

---

Quartalsheft  
1/2019 März

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





---

Quartalsheft  
1/2019 März

37. Jahrgang



---

# Inhalt

	Seite
<b>Bericht über die Geldpolitik</b>	<b>4</b>
1 Geldpolitischer Entscheid vom 21. März 2019	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>
<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>	<b>34</b>

---

# Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom März 2019

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 21. März 2019») ist der im Anschluss an die Lagebeurteilung abgegebenen Medienmitteilung entnommen.

Dieser Bericht berücksichtigt Daten und Informationen, die bis zum 21. März 2019 bekannt wurden. Alle Veränderungsraten gegenüber der Vorperiode beruhen – falls nichts anderes angegeben wird – auf saisonbereinigten Daten und sind auf ein Jahr hochgerechnet.

# 1 Geldpolitischer Entscheid vom 21. März 2019

## Nationalbank behält expansive Geldpolitik unverändert bei

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

Seit der Lagebeurteilung im Dezember 2018 hat sich der Franken handelsgewichtet leicht abgewertet. Insgesamt ist der Franken jedoch immer noch hoch bewertet, und die Lage am Devisenmarkt bleibt fragil. Der Negativzins sowie die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, sind damit unverändert notwendig. Sie halten die Attraktivität von Anlagen in Franken tief und reduzieren den Aufwertungsdruck auf die Währung.

Die neue bedingte Inflationsprognose liegt tiefer als im Dezember (Grafik 1.1). Der Hauptgrund sind gesunkene Wachstums- und Inflationsaussichten im Ausland und die damit verbundenen tieferen Erwartungen in Bezug auf die zukünftigen Leitzinsen in den wichtigsten Währungsräumen. Für das laufende Jahr liegt die Prognose mit  $0,3\%$  geringfügig tiefer als die im letzten Quartal prog-

nostizierten  $0,5\%$  (Tabelle 1.1). Für 2020 sieht die SNB nun eine Inflation von  $0,6\%$  voraus, verglichen mit  $1,0\%$  im Vorquartal. Für 2021 erwartet die SNB eine Inflationsrate von  $1,2\%$ . Die bedingte Inflationsprognose beruht auf der Annahme, dass der 3M-Libor über den gesamten Prognosezeitraum bei  $-0,75\%$  bleibt.

Die globale Wirtschaftsaktivität schwächte sich in den letzten Monaten stärker als erwartet ab. Teilweise bremsen vorübergehende Faktoren das Wachstum. Darüber hinaus verlangsamte sich aber auch die zugrundeliegende Konjunkturdynamik in vielen Industrieländern. Insbesondere die Produktion in der verarbeitenden Industrie entwickelte sich vielerorts nur schleppend.

Konjunkturelle und politische Unsicherheiten erhöhten Ende 2018 die Volatilität und die Risikoprämien an den Finanzmärkten. Zudem fielen das Wachstum und die Teuerung in einigen Ländern erneut schwächer aus als allgemein erwartet. Beides führte zu tieferen Erwartungen in Bezug auf die Leitzinsen in den wichtigsten Währungsräumen.

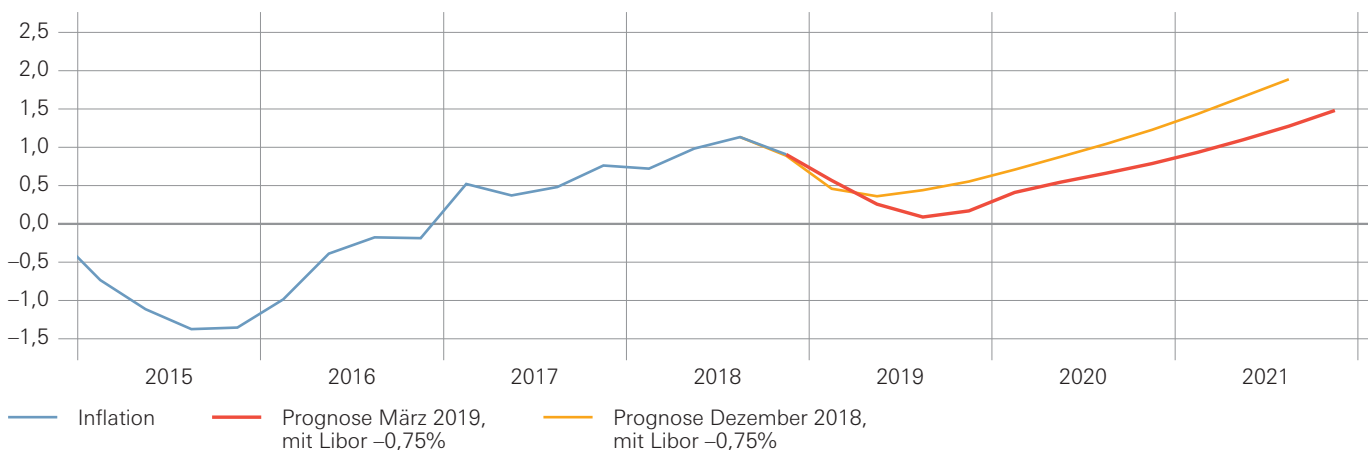
In diesem Umfeld hat die SNB in ihrem neuen Basis-szenario für die Weltwirtschaft das Wachstum der Industrieländer für die erste Jahreshälfte 2019 nach unten angepasst. Die Weltwirtschaft dürfte in den kommenden Quartalen aber immer noch im Rahmen ihres Potenzials wachsen. Stützend wirken in den Industrieländern die expansive Geldpolitik und die robuste Lage am Arbeitsmarkt sowie in einigen Ländern auch die Fiskalpolitik. Die Risiken bleiben jedoch nach unten gerichtet.

Nach einem starken Wachstum in den Vorquartalen stagnierte das Bruttoinlandprodukt (BIP) in der Schweiz in der zweiten Jahreshälfte 2018. Das Wachstum für das Gesamtjahr fiel mit  $2,5\%$  aber insgesamt kräftig aus. Die Produktionskapazitäten der Unternehmen waren gut ausgelastet, und die Arbeitsmarktlage verbesserte sich

Grafik 1.1

## BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2019

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent



Quellen: BFS, SNB

kontinuierlich. Die Zahl der Arbeitslosen ging weiter zurück, und die Arbeitslosenquote lag im Februar bei 2,4%.

Momentan deuten die Konjunkturindikatoren auf eine moderat positive Dynamik hin. Das BIP-Wachstum dürfte nach der Stagnation im zweiten Halbjahr 2018 somit wieder etwas an Fahrt aufnehmen. Für das gesamte Jahr 2019 erwartet die SNB unverändert eine Zunahme des BIP von rund 1,5%.

Am Hypothekar- und Immobilienmarkt bleiben die Ungleichgewichte bestehen. Sowohl die Hypothekarkredite als auch die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen stiegen in den letzten Quartalen weiter leicht an, während die Preise für Wohnrenditeliegenschaften etwas sanken. Trotzdem besteht besonders in diesem Segment aufgrund der starken Preiszunahme der vergangenen Jahre und der steigenden Leerstände die Gefahr einer Korrektur. Die SNB beobachtet die Entwicklungen am Hypothekar- und Immobilienmarkt 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 MÄRZ 2019

	2015				2016				2017				2018				2016	2017	2018
	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	-0,7	-1,1	-1,4	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,2	0,5	0,4	0,5	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	-0,4	0,5	0,9

Quelle: BFS

### BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2019

	2018				2019				2020				2021				2019	2020	2021	
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.				
Prognose Dezember 2018, mit Libor -0,75%					0,9	0,5	0,4	0,4	0,6	0,7	0,9	1,0	1,2	1,4	1,7	1,9		0,5	1,0	
Prognose März 2019, mit Libor -0,75%					0,6	0,3	0,1	0,2	0,4	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	1,1	1,3	1,5	0,3	0,6	1,2

Quelle: SNB



## 2 Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die globale Wirtschaftsaktivität schwächte sich in den letzten Monaten stärker als erwartet ab. Teilweise bremsen vorübergehende Faktoren das Wachstum. Darüber hinaus verlangsamte sich aber auch die zugrundeliegende Konjunkturdynamik in vielen Industrieländern. Insbesondere die Produktion in der verarbeitenden Industrie entwickelte sich vielerorts nur schleppend.

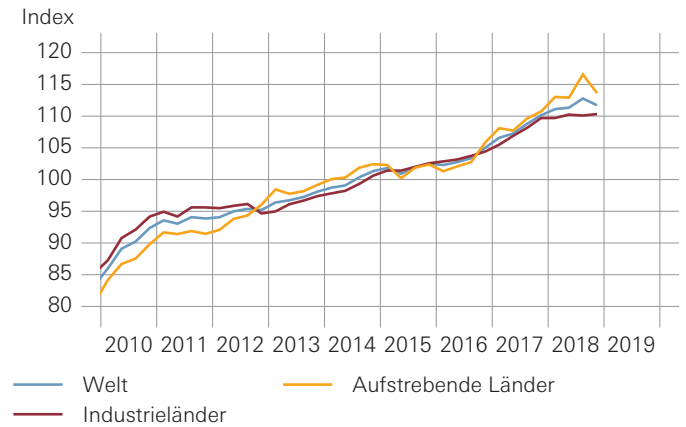
Konjunkturelle und politische Unsicherheiten erhöhten Ende 2018 die Volatilität und die Risikoprämien an den Finanzmärkten. Zudem fielen das Wachstum und die Teuerung in einigen Ländern, insbesondere in der Eurozone und in Japan, erneut schwächer aus als allgemein erwartet. Beides führte zu tieferen Erwartungen in Bezug auf die Leitzinsen in den wichtigsten Währungsräumen. Am Arbeitsmarkt blieben die Signale insgesamt positiv. Die Zahl der Beschäftigten in den Industrieländern nahm erneut zu, und die Arbeitslosigkeit bildete sich mehrheitlich weiter zurück.

