

---

Quartalsheft  
4/2017 Dezember

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





---

Quartalsheft  
4/2017 Dezember

35. Jahrgang



---

# Inhalt

	Seite
<b>Bericht über die Geldpolitik</b>	<b>4</b>
1 Geldpolitischer Entscheid vom 14. Dezember 2017	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	21
<b>Konjunktursignale</b>	<b>28</b>
Dank	34
<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>	<b>38</b>

---

# Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Dezember 2017

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 14. Dezember 2017») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

Dieser Bericht berücksichtigt Daten und Informationen, die bis zum 14. Dezember 2017 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 14. Dezember 2017

## Nationalbank behält expansive Geldpolitik unverändert bei

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) belässt ihre Geldpolitik unverändert expansiv, mit dem Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen. Der Zins auf Sichteinlagen bei der SNB beträgt weiterhin  $-0,75\%$ , und die SNB belässt das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) unverändert zwischen  $-1,25\%$  und  $-0,25\%$ . Die SNB bleibt bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, wobei sie die gesamte Währungssituation berücksichtigt.

Seit der letzten Lagebeurteilung hat sich der Schweizer Franken weiter gegenüber dem Euro und neu auch gegenüber dem US-Dollar abgeschwächt. Der Abbau der Überbewertung hat sich also fortgesetzt, aber der Franken ist weiterhin hoch bewertet. Die Abwertung des Frankens widerspiegelt, dass sichere Häfen zurzeit weniger gesucht sind. Diese Entwicklung ist aber noch fragil. Trotz der eingetretenen Entspannung bleiben deshalb der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, unverändert notwendig. Diese Massnahmen halten die Attraktivität von Anlagen in Franken tief und reduzieren dadurch den Druck auf den Franken. Eine erneute Aufwertung würde die Preis- und Konjunktorentwicklung nach wie vor gefährden.

Die neue bedingte Inflationsprognose liegt für die kommenden Quartale höher als noch im September (Grafik 1.1). Dies ist vor allem auf den gestiegenen Erdölpreis und die weitere Abschwächung des Frankens zurückzuführen. In der längeren Frist ist die Inflationsprognose nahezu unverändert. Für 2017 liegt sie mit  $0,5\%$  geringfügig höher als die im letzten Quartal prognostizierten  $0,4\%$ . Für 2018 erwartet die SNB eine Inflation von  $0,7\%$ , verglichen mit  $0,4\%$  im Vorquartal. Für 2019 geht die SNB wie bis anhin von einer Inflation von  $1,1\%$  aus. Die bedingte Inflationsprognose beruht auf der Annahme, dass der 3M-Libor über den gesamten Prognosezeitraum bei  $-0,75\%$  bleibt.

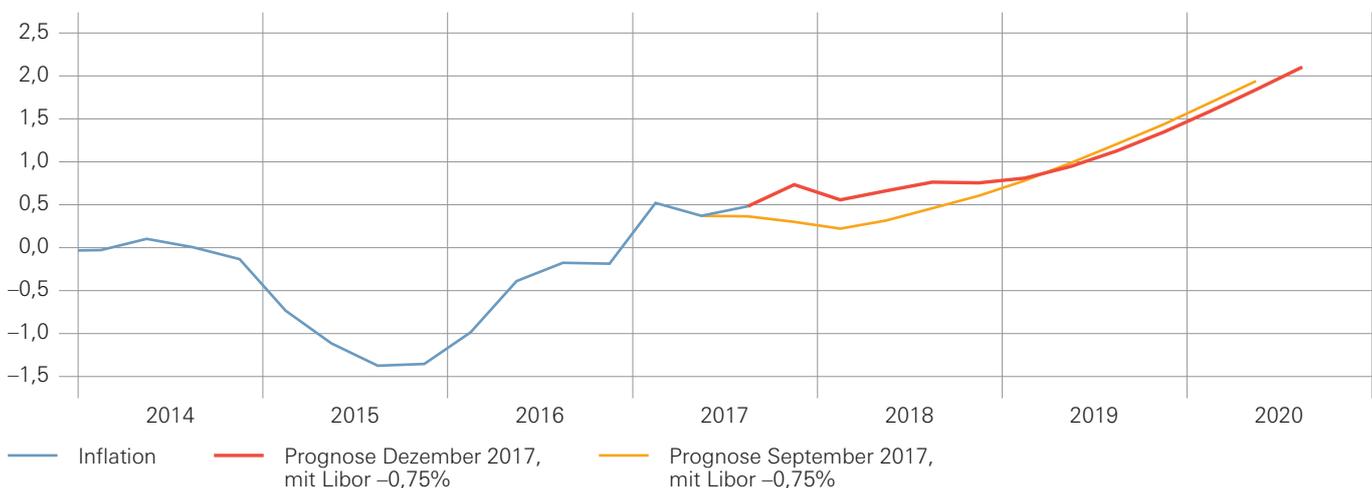
Das internationale Umfeld hat sich in den letzten Monaten weiter verbessert. Die Weltwirtschaft wuchs im dritten Quartal kräftig und auf breiter Basis. Für die kommenden Quartale geht die SNB davon aus, dass sich die Weltwirtschaft weiter günstig entwickelt. Gegenüber dem früheren Basisszenario wurden die Wachstumsprognosen für die Eurozone und die USA leicht angehoben. Während sich in den USA die Normalisierung der Geldpolitik graduell fortsetzt, bleibt die Geldpolitik in der Eurozone und Japan sehr expansiv. In der Schweiz nahm das BIP im dritten Quartal um hochgerechnet  $2,5\%$  zu. Das Wachstum wurde in erster Linie von der verarbeitenden Industrie getrieben. Diese profitierte von der dynamischen Auslandkonjunktur und der Abwertung des Frankens. Im Zuge dieser Entwicklung hat sich die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten weiter erholt. Auch die Arbeitslosenquote ist bis im November nochmals leicht gesunken.

Dank dem stützenden internationalen Umfeld und den günstigen monetären Bedingungen dürfte sich die Erholung der Schweizer Wirtschaft in den kommenden Monaten fortsetzen. Für 2018 rechnet die SNB mit einem BIP-Wachstum von rund  $2\%$ , nach  $1\%$  im laufenden Jahr.

Grafik 1.1

### BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE DEZEMBER 2017

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent



Die Ungleichgewichte am Hypothekar- und Immobilienmarkt bestehen weiterhin. Während das Wachstum der Hypothekarkredite 2017 relativ tief blieb, zogen die Preise von Wohneigentum wieder leicht an. Bei den Wohnrenditeliegenschaften setzte sich das hohe Preiswachstum fort. Die SNB beobachtet die Entwicklungen auf diesen Märkten weiterhin aufmerksam und prüft regelmässig, ob der antizyklische Kapitalpuffer angepasst werden muss.

### 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 Frankens fest.

Tabelle 1.1

### BEOBACHTETE INFLATION DEZEMBER 2017

	2014				2015				2016				2017				2014	2015	2016
	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	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,5		0,0	-1,1	-0,4

### BEDINGTE INFLATIONS PROGNOSE DEZEMBER 2017

	2017				2018				2019				2020				2017	2018	2019
	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 September 2017, mit Libor -0,75%			0,4	0,3	0,2	0,3	0,5	0,6	0,8	1,0	1,2	1,4	1,7	1,9		0,4	0,4	1,1	
Prognose Dezember 2017, mit Libor -0,75%			0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	1,1	1,3	1,6	1,8	2,1	0,5	0,7	1,1	

## 2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Das internationale Umfeld hat sich in den letzten Monaten weiter verbessert. Die Weltwirtschaft wuchs im dritten Quartal kräftig und auf breiter Basis. So blieb insbesondere der internationale Handel dynamisch (Grafik 2.1). Angesichts der besseren Kapazitätsauslastung und der wachsenden Zuversicht der Unternehmen erholten sich die Investitionen weiter. Die Beschäftigungsentwicklung blieb positiv, was zu einer guten Stimmung auch bei den privaten Haushalten beitrug. Die Teuerung in den Industrieländern tendierte in den letzten Monaten mehrheitlich seitwärts.

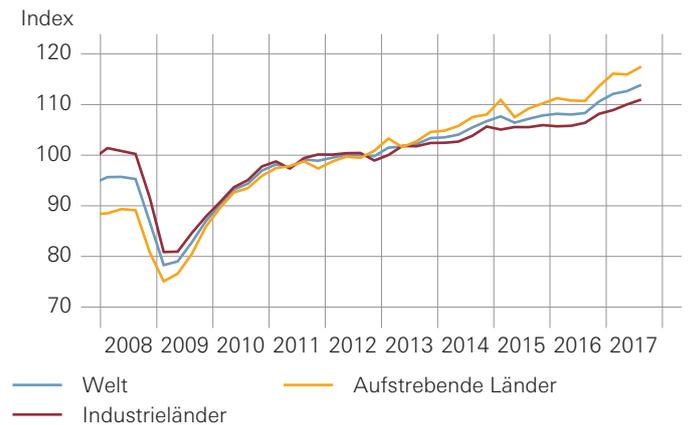
Die Konjunktursignale für die kommenden Monate sind ermutigend. Die SNB geht davon aus, dass sich die Weltwirtschaft weiterhin günstig entwickelt. Für die Eurozone und die USA hat sie ihre Prognose sogar leicht angehoben.

Die wirtschaftliche Erholung und die Annäherung an die angestrebte Inflation sind in den USA am weitesten fortgeschritten. Dies bewog die Federal Reserve (Fed), in diesem Jahr mehrere Zinsschritte vorzunehmen und die Reduktion der Bilanz einzuleiten. Die Fed plant, ihre Geldpolitik allmählich weiter zu normalisieren. Die EZB will dagegen ihre Wertpapierkäufe bis mindestens September 2018 weiterführen und die Leitzinsen über diese Frist hinaus unverändert lassen. Auch in Japan wird sich die sehr expansive Geldpolitik voraussichtlich fortsetzen.

Grafik 2.1

### Globale Exporte

Durchschnitt des Berichtszeitraums = 100



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

Tabelle 2.1

### WELTWIRTSCHAFTLICHES BASISZENARIO

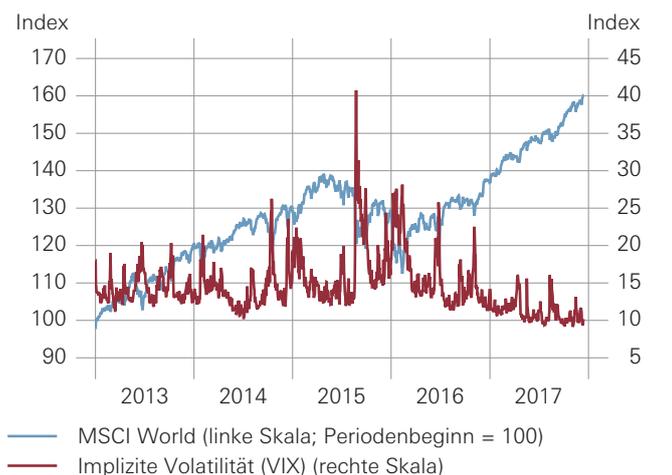
	2013	2014	2015	2016	Szenario	
					2017	2018
<b>BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent</b>						
Global <sup>1</sup>	3,3	3,6	3,5	3,3	3,8	3,9
USA	1,7	2,6	2,9	1,5	2,2	2,4
Eurozone	-0,2	1,3	2,1	1,8	2,3	2,1
Japan	2,0	0,3	1,4	0,9	1,8	1,1
<b>Erdölpreis in USD pro Fass</b>						
	108,7	99,0	52,5	43,8	54,1	61,0

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

Quellen: SNB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.2

## AKTIENMÄRKTE



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.3

## INTERNATIONALE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere

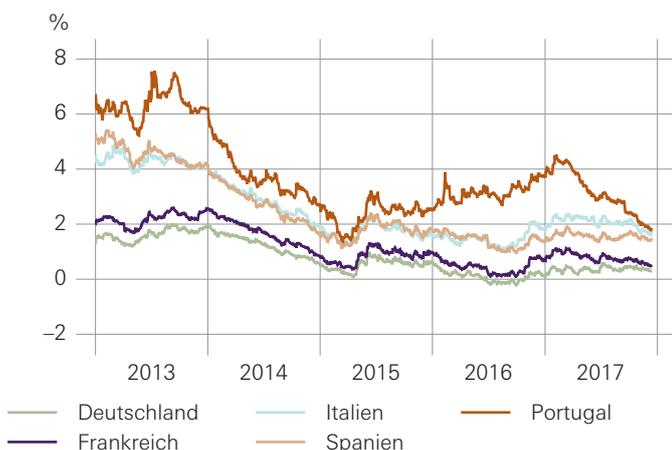


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.4

## EUROPÄISCHE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Das Basisszenario für die Weltwirtschaft ist Risiken ausgesetzt. In der kurzen Frist könnte das Wachstum aufgrund der deutlichen Stimmungsaufhellung bei den Haushalten und Unternehmen stärker ausfallen als im Basisszenario angenommen. Mittelfristig sind die Risiken für die Weltwirtschaft jedoch weiterhin eher nach unten gerichtet. Zu diesen Risiken zählen politische Entwicklungen in einzelnen Ländern wie auch mögliche internationale Spannungen. Darüber hinaus ergeben sich aus der Normalisierung der Geldpolitik in den Industrieländern Herausforderungen. Insbesondere könnte sich ein abrupter Anstieg der gegenwärtig sehr tiefen Kapitalmarktzinsen und der Risikoprämien negativ auf die Weltkonjunktur auswirken.

Den Prognosen der Nationalbank für die Weltwirtschaft liegen Annahmen zum Erdölpreis und zum Euro-Dollar-Wechselkurs zugrunde. Für Erdöl der Sorte Brent unterstellt die SNB einen Preis von 61 US-Dollar pro Fass, was 11 US-Dollar über dem Niveau im Basisszenario vom September liegt (Tabelle 2.1). Für den Eurokurs in US-Dollar unterstellt die SNB einen Wert von 1.17, verglichen mit 1.16 im September. Beides entspricht einem 20-Tage-Durchschnitt zum Erstellungszeitpunkt des aktuellen Basisszenarios.

## INTERNATIONALE FINANZ- UND ROHWARENMÄRKTE

Gestützt durch die solide Weltkonjunktur und die robuste Entwicklung der Unternehmensgewinne entwickelten sich die internationalen Aktienmärkte seit der Lagebeurteilung von Mitte September positiv. Der Aktienindex MSCI World erreichte einen neuen Höchststand, ebenso der amerikanische Aktienmarktindex S&P 500 und zwischenzeitlich auch der deutsche DAX. Zudem fiel die an Optionen gemessene Volatilität von US-Aktien (VIX), die als Mass für Marktunsicherheit gilt, Anfang November auf den tiefsten Stand seit der Einführung dieses Masses im Jahr 1990 (Grafik 2.2).

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Industrieländern bewegten sich uneinheitlich. In mehreren Mitgliedsländern der Eurozone gingen sie infolge des EZB-Entscheidung, das Anleihekaufprogramm bis September 2018 auszudehnen, leicht zurück. Die US-Renditen tendierten dagegen dank der erwarteten Steuerreform und positiver Konjunkturdaten leicht höher. In Japan verharrten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen nahe dem Zielwert der Bank of Japan von null Prozent (Grafiken 2.3 und 2.4).

Der US-Dollar tendierte auf handelsgewichteter Basis etwas stärker, nachdem er seit Jahresbeginn kontinuierlich an Wert verloren hatte. Infolge der geldpolitischen Straffung der Bank of England wertete sich das britische Pfund ebenfalls auf. Der Euro und der japanische Yen tendierten seitwärts (Grafik 2.5).

Die Rohwarenpreise setzten ihre zur Jahresmitte begonnene Aufwärtsbewegung fort. Ein Rückgang der Lagerbestände und die unter den wichtigen Ölförderstaaten vereinbarte

Produktionsbeschränkung trugen zu einem weiteren Anstieg des Erdölpreises bei. Mitte Dezember lag der Erdölpreis der Sorte Brent leicht über 60 US-Dollar pro Fass, dem höchsten Stand seit mehr als zwei Jahren. Auch die Preise für Industriemetalle stiegen seit Jahresmitte insgesamt an, obschon sie seit Mitte November wieder etwas zurückgingen (Grafik 2.6).

## USA

Die US-Wirtschaft wuchs im dritten Quartal 2017 um 3,3% und damit ähnlich stark wie im Vorquartal (Grafik 2.7). Der Privatkonsum und die Ausrüstungsinvestitionen legten erneut kräftig zu, während die Bauinvestitionen nochmals etwas zurückgingen. Das Wachstumstempo hat sich seit Anfang des Jahres beschleunigt, obwohl die Wirbelstürme im August und September die Aktivität und die Beschäftigung etwas beeinträchtigten. Der Beschäftigungsaufbau setzte sich in den letzten Monaten fort, und die Arbeitslosenquote sank im November auf 4,1% (Grafik 2.10).

Der Konjunkturausblick für die USA hat sich seit der Lagebeurteilung vom September leicht verbessert. Die Binnenaktivität bleibt dynamisch. So stiegen die Einzelhandelsumsätze in den letzten Monaten weiter, und die Industrieproduktion erholte sich im Oktober deutlich von den Auswirkungen der Wirbelstürme. Der Wiederaufbau wird in den kommenden Monaten einen zusätzlichen Wachstumsimpuls liefern. Günstige Finanzierungsbedingungen und die für 2018 geplanten Steuersenkungen dürften den privaten Konsum und die Unternehmensinvestitionen in den kommenden Jahren stimulieren. Aufgrund der stärkeren Konjunkturndynamik hat die SNB ihre BIP-Prognose leicht erhöht auf 2,2% für 2017 und 2,4% für 2018 (Tabelle 2.1). Die mittlere Frist bleibt jedoch unsicher, weil einige Aspekte der künftigen Wirtschaftspolitik weiterhin unklar sind.

Aufgrund höherer Energiepreise stieg die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteuering in den letzten Monaten leicht an und betrug im November 2,2% (Grafik 2.11). Die Kernteuerung lag nahezu unverändert bei 1,7% (Grafik 2.12). Der Kern-Konsumdeflator, den die Fed als Preismass bevorzugt, erhöhte sich im Oktober moderat. Die Teuerung liegt noch unter dem Zielwert der Fed, dürfte aber graduell steigen. Die Fed begann im Oktober mit der Reduktion ihrer Bilanz und erhöhte im Dezember das Zielband für den Leitzins auf 1,25% –1,50%. Sie plant weiterhin, ihre Geldpolitik allmählich zu normalisieren (Grafik 2.13).

