiv zu machen. Aus Sicht der SNB ist der Franken deutlich überbewertet. Die SNB bekräftigt, dass sie der Wechselkurssituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung trägt. Sie bleibe deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Bedingungen zu beeinflussen.

April 2015

Am 22. April reduziert die SNB den Kreis der nicht dem Negativzins unterstellten Inhaber von SNB-Girokonten. Damit unterliegen nur noch die Girokonten der zentralen Bundesverwaltung und der Ausgleichsfonds AHV/IV/EO nicht dem Negativzins.

März 2015

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 Wechselkurssituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung weiterhin Rechnung trägt. Sie bleibe deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.

Januar 2015

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 Wechselkurssituation Rechnung tragen. Sie bleibe deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv.

Dezember 2014

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  $0\%$  bis  $-0,25\%$ ). Die Einführung von Negativzinsen macht das Halten von Frankenanlagen weniger attraktiv und unterstützt damit den Mindestkurs.

## 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)58 631 32 84  
Fax: +41 (0)58 631 81 14  
E-Mail: library@snb.ch

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



### Elektronisch ist das Quartalsheft abrufbar auf:

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

### Internet

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

### Urheberrecht/Copyright ©

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) respektiert sämtliche  
Rechte Dritter namentlich an urheberrechtlich schützba-  
ren Werken (Informationen bzw. Daten, Formulierungen und Darstellungen,  
soweit sie einen individuellen Charakter aufweisen).

Soweit einzelne SNB-Publikationen mit einem Copyright-Vermerk  
versehen sind (© Schweizerische Nationalbank/SNB, Zürich/Jahr  
o. ä.), bedarf deren urheberrechtliche Nutzung (Vervielfältigung,  
Nutzung via Internet etc.) zu nicht kommerziellen Zwecken einer  
Quellenangabe. Die urheberrechtliche Nutzung zu kommerziel-  
len 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 ver-  
pflichtet, allfällige Urheberrechte daran zu respektieren und selbst  
entsprechende Nutzungsbefugnisse bei diesen fremden Quellen  
einzuholen.

### Haftungsbeschränkung

Die SNB bietet keine Gewähr für die von ihr zur Verfügung gestellten  
Informationen. Sie haftet in keinem Fall für Verluste oder Schäden,  
die wegen Benutzung der von ihr zur Verfügung gestellten Informa-  
tionen entstehen könnten. Die Haftungsbeschränkung gilt insbe-  
sondere 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