In ihrem neuen Basisszenario für die Weltwirtschaft hat die SNB das Wachstum der Industrieländer für die erste Jahreshälfte 2019 nach unten angepasst. Gleichwohl rechnet die SNB für die kommenden Quartale weiterhin mit einem Wachstum um das Potenzial. Stützend wirken in den Industrieländern die expansive Geldpolitik und die robuste Lage am Arbeitsmarkt sowie in einigen Ländern auch die Fiskalpolitik.

Grafik 2.1

### GLOBALER WARENHANDEL

Durchschnitt des abgebildeten Zeitraums = 100



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

Tabelle 2.1

### WELTWIRTSCHAFTLICHES BASISSENARIO

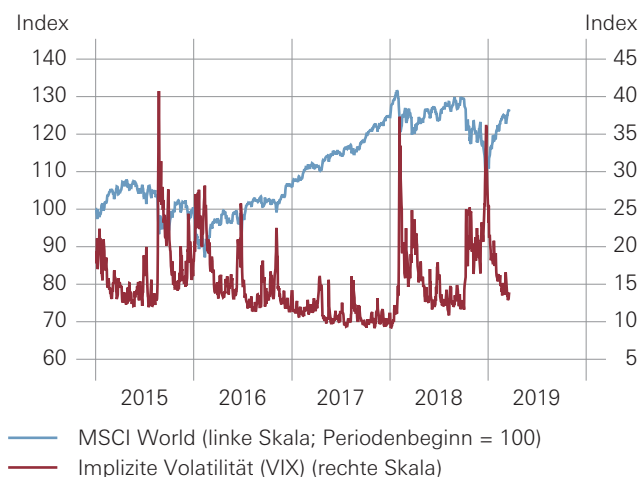
	2015	2016	2017	2018	Szenario	
					2019	2020
<b>BIP, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent</b>						
Global <sup>1</sup>	3,5	3,3	3,8	3,9	3,6	3,7
USA	2,9	1,6	2,2	2,9	2,3	2,0
Eurozone	2,0	1,9	2,5	1,8	1,1	1,4
Japan	1,3	0,6	1,9	0,8	0,6	0,5
<b>Erdölpreis in USD pro Fass</b>	52,5	43,8	54,3	71,0	61,7	62,0

<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

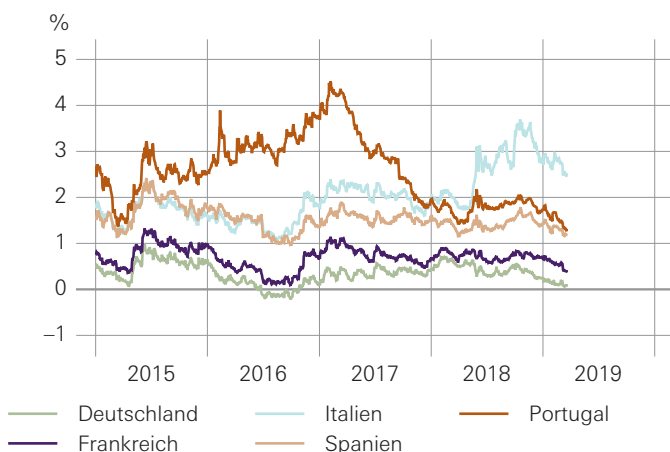


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.4

## EUROPÄISCHE LANGFRISTZINSEN

10-jährige Staatspapiere



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Die Risiken bleiben jedoch nach unten gerichtet. Im Vordergrund stehen dabei politische Unsicherheiten sowie protektionistische Tendenzen, die zu weiteren Turbulenzen an den Finanzmärkten führen und das weltwirtschaftliche Wachstum gefährden können.

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 62 US-Dollar pro Fass, was 12 US-Dollar unter dem Niveau im Basisszenario vom Dezember liegt. Für den Eurokurs in US-Dollar unterstellt die SNB wie im Dezember einen Wert von 1.14. Beides entspricht einem 20-Tage-Durchschnitt zum Erstellungszeitpunkt des aktuellen Basisszenarios.

## INTERNATIONALE FINANZ- UND ROHWARENMÄRKTE

Die letzten Wochen des Jahres 2018 waren durch eine starke Zunahme der Volatilität an den internationalen Finanzmärkten geprägt. Zu Beginn des neuen Jahres bildete sich die Unsicherheit an den Finanzmärkten wieder zurück. Dies widerspiegelte sich in der an Optionen gemessenen Volatilität von US-Aktien (VIX), die sich nach einem sprunghaften Anstieg im Dezember weitgehend normalisierte (Grafik 2.2). Für Beruhigung sorgte insbesondere eine Veränderung in der Kommunikation der US-Notenbank, die signalisierte, dass sie sich in Bezug auf weitere Zinserhöhungen gedulden werde. Aber auch die Fortsetzung der Handelsgespräche zwischen den USA und China im Januar trug zu einer gewissen Entspannung an den Finanzmärkten bei.

Die Aktienmärkte holten die Verluste vom November und Dezember wieder auf, lagen aber weiterhin unter dem Ende September erreichten Stand. Belastend wirkten nach wie vor die Unsicherheit bezüglich des Brexits und die fortwährenden handelspolitischen Spannungen.

Die Signale der US-Notenbank und der EZB, bei der geldpolitischen Straffung langsamer vorzugehen, trugen dazu bei, dass die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Industrieländern zurückgingen (Grafik 2.3). Auch die italienischen Renditen liessen nach, wobei die Renditedifferenz zu anderen EU-Staaten aufgrund der politischen Unsicherheit erhöht blieb (Grafik 2.4).

Der US-Dollar und der Euro tendierten auf handelsgewichteter Basis leicht schwächer. Das britische Pfund wertete sich auf, während der japanische Yen seitwärts tendierte (Grafik 2.5). Der Renminbi wertete sich gegenüber dem US-Dollar seit Jahresbeginn auf.

Der Erdölpreis erholte sich seit Jahresbeginn leicht, nachdem er Ende Dezember einen Tiefpunkt erreicht hatte (Grafik 2.6). Stützend wirkte zum einen ein Rückgang in der Erdölproduktion der OPEC. Zum anderen liessen die Sorgen vor einer merklichen weltweiten Konjunkturabkühlung und demzufolge eines Erdöl-Überangebots etwas nach. Auch die Preise für Edelmetalle erholten sich zu Jahresbeginn.

## USA

In den USA blieb das Wirtschaftswachstum mit 2,6% im vierten Quartal solide, wenn auch nicht mehr so kräftig wie im Vorquartal (Grafik 2.7). Der private Konsum blieb eine treibende Kraft. Für das Gesamtjahr resultierte ein BIP-Wachstum von 2,9%. Die Zahl der Beschäftigten erhöhte sich in den letzten Monaten erneut kräftig. Da die Partizipationsquote leicht zunahm, verharrte die Arbeitslosenquote im Februar jedoch bei 3,8% (Grafik 2.10).

Der Wachstumsausblick bleibt günstig. Die im Dezember vorübergehend erhöhte Volatilität an den Finanzmärkten, die mit dem Budgetstreit von Dezember und Januar verbundene Unsicherheit sowie Sorgen vor einer Abkühlung der Weltwirtschaft dürften die US-Konjunktur zwar im ersten Quartal 2019 etwas gedämpft haben. Umfragen in der Industrie und im Dienstleistungssektor deuten aber auf ein weiterhin solides Wachstum hin (Grafik 2.9). Vor diesem Hintergrund hat die Nationalbank ihre BIP-Prognose für die USA für 2019 leicht auf 2,3% reduziert. Für 2020 rechnet sie mit einem Wachstum von 2,0% (Tabelle 2.1).

Die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteu-erung liess in den letzten Monaten deutlich nach und betrug im Februar 1,5% (Grafik 2.11). Grund dafür waren die tieferen Energiepreise. Die Kernteu-erung verharrte bei leicht über 2% (Grafik 2.12). Die am Konsumdeflator gemessene Jahresteu-erung lag – unter Ausschluss der volatilen Preise für Nahrungsmittel und Energie – mit 1,9% im Dezember leicht unter dem Zielwert der Federal Reserve (Fed).

Die Fed erhöhte ihr Zielband für den Leitzins im Dezember auf 2,25%–2,5% (Grafik 2.13). Im Januar signalisierte sie aber mit einem starken Bekenntnis zur Geduld eine längere Pause bei den Leitzinsanpassungen. Die Fed führte in diesem Zusammenhang an, dass die Inflationsgefahr gedämpft sei, während die Wachstumsaussichten unsicherer geworden seien. Sie signalisierte ausserdem, dass sie ihre Bilanz nicht bis auf das Vorkrisenniveau reduzieren möchte und der Bilanzabbau noch in diesem Jahr beendet werden soll. Im März bestätigte sie ihre bisherigen Entscheidungen, wobei sie nun ein Ende des Bilanzabbaus bereits bis Ende September anstrebt.