Grafik 2.5

## WECHSELKURSE

Handelsgewichtet, Periodenbeginn = 100

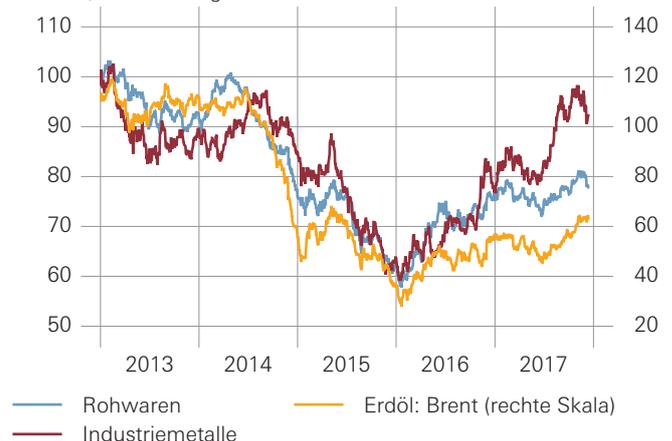


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.6

## ROHWARENPREISE

Index, Periodenbeginn = 100 USD/Fass

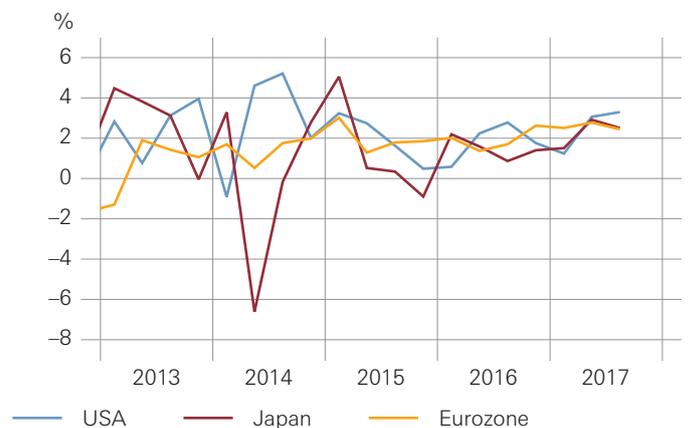


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.7

## REALES BIP: INDUSTRIELÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode

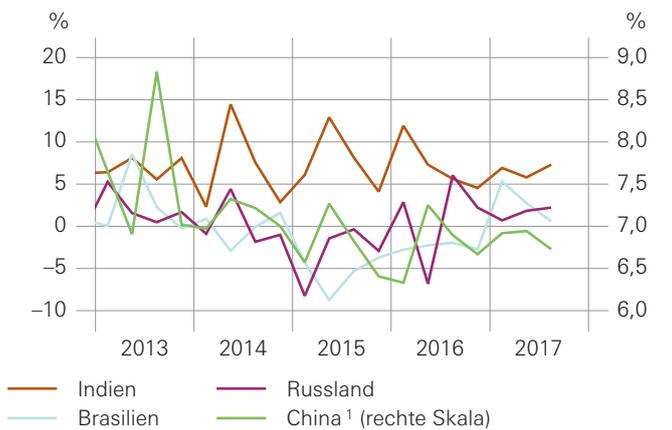


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.8

### REALES BIP: AUFSTREBENDE LÄNDER

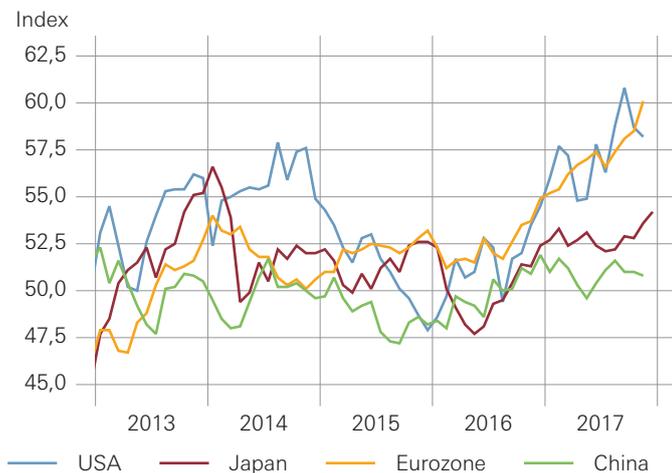
Veränderung gegenüber Vorperiode



1 Schätzung: SNB.  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.9

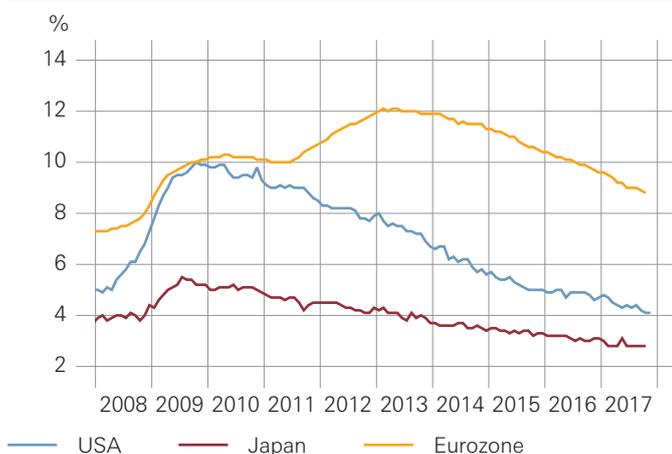
### EINKAUFSMANAGER-INDIZES INDUSTRIE



Quelle: Markit Economics Ltd 2009, alle Rechte vorbehalten

Grafik 2.10

### ARBEITSLOSENQUOTEN



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## EUROZONE

In der Eurozone setzt sich der konjunkturelle Aufschwung fort. Das BIP wuchs im dritten Quartal um 2,4% und auf breiter Basis. In Deutschland, Italien und Spanien fiel das Wachstum deutlich über dem Potenzial aus. Die Investitionen und die Exporte expandierten weiterhin kräftig. Der Beschäftigungsaufbau setzte sich fort, und die Arbeitslosigkeit ging weiter zurück (Grafik 2.10).

Die Konjunkturaussichten sind durchwegs positiv. Die Stimmung in der Industrie und bei den privaten Haushalten ist ausserordentlich gut. Gemäss Umfragen planen die Unternehmen, ihre Investitionen weiter auszubauen, möglicherweise auch, um ihre Kapazitäten angesichts zunehmender Auslastung zu erweitern. Gestützt durch die günstigen Finanzierungsbedingungen und die Verbesserung am Arbeitsmarkt dürfte die Binnennachfrage daher dynamisch bleiben. Der Konjunkturausblick unterliegt jedoch weiterhin Risiken. Dazu zählen politische Unwägbarkeiten wie die Ausgestaltung der Beziehungen zwischen der EU und Grossbritannien und die bis Mai 2018 anstehenden Wahlen in Italien. Aufgrund der positiven Konjunkturdynamik hat die SNB ihre Wachstumserwartungen für die Eurozone erneut nach oben angepasst. Sie rechnet für 2017 mit einem BIP-Wachstum von 2,3%, was dem stärksten Wachstum der letzten zehn Jahre entspricht, und für 2018 mit einem Wachstum von 2,1%.

Die Konsumentenpreis-inflation tendierte in den letzten Monaten seitwärts und lag im November bei 1,5% (Grafik 2.11). Die Kernteuerung sank dagegen leicht unter 1,0%, was vor allem auf die Preise für Dienstleistungen zurückzuführen war (Grafik 2.12). Die anhand von Finanzmarktindikatoren ermittelten mittelfristigen Inflationserwartungen stiegen leicht an, liegen jedoch weiterhin unter dem von der EZB angestrebten Wert von knapp 2%. Trotz der Besserung am Arbeitsmarkt blieb das Lohnwachstum in der Eurozone verhalten.

Die EZB beschloss Ende Oktober, ihre Wertschriftenkäufe bis mindestens September 2018 weiterzuführen und die Leitzinsen für längere Zeit unverändert zu lassen. Ab Januar 2018 will sie jedoch die monatlichen Käufe von 60 auf 30 Mrd. Euro reduzieren. Zudem stellt sie den Banken im Rahmen ihrer regulären Refinanzierungsgeschäfte weiterhin bis mindestens Ende 2019 unlimitiert Liquidität bereit.

## JAPAN

In Japan wächst das BIP seit nahezu zwei Jahren über seiner Potenzialrate. Im dritten Quartal betrug das Wachstum 2,5% und reflektierte vor allem einen starken Aussenhandelsbeitrag (Grafik 2.7). Die Nachfrage schwankte in den vergangenen Quartalen jedoch stark. Seit Jahresbeginn expandierte das BIP um durchschnittlich 2,3%, wobei besonders die Exporte, die Unternehmensinvestitionen und die öffentlichen Investitionen kräftig zulegten. Gegenüber dem Vorjahr gewann die Konjunktur weiter an Schwung. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten sind gut ausgelastet, und die Arbeitslosenquote liegt mit 2,8% so tief wie zuletzt Mitte der 1990er-Jahre.

Die gute globale Industriekonjunktur dürfte die japanische Wirtschaft weiter stützen. Dank der robusten Gewinnentwicklung, der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und der allgemeinen Stimmungsaufhellung dürften die Unternehmensinvestitionen weiter an Schwung gewinnen. Dagegen dürften die Impulse des im Sommer letzten Jahres beschlossenen Konjunkturpakets allmählich nachlassen. Wegen Datenrevisionen erhöht sich die BIP-Prognose für 2017 auf 1,8%; dies wäre das stärkste Wachstum seit 2013. Das BIP-Wachstum dürfte auch im Jahr 2018 über dem Potenzial liegen (Tabelle 2.1).

Die Teuerungsdynamik verbessert sich allmählich. Der Index der Konsumentenpreise unter Ausschluss der Preise für Nahrungsmittel und Energie stieg in den letzten Monaten leicht an und lag im November wieder auf seinem Vorjahresniveau (Grafik 2.12). Der von der Bank of Japan berechnete getrimmte Mittelwert, der die Produkte mit den grössten Preisveränderungen ausklammert, stieg seit Jahresbeginn deutlicher auf 0,5%. Darüber hinaus legte auch die Energieteuerung zu. Aufgrund eines Basiseffekts bei den Preisen für frische Nahrungsmittel sank jedoch die Gesamtteuerung im Oktober auf 0,2% (Grafik 2.11). Mit der steigenden gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung sowie unter dem Einfluss des höheren Erdölpreises und des schwächeren Yens dürfte die Inflation in den kommenden Monaten zulegen. Die aus den Unternehmensumfragen ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen tendierten seitwärts und blieben deutlich unterhalb des Inflationsziels der japanischen Zentralbank von 2%. In diesem Umfeld will die Bank of Japan an ihrer expansiven Geldpolitik festhalten.

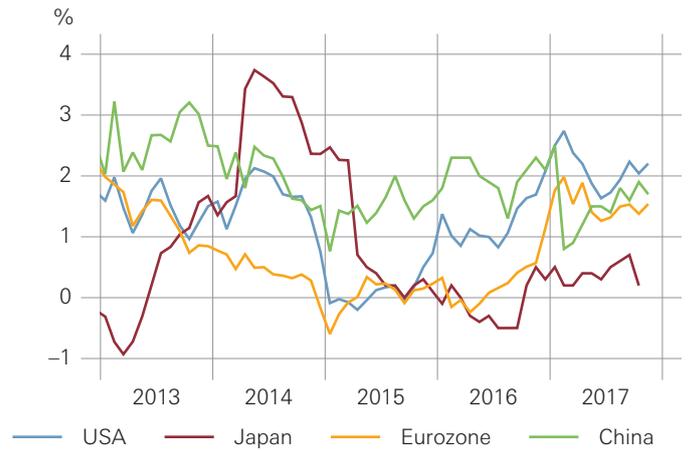
## AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN

In China expandierte das BIP im dritten Quartal mit 6,7% weiterhin stark (Grafik 2.8). Sowohl die Bauaktivität wie auch die Industrieaktivität verloren zwar etwas an Schwung. Demgegenüber wuchs die Wertschöpfung im Dienstleistungssektor erneut kräftig und auf breiter Basis. In Indien wuchs das BIP mit 7,3% im Rahmen des Potenzials. In Russland und Brasilien festigten sich die Signale einer Erholung jeweils weiter.

Grafik 2.11

### KONSUMENTENPREISE

Veränderung gegenüber Vorjahr

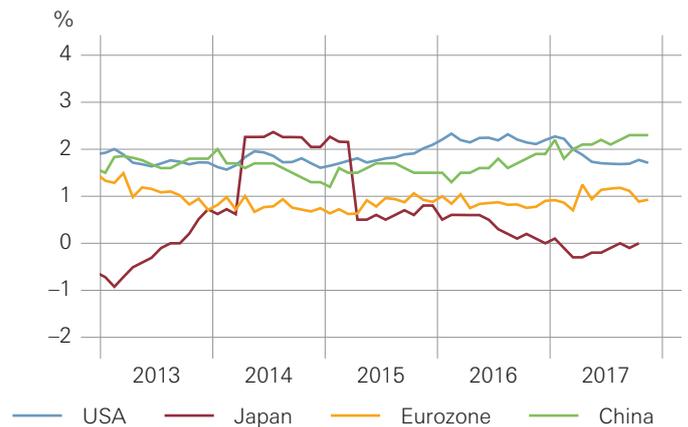


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.12

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

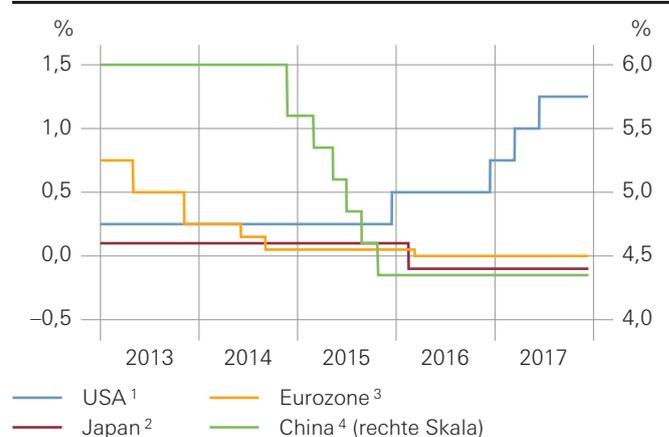
Veränderung gegenüber Vorjahr



<sup>1</sup> Ohne Nahrungsmittel und Energie.  
Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.13

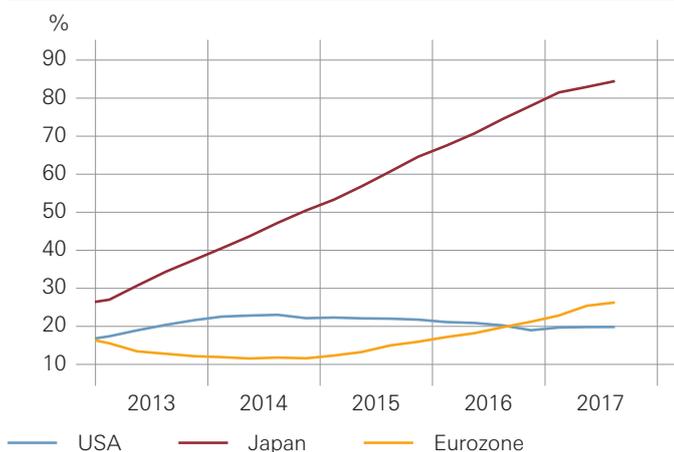
### OFFIZIELLE ZINSSÄTZE



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

**MONETÄRE BASIS**

Relativ zum BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Der Ausblick für China hat sich seit der letzten Lagebeurteilung nicht verändert. Der Konsum dürfte dank der steigenden Einkommen und der guten Konsumentenstimmung weiterhin kräftig zulegen. Ein langsames Kreditwachstum und die makroprudenziellen Massnahmen der Regierung am Immobilienmarkt dürften dagegen das Wachstum etwas dämpfen. Im Jahr 2017 dürfte das BIP-Wachstum bei 6,8% liegen und 2018 leicht tiefer. In Indien laufen die bremsenden Wirkungen der Steuerreform allmählich aus. Eine expansivere Wirtschaftspolitik wird die Konjunktur mittelfristig stimulieren. Insbesondere sollen schwache, staatsnahe Kreditinstitute rekapitalisiert und die Strasseninfrastruktur ausgebaut werden.

Die Aussichten für die russische Wirtschaft sind positiv. Der Konsum dürfte in den kommenden Quartalen eine treibende Kraft sein. Aufgrund der höheren Erdölpreise werden voraussichtlich auch die Investitionen an Schwung gewinnen. In Brasilien dürfte sich die Erholung dank günstiger monetärer Rahmenbedingungen, steigender Realeinkommen und eines graduellen Abbaus der Arbeitslosigkeit fortsetzen. Das Investitionsumfeld bleibt aufgrund der fehlenden Strukturreformen jedoch schwierig.

Die Inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften entwickelte sich in den letzten Monaten unterschiedlich. In China verharrte sie im November gegenüber August nahezu unverändert bei 1,7% (Grafik 2.11). In Indien erhöhte sie sich dagegen im Zuge steigender Preise für Nahrungsmittel und Energie spürbar auf 4,9%. Auch in Brasilien stieg die Inflation leicht auf 2,8%, blieb aber deutlich unter dem Zentralbankziel. In Russland hingegen schwächte sich die Inflation weiter auf 2,5% ab.

Auch die Geldpolitik in diesen Volkswirtschaften war uneinheitlich. Die chinesische Zentralbank will Geschäftsbanken, die verstärkt Kredite an kleine Unternehmen oder landwirtschaftliche Betriebe vergeben, ab Januar 2018 eine Reduktion des Mindestreservesatzes um bis zu 150 Basispunkte gewähren. Die Zentralbank betonte jedoch, dass die Massnahme keine allgemeine Lockerung der Geldpolitik darstelle. Vielmehr sollen gezielt Unternehmen unterstützt werden, die bislang unzureichend Kredite erhielten. In Russland und Brasilien senkten die Notenbanken angesichts der niedrigen Inflation jeweils die Leitzinsen. Die indische Zentralbank belies die Geldpolitik unverändert.

### 3

## Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

In der Schweiz setzt sich die Erholung fort. Das BIP nahm im dritten Quartal um 2,5% zu. Damit gewann die Erholung wie erwartet weiter an Kraft. Vor allem die verarbeitende Industrie profitierte von der guten Konjunkturlage im Ausland und der Abwertung des Franks.

Im Zuge der soliden Entwicklung hat sich die Auslastung der Produktionskapazitäten erhöht und die Stimmung bei den Unternehmen weiter aufgehellt. Vor diesem Hintergrund dürfte die Investitionsbereitschaft der Unternehmen weiter steigen.

Am Arbeitsmarkt setzt sich die graduelle Erholung ebenfalls fort. Die Arbeitsnachfrage festigt sich allmählich, und die Arbeitslosenquote ging bis November weiter zurück.

Der Ausblick bleibt positiv. Die vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine Fortsetzung der Erholung hin. Für 2018 rechnet die Nationalbank mit einem BIP-Wachstum von rund 2,0%, nach 1,0% im laufenden Jahr.

### GESAMTNACHFRAGE UND PRODUKTION

Zur Beurteilung der Wirtschaftslage berücksichtigt die Nationalbank eine breite Palette an Informationen. Gegenwärtig deuten viele Signale auf eine positive Konjunkturdynamik hin.

#### Kräftiges BIP-Wachstum im dritten Quartal 2017

Gemäss provisorischer Schätzung des SECO nahm das Wachstumstempo im dritten Quartal weiter zu. Das BIP stieg um 2,5%, das stärkste Wachstum seit Ende 2014 (Grafik 3.1). Zudem wurde das BIP für die Vorquartale nach oben revidiert; im zweiten Quartal betrug das Wachstum gemäss jüngster Schätzung 1,8%, nach ursprünglich 1,1%.