Grafik 2.5

## WECHSELKURSE

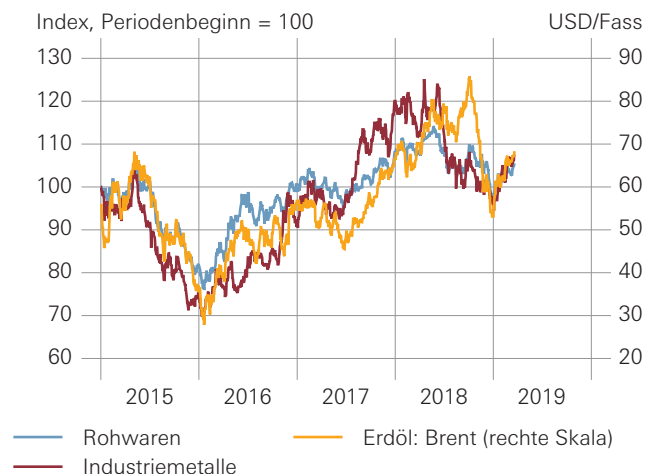
Handelsgewichteter



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.6

## ROHWARENPREISE

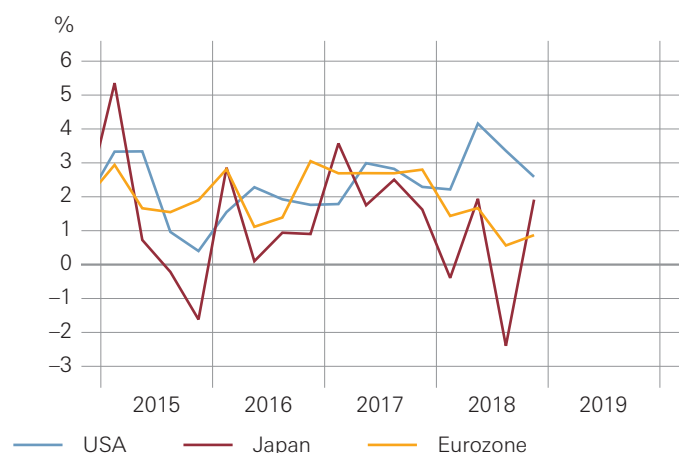


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.7

## REALES BIP: INDUSTRIELÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode

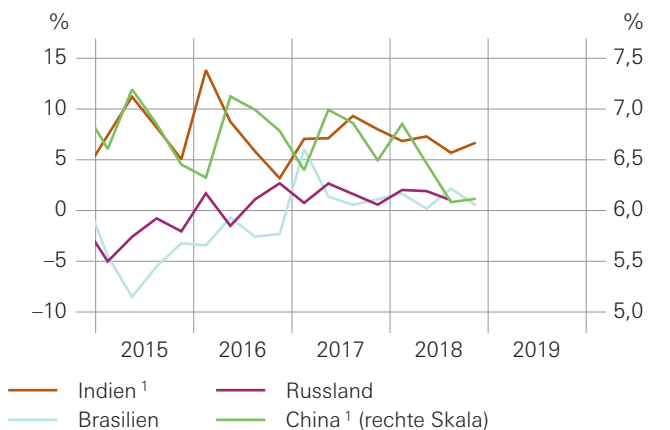


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.8

### REALES BIP: AUFSTREBENDE LÄNDER

Veränderung gegenüber Vorperiode

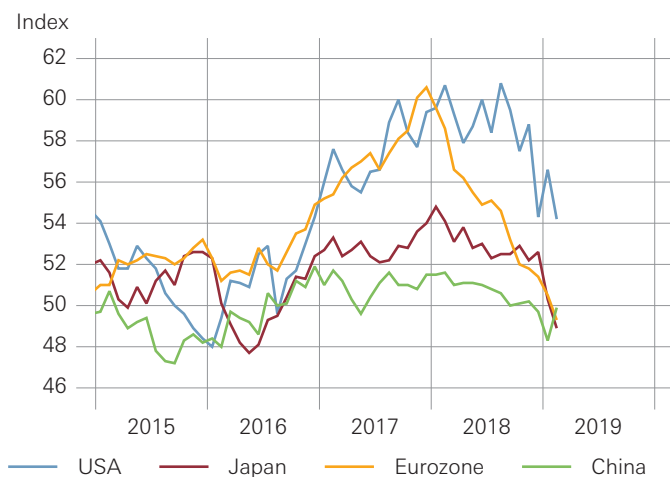


1 Saisonbereinigung: SNB.

Quellen: CEIC, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.9

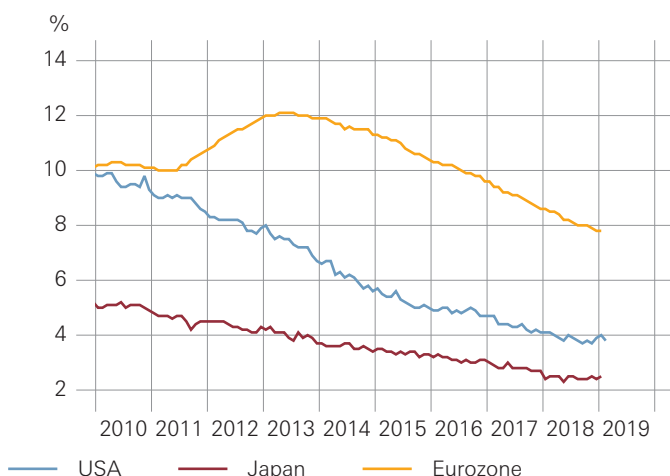
### EINKAUFSMANAGER-INDIZES INDUSTRIE



Quellen: Institute for Supply Management (ISM), Markit Economics Limited

Grafik 2.10

### ARBEITSLOSENQUOTEN



Quelle: Thomson Reuters Datastream

## EUROZONE

In der Eurozone expandierte das BIP im vierten Quartal mit 0,9% weiterhin moderat (Grafik 2.7). Wiederum lasteten eine Reihe von Sonderfaktoren auf dem Wachstum. So führte u.a. das Niedrigwasser am Rhein zu Transportproblemen und Produktionsausfällen in der deutschen Industrie. In Frankreich belasteten Proteste in vielen Städten vorübergehend den Tourismus und den Einzelhandel. Darüber hinaus trübte sich die Unternehmensstimmung in der Eurozone in den letzten Monaten ein, was auf eine generelle Konjunkturabkühlung hindeutet. In Italien schrumpfte die Wirtschaftsleistung erneut. Die Arbeitsmarktsituation in der Eurozone verbesserte sich indessen weiter; die Beschäftigung nahm nochmals zu.

Nach einer schwachen Entwicklung im zweiten Halbjahr dürfte sich das Wachstum im laufenden Jahr allmählich erholen. Die Binnennachfrage dürfte von günstigen Finanzierungsbedingungen und einer robusten Entwicklung der Haushaltseinkommen profitieren. Die SNB hat ihre Wachstumserwartungen für die Eurozone angesichts der schwächeren Dynamik nach unten angepasst. Für 2019 liegt die Prognose bei 1,1% und für 2020 bei 1,4% (Tabelle 2.1). Der Wachstumsausblick wird nach wie vor von Risiken begleitet. Dazu zählen politische Unwägbarkeiten in Italien, Unsicherheiten im Zusammenhang mit internationalen Handelskonflikten sowie die Ausgestaltung der zukünftigen Beziehungen zwischen der EU und Grossbritannien.

Die Konsumentenpreis-inflation bildete sich in den letzten Monaten zurück und lag im Februar bei 1,5% (Grafik 2.11). Der Rückgang war hauptsächlich auf die tieferen Energiepreise zurückzuführen. Aber auch die Kernteuerung entwickelte sich schwächer als erwartet; sie veränderte sich wenig und schwankte – wie schon seit einigen Jahren – um 1,0% (Grafik 2.12). Die aus Finanzmarktindikatoren abgeleiteten mittelfristigen Inflationserwartungen tendierten schwächer.

Die EZB belies die Leitzinsen im März unverändert. Sie beabsichtigt jedoch nun, diese bis mindestens Ende 2019, statt wie bisher bis mindestens über den Sommer 2019, auf ihrem aktuellen Niveau zu belassen. Die EZB will zudem den Banken ab September erneut längerfristige Sonderkredite (TLTRO) gewähren, um deren Kreditvergabe an den Privatsektor zu fördern. Die im Rahmen des Wert-schriftenkaufprogramms erworbenen Wert-schriften will sie für längere Zeit bei Fälligkeit reinvestieren.

## JAPAN

In Japan wuchs das BIP im vierten Quartal um 1,9%, nachdem die Aktivität im Vorquartal durch eine Reihe von Naturkatastrophen beeinträchtigt worden war (Grafik 2.7). Die Wirtschaft erholte sich auf breiter Basis, allerdings vermochten die Exporte den Rückgang des Vorquartals nicht aufzuholen. Im Jahresdurchschnitt 2018 wuchs das BIP mit 0,8% im Rahmen seines Potenzials, nach einem kräftigen Wachstum im Vorjahr (1,9%).

Günstige Finanzierungsbedingungen, eine solide Einkommensentwicklung sowie Investitionen in Infrastruktur und Tourismus im Hinblick auf die Olympischen Spiele in Tokio im Jahr 2020 werden die japanische Wirtschaft weiterhin stützen. Konjunkturmassnahmen sollen zudem die negativen Auswirkungen der für Oktober 2019 geplanten Erhöhung der Mehrwertsteuer abfedern. Die Industrieaktivität verlor allerdings zuletzt etwas an Schwung, und die Aussichten für das laufende Jahr sind angesichts gemischter Signale aus der Exportindustrie unsicherer geworden. Vor diesem Hintergrund hat die SNB ihre Wachstumsprognose leicht nach unten angepasst. Sie rechnet mit einem BIP-Wachstum von 0,6% für 2019 und von 0,5% für 2020 (Tabelle 2.1).

Im Zuge rückläufiger Energie- und Nahrungsmittelpreise bildete sich die Konsumentenpreis-inflation in den letzten Monaten zurück und lag im Januar bei 0,2% (Grafik 2.11). Die Kernteuerung erhöhte sich nur leicht auf 0,3% (Grafik 2.12). Die aus den Unternehmensumfragen ermittelten längerfristigen Inflationserwartungen tendierten seitwärts und blieben deutlich unterhalb des Inflationsziels der japanischen Zentralbank von 2%. Der tiefere Erdölpreis, Preissenkungen im Bereich Mobilkommunikation sowie das von der Regierung geplante Programm für kostenfreie Ausbildung werden die Teuerung vorübergehend dämpfen. Angesichts der schwachen Teuerungsdynamik beabsichtigt die Bank of Japan, das niedrige Zinsniveau für eine ausgedehnte Zeit beizubehalten.

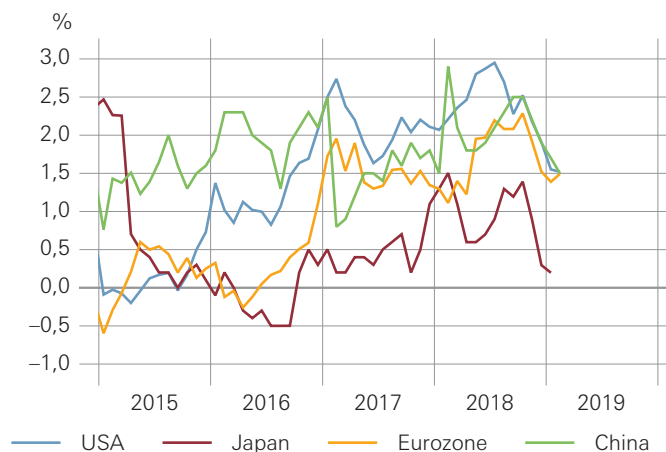
## CHINA

In China stabilisierte sich das BIP-Wachstum im vierten Quartal bei 6,1%, nachdem es sich im Jahresverlauf kontinuierlich abgeschwächt hatte (Grafik 2.8). Sowohl in der Industrie wie auch im Bausektor wuchs die Wertschöpfung kräftiger als im Vorquartal. Im Jahresdurchschnitt wuchs das BIP um 6,6%, nach 6,8% im Vorjahr.

Grafik 2.11

### KONSUMENTENPREISE

Veränderung gegenüber Vorjahr

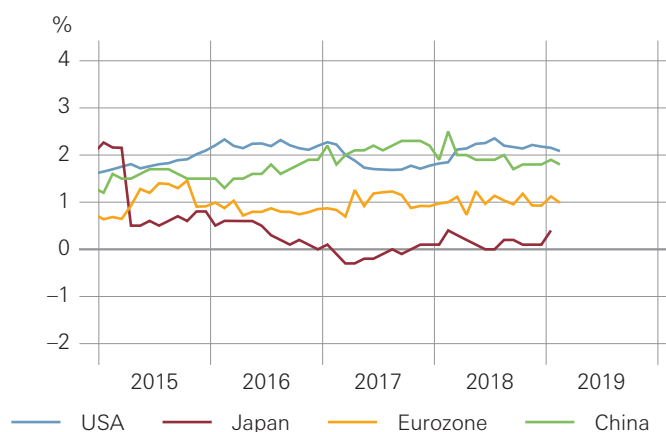


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.12

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

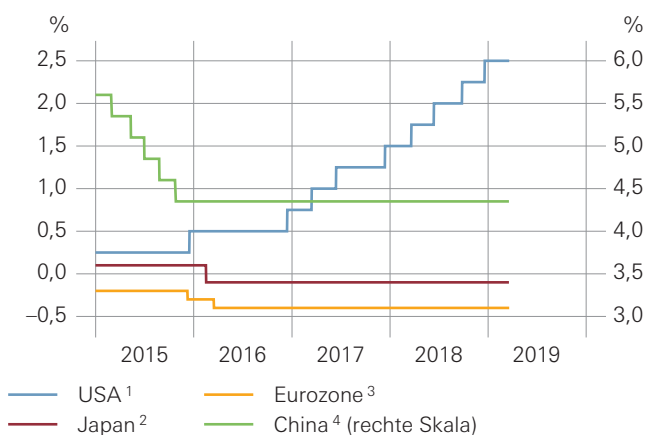
Veränderung gegenüber Vorjahr



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

Grafik 2.13

## OFFIZIELLE ZINSSÄTZE

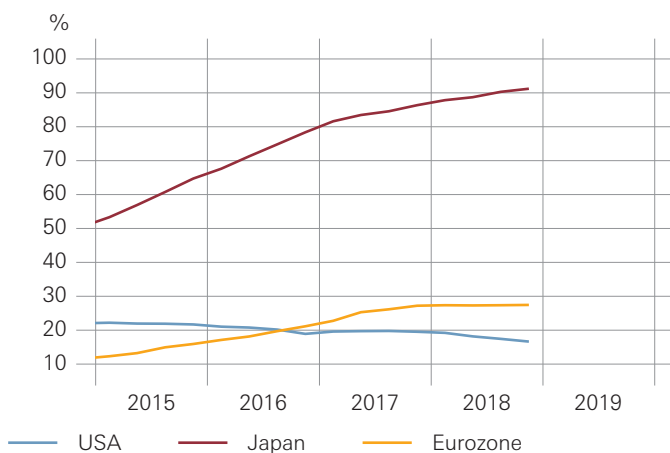


1 Federal Funds Rate (Obergrenze des Zielbands). 3 Zinssatz der Einlagefazilität.  
 2 Tagesgeldzielsatz. 4 Einjähriger Ausleihsatz.  
 Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 2.14

## MONETÄRE BASIS

Relativ zum BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream

Das Wirtschaftswachstum dürfte sich im laufenden Jahr weiter leicht verlangsamen. Dies widerspiegelt zum einen die graduelle Abschwächung des Potenzialwachstums, zum anderen die seit Ende 2016 schrittweise verschärfte Finanzmarktregulierung. Infolgedessen hat sich das Kreditwachstum weiter verlangsamt, was vor allem die Aktivität im Immobilien- und Baugewerbe dämpfen dürfte. Hinzu kommen die negativen Auswirkungen der ungelösten handelspolitischen Spannungen mit den USA.

Um eine abrupte Wachstumsabschwächung zu vermeiden, ergriff die Regierung bereits im Laufe des vergangenen Jahres wirtschaftspolitische Massnahmen. Dazu zählen ein Ausbau der Infrastruktur sowie Steuersenkungen für Unternehmen und Privatpersonen. Zudem wurde die Geldpolitik leicht gelockert. Die SNB rechnet mit einem BIP-Wachstum in China von 6,2% für 2019 und von 6,0% für 2020.

## BRASILIEN, INDIEN UND RUSSLAND

In den übrigen grossen aufstrebenden Ländern entwickelte sich die Konjunktur weiterhin uneinheitlich. In Indien wuchs das BIP im vierten Quartal mit 6,7% im Rahmen des Potenzials. Auch in Russland dürfte das Wachstum gemäss den verfügbaren Indikatoren solide gewesen sein. In Brasilien hingegen blieb das Wachstum verhalten (Grafik 2.8).

Der Ausblick für diese Länder ist günstig. In Indien dürfte die Auslastung der Produktionskapazitäten im Jahr 2019 weiter zunehmen. Von den PMI-Umfragen gehen für das verarbeitende Gewerbe wie auch für den Dienstleistungssektor sehr positive Signale aus. Die Investitionstätigkeit sollte weiterhin von einer robusten Kreditvergabe profitieren. Zudem werden von der Rekapitalisierung staatsnaher Kreditinstitute sowie von öffentlichen Infrastrukturausgaben weiterhin Impulse ausgehen. In Brasilien dürften die lockere Geldpolitik, eine tiefe Teuerung und eine verbesserte Unternehmensstimmung die Erholung unterstützen. In Russland werden tiefere Erdölpreise die Konjunktur in diesem Jahr zwar dämpfen; das Wachstum dürfte aber weiterhin leicht über Potenzial liegen.



### 3

## Wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz

In der Schweiz nahm das BIP im vierten Quartal gemäss erster Schätzung um 0,7% zu. Insgesamt stagnierte somit das BIP in der zweiten Jahreshälfte 2018, nachdem es bis Mitte letzten Jahres stark gewachsen war.

Frühindikatoren und Umfragen für die Schweiz deuten zu Jahresbeginn auf eine moderat positive Dynamik hin. Die SNB geht zudem in ihrem Basisszenario davon aus, dass sich die Auslandkonjunktur im Jahresverlauf wieder festigt.

Vor diesem Hintergrund rechnet die SNB für die Schweiz mit einer Wiederbelebung des BIP-Wachstums ab dem ersten Quartal. Für 2019 rechnet sie unverändert mit einem Wachstum von rund 1,5%. Die Schweizer Wirtschaft dürfte gut ausgelastet bleiben.

### PRODUKTION UND NACHFRAGE

Zur Beurteilung der Wirtschaftslage berücksichtigt die Nationalbank eine breite Palette an Informationen. Obwohl das BIP im vierten Quartal 2018 wieder leicht wuchs, fiel die zweite Jahreshälfte insgesamt sehr schwach aus. Im Vergleich dazu deuteten die meisten Konjunkturindikatoren bis Ende 2018 auf eine positivere Entwicklung hin.

#### Schwache BIP-Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2018

Nach der bis zur Jahresmitte starken Entwicklung verlangsamte sich das BIP-Wachstum deutlich. Gemäss erster Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) nahm das BIP im vierten Quartal um 0,7% zu, nachdem es im dritten Quartal um 1,0% geschrumpft war (Grafik 3.1). Die Industrie profitierte im vierten Quartal von einem starken Exportwachstum. In vielen Dienstleistungsbranchen blieb die Entwicklung dagegen schwach.