In den meisten Branchen nahm die Wertschöpfung im dritten Quartal zu. Haupttreiber des robusten BIP-Wachstums war die verarbeitende Industrie, in der die Wertschöpfung weiter kräftig zulegte (Grafik 3.2). Auch die meisten Dienstleistungsbranchen entwickelten sich positiv. Bei den Finanzdienstleistungen ging die Wertschöpfung nach einem starken Anstieg im Vorquartal wieder etwas zurück.

Verwendungsseitig war das Wachstum im dritten Quartal ebenfalls breit abgestützt. Im Zuge der guten Auslandkonjunktur und der Abschwächung des Franks tendierten die Exporte und die Ausrüstungsinvestitionen weiterhin

Grafik 3.1

### REALES BIP

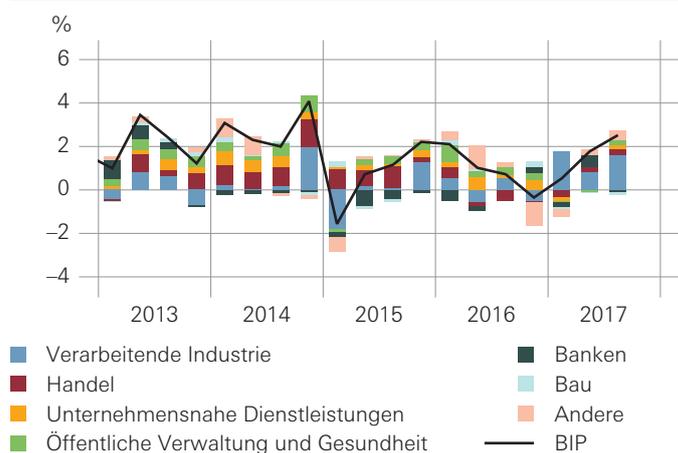


Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO)

Grafik 3.2

### WACHSTUMSBEITRÄGE NACH SEKTOREN

Veränderung gegenüber Vorperiode



Quelle: SECO

Grafik 3.3

### KONJUNKTURINDIKATOREN



Quellen: Credit Suisse, KOF/ETH

positiv. Auch der Privatkonsum legte wieder stärker zu als in der ersten Jahreshälfte. Die Bauinvestitionen hingegen stagnierten. Die Importe gingen nach dem äusserst starken Wachstum im Vorquartal zurück.

### Positive Konjunkturindikatoren

Neben dem BIP zeigen auch andere Konjunkturindikatoren eine positive Dynamik. So befindet sich das KOF Konjunkturbarometer seit längerem deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt (Grafik 3.3). Wie verschiedene Umfragen belegen, wird die positive Entwicklung vor allem von der verarbeitenden Industrie getrieben. Dies zeigt sich auch am hohen Niveau des PMI.

Die Unternehmensgespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte im Verlauf des Jahres geführt haben, vermitteln ebenfalls das Bild einer deutlichen Aufhellung der Wirtschaftslage (siehe Konjunktur-signale ab Seite 28). Gemäss den jüngsten Gesprächen setzte sich die positive Dynamik im vierten Quartal fort. Die Unternehmen berichten von einer signifikanten Verbesserung der Geschäftslage gegenüber dem Vorjahr.

Trotz dieser insgesamt positiven Entwicklung sind Teile der Wirtschaft weiterhin mit bedeutenden Herausforderungen konfrontiert. Einige Branchen befinden sich – regulatorisch oder technologisch bedingt – in einem strukturellen Anpassungsprozess und sind einem bedeutenden Preis- und Margendruck ausgesetzt.

Tabelle 3.1

## REALES BIP UND KOMPONENTEN

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode in Prozent, annualisiert

	2013	2014	2015	2016	2015 4. Q.	2016 1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	2017 1. Q.	2. Q.	3. Q.
Privater Konsum	2,6	1,3	1,8	1,5	0,5	2,0	0,9	1,3	2,9	0,3	0,7	1,5
Staatlicher Konsum	2,3	2,2	1,2	1,6	1,4	2,5	1,8	1,4	2,8	0,8	1,1	1,9
Anlageinvestitionen	0,6	3,0	2,2	3,1	-0,9	7,9	1,2	4,8	-1,6	3,5	3,2	2,0
Bau	3,1	3,2	1,6	0,9	2,4	1,7	-2,3	5,1	0,3	0,6	2,6	-0,5
Ausrüstungen	-1,0	2,9	2,6	4,5	-2,9	12,1	3,5	4,6	-2,7	5,4	3,6	3,5
Inländische Endnachfrage	2,0	1,9	1,8	1,9	0,3	3,7	1,1	2,3	1,7	1,2	1,4	1,7
Lagerveränderung <sup>1</sup>	0,6	-0,5	-0,3	-1,9	5,3	-7,4	-4,6	5,3	-7,8	-3,6	7,0	-3,9
Exporte total <sup>2</sup>	-0,1	5,2	2,3	6,8	6,3	16,5	7,2	-9,3	12,2	3,2	1,0	5,0
Waren <sup>2</sup>	-2,3	5,8	2,6	6,2	1,9	30,1	3,4	-15,2	-3,4	23,5	2,7	8,7
Waren ohne Transithandel <sup>2</sup>	-1,0	4,0	0,7	6,6	16,7	7,8	4,8	3,8	-7,1	16,1	6,8	4,9
Dienstleistungen	4,5	4,0	1,7	7,9	15,2	-6,1	15,1	3,2	46,6	-25,2	-2,0	-1,7
Importe total <sup>2</sup>	1,4	3,3	3,2	4,7	16,7	5,6	-2,1	4,1	1,1	-3,3	17,0	-5,1
Waren <sup>2</sup>	0,7	1,7	0,0	4,4	20,4	3,7	0,3	0,4	-0,6	-3,4	21,6	-6,2
Dienstleistungen	3,0	6,8	9,6	5,4	10,2	9,3	-6,4	11,2	4,2	-3,1	9,1	-2,9
Aussenbeitrag <sup>3</sup>	-0,6	1,3	-0,1	1,6	-3,3	6,2	4,6	-6,6	5,9	3,1	-6,5	4,9
<b>BIP</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,5</b>

1 Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten (inkl. statistischer Diskrepanz).

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

3 Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten.

Quelle: SECO

## ARBEITSMARKT

Die Erholung am Arbeitsmarkt setzt sich fort. Die Arbeitslosigkeit bildete sich in den letzten Monaten weiter zurück, und die Beschäftigung wuchs erneut.

### Anhaltender Rückgang der Arbeitslosigkeit

Die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen lag Ende November unter Ausschluss saisonaler Schwankungen bei 136 600 Personen. Damit ging die Zahl der Arbeitslosen weiter zurück. Die vom SECO berechnete saisonbereinigte Arbeitslosenquote betrug Ende November 3,0% (Grafik 3.4).

Zusätzlich ermittelt das Bundesamt für Statistik (BFS) eine Erwerbslosenquote gemäss Definition der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO). Die Datengrundlage hierfür bildet die Schweizerische Arbeitskräfteerhebung (SAKE), eine vierteljährliche Haushaltsbefragung. Bei dieser Befragung werden auch erwerbslose (aber arbeitssuchende) Personen erfasst, die nicht oder nicht mehr bei einem RAV als arbeitslos registriert sind. Die vom BFS gemäss ILO-Definition berechnete Erwerbslosenquote liegt daher über der Arbeitslosenquote des SECO. Im dritten Quartal 2017 betrug die Erwerbslosenquote saisonbereinigt 4,8% und lag damit leicht unter dem vor einigen Quartalen erreichten Höhepunkt. Sie verläuft somit ähnlich wie die Arbeitslosenquote des SECO.

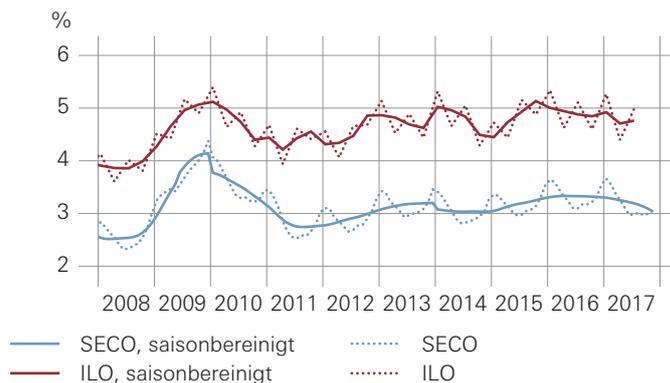
### Beschäftigung nimmt weiter zu

Die Erwerbstätigenstatistik (ETS), die ebenfalls auf der SAKE basiert, misst die Erwerbstätigkeit auf der Haushaltsseite. Demnach expandierte die Erwerbstätigkeit im dritten Quartal, nach dem eher verhaltenen Wachstum in den Vorquartalen, wieder etwa wie im längerfristigen Durchschnitt (Grafik 3.5).

Die Beschäftigungsstatistik (BESTA), die aus einer Unternehmensumfrage resultiert, misst die Beschäftigung auf der Firmenseite. Sie ergänzt die ETS insbesondere in Bezug auf die Entwicklung auf Branchenebene. Gemäss BESTA wuchs die Anzahl vollzeitäquivalenter Stellen im dritten Quartal ebenfalls durchschnittlich (Grafik 3.6). Getrieben wurde das Beschäftigungswachstum von den Dienstleistungen, die rund drei Viertel der Beschäftigung ausmachen. Auch in der verarbeitenden Industrie, der rund 15% der Stellen zuzurechnen sind, nahm die Beschäftigung wieder zu. Im Baugewerbe hingegen setzte sich der seit rund drei Jahren andauernde Stellenabbau fort.

Grafik 3.4

## ARBEITSLSENQUOTE



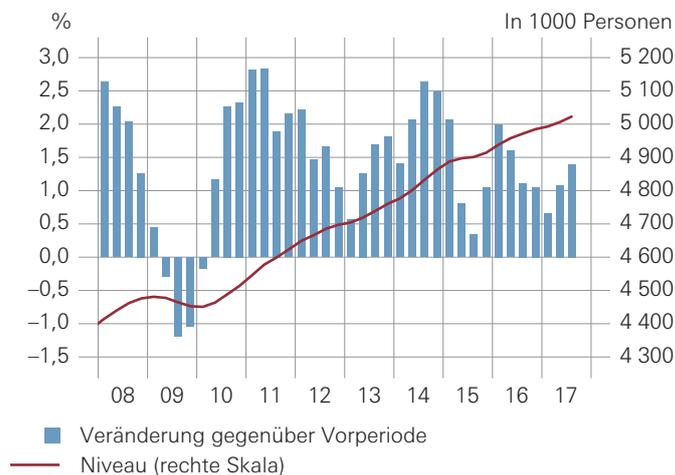
SECO: Bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose in % der Erwerbspersonen gemäss Volkszählungen 2000, 2010 und Strukturerhebungen 2012 bis 2014.

ILO: Erwerbslosenquote nach Definition der International Labour Organization.

Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), SECO

Grafik 3.5

## ERWERBSTÄTIGE

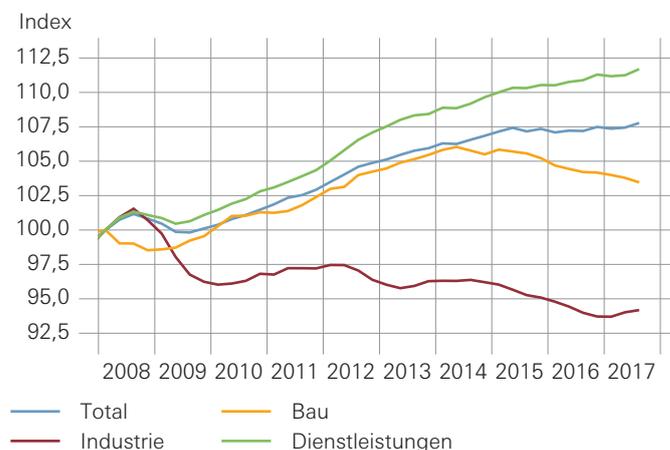


Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.6

## BESCHÄFTIGUNG IN VOLLZEITÄQUIVALENTEN

Periodenbeginn = 100



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.7

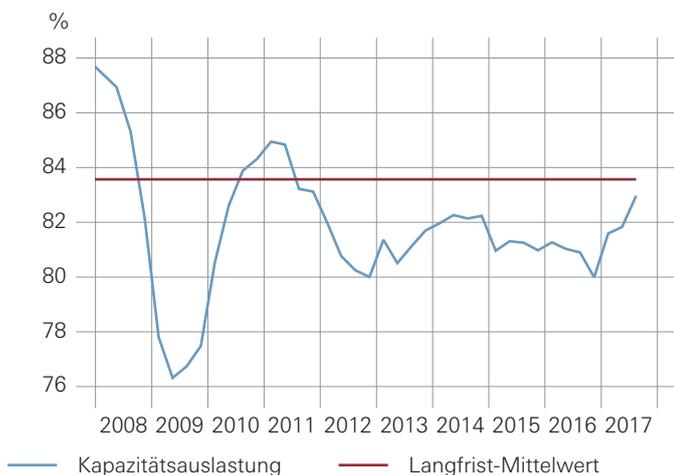
### PRODUKTIONS LÜCKE



Quelle: SNB

Grafik 3.8

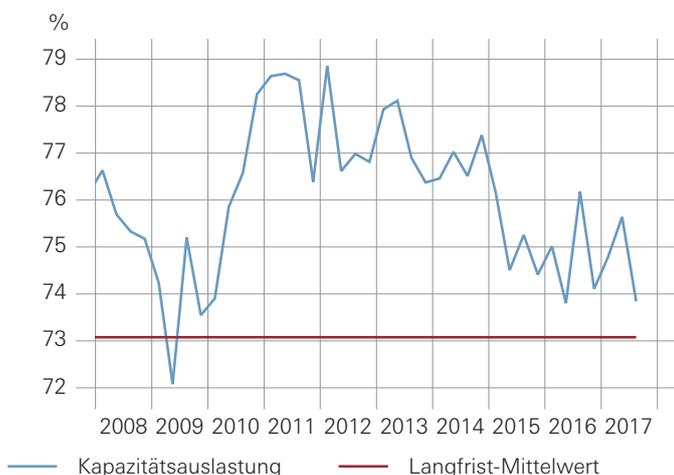
### KAPAZITÄTSAUSLASTUNG INDUSTRIE



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.9

### KAPAZITÄTSAUSLASTUNG BAU



Quelle: KOF/ETH

## KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

### Negative Produktionslücke

Wie gut die Produktionsfaktoren einer Volkswirtschaft ausgelastet sind, zeigt die Produktionslücke, die als prozentuale Abweichung des beobachteten BIP-Niveaus vom geschätzten gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzial berechnet wird. Die negative Lücke hat sich zuletzt weiter verringert. Das mittels einer Produktionsfunktion geschätzte Produktionspotenzial ergab für das dritte Quartal eine Produktionslücke von  $-0,9\%$ , gegenüber  $-1,2\%$  im Vorquartal. Andere Schätzmethoden für das Produktionspotenzial (Hodrick-Prescott-Filter und multivariater Filter) signalisieren eine etwas kleinere, aber ebenfalls negative Produktionslücke (Grafik 3.7).

### Unterauslastung gemäss Umfragen weniger ausgeprägt

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der verarbeitenden Industrie erhöhte sich gemäss KOF-Umfrage im dritten Quartal um 1,1 Prozentpunkte auf  $83,0\%$ . Mit diesem kräftigen Anstieg lag die Auslastung in der Industrie nur noch leicht unter ihrem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.8). Der Nutzungsgrad der Maschinen im Bausektor verzeichnete zwar einen deutlichen Rückgang, liegt aber weiterhin über seinem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.9). In den verschiedenen Dienstleistungsbranchen deuten die Umfragen auf eine durchschnittliche Auslastung hin. Insgesamt zeichnen diese Auslastungsindikatoren also ein positiveres Bild als die BIP-basierten Masse zur Produktionslücke.

## REALWIRTSCHAFTLICHE AUSSICHTEN

Im Licht der kräftig wachsenden Weltwirtschaft bleibt der Ausblick für die Schweiz positiv. Der exportgewichtete Ausland-PMI verbesserte sich über die letzten Monate weiter und näherte sich damit den Höchstwerten der Jahre 2010 und 2011 (Grafik 3.10). Von den ausländischen Impulsen werden besonders die exportorientierten Branchen in der Schweiz profitieren. Entsprechend zeigen die Umfragen in der Industrie eine weitere Verbesserung der Konjunkturerwartungen (Grafik 3.11). In der Folge dürften die Dienstleistungsbranchen ebenfalls an Schwung gewinnen. Auch die meisten anderen Indikatoren deuten auf eine Fortsetzung der Erholung hin. So zeichnet sich beispielsweise am Arbeitsmarkt eine Festigung der Arbeitsnachfrage ab (Grafik 3.12).

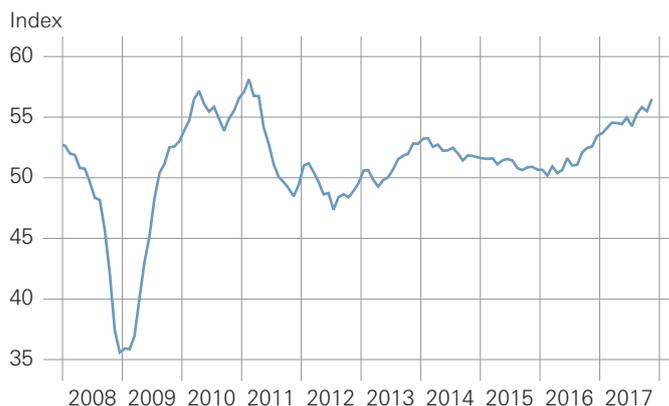
Die SNB rechnet auch für die mittlere Frist mit einer positiven Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz. Der günstige Ausblick beruht auf verschiedenen Faktoren. Erstens sind von der Weltkonjunktur gemäss Basisszenario (siehe Kapitel 2) weiterhin positive Nachfrageimpulse für die Schweiz zu erwarten. Zweitens hat die Abwertung des Frankens der letzten Monate zu einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit geführt. Drittens dürfte sich das solide Bevölkerungswachstum zunächst fortsetzen. Viertens wirken die tiefen Zinsen stützend.

Für 2017 erwartet die Nationalbank ein BIP-Wachstum von 1,0%. Im Jahr 2018 dürfte das Wachstum spürbar anziehen; die SNB rechnet mit rund 2,0%. Das höhere Wachstum widerspiegelt vor allem eine dynamischere Entwicklung der Exporte und der Ausrüstungsinvestitionen. Die Prognose ist wie üblich mit bedeutenden Unsicherheiten behaftet, die vor allem mit der Entwicklung im Ausland zusammenhängen (siehe Kapitel 2).

Grafik 3.10

### PMI IM AUSLAND

27 Länder, exportgewichtet



Quellen: Internationaler Währungsfonds – Direction of Trade Statistics (IWF – DOTS), SNB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 3.11

### KONJUNKTURERWARTUNGEN

Nächste 6 (KOF) bzw. 12 Monate (Deloitte)



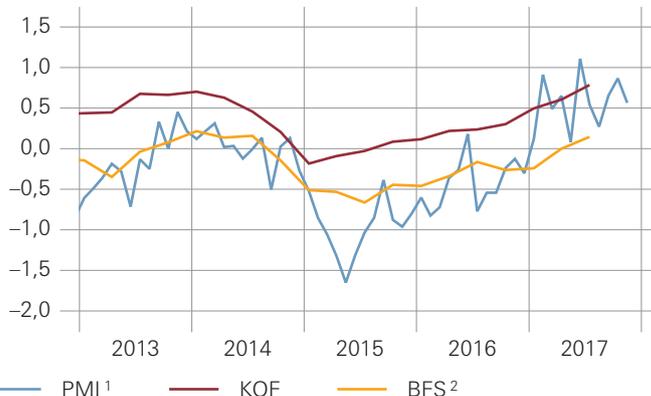
— Deloitte CFO-Umfrage  
— KOF, Geschäftslage in der Industrie (rechte Skala)

Quellen: Deloitte, KOF/ETH

Grafik 3.12

### VORLAUFENDE INDIKATOREN DER BESCHÄFTIGUNG

Standardisierter Index



— PMI<sup>1</sup> — KOF — BFS<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Monatswerte.

<sup>2</sup> Saisonbereinigung: SNB.

Quellen: BFS, Credit Suisse, KOF/ETH

Die Inflationsraten sind unter dem Einfluss der Abschwächung des Frankens am Devisenmarkt leicht angestiegen. Dies gilt sowohl für die Konsumentenpreise als auch für die Angebotspreise. Die Kerninflationen stiegen zwar ebenfalls, aber etwas schwächer als die unbereinigten Teuerungsraten.

Die Inflationserwartungen blieben weitgehend unverändert. Sie liegen damit weiterhin in einem Bereich, der mit der SNB-Definition von Preisstabilität im Einklang ist.

## KONSUMENTENPREISE

### Leichter Anstieg der Jahresteuerrate

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerrate stieg im Herbst 2017 leicht an (Grafik 4.1). Im November 2017 betrug sie 0,8%, nachdem sie im Durchschnitt der ersten drei Quartale 0,5% betragen hatte (Tabelle 4.1). Der Anstieg war hauptsächlich auf die Abschwächung des Frankens zurückzuführen, die Ende Juli einsetzte.

### Höhere Teuerung importierter Güter

Die Inflationsrate der importierten Güter hat sich zwischen August und November auf 2,2% verdreifacht. Dieser Anstieg widerspiegelt vor allem eine höhere Teuerung der importierten Güter ohne Erdölprodukte. Der Teuerungsbeitrag der Erdölprodukte blieb im gleichen Zeitraum weitgehend unverändert (Grafik 4.1).

Tabelle 4.1

### LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE UND KOMPONENTEN

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2016	2016	2017			2017		
		4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	September	Oktober	November
<b>LIK total</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>
Inländische Waren und Dienstleistungen	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3
Waren	-0,6	-0,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Dienstleistungen	0,0	0,1	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5
private Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,4
Wohnungsmieten	0,3	0,8	1,1	1,1	1,3	1,4	1,4	0,7
öffentliche Dienstleistungen	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4	0,1	0,3	0,3	0,3
Ausländische Waren und Dienstleistungen	-1,4	-0,9	1,3	0,6	0,8	1,3	1,4	2,2
ohne Erdölprodukte	-0,7	-1,2	-0,7	-0,1	0,2	0,6	0,9	1,3
Erdölprodukte	-6,1	1,4	17,3	6,1	5,5	6,8	5,4	8,4

Quellen: BFS, SNB

### Stabile Teuerung inländischer Güter

Die Teuerung der inländischen Güter veränderte sich kaum. Während die Mieten und die übrigen Dienstleistungen einen positiven Teuerungsbeitrag leisteten, lagen die Warenpreise weiterhin leicht unter ihrem Vorjahresniveau (Grafik 4.2).

### Leichter Rückgang der Mietteuerung

Die am Index der Wohnungsmieten gemessene Mietteuerung ist im November auf 0,7% gefallen, von 1,4% im August (Grafik 4.3). Der Rückgang widerspiegelt zum einen einen Basiseffekt und zum anderen die Entwicklung des Referenzzinssatzes. Der als Durchschnitt der Hypothekarzinsätze berechnete Referenzzinssatz fiel im Juni 2017 um 0,25 Prozentpunkte. Er ist eine Schlüsselgrösse für Mietanpassungen und wirkt sich normalerweise mit einer Verzögerung von einigen Monaten auf den Index der Wohnungsmieten aus.

### Leichter Anstieg der Kerninflationen

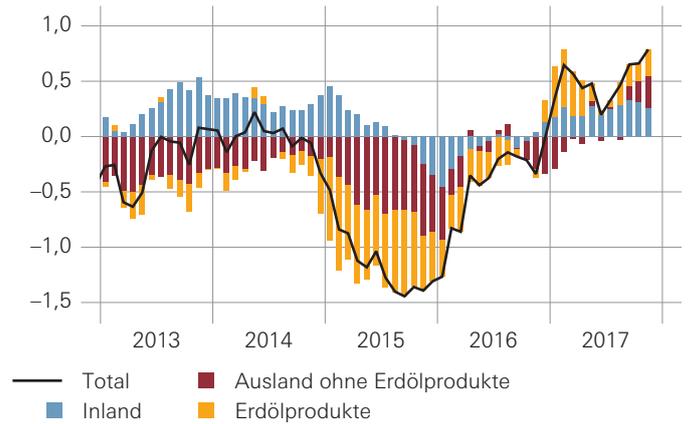
Ähnlich wie die LIK-Jahresteuerrate weisen auch die Kerninflationen einen leichten Aufwärtstrend auf (Grafik 4.4). Der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert (TM15) und die vom BFS berechnete Kerninflationenrate 1 (BFS1) betragen im November 0,5% bzw. 0,6%. Sie lagen damit leicht unter der LIK-Jahresteuerrate von 0,8%.

Die beiden Kerninflationen beruhen auf den Preisen eines reduzierten LIK-Güterkorbes. Während bei der BFS1 in jedem Monat die gleichen Produkte aus dem Güterkorb ausgeklammert werden (frische und saisonale Produkte, Energie und Treibstoffe), werden beim TM15 in jedem Monat die Produkte mit den extremsten Preisveränderungen ausgeklammert (je 15% auf beiden Seiten der Verteilung der Jahresveränderungsraten der Produktpreise).

Grafik 4.1

### LIK: IN- UND AUSLÄNDISCHE GÜTER

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

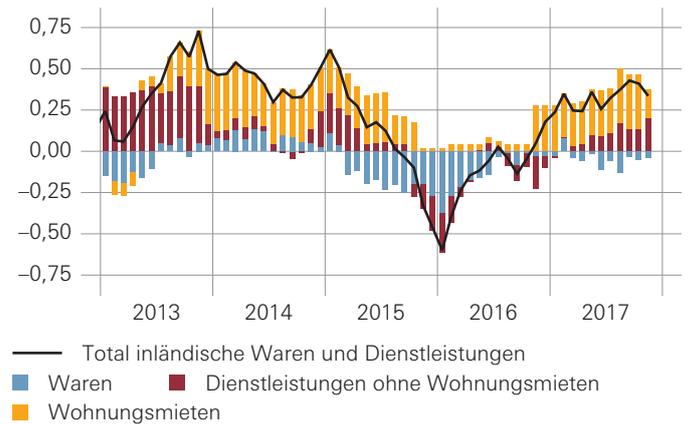


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.2

### LIK: INLÄNDISCHE WAREN UND DIENSTLEISTUNGEN

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

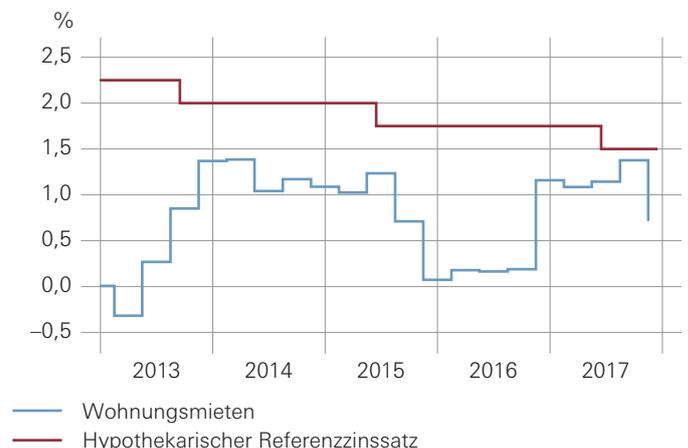


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.3

### WOHNUNGSMIETEN

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quellen: BFS, Bundesamt für Wohnungswesen (BWO)

Grafik 4.4

### KERNINFLATION

Veränderung gegenüber Vorjahr

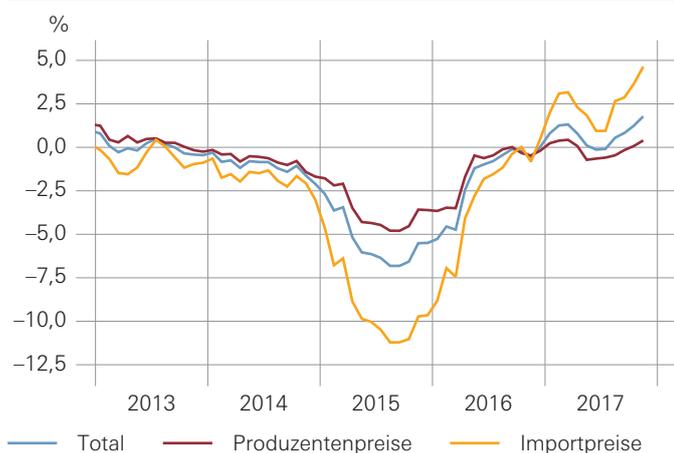


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.5

### PREISE DES GESAMTANGBOTS

Veränderung gegenüber Vorjahr

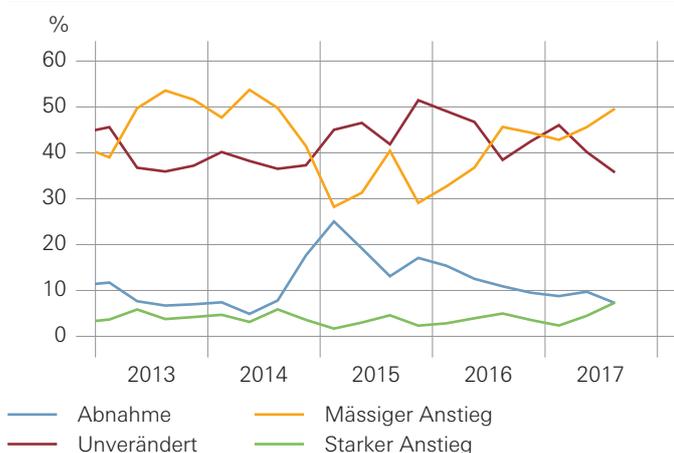


Quelle: BFS

Grafik 4.6

### PREISERWARTUNGEN

Haushaltsumfrage zur erwarteten Preisentwicklung auf 12 Monate



Quellen: SECO, SNB

## PRODUZENTEN- UND IMPORTPREISE

### Wechselkurs treibt Importpreise

Der Index der Angebotspreise, der sich aus den Importpreisen und den Produzentenpreisen zusammensetzt, lag im November 1,8% über seinem Vorjahresniveau (Grafik 4.5). Unter dem Einfluss der Frankenabschwächung ist die Importteuerung in den letzten Monaten kräftig gestiegen. Die Produzentenpreise lagen demgegenüber weiterhin nahe bei ihrem Niveau von vor einem Jahr.

### INFLATIONSERWARTUNGEN

#### Inflationserwartungen im preisstabilen Bereich

Die Inflationserwartungen bewegen sich weiterhin im niedrigen positiven Bereich. Sie stehen damit im Einklang mit Preisstabilität, welche die SNB mit einem Anstieg des LIK von weniger als 2% pro Jahr gleichsetzt.

#### Kurzfristige Erwartungen weitgehend unverändert

Die quartalsweise durchgeführte Haushaltsumfrage des SECO zeigt, dass die Mehrheit der Befragten auf zwölf Monate mit steigenden Preisen rechnet (Grafik 4.6). Die übrigen Befragten erwarten zum Grossteil unveränderte Preise. Der Anteil der befragten Haushalte, die steigende Preise erwarten, erhöhte sich im Oktober 2017 leicht. Demgegenüber nahmen die Anteile der Haushalte, die von gleichbleibenden oder fallenden Preisen ausgehen, leicht ab.

Gemäss der monatlichen Finanzmarkt-Umfrage Schweiz von CFA Society Switzerland und Credit Suisse erwarteten 58% der im November befragten Analysten gleichbleibende Inflationsraten in den nächsten sechs Monaten. Die restlichen 42% gingen von steigenden Inflationsraten aus. Die Anteile haben sich seit dem Sommer nur wenig verändert.

Die Gespräche der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen aus allen Teilen der Schweiz zeichnen ein ähnliches Bild. Im vierten Quartal rechneten die Gesprächspartner im Durchschnitt damit, dass die Jahresteuerung in sechs bis zwölf Monaten 0,6% betragen wird (Vorquartal: 0,5%).

#### Längerfristige Erwartungen leicht über den kurzfristigen Erwartungen

Die längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin leicht über den kurzfristigen Inflationserwartungen. Gemäss der von Deloitte im dritten Quartal durchgeführten CFO-Umfrage wurde die erwartete Inflationsrate in zwei Jahren auf 1,0% veranschlagt. Die Gesprächspartner der SNB-Delegierten rechneten im vierten Quartal mit einer Inflationsrate in drei bis fünf Jahren von 1,2%, nach 1,0% im dritten Quartal.

Die SNB belies ihre Geldpolitik an der Lagebeurteilung von Mitte September 2017 unverändert expansiv. Damit beruhte die Geldpolitik in den letzten drei Monaten weiterhin auf dem Negativzins auf Sichtguthaben der Banken bei der SNB und der Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren.

Die kurz- und langfristigen Zinssätze haben sich in den letzten Monaten praktisch nicht verändert. Der 3M-Libor bewegte sich auf dem Niveau des Negativzinses der SNB, während die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zwischen rund 0% und -0,2% schwankte.

Bewegung gab es hingegen bei den Wechselkursen. Der Franken hatte sich Ende Juli gegenüber dem Euro deutlich abgeschwächt und verlor in den folgenden Monaten auch gegenüber dem US-Dollar an Wert. Damit hat sich die Überbewertung des Frankens zwar verringert, doch ist der Franken insgesamt immer noch hoch bewertet.

Die Wachstumsraten der Geldmenge M3 und der Bankkredite bewegten sich wie im Vorquartal im moderaten Bereich.

## GELDPOLITISCHE MASSNAHMEN SEIT DER LETZTEN LAGEBEURTEILUNG

### Unverändert expansiver geldpolitischer Kurs

An der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 14. September 2017 bestätigte die SNB ihren expansiven 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 gehaltene, einen bestimmten Freibetrag überschreitende Sichtguthaben von Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern blieb unverändert bei -0,75%. Weiter bekräftigte die SNB, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, wobei sie die gesamte Währungssituation berücksichtige.

Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, am Devisenmarkt einzugreifen, dienen dazu, den Aufwertungsdruck auf den Franken zu verringern. Die Geldpolitik der SNB hilft so, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

### Nahezu unveränderte Sichtguthaben bei der SNB

Seit der Lagebeurteilung vom September 2017 sind die gesamten bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben leicht gefallen. In der Woche zum 8. Dezember 2017 (letzte Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte Dezember 2017) lagen sie mit 575,9 Mrd. Franken um 3,1 Mrd. Franken tiefer als in der letzten Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte September 2017 (579 Mrd. Franken). Zwischen den Lagebeurteilungen von Mitte September und Mitte Dezember 2017 betragen sie durchschnittlich 577,9 Mrd. Franken. Davon entfielen 473,6 Mrd. Franken auf Giroguthaben inländischer Banken und die restlichen 104,3 Mrd. Franken auf übrige Guthaben auf Sicht.

### Hohe Überschussreserven der Banken

Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. August und dem 19. November 2017 durchschnittlich 16 Mrd. Franken. Insgesamt übertrafen die Banken das Mindestreserveverfordernis im Durchschnitt um rund 459,3 Mrd. Franken (Vorperiode: 471,2 Mrd. Franken). Die Überschussreserven der Banken haben somit leicht abgenommen.

Grafik 5.1

**GELDMARKTSÄTZE**



Quellen: Bloomberg, SIX Swiss Exchange AG, SNB

**GELD- UND KAPITALMARKTZINSEN**

**Geldmarktzinsen praktisch unverändert**

Die Lage am Frankengeldmarkt präsentiert sich weiterhin stabil. Im Verlauf der letzten Quartale veränderten sich die Zinssätze von besicherten (SARON) und unbesicherten (3M-Libor) Geldmarktgeschäften kaum. Sie blieben stets nah am Zinssatz auf Sichteinlagen bei der SNB, der seit Januar 2015  $-0,75\%$  beträgt (Grafik 5.1).

**Seitwärtsbewegung der langfristigen Zinssätze**

Ähnlich wie im Vorquartal schwankte die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen im laufenden Quartal zwischen knapp  $-0,2\%$  und  $0\%$ . Die Seitwärtsbewegung der Bundesobligationenrendite steht im Einklang mit dem Verlauf der langfristigen Staatsanleihenrenditen im Ausland. Mitte Dezember betrug die Rendite zehnjähriger Bundesobligationen  $-0,1\%$ .

**Renditekurve kaum verändert**

Die Renditekurve der Bundesobligationen verläuft praktisch gleich wie vor drei Monaten (Grafik 5.2). Nach wie vor notieren die Renditen eidgenössischer Anleihen mit Laufzeiten von bis zu rund zwölf Jahren im negativen Bereich.

**Weiterhin tiefe langfristige Realzinsen**

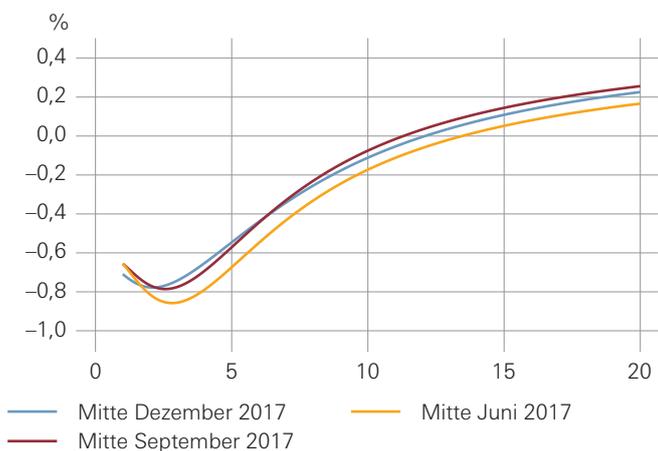
Der geschätzte langfristige Realzinssatz lag im Dezember 2017 auf einem niedrigen, positiven Niveau (Grafik 5.3). Gegenüber dem Vorquartal blieb er praktisch unverändert.