Mit der Schätzung für das vierte Quartal liegen auch erste, provisorische Jahreszahlen für 2018 vor. Demnach wuchs das BIP im Jahresdurchschnitt um 2,5%. Dies entspricht dem stärksten Wachstum seit 2010 und war deutlich höher als im Vorjahr (1,6%). Haupttreiber war die verarbeitende Industrie, deren Wertschöpfung das zweite Jahr in Folge kräftig zunahm. Aber auch in den meisten anderen Branchen legte die Wertschöpfung zu. Nur im Detail- und Grosshandel blieb die Entwicklung schwunglos. Verwendungsseitig war das Jahreswachstum ebenfalls breit abgestützt. Dabei legte der Warenhandel besonders deutlich zu.

Grafik 3.1

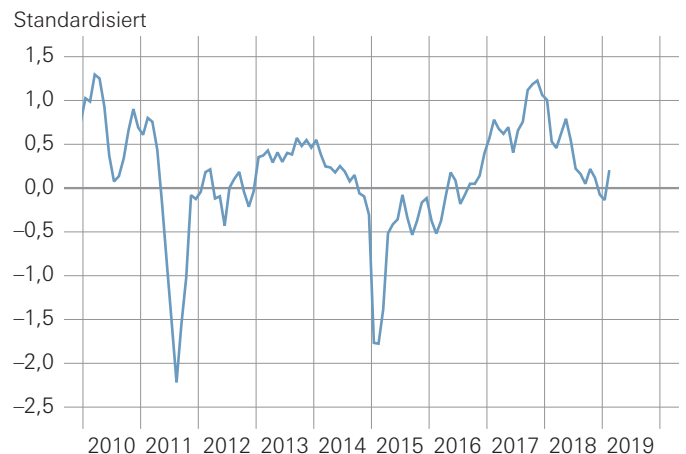
#### REALES BIP



Quelle: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO)

Grafik 3.2

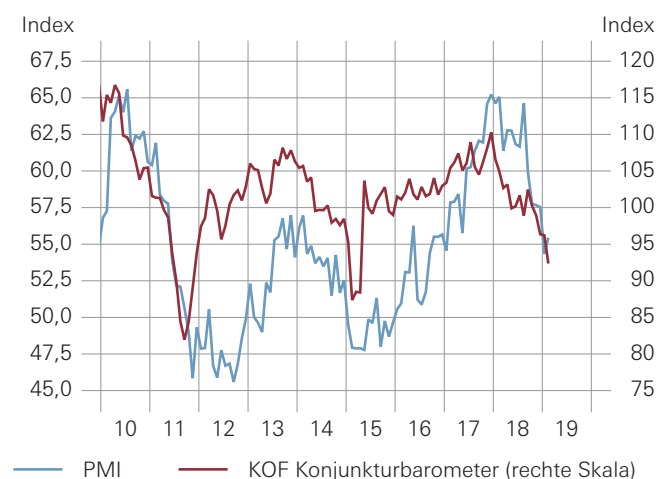
#### SNB BUSINESS CYCLE INDEX



Quelle: SNB

Grafik 3.3

#### PMI INDUSTRIE UND KOF KONJUNKTURBAROMETER



Quellen: Credit Suisse, KOF/ETH

### Positiveres Bild gemäss Konjunkturindikatoren

Die Betrachtung einer breiten Informationspalette deutet zwar darauf hin, dass die Wirtschaftsdynamik im Verlauf des Jahres abgenommen hat. Sie liefert aber ein positiveres Bild der zweiten Jahreshälfte 2018 als die BIP-Quartals-schätzungen. Weder der von der SNB berechnete Business Cycle Index noch das Konjunkturbarometer der KOF oder der PMI in der verarbeitenden Industrie deuten auf eine stagnierende Wirtschaftsaktivität in der zweiten Jahreshälfte hin (Grafiken 3.2 und 3.3).

Zur Entwicklung in den ersten Monaten des neuen Jahres liefern Frühindikatoren und Umfragen ein uneinheitliches Bild. Der Business Cycle Index der SNB lag bis Februar nahe bei null, was definitionsgemäss einem Wachstum im historischen Durchschnitt entspricht. Der Index deutete damit in den vergangenen Monaten auf eine Wirtschafts-

dynamik in der Grössenordnung des Potenzialwachstums. Auch die von den SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte geführten Unternehmensgespräche deuten auf eine positive Entwicklung im ersten Quartal hin (siehe Konjunktursignale ab Seite 28). Eine Ausnahme bildet das KOF-Barometer, das im Februar nochmals deutlich zurückging. Damit zeigt das Barometer eine ausgeprägtere Wachstumsabschwächung als die anderen Indikatoren an.

Tabelle 3.1

### REALES BIP UND KOMPONENTEN

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode in Prozent, annualisiert

	2015	2016	2017	2018	2017				2018			
					1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.
Privater Konsum	1,7	1,5	1,1	1,0	0,0	0,4	2,0	0,6	1,5	0,8	0,2	1,1
Staatlicher Konsum	1,1	1,2	0,9	1,0	0,2	0,7	2,0	2,5	0,5	0,7	-0,4	0,2
Anlageinvestitionen	2,3	3,4	3,3	1,8	8,2	0,6	4,2	4,5	3,9	1,2	-5,0	-3,2
Bau	1,6	0,5	1,4	0,7	2,7	0,8	2,1	3,6	-0,9	1,5	-0,9	-1,5
Ausrüstungen	2,7	5,4	4,5	2,4	11,7	0,6	5,5	5,1	6,9	1,0	-7,3	-4,3
Inländische Endnachfrage	1,8	2,0	1,7	1,2	2,2	0,5	2,6	1,9	2,0	0,9	-1,3	-0,2
Lagerveränderung <sup>1</sup>	-0,4	-1,9	-0,1	0,0	-2,3	7,7	-10,2	10,8	-4,7	0,0	1,9	-6,4
Exporte total <sup>2</sup>	2,6	7,0	3,6	3,4	-1,1	1,8	19,3	-6,2	12,4	-0,3	-10,5	11,8
Waren <sup>2</sup>	2,6	6,7	5,1	5,3	17,0	6,4	21,6	-8,5	21,7	-1,4	-15,4	24,4
Waren ohne Transithandel <sup>2</sup>	0,7	6,6	6,0	5,0	15,9	8,2	10,1	4,1	7,7	3,4	-12,5	27,1
Dienstleistungen	2,4	7,6	0,7	-0,3	-26,9	-6,4	14,9	-1,4	-4,1	2,2	0,1	-10,1
Importe total <sup>2</sup>	3,0	4,7	4,1	1,0	-5,5	15,2	-1,7	13,7	0,6	-4,4	-9,2	-1,9
Waren <sup>2</sup>	0,0	4,4	5,5	5,0	-2,0	24,6	-1,4	24,2	7,9	-5,1	-10,6	2,4
Dienstleistungen	8,8	5,3	1,6	-6,4	-11,4	-0,1	-2,2	-4,2	-12,5	-3,0	-6,4	-10,3
Aussenbeitrag <sup>3</sup>	0,1	1,7	0,2	1,4	1,7	-5,3	11,0	-9,4	6,5	1,9	-1,8	7,3
<b>BIP</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,7</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,7</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

Der Arbeitsmarkt entwickelte sich weiterhin positiv. Allerdings verlor das Beschäftigungswachstum etwas an Schwung.

### Fortgesetzter Rückgang der Arbeitslosigkeit

Die Zahl der bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren (RAV) registrierten Arbeitslosen ging in den letzten Monaten weiter zurück. Ende Februar waren unter Ausschluss saisonaler Schwankungen 106 600 Personen als arbeitslos gemeldet. Die vom SECO berechnete saisonbereinigte Arbeitslosenquote betrug Ende Februar 2,4% (Grafik 3.4). Sie lag damit ähnlich tief wie vor der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008.

Zusätzlich ermittelt das Bundesamt für Statistik (BFS) eine Erwerbslosenquote gemäss Definition der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO). Die Datengrundlage hierfür bildet die vierteljährliche Haushaltsbefragung der Schweizerischen Arbeitskräfteerhebung (SAKE). Bei dieser Befragung werden auch 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 vierten Quartal 2018 stieg die Erwerbslosenquote saisonbereinigt auf 4,9% an, nachdem sie im dritten Quartal auf 4,3% gefallen war. Die beiden Statistiken zur Arbeits- bzw. Erwerbslosigkeit bewegen sich nicht immer gleichläufig. Auch in den letzten Quartalen entwickelten sie sich sehr unterschiedlich. Im Allgemeinen lässt sich die kurzfristige Dynamik der Arbeitslosigkeit mit der Arbeitslosenquote des SECO verlässlicher abschätzen als mit der Erwerbslosenquote.

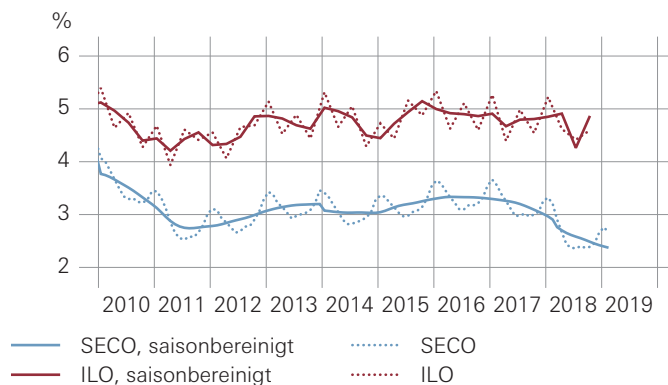
### Leicht unterdurchschnittliches Wachstum der Erwerbstätigkeit

Die saisonbereinigte Zahl der Erwerbstätigen wuchs im vierten Quartal etwas schwächer als im langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.5). Die Erwerbstätigenstatistik (ETS) misst die Erwerbstätigkeit bei den Haushalten und beruht hauptsächlich auf der SAKE.