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

Grafik 5.2

**ZINSSTRUKTUR EIDGENÖSSISCHER ANLEIHEN**

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

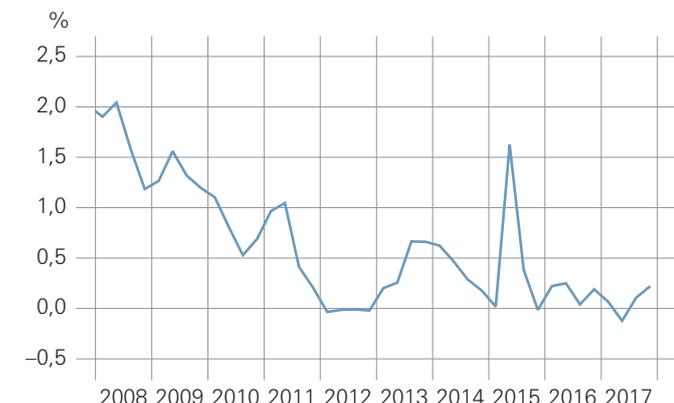


Quelle: SNB

Grafik 5.3

**GESCHÄTZTER REALZINSSATZ**

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



Quelle: SNB

## WECHSELKURSE

### Weitere Abschwächung des Frankens

Seit der Lagebeurteilung im September hat der Franken gegenüber den wichtigsten Währungen an Wert verloren (Grafik 5.4). Gegenüber dem Euro schwächte er sich um gut 1% ab, obwohl die EZB Ende Oktober die Weiterführung ihrer expansiven Geldpolitik ankündigte und das Referendum in Katalonien zeitweise die Märkte verunsicherte. Ein Euro kostete zeitweise 1.17 Franken, der höchste Wert seit der Aufhebung des Mindestkurses im Januar 2015.

Auch gegenüber dem US-Dollar, dem britischen Pfund und dem japanischen Yen schwächte sich der Franken ab. Zum US-Dollar verlor der Franken knapp 3% an Wert und notierte Mitte Dezember bei 99 Rappen je Dollar. Noch etwas mehr verlor der Franken gegenüber dem britischen Pfund, das von der Erhöhung des Leitzinses durch die Bank of England profitierte.

### Rückgang der handelsgewichteten Wechselkursindizes

Auf handelsgewichteter Basis sank der nominale Aussenwert des Frankens zwischen Mitte September und Mitte Dezember um gut 1% (Grafik 5.5). Die leichte Gegenbewegung im November wurde in erster Linie durch den Wechselkurs zum US-Dollar getrieben.

Der reale handelsgewichtete Aussenwert des Frankens ist im gleichen Zeitraum etwas stärker gesunken als der nominale. Darin widerspiegelt sich die Inflationsdifferenz zum Ausland: Die Teuerung liegt in der Schweiz unter jener im Ausland.

### Realer handelsgewichteter Wechselkurs weiterhin auf hohem Niveau

Der von der SNB berechnete reale handelsgewichtete Wechselkursindex (basierend auf Konsumentenpreisen) bewegt sich zurzeit wieder etwa auf dem gleichen Niveau wie vor der Aufhebung des Mindestkurses. Er liegt damit aber weiterhin über seinem langfristigen Durchschnittsniveau. Dasselbe gilt für die von der BIZ und dem IWF berechneten Indizes (Grafik 5.6).

Grafik 5.4

### DEWEISENKURSE

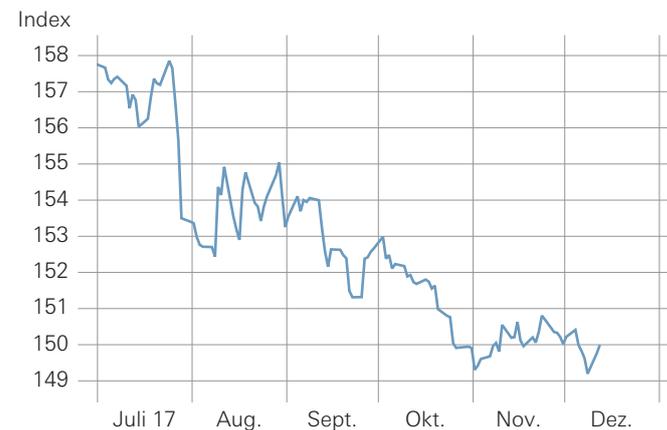


Quelle: SNB

Grafik 5.5

### NOMINALER AUSSENWERT DES FRANKENS

Dezember 2000 = 100



Quelle: SNB

Grafik 5.6

### REALER AUSSENWERT DES FRANKENS

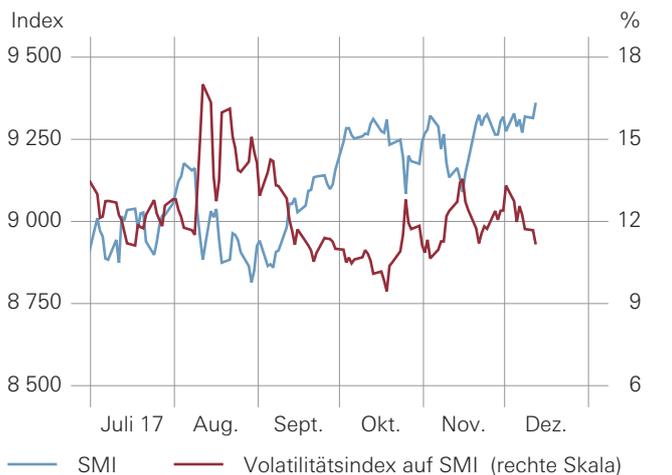
Dezember 2000 = 100



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), IWF, SNB

Grafik 5.7

**AKTIENKURSE UND VOLATILITÄT**

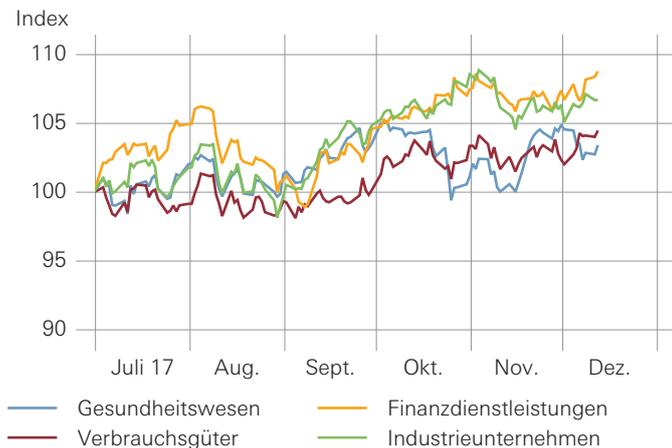


Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.8

**AUSGEWÄHLTE SPI-SEKTOREN**

1. Juli 2017 = 100

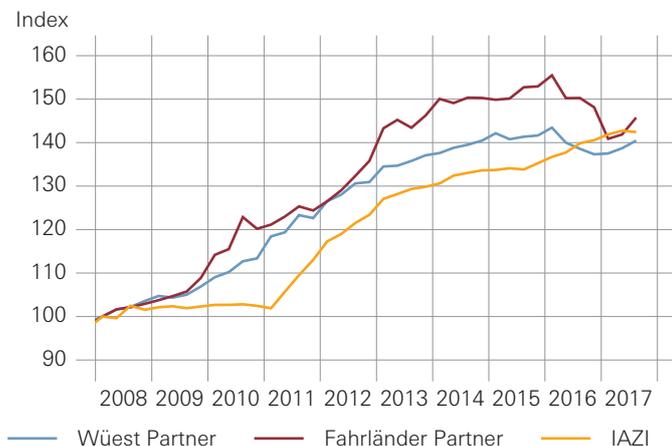


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.9

**TRANSAKTIONSPREISE EIGENTUMSWOHNUNGEN**

Nominal (hedonisch), Periodenbeginn = 100



Quellen: Fahrländer Partner, IAZI, Wüest Partner

**AKTIEN- UND IMMOBILIENPREISE**

**Leichter Anstieg der Aktienkurse**

Der Swiss Market Index (SMI) stieg zwischen Anfang September und Mitte Dezember um rund 5%, nachdem er sich in den Monaten davor nur wenig bewegt hatte (Grafik 5.7). Er entwickelte sich damit ähnlich wie die wichtigsten Aktienindizes in Europa und Nordamerika.

Zwar kletterte der SMI im Dezember 2017 auf einen neuen Jahreshöchststand, doch lag er damit immer noch etwas unter dem Rekordstand vom Juni 2007 oder dem Mehrjahreshöchststand vom August 2015.

**Abklingende Marktunsicherheit**

Der aus Optionen auf Terminverträgen des SMI ermittelte Volatilitätsindex ist ein Mass für die Unsicherheit am Aktienmarkt. Er stieg im August vor dem Hintergrund wachsender Sorgen über eine Verschärfung des Nordkorea-Konflikts leicht an und ist seither wieder auf sein früheres, niedriges Niveau gefallen (Grafik 5.7).

**Mässige Unterschiede zwischen den SPI-Teilindizes**

Die wichtigsten Teilindizes des Swiss Performance Index (SPI) entwickelten sich in der zweiten Jahreshälfte bei mässigen Schwankungen weitgehend parallel zueinander (Grafik 5.8). Die Teilindizes Finanzdienstleistungen und Industrieunternehmen legten zwar vorübergehend etwas deutlicher zu als die Teilindizes Gesundheitswesen und Verbrauchsgüter, doch blieben die Differenzen moderat.

**Anstieg der Preise für Wohneigentum**

Die verfügbaren Indizes der Preise von Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern stiegen im zweiten und dritten Quartal mehrheitlich leicht an. Der Anstieg erstreckte sich über fast alle Regionen und Preissegmente.

Trotz des jüngsten Anstiegs der Preise für Wohneigentum lassen die verfügbaren Indizes über die letzten Jahre betrachtet Stabilisierungstendenzen erkennen. Grafik 5.9 zeigt dies für die Transaktionspreise von Eigentumswohnungen. Zwei der drei abgebildeten Indizes sind zuletzt zwar leicht gestiegen, liegen aber weiterhin unter ihren Höchstwerten.

**Leichter Rückgang der Notenbankgeldmenge**

Die Notenbankgeldmenge, bestehend aus Notenumlauf und Giroguthaben inländischer Banken bei der SNB, nahm in den letzten Monaten leicht ab und belief sich im November 2017 durchschnittlich auf 551,9 Mrd. Franken (Grafik 5.10).

Der leichte Rückgang der Notenbankgeldmenge spiegelt vor allem die Entwicklung der Giroguthaben inländischer Banken wider, die zwischen Juni und November 2017 um 9,5 Mrd. Franken sanken. Im gleichen Zeitraum nahmen die übrigen bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben allerdings zu. Das Total der Sichtguthaben bei der SNB blieb in der zweiten Jahreshälfte weitgehend unverändert.

**Stabiles Wachstum der breiter gefassten Geldmengen**

Trotz der Stabilisierung der Notenbankgeldmenge wuchsen die Geldmengen M1, M2 und M3 weiter (Grafik 5.11). Diese breiter gefassten Geldaggregate, welche die Geldmenge in den Händen des Publikums messen, entwickeln sich gegenwärtig unabhängig von den Fluktuationen der Notenbankgeldmenge, da die Banken über sehr viel Liquidität verfügen, d.h. die Giroguthaben der Banken die geforderten Mindestreserven deutlich übersteigen.

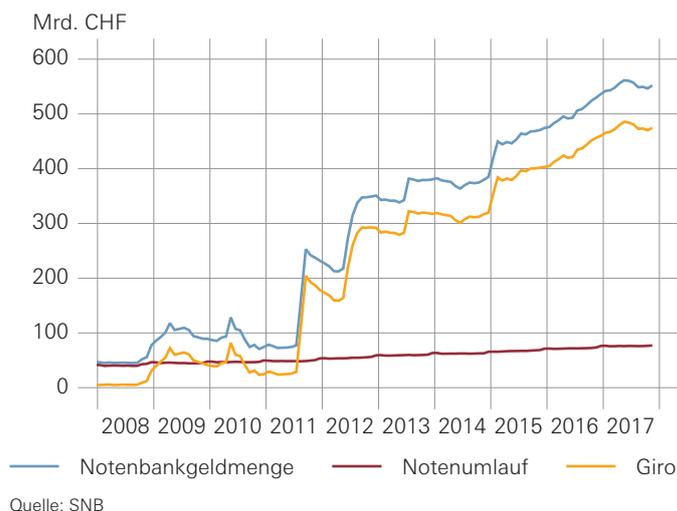
Ende November lag die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) um 8,1% über ihrem Vorjahresniveau, während die Geldmengen M2 (M1 plus Spareinlagen) und M3 (M2 plus Termineinlagen) im gleichen Zeitraum um 4,8% bzw. 4,4% stiegen (Tabelle 5.1).

**Parallelentwicklung von Geldmenge und Krediten**

Die Frankenkredite inländischer Bankstellen entwickelten sich in den letzten Jahren weitgehend parallel zu den Frankeneinlagen inländischer Kunden, die zusammen mit dem Bargeldumlauf die Geldmenge M3 bilden. Grafik 5.12 zeigt die kumulierten Veränderungen der Franken-Bilanzpositionen von inländischen Bankstellen seit Anfang 2014. Über diesen Zeitraum wuchsen die Kredite um 86 Mrd. Franken, die Kundeneinlagen um 89 Mrd. Franken. Weiter fällt auf, dass die Frankenliquidität inländischer Bankstellen, d.h. die bei der SNB gehaltenen Giroguthaben, markant anstieg. Dieser Anstieg der Liquidität führte jedoch weder zu einer Beschleunigung des Kreditwachstums noch zu einer Ausweitung der Kundeneinlagen über das hinaus, was durch die Kreditvergabe verursacht wurde.

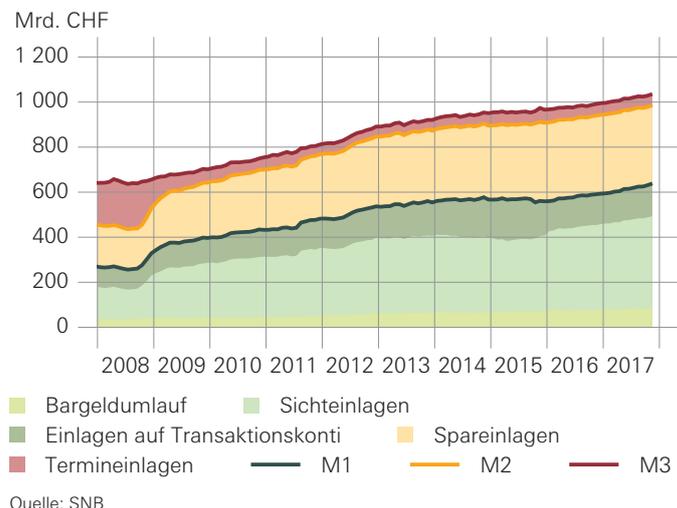
Grafik 5.10

**NOTENBANKGELDMENGE**



Grafik 5.11

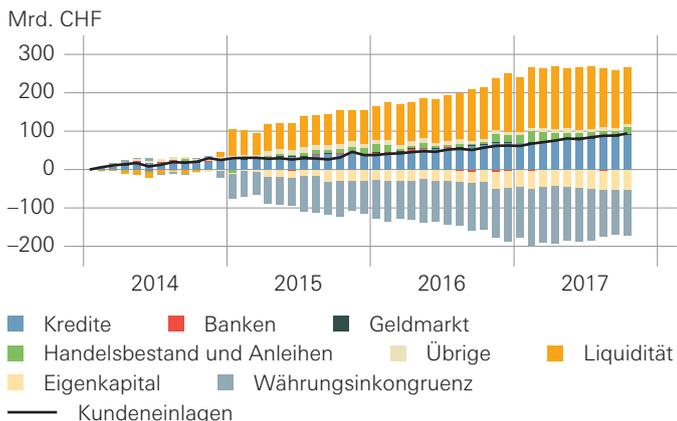
**GELDMENGEN**



Grafik 5.12

**GEGENPOSITIONEN DER EINLAGEN, KUMULIERTE VERÄNDERUNG SEIT JANUAR 2014**

Inländische Bankstellen, inländische Positionen in CHF



Quelle: SNB

Die Ausweitung der Liquidität der inländischen Bankstellen wird in erster Linie durch die Position Währungskongruenz ausgeglichen. Die Position Währungskongruenz ist eine Bilanzausgleichsgrösse, bestehend aus den Netto-Verbindlichkeiten inländischer Bankstellen in Fremdwährungen gegenüber In- und Ausländern sowie in Franken gegenüber Ausländern (wobei letztere kaum ins Gewicht fallen). Da die Banken ihr Wechselkursrisiko in der Regel absichern, deutet der Anstieg der Position Währungskongruenz darauf hin, dass die übrigen Wirtschaftsakteure ihr Franken-Exposure in Form von Derivaten aufgebaut haben. (Siehe allgemein zur Methode L. Altermatt und R. Baeriswyl, «Einfluss der Ausweitung der Notenbankgeldmenge auf die Bilanzen inländischer Banken», SNB-Quartalsheft, 1/2015, S. 34 ff.)

Tabelle 5.1

**GELDMENGEN UND BANKKREDITE**

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2016	2016	2017	2017	2017	2017	2017	2017
		4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	September	Oktober	November
<b>M1</b>	<b>2,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>8,1</b>
<b>M2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>
<b>M3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,4</b>
<b>Bankkredite total</b> <sup>1, 3</sup>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	
Hypothekarforderungen <sup>1, 3</sup>	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	
Haushalte <sup>2, 3</sup>	2,8	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	
private Unternehmen <sup>2, 3</sup>	2,6	2,7	3,2	3,2	3,5	4,0	3,6	
Übrige Kredite <sup>1, 3</sup>	-1,1	2,5	2,9	2,2	2,3	1,4	4,4	
gedeckt <sup>1, 3</sup>	0,0	7,2	8,0	5,0	4,6	4,0	4,3	
ungedeckt <sup>1, 3</sup>	-2,0	-0,7	-0,7	0,2	0,7	-0,4	4,5	

1 Monatsbilanzen (inländische Bankstellen, inländische Positionen, alle Währungen).

2 Kreditvolumenstatistik (inländische Bankstellen, inländische Positionen, alle Währungen).

3 Die Wachstumsraten der Bankkredite und ihrer Komponenten berücksichtigen Informationen von Banken zu Änderungen ihrer Erfassungspraxis. Sie können deshalb von den im Datenportal data.snb.ch ausgewiesenen Wachstumsraten abweichen.

Quelle: SNB

### Stabiles Wachstum der Hypothekarkredite

Die Hypothekarforderungen der Banken, die rund 85% der gesamten Bankkredite an inländische Kunden ausmachen, stiegen im dritten Quartal 2017 um 2,6% gegenüber dem Vorjahr (Tabelle 5.1). Somit blieb ihr Wachstum seit Anfang 2016 bei historisch niedrigen Hypothekarzinsen weitgehend stabil (Grafik 5.13).

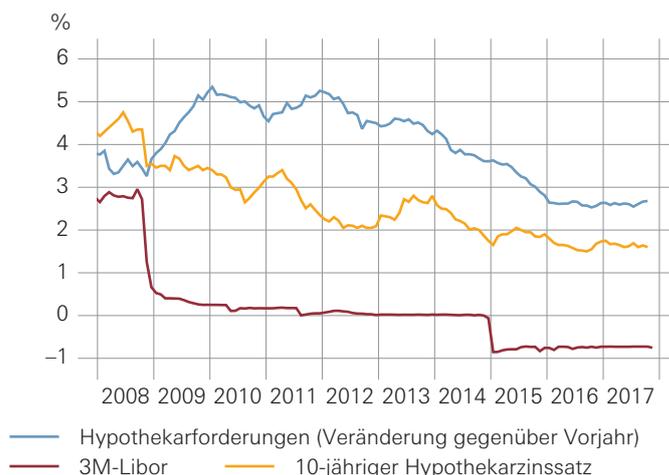
Die übrigen Kredite lagen im dritten Quartal um 2,3% über ihrem Vorjahresniveau. Von kurzfristigen Schwankungen abgesehen, bewegen sie sich indessen weiterhin ungefähr auf dem gleichen Niveau wie vor zehn Jahren.

### Steigende Kreditquote

Das in den letzten zehn Jahren verzeichnete kräftige Kreditwachstum spiegelt sich in der Kreditquote wider, d.h. im Verhältnis zwischen Bankkrediten und nominalem BIP (Grafik 5.14). Nach einer markanten Zunahme in den 1980er-Jahren blieb die Kreditquote bis 2008 weitgehend stabil. Seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise ist sie erneut deutlich gestiegen. Trotz der Abschwächung des Kreditwachstums ab 2015 wachsen Bankkredite weiterhin stärker als das nominale BIP. Die aus dem Anstieg der Kreditquote resultierenden Risiken für die Finanzstabilität sind damit nach wie vor vorhanden.

Grafik 5.13

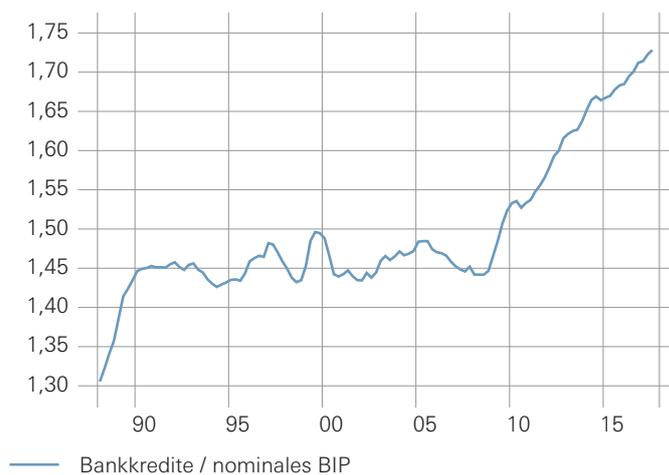
### HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND ZINSSÄTZE



Quellen: Bloomberg, SNB

Grafik 5.14

### BANKKREDITE IM VERHÄLTNISS ZUM BIP



Quelle: SNB

---

# Konjunktursignale

Ergebnisse aus den Unternehmensgesprächen  
der SNB

## **Viertes Quartal 2017**

Bericht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der SNB.

Die hier wiedergegebenen Einschätzungen beruhen auf Informationen von Entscheidungsträgern von Unternehmen in der ganzen Schweiz. Insgesamt fanden 237 Unternehmensgespräche zwischen Mitte Oktober und Ende November statt.

### **Regionen**

Genf  
Italienischsprachige Schweiz  
Mittelland  
Nordwestschweiz  
Ostschweiz  
Waadt-Wallis  
Zentralschweiz  
Zürich

### **Delegierte**

Jean-Marc Falter  
Fabio Bossi  
Roland Scheurer  
Daniel Hanimann  
Urs Schönholzer  
Aline Chabloz  
Walter Näf  
Rita Kobel

## Das Wichtigste in Kürze

---

- Im vierten Quartal wächst die Schweizer Wirtschaft robust und breit abgestützt. Die Aussichten für das erste Halbjahr 2018 lassen eine Fortsetzung der Dynamik erwarten. Dies ist das Bild, das die Unternehmensgespräche vermitteln.
- Die realen Umsätze sind gegenüber dem Vorquartal erneut spürbar gewachsen. Gegenüber dem Vorjahresquartal ist der Anstieg markant.
- Die technischen Produktionskapazitäten der Unternehmen sind beinahe normal ausgelastet. Einige Branchen befinden sich aber noch in einer unbefriedigenden Situation.
- Bei der Margenlage setzt sich der Besserungstrend fort, besonders in der Industrie. Die Margen liegen insgesamt aber noch geringfügig unter dem von den Gesprächspartnern als üblich erachteten Niveau. Zwischen den Branchen ist die Lage weiterhin heterogen.
- Für die kommenden sechs Monate erwarten die Gesprächspartner noch etwas stärker steigende reale Umsätze, wozu das günstige internationale Konjunkturmilieu und die Abschwächung des Frankens wesentlich beitragen. Die Unternehmen sehen deshalb vor, die Investitionen leicht zu erhöhen und etwas mehr Personal einzustellen. Öfter als bisher wird ein Fachkräftemangel thematisiert.
- Insgesamt hat sich die Risikowahrnehmung entspannt. Nebst geopolitischen Risiken erwähnen die Gesprächspartner neu vermehrt Ungleichgewichte an den Börsen und am Immobilienmarkt.

**Anhaltend kräftiger Umsatzzuwachs**

Die Ergebnisse der Unternehmensgespräche lassen auf eine neuerliche Beschleunigung der Schweizer Wirtschaft schliessen. Etliche Unternehmen stellen seit der Jahresmitte einen markant besseren Geschäftsgang fest. Am ausgeprägtesten zeigt sich dies wie bereits im Vorquartal in der Industrie.

Die realen (d.h. um die Veränderung der Verkaufspreise bereinigten) Umsätze der Unternehmen sind gegenüber dem Vorquartal robust gewachsen (Grafik 1; zur Interpretation der Grafiken vgl. Informationen am Schluss des Berichts). Noch ausgeprägter ist die Entwicklung im Vergleich mit dem Vorjahresquartal. Alle drei Sektoren – Dienstleistungen, Industrie und Bauwirtschaft – tragen gleichermassen zu diesem positiven Gesamtbild bei.

Die Exportbranchen erleben eine anhaltend gute oder sogar verbesserte Dynamik im Geschäftsgang. Besonders gut läuft das Geschäft für Firmen, die Güter für den Automobil-, den Medizinal- und den Telekombereich anbieten. Gut läuft der Absatz nach Europa, und zwar geografisch breit abgestützt. Als Treiber der Entwicklung führen die Gesprächspartner ferner die USA und Asien an. Dagegen sind die Signale aus Russland uneinheitlich.

Nebst dem erfolgreichen Exportgeschäft läuft auch der inländische Absatz tendenziell besser als in den Vorquartalen.

**Normal ausgelastete Produktionskapazitäten**

Die technischen Produktionskapazitäten sind nun beinahe normal ausgelastet. Der Trend zu einer graduell verbesserten Auslastung hatte in der zweiten Jahreshälfte 2016 eingesetzt (Grafik 2).

Grafik 1

**UMSÄTZE GEGENÜBER DEM VORQUARTAL**



Entwicklung der realen Umsätze im Vergleich mit dem Vorquartal. Positive (negative) Indexwerte signalisieren eine Zunahme (Abnahme).  
Quelle: SNB

Die Hälfte der Unternehmen bezeichnet ihre technischen Kapazitäten als normal ausgelastet. Die anderen 50% verteilen sich je etwa hälftig auf solche, die unter- bzw. überausgelastet sind. Vereinzelt Unternehmen haben ihre Anzahl Schichten erhöht, um die höhere Nachfrage abzudecken. Punktuell entstehen höhere Überstundensaldi oder es wird zusätzlich auch an Wochenenden gearbeitet.

**Personalbestände angemessen**

Die Personalbestände werden derzeit in allen drei Sektoren als dem Bedarf entsprechend eingeschätzt; vereinzelt gibt es aber Signale, dass sie eher etwas zu tief sind. Im Verlauf von 2016 waren die Personalbestände demgegenüber noch als eher zu hoch eingestuft worden.

Die Schwierigkeiten bei der Personalgewinnung haben sich im Berichtsquartal akzentuiert. Dies gilt besonders im Dienstleistungssektor. Nebst der Besserung am inländischen Arbeitsmarkt werden auch weniger Bewerbungen aus Deutschland, Österreich und Italien beobachtet. Darin widerspiegelt sich die bessere Konjunkturlage in den Nachbarländern.

**Normalisierung der Margenlage**

Bei der Margenlage setzt sich der Trend in Richtung Normalisierung, der Anfang 2016 eingesetzt hat, fort. Steigende Umsatzvolumen, aber neuerdings auch möglich gewordene Preiserhöhungen tragen wesentlich dazu bei. Die Gewinnmargen liegen zwar insgesamt noch geringfügig unter dem von den Gesprächspartnern als üblich bezeichneten Niveau, doch ist die Gesamteinschätzung auf dem gleichen Stand wie vor Aufhebung des Mindestkurses gegenüber dem Euro. Innerhalb der Sektoren und unter den Unternehmen besteht aber weiterhin eine grosse Heterogenität der Margenlage.

Grafik 2

**KAPAZITÄTSAUSLASTUNG**



Aktuelle Auslastung der technischen Kapazitäten bzw. der Infrastruktur im Vergleich zu einem normalen Niveau. Ein positiver (negativer) Indexwert signalisiert, dass die Auslastung höher (tiefer) als normal ist.  
Quelle: SNB

## ENTWICKLUNGEN IN EINZELNEN BRANCHEN

Im Grosshandel liegen die realen Umsätze recht deutlich über dem Vorquartal und über dem Vorjahr. Im Detailhandel ist diese Entwicklung weniger ausgeprägt, machen sich doch strukturelle Veränderungen wie die Verlagerung auf Online-Einkäufe weiterhin bemerkbar. Der stationäre Detailhandel befindet sich deshalb in einem schwierigen Umfeld mit hohem Margendruck. Immerhin scheint im Berichtsquartal die Preiserosion zum Stillstand gekommen zu sein.

Der Finanzsektor weist erneut einen positiven Geschäftsgang auf. Sowohl das Kommissions-, das Handels- als auch das Zinsdifferenzgeschäft tragen dazu bei. Die Infrastrukturen der Banken (Büro- und Verkaufsflächen sowie IT-Kapazitäten) sind besser ausgelastet. Die Margen liegen aber weiterhin unter den als üblich betrachteten Werten.

Im Hotel- und Gastgewerbe läuft das Geschäft seit dem Sommer mehrheitlich gut. In verschiedenen Regionen ist eine Zunahme des Tourismus festzustellen, namentlich aus dem asiatischen Raum, aber auch aus den USA. Dass die Schweiz als sichere Destination wahrgenommen wird, trägt entscheidend zur erhöhten Nachfrage bei. Die Margen liegen dank Kosteneinsparungen und teilweise möglichen Preiserhöhungen im üblichen Rahmen.

Eine günstige Geschäftslage weisen grossmehrheitlich Unternehmen aus der Transport- und Logistikbranche auf.

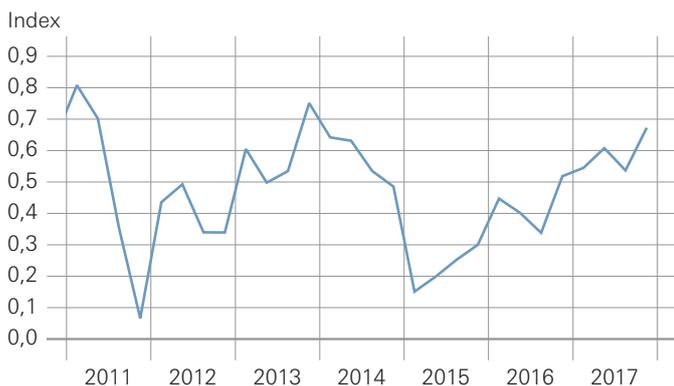
In der ICT-Branche hält der günstige Geschäftsgang an; die Umsätze liegen deutlich über dem Vorquartals- und dem Vorjahresstand. Digitalisierung, Automatisierung und Regulierung zählen zu den Treibern im Geschäft. Der Margendruck bleibt aber eher hoch.

In der Industrie weisen praktisch alle Branchen höhere Umsätze auf als im Vorquartal. Die Auslastung liegt insgesamt noch marginal unter den Normalwerten. Aus der Uhrenbranche und ihren Zulieferbetrieben mehrten sich die Signale einer spürbaren Aufhellung; der Margendruck hält aber an. Margen unter dem als üblich erachteten Niveau weisen auch Unternehmen aus dem Druck- und Verpackungsgewerbe sowie aus dem Maschinenbau auf.

Der Bausektor weist einen anhaltend dynamischen Geschäftsgang auf, sowohl im Bauhaupt- als auch im Baunebengewerbe. Der wichtigste Treiber ist der Wohnungsbau. Allerdings sind die Margen infolge eines intensiven Verdrängungswettbewerbs stark unter Druck. Im Hochbau werden häufig die geringen Markteintrittsbarrieren als Grund angeführt.

Grafik 3

### ERWARTETE UMSÄTZE

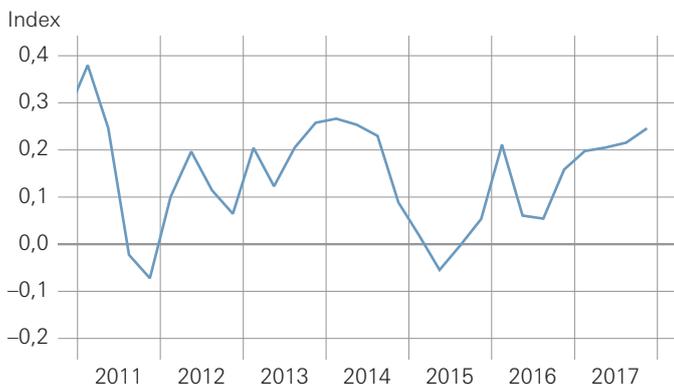


Erwartete Entwicklung der realen Umsätze in den kommenden sechs Monaten. Positive (negative) Indexwerte bedeuten, dass höhere (tiefere) Umsätze erwartet werden.

Quelle: SNB

Grafik 4

### ERWARTETE KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

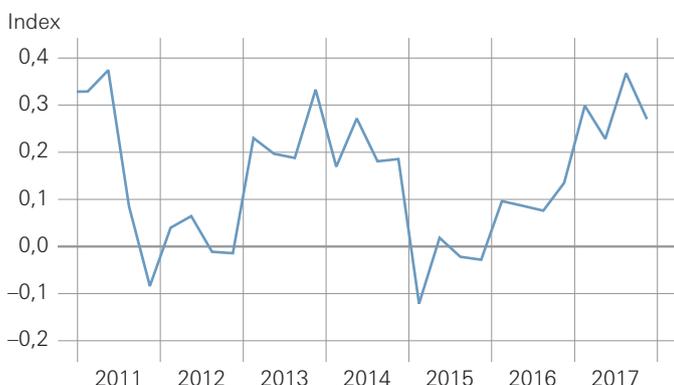


Erwartete Entwicklung der technischen Kapazitäts- bzw. Infrastrukturauslastung in den kommenden sechs Monaten. Positive (negative) Indexwerte bedeuten, dass eine höhere (tiefere) Auslastung erwartet wird.

Quelle: SNB

Grafik 5

### ERWARTETE BESCHÄFTIGUNG



Erwartete Entwicklung des Personalbestands in den kommenden sechs Monaten. Positive (negative) Indexwerte bedeuten, dass eine Zunahme (Abnahme) erwartet wird.

Quelle: SNB

## AUSSICHTEN

### Breite Zuversicht

Die Gesprächspartner sind betont optimistisch gestimmt hinsichtlich ihrer Geschäftsperspektiven in den kommenden sechs Monaten. Insgesamt wird ein weiterer Anstieg der realen Umsätze erwartet (Grafik 3), was auf den Dienstleistungs- und den Industriesektor zurückzuführen ist. Zu dieser Einschätzung tragen die günstige internationale Konjunkturlage, die verbesserten Wechselkursbedingungen, namentlich der stärkere Euro, und die deutlich spürbaren Effekte der ergriffenen effizienzsteigernden Massnahmen bei. Die Auftragslage vieler Unternehmen präsentiert sich für 2018 überaus gut.

Die Zuversicht der Unternehmer zeigt sich auch in einer leicht höheren erwarteten Auslastung der technischen Produktionskapazitäten bzw. der Infrastruktur in den kommenden sechs Monaten (Grafik 4). Zudem ist die Investitionsneigung grösser als dies im letzten Jahr der Fall war, sowohl für Ausrüstungsinvestitionen als auch für Investitionen in Bauten. Knapp ein Drittel der Unternehmen, die in ihre Ausrüstung investieren, bauen damit auch ihre Produktionskapazitäten aus.

In den kommenden sechs Monaten erwarten die Gesprächspartner steigende Preise. Dies gilt sowohl bei den Einkaufs- und – erstmals seit 2011 – auch bei den Absatzpreisen. Vielfach wird dies mit höheren Rohmaterialpreisen und dem schwächeren Franken begründet. Absatzpreiserhöhungen können aber auch sonst etwas leichter durchgesetzt werden als bisher.

### Mässiger Personalaufbau geplant

Die Aussichten auf eine höhere Kapazitätsauslastung und die teilweise signalisierte leichte Personalknappheit wirken sich auf die Anstellungspläne aus: Die Gesprächspartner beabsichtigen, die Personalbestände mässig zu erhöhen (Grafik 5). Dies gilt besonders für den Dienstleistungssektor. Um einer Personalknappheit entgegenzuwirken, werden teilweise Temporär- in Festanstellungen umgewandelt. In vereinzelt Branchen wie etwa dem Druckgewerbe werden Unternehmen aus strukturellen Gründen Personal abbauen.

### Steigende Löhne

Gestützt auf die Informationen aus den Gesprächen belaufen sich die bereits bekannten geplanten Erhöhungen der Salärsummen für 2018 auf durchschnittlich 1,1%. Erstmals seit längerem wollen einige Unternehmen auch Erhöhungen in Form genereller Zulagen gewähren.

## UMFELD UND RISIKEN

Die Unternehmen erachten die Unsicherheit in ihrem Umfeld als verhältnismässig gering. Zu den angesprochenen potenziellen Gefahren gehören geopolitische Risiken, protektionistische Tendenzen und eine gewisse Fragilität des weltweiten Konjunkturaufschwungs. Bezüglich Europa hat sich die Risikowahrnehmung entspannt, doch weisen einige Gesprächspartner auf weiterhin ungelöste strukturelle Probleme hin. Schwierig einzuschätzen bleiben die Folgen des Brexits.