Die Beschäftigungsstatistik (BESTA) hingegen misst die Beschäftigung bei den Firmen und resultiert aus einer Unternehmensumfrage. Gemäss BESTA nahm auch die Anzahl vollzeitäquivalenter Stellen im vierten Quartal nur moderat zu (Grafik 3.6). In den Dienstleistungsbranchen und in der verarbeitenden Industrie wurden zusätzliche Stellen geschaffen. Im Baugewerbe dagegen verringerte sich die Beschäftigung.

Grafik 3.4

## ARBEITSLSENQUOTE



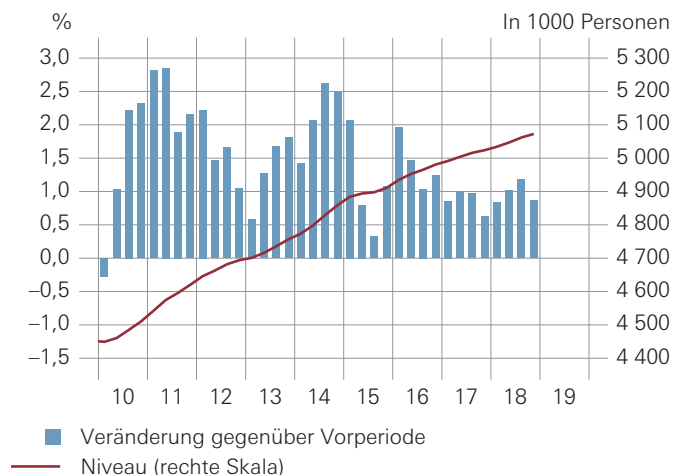
SECO: Bei den Regionalen Arbeitsvermittlungszentren registrierte Arbeitslose in % der Erwerbspersonen gemäss Volkszählungen 2000, 2010 und Strukturhebungen 2012 bis 2014.

ILO: Erwerbslosenquote nach Definition der International Labour Organization.

Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), SECO

Grafik 3.5

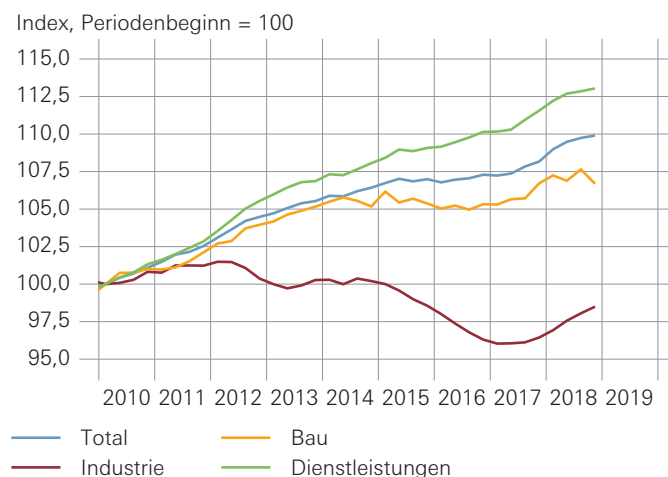
## ERWERBSTÄTIGE



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.6

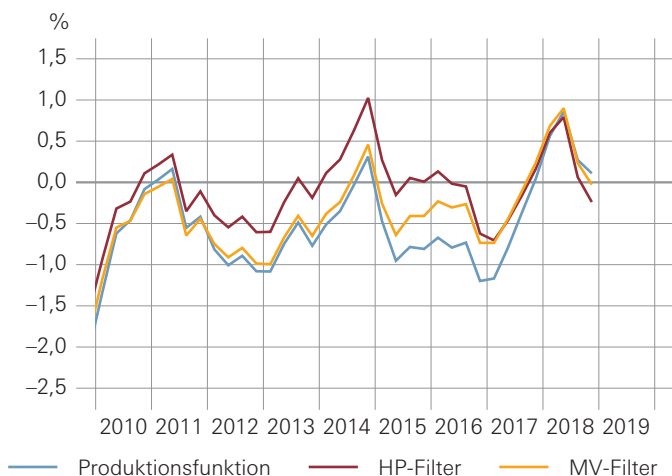
## BESCHÄFTIGUNG IN VOLLZEITÄQUIVALENTEN



Quelle: BFS, Saisonbereinigung: SNB

Grafik 3.7

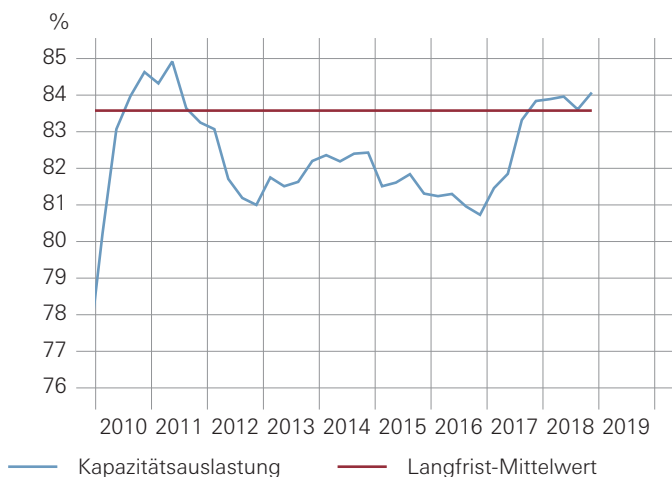
### PRODUKTIONS LÜCKE



Quelle: SNB

Grafik 3.8

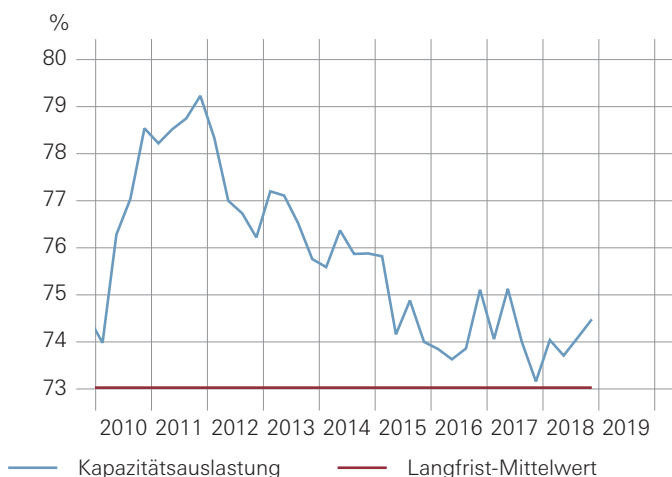
### KAPAZITÄTSAUSLASTUNG INDUSTRIE



Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.9

### KAPAZITÄTSAUSLASTUNG BAU



Quelle: KOF/ETH

## KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

### Geschlossene 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. Basierend auf den Quartalszahlen zum BIP deuten die Schätzungen auf eine geschlossene Lücke hin. Das mittels einer Produktionsfunktion geschätzte Produktionspotenzial ergibt für das vierte Quartal 2018 eine Produktionslücke von 0,1%, gegenüber 0,3% im Vorquartal. Andere Methoden zur Schätzung des Produktionspotenzials (Hodrick-Prescott-Filter und multivariater Filter) bestätigen, dass die Lücke momentan geschlossen ist (Grafik 3.7).

### Gute Auslastung gemäss Umfragen

Auch Umfragen deuten auf eine gute Auslastung der Produktionsfaktoren hin. In der verarbeitenden Industrie stieg die Auslastung der technischen Kapazitäten gemäss KOF-Umfrage im vierten Quartal geringfügig an und lag mit 84,1% im langfristigen Durchschnitt (Grafik 3.8). Im Bausektor blieb der Nutzungsgrad der Maschinen etwas über seinem langjährigen Durchschnitt (Grafik 3.9). In den Dienstleistungsbranchen deuten die Umfragen auf eine leicht überdurchschnittliche Auslastung der technischen Kapazitäten hin.

Beim Personal zeigt sich eine zunehmende Knappheit. Die in den verschiedenen Branchen durchgeführten Umfragen zur Arbeitskräftesituation weisen darauf hin, dass es für Unternehmen zunehmend schwieriger wird, Stellen zu besetzen. Insgesamt zeichnen die verschiedenen Umfragen zur Auslastung der Produktionsfaktoren ein etwas positiveres Bild als die BIP-basierten Masse zur Produktionslücke.

## AUSBLICK

Der Ausblick für die Schweizer Wirtschaft bleibt trotz der jüngsten Abkühlung insgesamt positiv. Viele Indikatoren im In- und Ausland haben sich zwar zu Jahresbeginn weiter abgeschwächt (Grafik 3.10). Die meisten Frühindikatoren für die Schweiz deuten aber weiterhin auf eine zumindest durchschnittliche Dynamik hin. In der Industrie wird eine weitere Verbesserung der Geschäftslage erwartet, und die Beschäftigungsaussichten bleiben positiv (Grafiken 3.11 und 3.12).

Die SNB rechnet für die mittlere Frist nach wie vor mit einem soliden Wirtschaftswachstum. Erstens gehen von der Weltkonjunktur gemäss Basisszenario (siehe Kapitel 2) weiterhin positive Nachfrageimpulse für die Schweiz aus. Zweitens dürfte das Bevölkerungswachstum die Nachfrage stimulieren. Drittens wirken die tiefen Zinsen weiterhin stützend.

Nach der vorübergehenden Schwäche in den beiden Vorquartalen dürfte das BIP-Wachstum im ersten Quartal wieder zulegen. Für 2019 rechnet die SNB weiterhin mit einem Wachstum von rund 1,5%. Die Arbeitslosigkeit dürfte nur noch leicht zurückgehen, und die Produktionslücke dürfte geschlossen bleiben.