Im Inland empfinden viele Gesprächspartner die Regulierungsdichte als sehr belastend. Weitere Risiken werden in einem zunehmenden Fachkräftemangel und in einer erneuten Frankenaufwertung gesehen. Die Digitalisierung wird in sehr vielen Branchen angesprochen, wobei sie je nach Blickwinkel als Risiko oder als Chance wahrgenommen wird. Punktuell wird die Cyberkriminalität als Gefahrenherd erwähnt, vor allem in der Finanzbranche.

Das lang andauernde Tiefzinsumfeld erachten etliche Gesprächspartner mit Blick auf die Situation der Vorsorgeeinrichtungen als problematisch. Zunehmendes Unbehagen wird über die Auswirkungen auf den Immobilienmärkten zum Ausdruck gebracht, wo trotz steigender Leerwohnungsbestände weiterhin grosse Investitionsprojekte institutioneller Anleger anlaufen. Eine zunehmende Zahl von Gesprächspartnern beobachtet die Entwicklung an den Börsen skeptisch.

Die seit dem Sommer erfolgte Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro wird zwar von den meisten Unternehmen als «hilfreich» bezeichnet. Es herrscht aber weiterhin Vorsicht bei der Einschätzung, da die Bewegung erst dann eine verstärkte Wirkung zeigen wird, wenn sie sich als nachhaltig erweist.

## Über die Konjunktursignale

### Ansatz

Die SNB-Delegierten führen vierteljährlich Gespräche mit Entscheidungsträgern von Unternehmen in der ganzen Schweiz. Die Konjunktursignale fassen die Hauptergebnisse dieser Gespräche zusammen.

Pro Quartal werden rund 240 Unternehmen besucht. Die Auswahl orientiert sich an der Branchenstruktur der Schweizer Wirtschaft gemäss Bruttoinlandsprodukt (BIP) und Beschäftigung. Branchen mit stärkeren Konjunkturschwankungen sind etwas übervertreten. Der öffentliche Sektor und die Landwirtschaft sind dagegen ausgeklammert. Die besuchten Unternehmen ändern in jedem Quartal.

In den Gesprächen erfassen die SNB-Delegierten primär qualitative Informationen. Die Gespräche sind jedoch in einer Form strukturiert, die es den Delegierten erlaubt, einen Teil der erhaltenen qualitativen Informationen auch auf einer numerischen Skala einzustufen. Dies ermöglicht eine Aggregation der Ergebnisse und deren grafische Darstellung.

Grafik 6

## ERWARTETE INFLATION



Quelle: SNB

## INFLATIONSERWARTUNGEN

Anlässlich des Austausches sprechen die Delegierten ihre Gesprächspartner regelmässig auch auf ihre kurz- und langfristigen Inflationserwartungen als Konsumenten – gemessen am Konsumentenpreisindex – an.

Der Aufwärtstrend bei den kurz- und den langfristigen Inflationserwartungen, der im Verlauf von 2015 begonnen hat, hält auch im vierten Quartal 2017 an: Für die nächsten sechs bis zwölf Monate liegen die Erwartungen neu bei durchschnittlich 0,6%, gegenüber 0,5% im Vorquartal (blaue Linie in der Grafik 6). Die mittelfristigen Inflationserwartungen – mit einem Zeithorizont von drei bis fünf Jahren – liegen bei 1,2%, gegenüber 1,0% im Vorquartal (rote Linie in der Grafik).

Die dazu verwendete fünfstufige Skala läuft sinngemäss von «deutlich höher» bzw. «deutlich zu hoch» (Wert +2), «leicht höher» bzw. «etwas zu hoch» (Wert +1), «gleich» bzw. «normal» (Wert 0), «leicht tiefer» bzw. «etwas zu tief» (Wert -1) bis «deutlich tiefer» bzw. «deutlich zu tief» (Wert -2).

### Interpretation der Grafiken

Die Grafiken sind als eine numerische Zusammenfassung der erhaltenen qualitativen Informationen zu betrachten. Der dargestellte Indexwert entspricht einem Durchschnitt der Ergebnisse über alle besuchten Unternehmen. Bei der Interpretation der Kurven ist vor allem die Tendenz relevant und weniger das numerische Niveau oder dessen exakte Veränderung.

### Weitere Informationen

Weiterführende Angaben zu den Konjunktursignalen sind zu finden auf [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Rubrik Die SNB\Regionale Wirtschaftskontakte.

---

## Dank

Die Nationalbank dankt den rund 900 Unternehmen, die sich den Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte im Verlauf des Jahres 2017 für Gespräche zur Verfügung stellten. Damit haben sie einen wesentlichen Beitrag zur Beurteilung der Wirtschaftsentwicklung geleistet. Die nachfolgend aufgeführten Unternehmen sind mit der Veröffentlichung ihrer Namen einverstanden:

---

### A

A. Boss & Co AG. Aare Energie AG. Aargauische Kantonalbank. ABB Schweiz AG. AbbVie AG. Abicht Gruppe AG. Accenture AG. Accuro. Acino. Adam Touring GmbH. adesso Schweiz AG. Aduno Holding AG. Aebi & Vincent Architekten SIA AG. AEK onyx Gruppe. Aerne Engineering AG. Aerni Gruppe. Aeschlimann AG, Décolletages. AEW Energie AG. AF-Consult Switzerland AG. Agility Logistics AG. AGZ Ziegeleien AG. AHG-Holding AG. Albinati Aeronautics SA. Albiro AG. Aligro-Demaurex & Cie SA. Alpex Pharma SA. Alpha Solutions AG. Alpinamed AG. amag. Amalthea Holding AG. Ameropa AG. AMI Immobiliare SA. Amici Caffè AG. Ammann Schweiz AG. amPuls Marktforschung AG. André Repond SA. Andrey Transports SA. Andritz Hydro AG. Anton Häfliger AG. Aptar Mezzovico SA. Arcolor AG. Aregger AG Bauunternehmung. Argor-Heraeus SA. Argus der Presse AG. Aricon-Küng Treuhand AG. Ascensia Diabetes Care Holding. Assos of Switzerland GmbH. Atos Consulting SA. Audemars Holding SA. Autogrill Schweiz AG. Autoneum Holding AG. AVS Systeme AG.

### B

Bachem Holding AG. Bahnhof AG. Bad Schinznach AG. Bad Seedamm AG. Balance Hotels. Baloise Bank SoBa AG. Baltensperger AG Hochbau Tiefbau Holzbau. Banca del Ceresio SA. Banca del Sempione. Banco Santander (Suisse) SA. Bandi SA. Bank CIC (Schweiz) AG. Bank Cler. Banque Bonhôte & Cie SA. Banque Cantonale de Fribourg. Banque Cantonale du Jura. Banque Cantonale du Valais. Banque Cantonale Neuchâteloise. Banque Cantonale Vaudoise. Banque Lombard Odier & Cie SA. Bär & Karrer AG. Barclays Bank (Suisse) SA. Basilea Pharmaceutica AG. Basler & Hofmann AG. Basler Kantonalbank. Basler Zeitung. Baugeschäft Bärlocher AG. Bauknecht AG. Baumann Federn AG. Bauwerk Parkett AG. Bayer. BDO AG. Beckman Coulter Eurocenter SA. Belloli SA. Belotti Ottica & Udito. Belvédère Hotels Scuol. Belwag AG Bern. Benteler Rothrist AG. Bergbahnen Beckenried-Emmetten AG. Berndorf Luzern AG. Berney Associés SA. Bertschi AG. Bettermann AG. Bewetec AG. Bezzola Denoth AG. BG Ingénieurs Conseils SA. Bianchi & Co SA. Bibus AG. BiCA AG. Biotronik AG. Biplast AG. Bischofszell Nahrungsmittel AG. Bison IT Services AG. Blanc & Cie SA. Blau-Weiss Autohandels AG. BLS AG. BMC Switzerland AG. BMW (Schweiz) AG. Bobst Group SA. Bohren Möbel AG. Boller Winkler AG/Schloss-

berg. Bosch Packaging Systems AG. Bosch Rexroth Schweiz AG. Boschung Holding SA. Bossard AG. Bossi e Bersani SA. Boulangerie Michellod SA. Boulangerie-Pâtisserie Wolfisberg SA. Boutique Hotel Villa Orselina. Brac Werke AG. brack.ch. Brandis Finanz Holding AG. Brauhaus Sternen AG. Brevan Howard Investment. Brolliet SA. Bruker BioSpin AG. BSB + Partner Ingenieure und Planer AG. Bucher Travel Inc. Bunge SA. Burckhardt of Switzerland AG. Bureau d'ingénieurs civils Daniel Willi SA. Burger Söhne AG.

### C

Café de Grancy Sàrl, Soulfood SA, Tricycle SA. Cafina AG. Caisse d'Épargne CEC SA. Calendaria AG. Camillo Vismara SA. Candrian Catering AG. Canoo Engineering AG. Capital Group. Caprez Ingenieure AG. Carlo Bernasconi AG. Carrosserie A. Wenger & Cie. Casinò Admiral SA. Casino du Lac Meyrin SA. Casinò Lugano SA. Casino Neuchâtel SA. Casram SA. Castello del Sole Ascona. Caterpillar Sàrl. CCHE Architecture et Design SA. Cebi Micromotors Switzerland SA. Cendres & Métaux SA. Censi & Ferrari SA. Chalet de Gruyères SA. Chaletbau Matti Holding AG. Chaussures Aeschbach SA. Chiquita Brands International Sàrl. Chocolats Camille Bloch SA. Christian Cavegn AG. Cilag AG. Ciolina AG. Cipag SA. Clinica Ars Medica. Coloral SA. Comet AG. Commerzbank Schweiz. Compass Group (Schweiz) AG. Confiserie Sprüngli AG. Congress Centre Kursaal Interlaken AG. Consitex SA. Contrinex SA. Coop. Cornèr Banca SA. Cornu & Cie SA. Coutaz SA. Creabéton Matériaux SA. Création Baumann AG. Credit Suisse AG. Cremo SA. Crevoisier SA. Cross Systems SA. CSC Impresa di costruzione SA. CSD Ingénieurs. CTC Analytics AG.

### D

Daniel Jenny & Co. Darest Informatique SA. Datamars SA. De Capitani Baugeschäft AG. De Martin AG Surface Technology. Debiopharm Group. Debrunner Acifer AG St. Gallen. DeLaval AG. Dell EMC. Delta Möbel AG. Deltacarb SA. Desinfesta AG. Detech SA. Deutsche Bank (Suisse) SA. DGS Druckguss Systeme AG. DHL Logistics (Schweiz) AG. Die Mobilier. Dietiker AG. Dietsche MontageProfis Holding AG. DIWISA Distillerie Willisau AG. dmb SA. Dorier SA. dormakaba Gruppe. Dreieck-Transfer Transport und Logistik AG. DSM Nutritional Products Ltd. Duferco SA. Dumont & Dupraz SA. Dupasquier & Cie SA. Dupin 1820. Dyconex AG.

## E

E. Kalt AG, Klima- und Energietechnik. E.M.S. Electro Medical Systems SA. EAO Group. Ebauches Micromécanique Precitrame SA. Eberhard Unternehmungen. ebi-pharm ag. EBL. Ecofin Holding AG. Edilcentro Wullschlegler SA. EKT Holding AG. Elbau Küchen AG. Elektro Compagnoni AG. Element AG. Elesta GmbH. ElringKlinger Abschirmtechnik (Schweiz) AG. Emanuele Centonze Holding SA. Emch AG Bauunternehmung. Emch + Berger AG Bern. Emil Frey AG. Emile Egger & Cie SA. emmental versicherung. Emmi AG. EnAlpin AG. Energie Wasser Bern. Energie Zürichsee Linth AG. énergies sion région. Engelberger Druck AG. Entrecôte Fédérale & Brasserie Obstberg. Entreprise Belloni SA. Enz Technik AG. Erbas SA. Erbicol SA. ERI Bancaire SA. Ernst & Young AG. Ernst Frey AG. Esco SA. Essemtec AG. EuroAirport Basel, Mulhouse, Freiburg. Evatec AG. Eventmore SA. Expersoft Systems AG. Extramet AG.

## F

F. Hoffmann-La Roche AG. F. Murpf AG. F. Piemontesi SA. Fanscella SA. Fattorini Autotrasporti Sagl. Faude & Huguenin SA. Faulhaber Precistep SA. FC Basel 1893 AG. Feintool Technologie AG. Felco SA. Feldschlösschen Getränke AG. Felix Transport AG. Feller AG. fenaco Genossenschaft. Ferring Pharmaceuticals. Fert & Cie Voyages SA. FG Groupe SA. Fidinam Group Holding SA. Fiduciaire Fidag SA. Finnova AG. Firmenich SA. Fisch Asset Management AG. Fischer Connectors. Fischer Reinach AG. Fischer Spindle Group AG. Föllmi AG Bauunternehmung. Fondation Beyeler. Fraisa SA. Franzosini SA. Fratelli Roda SA. Freestar-Informatik AG. Fresenius Medical Care (Schweiz) AG. Fressnapf Schweiz AG. Frieden SA. Fritz Schiess AG. Fritz Studer AG. futura Ristoranti. FZSoNick SA.

## G

GAM Holding AG. Garaio AG. Garaventa AG. Garbani AG. Garzoni SA. Gasser Ceramic AG. GE Consumer & Industrial SA. Geberit AG. Gebrüder Renggli AG. Gebrüder Weiss AG. General Electric (Switzerland) GmbH. General Transport AG. Generali (Schweiz) Holding. Geneva Logistics Group SA. Geo Edil SA. Geoinfo Gruppe. Georg Haag AG. Georg Utz Holding AG. Georges Constantin SA. Gericke AG. Gerofinance-Dunand SA – Régie de la Couronne. Gfeller + Partner AG. GGZ Gartenbau Genossenschaft

Zürich. Ghelma AG. Giesserei Hegi AG. Gilli Garten AG. Gimmel Rouages SA. Gindraux Fenêtres SA. Ginsana SA. Giovanelli Fruchtimport AG. Givaudan SA. Glaeser Wogg AG. Glarner Kantonalbank. Globetrotter Travel Service AG. Globus Travel Services SA. Glutz AG. Goldbach Group AG. Google Switzerland GmbH. Gotthard Raststätte A2 Uri AG. GPA Guardian Protection SA. Grand Casino St. Gallen AG. Grand Hôtel Suisse Majestic. Grand Resort Bad Ragaz AG. Grange SA. Granol AG. Graubündner Kantonalbank. Gravag Erdgas AG. Gregor Furrer & Partner Holding AG. Group TrackNet. Groupe Ardentis. Groupe E Connect SA. Groupe JPF. Groupe Lathion. Groupe Mutuel. Groupe Orlati. Groupe Rhône Média. Groupe Sidin Hôtels. Groupe VO Energies. Grund AG Fahrzeuge. Grundfos Pumpen AG. Grünenfelder SA. Grünenwald AG. Gstaad Saanenland Tourismus. GTK Timek Group SA. Gustav Spiess AG. Gysi AG. Gysi AG Chocolatier Suisse.

## H

H + Gastro AG. H. Goessler AG. H. Wellauer AG. Haag-Streit Holding AG. Haecky Gruppe. Haeusler AG. Hans Christen AG. Hans Leutenegger SA. Häring & Co. AG. Haufe-umantis AG. Heiniger AG. Heinrich Kübler AG. Helvetia Versicherungen. Henri Harsch HH SA. Herzog Küchen AG. Herzog-Elmiger AG. Hevron SA. HID Global Switzerland SA. Hidrostal AG. Hirsch (Schweiz) AG. Hirslanden AG. Historika AG. Hodel & Partner AG. Holdigaz SA. Honex AG. Hostettler AG. Hotel Bad Horn AG. Hotel Belvoir Rüschtikon AG. Hotel Cascada AG. Hotel Castell. Hôtel de la Cigogne SA. Hôtel de la Paix. Hotel des Balances. Hotel Eden Roc. Hotel Eiger Mürren. Hotel Internazionale Bellinzona. Hotel Krone, Aarburg. Hôtel La Réserve Genève. Hotel Lenkerhof AG. Hotel Lido Seegarten. Hôtel Longemalle SA. Hotel Lugano Dante Center SA. Hôtel Président Wilson. Hotel Schweizerhof Grindelwald AG. Hotel Wartmann. Hotelplan Suisse MTCH SA. HP Schweiz GmbH. Huber & Co. AG. Huber Fenster AG. Hug AG. Hugelshofer Holding AG. Hugo Boss Ticino SA. Hunkeler AG Paper Processing. Hupac Intermodal SA. HYDRO Exploitation SA. Hydroplant AG. Hypothekbank Lenzburg.

## I

IBSA Institut Biochimique SA. IFEC Ingegneria SA. Ifest AG. Ilapak International SA. IM Maggia Engineering SA. IMTF. Induserv AG. Ineichen AG. Infomaniak Network SA. Intensiv SA. InterCheese AG.

Intersport Schweiz AG. Investas AG. Iseppi Frutta SA.  
ISS Schweiz AG. Itten + Brechbühl AG.

## J

J3C Holding SA. Jakob Müller Holding AG. Janico Holding AG. Jansen AG. Japan Tobacco International SA. Jaquet Technology Group. Jean Singer et Cie SA. Jehle AG. Jenny Science AG. Jermann Ingenieure und Geometer AG. JESA SA. Jetpharma SA. JL Services SA. Johnson & Johnson. Josef Gut AG. Joseph Baume SA. JP Morgan (Suisse) SA. Juggers Sécurité SA.

## K

K+D Gruppe. Kabelwerke Brugg AG Holding. Kablan AG. Kalkfabrik Netstal AG. Karger Publishers. Kasag Swiss AG. Kebo AG. Kestenhof Automobil AG. Keystone AG. Kindlimann AG. Knecht Brugg Holding AG. Koch AG. Konapharma AG. Kromer AG. KUK Electronic AG. Kunststoff-Packungen AG. Kuny AG. Kuoni Viaggi. KurierZentrale GmbH.

## L

La goccia SA. La Rapida SA. La Semeuse SA-Choco-Diffusion SA. Lamprecht Transport AG. Landis Bau AG. Landqart AG. Landquart Fashion Outlet. Lang Energie AG. Larag AG. Laube SA. Laubscher Präzision AG. Lauener et Cie SA. Lausanne Palace & SPA. LB (Swiss) Investment AG. Le Coultre SA. Leicom AG. Leister AG. Lekkerland (Schweiz) AG. Lenovo (Schweiz). Lenzerheide Bergbahnen AG. Leoni Studer AG. Lerch AG Bauunternehmung. Les Toises – Centre de psychiatrie et psychothérapie. Liaudet Pial SA. Liebherr Machines Bulle SA. Lifeware SA. Liip AG. Linnea SA. LK International AG. Locker Swiss Recycling AG. Loeb Holding AG. Logitech. Lombardi SA Ingegneri Consulenti. Lonza AG. Loomis Schweiz AG. L'Oréal Suisse SA. LumX Asset Management (Suisse) SA. Luzerner Kantonalbank. LV-St. Gallen. M. Opitz & Co AG.