Wie für die Weltwirtschaft bleiben die Risiken auch für die Schweiz nach unten gerichtet. Eine unerwartet starke Abschwächung der Auslandkonjunktur würde sich rasch auf die Schweiz übertragen.

Grafik 3.10

### PMI INDUSTRIE IM AUSLAND

27 Länder, exportgewichtet



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

Grafik 3.11

### ERWARTETE GESCHÄFTSLAGE IN DER INDUSTRIE

Veränderung, nächste 6 Monate

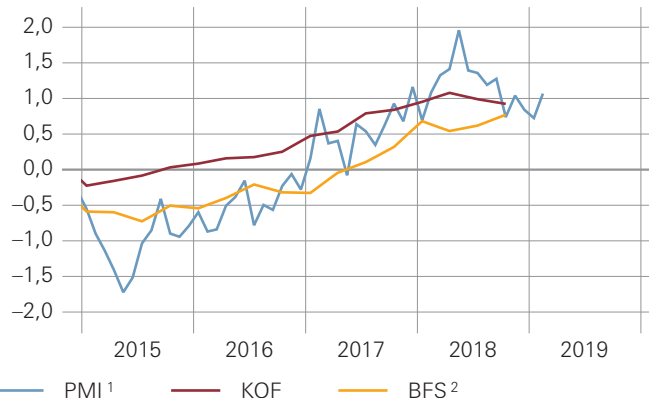


Quelle: KOF/ETH

Grafik 3.12

### VORLAUFENDE INDIKATOREN DER BESCHÄFTIGUNG

Standardisiert



<sup>1</sup> Monatswerte.

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

Quellen: BFS, Credit Suisse, KOF/ETH

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Teuerung ist seit dem Sommer 2018 um gut einen halben Prozentpunkt gesunken, hauptsächlich aufgrund der Preisentwicklung bei den Erdölprodukten. Dennoch liegen die Kerninflationsraten nach wie vor etwas tiefer als die LIK-Jahresteuerrate.

Die Inflationserwartungen gaben in den letzten Monaten leicht nach. Gleich wie die Jahresteuerrate und die Kerninflationsraten bewegen sie sich weiterhin im Bereich der Preisstabilität, den die SNB mit einem jährlichen Anstieg des LIK von weniger als 2% gleichsetzt.

## KONSUMENTENPREISE

### Rückgang der Jahresteuerrate

Die LIK-Jahresteuerrate ist seit dem Sommer 2018 deutlich gefallen und betrug im Januar und Februar 2019 noch 0,6% (Tabelle 4.1). In diesem Rückgang widerspiegelt sich vor allem der abnehmende Teuerungsbeitrag der importierten Produkte. Der Teuerungsbeitrag der inländischen Waren und Dienstleistungen blieb dagegen weitgehend stabil (Grafik 4.1).

### Niedrigere Teuerung der importierten Produkte

Die jährliche Teuerung der importierten Waren und Dienstleistungen schwächte sich in den letzten Monaten deutlich ab. Ausschlaggebend war die Preisentwicklung bei den Erdölprodukten. Die Preise der Erdölprodukte stiegen zwischen Mitte 2017 und November 2018 deutlich an und sind seither wieder gesunken, so dass sie im Januar und Februar 2019 praktisch auf dem gleichen Niveau wie vor Jahresfrist notierten.

### Stabile Teuerung der inländischen Produkte

Die Teuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen blieb in den letzten Monaten weitgehend stabil. Im Februar 2019 betrug sie wie die LIK-Jahresteuerrate 0,6%. Die inländischen Waren verteuerten sich zwar stärker als die inländischen Dienstleistungen, doch fiel ihr Teuerungsbeitrag aufgrund des kleineren Indexgewichts etwas geringer aus (Grafik 4.2).

Tabelle 4.1

### LANDESINDEX DER KONSUMENTENPREISE UND KOMPONENTEN

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2018					2019		
	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar	
<b>LIK total</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Waren	0,8	0,3	0,8	1,0	1,2	1,1	0,7	1,0
Dienstleistungen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,6	0,5
private Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten	0,7	0,6	0,6	0,9	0,7	0,6	0,8	0,6
Wohnungsmieten	0,4	0,6	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
öffentliche Dienstleistungen	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	0,1	0,0
Ausländische Waren und Dienstleistungen	2,4	1,9	2,7	3,0	2,1	1,3	0,5	0,6
ohne Erdölprodukte	1,1	1,5	1,2	1,1	0,6	0,6	0,7	0,6
Erdölprodukte	11,9	4,9	13,9	16,6	12,5	6,1	-1,2	0,8

Quellen: BFS, SNB

### Stabile Mietteuerung

Die Teuerung der vierteljährlich erhobenen Wohnungsmieten betrug im Februar 2019 gleich wie drei Monate zuvor 0,4%. Der für Mietpreisänderungen aufgrund von Hypothekarzinssanpassungen relevante Referenzzinssatz beträgt seit Juni 2017 unverändert 1,5% (Grafik 4.3).

### Kerninflation leicht unter Jahresteuersatzrate

Die Kerninflationsraten liegen weiterhin unter der unbereinigten Jahresteuersatzrate des LIK (Grafik 4.4). Sowohl der von der SNB berechnete getrimmte Mittelwert (TM15) als auch die vom BFS berechnete Kerninflationsrate 1 (BFS1) beliefen sich im Februar 2019 auf 0,4%. Die Abnahme der Differenz zur LIK-Jahresteuersatzrate war hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Teuerung der Erdölprodukte, welche die Kerninflationsraten nicht oder kaum beeinflussten, zurückgegangen ist.

BFS1 und TM15 beruhen beide auf den Preisen eines reduzierten Warenkorbs. Bei der Berechnung der BFS1 werden Energie und Treibstoffe sowie frische und saisonale Produkte nicht berücksichtigt. Beim TM15 werden jeden Monat die Produkte mit den extremsten Preisveränderungen ausgeschlossen (je 15% auf beiden Seiten der Verteilung der Jahresveränderungsraten der Produktpreise).

### PRODUZENTEN- UND IMPORTPREISE

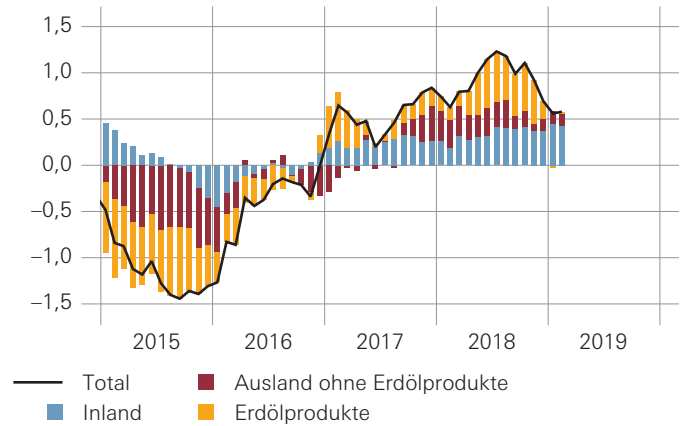
#### Rückgang der Teuerung des Gesamtangebots

Die jährliche Teuerungsraten des Gesamtangebots belief sich im Februar 2019 auf -0,7% (Grafik 4.5). Sowohl die Produzenten- als auch die Importpreise lagen leicht tiefer als vor einem Jahr. Unter dem Einfluss des Erdölpreises ist die Teuerungsraten der importierten Produkte seit dem Sommer 2018 deutlich stärker gesunken als jene der im Inland hergestellten Produkte.

Grafik 4.1

### LIK: IN- UND AUSLÄNDISCHE GÜTER

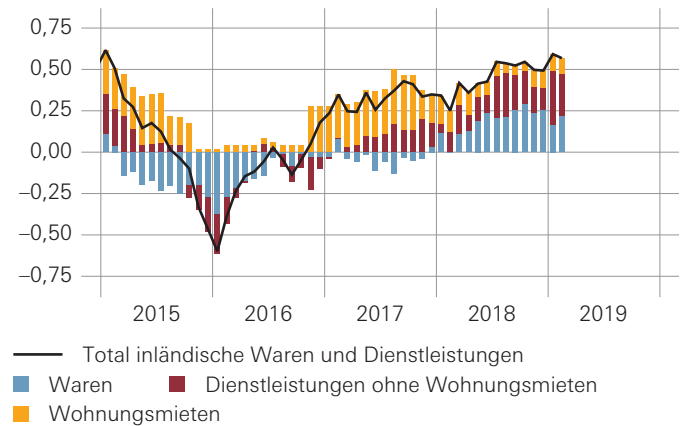
Veränderung des LIK gegenüber Vorjahr in Prozent. Beiträge der Komponenten in Prozentpunkten.