## M

Mad Productions SA. Maerki Baumann & Co AG. Mägerle AG Maschinenfabrik. Magtrol SA. Maison V. Guimet Fils. MAN Diesel & Turbo Schweiz AG. Manor. Manpower SA. Manufactures d'outils Dumont SA. Maréchaux Holding AG. Marmobisa AG. Marquis AG. Mars Schweiz AG. Marti Bauunternehmung AG. Marvinpac SA. Mathys AG Bettlach. maxon motor AG. MB Barter & Trading SA. McDonald's Restaurants Sven Matthisson. Medacta International SA. Medipack AG. Meggitt SA. Mercedes Benz Automobil AG. Mercier SA. Mercuria Energy Trading SA. Metalem SA. Metallux SA. Metaltext SA. Metrohm AG. Metron AG. Meubles Descartes SA. Mibelle Group. Michelin Suisse SA. Micro-Sphere SA. Migros. Mikron SA. Mikron Tool SA Agno. mikrop ag. Mister Minit. MIT-Group. Möbel Pfister AG. mobilezone. Mobimo Holding AG. Mode Weber. Mondaine Watch Ltd. Monnat.ch SA. Montremo SA. Montres Corum Sàrl. Moser Schaffhausen AG. Mosterei Möhl AG. Motomix SA. MPM Facility

Services SA. Mubea Fabbrica Molle SA. Mubea Präzisionsstahlrohr AG. Mueller AG. Müller Beck AG. Müller Handels AG Schweiz.

## N

Nant de Drance SA. Natur- und Tierpark Goldau. Nestlé Suisse SA. Netcetera. Netstal-Maschinen AG. Nextthink. NGL Cleaning Technology. NH Akustik + Design AG. Nidwaldner Kantonalbank. Niederer Kraft & Frey AG. Nikon Schweiz. Noël Ruffieux & Fils SA. Norba SA. Notenstein La Roche Privatbank AG. Nova Werke AG. Novartis. Novo Business Consultants AG. Noyfil SA. NZZ Mediengruppe.

## O

O. Küttel AG. Obrist Bauunternehmung AG. Obwaldner Kantonalbank. OLZ & Partners. Omida AG. Omya. Onet (Suisse) SA. Opernhaus Zürich AG. Ortho-Team AG. Oryx Energies. Otis SA. Otto Fischer. Otto Keller AG.

## P

Paci SA. Page et Fils SA. Pallas Kliniken AG. Pamasol Willi Mäder AG. Panalpina AG. Panetarium AG. PanGas AG. Parkresort Rheinfelden Holding AG. Parmigiani Fleurier SA. Pastifil SA. Paul Bütiger AG. Pax. PaxVax Berna GmbH. PB Swiss Tools GmbH. pems. Perosa AG. Pestalozzi Gruppe. Pfefferlé & Cie SA. Pfisterer Sefag AG. Pharmacie Populaire société coopérative. Piaget SA. Pibomulti SA, Emissa. Pietro Calderari SA. Pignet Galland & Cie SA. Pilatus-Bahnen AG. Pini Swiss Engineers SA. PKB Privatbank AG. PKZ Burger-Kehl & Co AG. Planzer Transport AG. Plastigum AG. Plumettaz SA. Pneu Egger AG. point vert Groupe SA. Poretti-Gaggini SA. PPG Industries Europe Sàrl. Precicast SA. Premec SA. Pricewaterhouse-Coopers AG. Privatbank IHAG. Proderma AG. Promena AG. Pronto AG. Prosegur SA. Provins.

## Q

Quickline Holding AG.

## R

R. Nussbaum AG. Raboud Group. Radisson Blu. Raiffeisen. Rapelli SA. RATP Dev Suisse SA. Regazzi Holding SA. Regena AG. Régence Production SA. Regine Switzerland SA. Regionalverkehr Bern-Solothurn AG. Rego-Fix AG. Reichle & De-Massari AG. Reiden Technik AG. Reka Schweizer Reisekasse. Reka AG. Remaco Holding AG. Remimag Gastronomie AG. Renault Suisse SA. Retraites Populaires. Rezidor Hotel Group Schweiz. Rhätische Bahn AG. Rhenus Alpina AG. Richard Mille. Riedo clima AG. Rieter Holding AG. Ringele AG. Ristoranti Fred Feldpausch SA. Rittmeyer AG. RLC Architekten AG. RobecoSAM AG. Roduit SA. Roland Berger AG. Romag aquacare AG. Ronda AG. Roth Gerüste AG. Rotho Kunststoff AG. Rotzinger AG. Ruch Metallbau AG. Ruckstuhlgaragen Zürich. RWB Groupe SA. Rychiger AG.

**S**

SA di Gestione Shopping Center Morbio Inferiore. Sabag Holding AG. Sägerei Trachsel AG. Sajet SA. Samvaz SA. Sandro Vanini SA. Sanitas Troesch AG, St. Gallen. Santex Rimar AG. säntis packaging ag. SAP (Schweiz) AG. Saviva AG. Savoy SA. Schaeppi Grundstücke Verwaltungen KG. Schibli Holding AG. Schifffahrtsgesellschaft des Vierwaldstättersees AG. Schilliger Holz AG. Schindler Aufzüge AG. Schindler Elettronica SA. Schlagenhaut Gruppe. Schleuniger AG. Schoeller Textil AG. Schöpfer Gastronomie AG. Schöttli AG. Schulthess Maschinen AG. Schweizer Electronic AG. Schwendimann AG Abfallentsorgung + Transporte. Schwob AG. Schwyzer Kantonalbank. Scott Sports SA. Scout24 Schweiz AG. Sécheron SA. Seehotel Hermitage Luzern. Seehotel Waldstätterhof AG. Sefar Holding AG. Seiler Hotels Zermatt AG. Selmoni Gruppe. Serbeco SA. Serfre' SA. Seven Group. SFS Group AG. Shell (Switzerland) AG. Sheraton Zürich Hotel. sia Abrasives Industries AG. Sicas SA. Silhouette Wellness SA. Sisag AG. Sistag AG. Sitzplatz Schweiz AG. Skynight SA. SkyWork Airlines AG. Smart Gorla Services SA. SNP Société Neuchâteloise de Presse SA. Socar Trading SA. Société du Casino de Crans-Montana SA. Société électrique intercommunale de la Côte. Société Privée de Gérance SA. Solo Swiss SA. Solvias AG. Sonceboz SA. Sonova Holding AG. Soprod SA. Sotax AG. Spar- und Leihkasse Frutigen AG. sparkasse schwyz ag. Splash & Spa Tamaro SA. Spühl GmbH. Square Danses SA. SRS Swiss Recycling Services SA. St. Galler Kantonalbank. Stade de Suisse Wankdorf Nationalstadion AG. Stahl Gerlafingen AG. Stahlton Bauteile AG. Stettler Holding SA. Stirnimann AG, Baumaschinen. STMicroelectronics SA. Stöckli Metall AG. Stöcklin Logistik AG. Stoppani AG. Straumann Group. Straumann-Hipp AG. Studio d'ingegneria Visani Rusconi Telleri SA. Studio Ingegneria Sciarini SA. Stutz Holding AG. Sucafina SA. Suisselearn Media AG. Sunrise Communications AG. Sushizen SA. Suter Viandes SA & Boucherie du Palais. Suteria Chocolata AG. Sutter Ingenieur- und Planungsbüro AG. SV (Schweiz) AG. Swagelok AG. Swan Analytische Instrumente AG. Swatch Group SA. Swiss Capital Alternative Investments AG. Swiss Helicopter Group AG. Swiss Life Schweiz. Swiss Risk & Care. Swisscom AG. Swissgrid AG. Swisslog Holding AG. swisstulle AG. Switel SA. Syngenta AG.

**T**

T.E.A.M. Television Event And Media Marketing AG. T+R AG. TAG Aviation SA. TAG Heuer. Taiana SA. Talan SA. talsee AG. Talus Informatik AG. TE Connectivity Solutions GmbH. Teca-Print AG. Tech Insta SA. Techniques-Laser SA. Tefag Elektronik AG. Tekka Digital SA. Teleclub AG. Télé-Restaurant SA. TEM AG. Tenconi SA. TESA SA. Texaid Textilverwertungs-AG. Thales Suisse SA. Thommen Gastronomie AG. Thommen Gruppe. tibits ag. Titoni AG. TNT Swiss Post AG. Tomy Transporte GmbH. Tool-Temp AG. Tornos SA. Totsa Total Oil Trading SA. Trafag AG. Trafigura Holding GmbH. Trauffer AG. Travys SA. Treier AG. Treuhand- und

Revisionsgesellschaft Mattig-Suter und Partner. Trisa AG. Trümpi AG. Trunz Holding AG. Truvag Treuhand AG. Tschümperlin & Co AG. Tuchs Schmid AG. TUI Suisse. Tyco Integrated Fire & Security (Schweiz) AG.

**U**

UBS AG. UCB Farchim SA. Ulrich Imboden AG. Ulysse Nardin SA. Unione Farmaceutica Distribuzione SA. Unisto AG. Unitechnologies AG. Urner Kantonalbank. Usines Métallurgiques de Vallorbe SA. Uster Technologies AG.

**V**

Vacheron Constantin SA. Valcambi SA. Vale International SA. Valora Holding AG. Variosystems AG. Vaudoise Assurances Holding SA. VBG Verkehrsbetriebe Glattal AG. Verlag Finanz und Wirtschaft AG. Veronelli SA. Veuthey & Cie SA. VF International Sagl. VICI AG International. Vignal CEA SA. Visilab SA. Vogt AG Lostorf. Vogt-Schild Druck AG. Voigt AG. Volkshaus Basel. Volvo Car Switzerland AG. von Bergen SA. Vonplon Strassenbau AG. VonRoll casting AG. VP Bank (Schweiz) AG.

**W**

W. Gassmann AG. Wagner AG. Walo Bertschinger. Wander AG. weba Weberei Appenzell AG. Weber AG Stahl- und Handwerkerzentrum. Weinmann-Energies SA. Wild & Küpfer AG. Wirz AG Bauunternehmung. Wirz Gruppe. WMC IT Solutions AG. WR Weberei Russikon AG. WWZ AG.

**Y**

Y & R Group Switzerland AG.

**Z**

Zambon Svizzera SA. Ziegelei Schumacher AG. Züger Frischkäse AG. Zuger Kantonalbank. Zühlke. Zünd Systemtechnik AG. Zürcher Kantonalbank. Zürcher Kunstgesellschaft. Zürcher Landbank AG. Zürcher Oberland Medien AG. Zurich Suisse. Zweifel Pomy-Chips AG.

**1**

1875 Finance SA.

**II**

II-VI Laser Enterprise GmbH.

---

# 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 14. Dezember belässt die SNB den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei  $-0,75\%$  und das Zielband für den 3M-Libor bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$ . Die SNB bekräftigt, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Die Abwertung des Frankens widerspiegeln, dass sichere Häfen zurzeit weniger gesucht seien. Die Situation am Devisenmarkt sei aber nach wie vor fragil. Der Franken ist aus Sicht der SNB weiterhin hoch bewertet. Der Negativzins und die Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, sind unverändert notwendig. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

Dezember 2017

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 14. September belässt die SNB den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei  $-0,75\%$  und das Zielband für den 3M-Libor bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$ . Die SNB bekräftigt, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Der Franken sei weiterhin hoch bewertet und die Situation am Devisenmarkt nach wie vor fragil. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, am Devisenmarkt einzugreifen, dienen dazu, Anlagen in Schweizer Franken weniger attraktiv zu machen und so den Aufwertungsdruck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

September 2017

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. Juni belässt die SNB den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei  $-0,75\%$  und das Zielband für den 3M-Libor bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$ . Die SNB bekräftigt, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Der Franken ist aus Sicht der SNB weiterhin deutlich überbewertet. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, am Devisenmarkt einzugreifen, dienen dazu, Anlagen in Schweizer Franken weniger attraktiv zu machen und so den Aufwertungsdruck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

Juni 2017

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 16. März belässt die SNB den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei  $-0,75\%$  und das Zielband für den 3M-Libor bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$ . Die SNB bekräftigt, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Der Franken ist aus Sicht der SNB weiterhin deutlich überbewertet. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, am Devisenmarkt einzugreifen, dienen dazu, Anlagen in Schweizer Franken weniger attraktiv zu machen und so den Aufwertungsdruck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

März 2017

Am 19. Dezember gibt die SNB bekannt, dass sie den Aufbau der Rückstellungen für Währungsreserven erhöht. Für die Festlegung der jährlichen Zuweisung soll weiterhin das Doppelte des durchschnittlichen nominellen Wirtschaftswachstums der letzten fünf Jahre herangezogen werden. Jedoch soll neu eine jährliche Mindestzuweisung von  $8\%$  der Rückstellungen vorgenommen werden. Damit wird auch in Perioden mit tiefen nominalen BIP-Zuwachsraten sichergestellt, dass die Rückstellungen ausreichend alimentiert werden und die Bilanz gestärkt wird. Da das durchschnittliche nominelle BIP-Wachstum in den letzten fünf Jahren nur  $1,9\%$  betragen hat, kommt für das Geschäftsjahr 2016 der Mindestsatz von  $8\%$  zur Anwendung.

Dezember 2016

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. Dezember belässt die SNB den Zins auf Sichteinlagen bei der SNB bei  $-0,75\%$  und das Zielband für den 3M-Libor bei  $-1,25\%$  bis  $-0,25\%$ . Die SNB bekräftigt, sie bleibe bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv. Der Franken ist aus Sicht der SNB weiterhin deutlich überbewertet. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, am Devisenmarkt einzugreifen, dienen dazu, Anlagen in Schweizer Franken weniger attraktiv zu machen und so den Aufwertungsdruck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

Dezember 2016

## IMPRESSUM

### Herausgeberin

Schweizerische Nationalbank  
Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach 8022 Zürich

### Gestaltung

Interbrand AG, Zürich

### Satz und Druck

Neidhart+Schön Group 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 11 50  
Fax: +41 (0)58 631 50 48  
E-Mail: library@snb.ch

In gedruckter Form erscheint das Quartalsheft  
auf Deutsch (ISSN 1423-3789),  
Französisch (ISSN 1423-3797)  
und Italienisch (ISSN 2504-3544).



### Elektronisch ist das Quartalsheft abrufbar auf:

Deutsch: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publikationen,  
Ökonomische Publikationen,  
Quartalsheft (ISSN 1662-2588)  
Französisch: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications,  
Publications économiques,  
Bulletin trimestriel (ISSN 1662-2596)  
Englisch: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Publications,  
Economic publications,  
Quarterly Bulletin (ISSN 1662-257X)  
Italienisch: [www.snb.ch](http://www.snb.ch), Pubblicazioni,  
Pubblicazioni economiche,  
Bollettino trimestrale (ISSN 2504-480X)

### Internet

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

### Urheberrecht/Copyright ©

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

Soweit einzelne SNB-Publikationen mit einem Copyright-Vermerk  
versehen sind (© Schweizerische Nationalbank/SNB, Zürich/Jahr  
o.Ä.), bedarf deren urheberrechtliche Nutzung (Vervielfältigung,  
Nutzung via Internet etc.) zu nicht-kommerziellen Zwecken einer  
Quellenangabe. Die urheberrechtliche Nutzung zu kommerziellen  
Zwecken ist nur mit der ausdrücklichen Zustimmung der SNB  
gestattet.

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

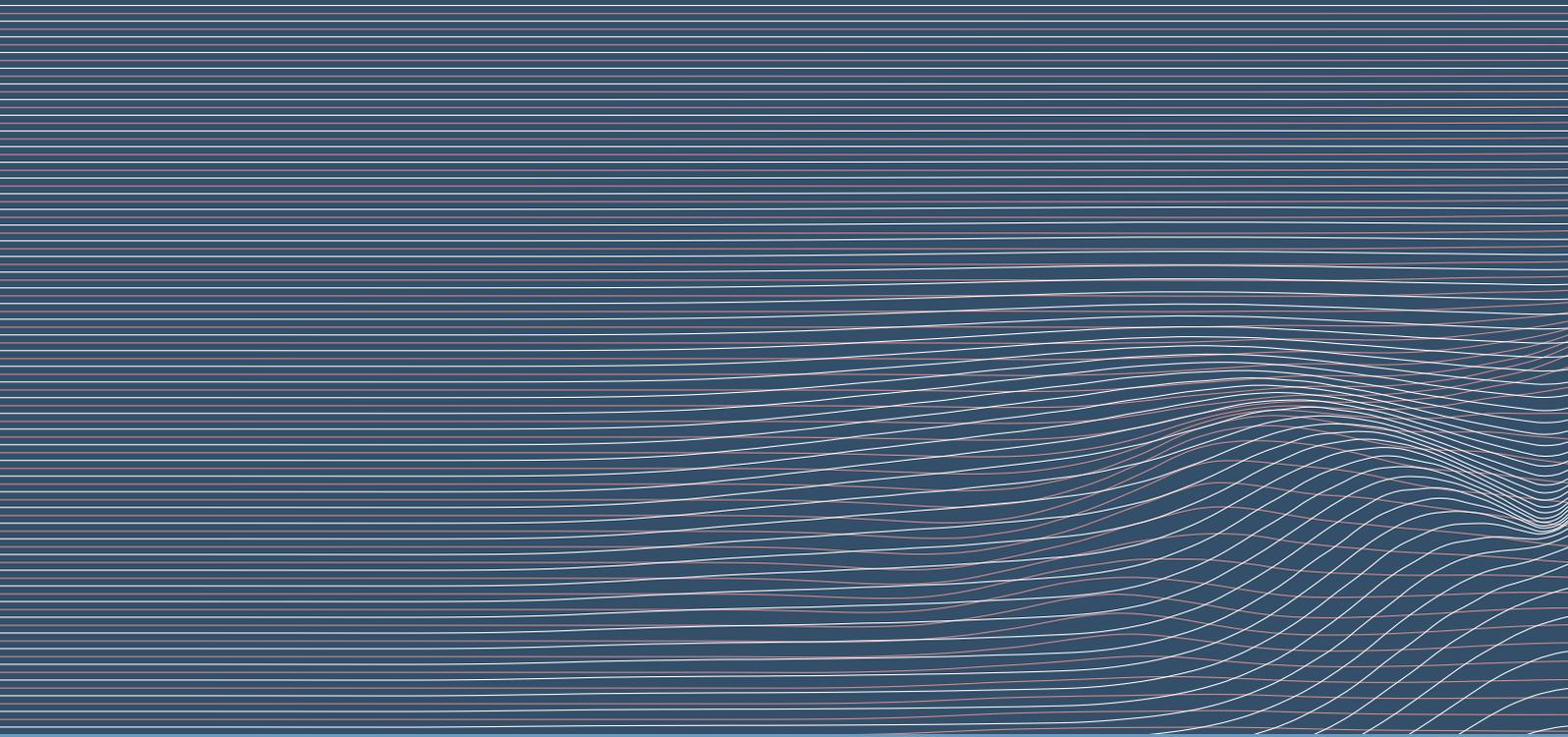
Soweit Informationen und Daten ersichtlich aus fremden Quellen  
stammen, sind Nutzer solcher Informationen und Daten verpflich-  
tet, allfällige Urheberrechte daran zu respektieren und selbst  
entsprechende Nutzungsbefugnisse bei diesen fremden Quellen  
einzuholen.

### Haftungsbeschränkung

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

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2017





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