Grafik 4.2

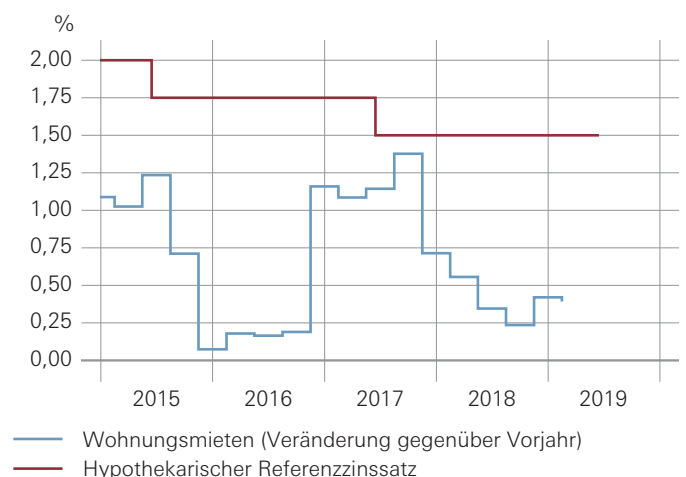
### LIK: INLÄNDISCHE WAREN UND DIENSTLEISTUNGEN

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



Grafik 4.3

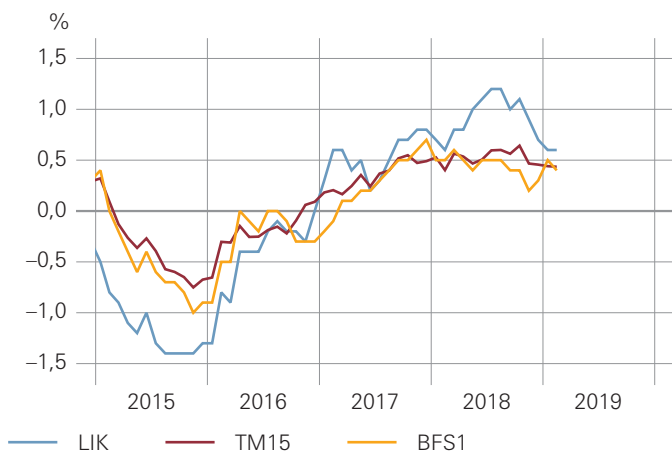
### WOHNUNGSMIETEN



Grafik 4.4

### KERNINFLATION

Veränderung gegenüber Vorjahr

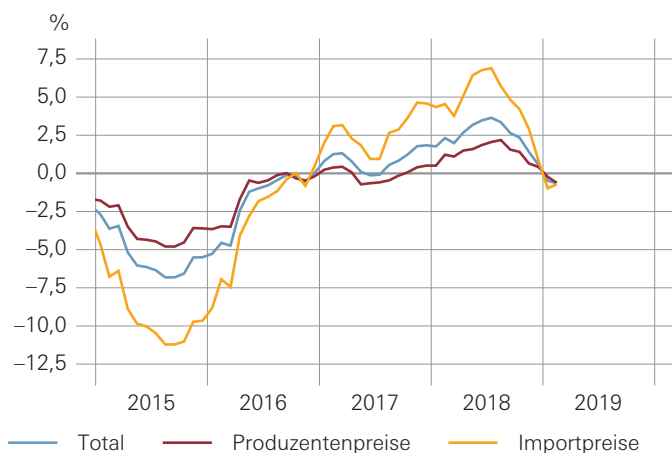


Quellen: BFS, SNB

Grafik 4.5

### PREISE DES GESAMTANGBOTS

Veränderung gegenüber Vorjahr

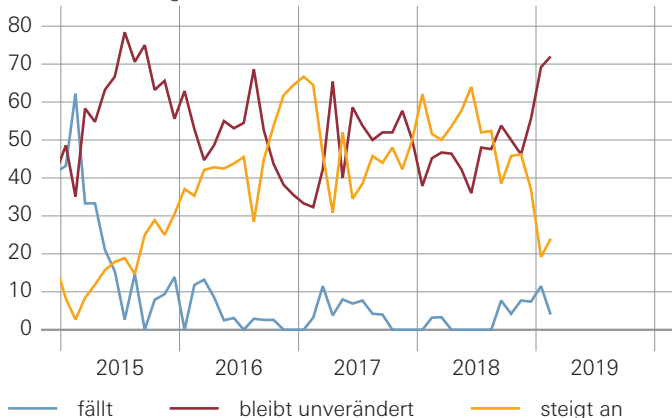


Quelle: BFS

Grafik 4.6

### CS-CFA-UMFRAGE: ERWARTETE ENTWICKLUNG DER INFLATIONSRATE ÜBER SECHS MONATE

Anteile der Befragten in %



Quellen: CFA Society Switzerland, Credit Suisse

## INFLATIONSERWARTUNGEN

### Inflationserwartungen im Einklang mit Preisstabilität

Die mittels Umfragen erhobenen kurzfristigen Inflationserwartungen sanken in den letzten Monaten leicht, stehen aber weiterhin im Einklang mit dem Ziel der Preisstabilität, das die SNB mit einem Anstieg des LIK von weniger als 2% pro Jahr gleichsetzt.

### Niedrigere kurzfristige Inflationserwartungen

Gemäss der monatlichen Finanzmarkt-Umfrage Schweiz von Credit Suisse und CFA Society Switzerland erwartete eine deutliche Mehrheit der im Februar 2019 befragten Analysten gleichbleibende Inflationsraten (Grafik 4.6). Der Anteil der Befragten, die unveränderte Inflationsraten erwarten, ist somit in den letzten Monaten deutlich gestiegen. Im November 2018, als die Teuerungsrates noch um gut einen halben Prozentpunkt höher lag als im Februar 2019, hatten sich die Anteile der Befragten, die mit gleichbleibenden bzw. steigenden Inflationsraten rechneten, noch die Waage gehalten.

Auch die Gespräche der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen aus allen Teilen der Wirtschaft deuten auf leicht tiefere kurzfristige Inflationserwartungen hin. Im ersten Quartal 2019 erwarteten die befragten Gesprächspartner eine Jahresteuerrate in sechs bis zwölf Monaten von durchschnittlich 0,5%. Im Vorquartal hatten sich die entsprechenden Inflationserwartungen noch auf 0,8% belaufen.

Die quartalsweise durchgeführte SECO-Haushaltsumfrage zur erwarteten Preisentwicklung in den kommenden zwölf Monaten lieferte im Januar 2019 ähnliche Resultate wie im Vorquartal. Etwas mehr als die Hälfte der Befragten ging von steigenden Preisen aus, während rund zwei Fünftel mit unveränderten Preisen und nur wenige mit fallenden Preisen rechneten.

### Längerfristige Erwartungen leicht über den kurzfristigen Erwartungen

Die längerfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin leicht über den kurzfristigen Erwartungen. Die Gesprächspartner der SNB-Delegierten rechneten im ersten Quartal mit einer Inflationsrate in drei bis fünf Jahren von 0,9%, im Vergleich zu 1,1% im Vorquartal.



# 5

## Monetäre Entwicklung

---

An der Lagebeurteilung vom 13. Dezember 2018 liess die SNB ihre Geldpolitik unverändert und bekräftigte ihren geldpolitischen Kurs. Die Geldpolitik beruhte damit weiterhin auf dem Negativzins auf Sichtguthaben der Banken bei der SNB sowie der Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren.

Die Geldmarktzinsen blieben in den letzten drei Monaten weiterhin unverändert, während die langfristigen Kapitalmarktzinsen unter dem Einfluss veränderter Erwartungen zur Entwicklung der Leitzinsen in den wichtigsten Währungsräumen etwas nachgaben. Damit flachte sich auch die Renditekurve der Bundesobligationen wieder etwas ab. Renditen für Laufzeiten unter 16 Jahren waren im März 2019 negativ.

Am Devisenmarkt wurde der Franken gegenüber den meisten Währungen etwas tiefer bewertet. Damit sank auch der handelsgewichtete reale Aussenwert des Frankens leicht. Der Franken bleibt jedoch 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 13. Dezember 2018 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 tief zu halten. Die Geldpolitik der SNB hilft so, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

#### **Nahezu unveränderte Sichtguthaben bei der SNB**

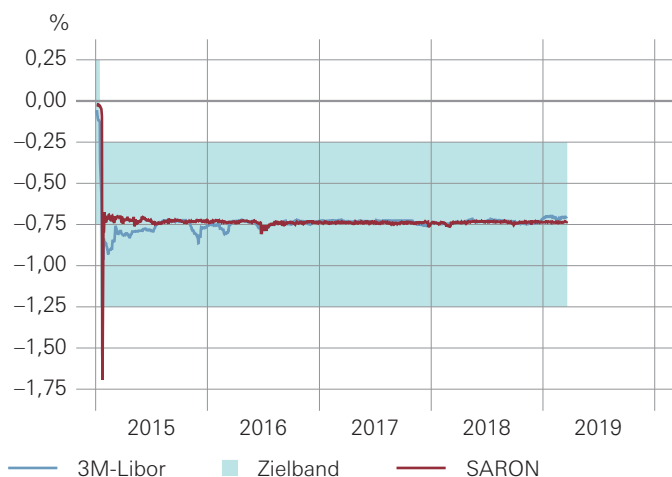
Seit der Lagebeurteilung vom Dezember 2018 sind die gesamten bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben nahezu unverändert geblieben. In der Woche zum 15. März 2019 (letzte Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung im März 2019) lagen sie mit 576,0 Mrd. Franken praktisch gleich hoch wie in der letzten Kalenderwoche vor der Lagebeurteilung von Mitte Dezember 2018 (576,4 Mrd. Franken). Zwischen den Lagebeurteilungen vom Dezember 2018 und März 2019 betragen sie durchschnittlich 575,8 Mrd. Franken. Davon entfielen 484,9 Mrd. Franken auf Giroguthaben inländischer Banken und die restlichen 90,9 Mrd. Franken auf übrige Guthaben auf Sicht.

#### **Hohe Überschussreserven der Banken**

Die gesetzlich erforderlichen Mindestreserven betragen zwischen dem 20. November 2018 und dem 19. Februar 2019 durchschnittlich 17,0 Mrd. Franken. Insgesamt übertrafen die Banken das Mindestreserverfordernis um 465,6 Mrd. Franken (Vorperiode: 459,2 Mrd. Franken). Die Überschussreserven der Banken sind somit weiterhin sehr gross.

Grafik 5.1

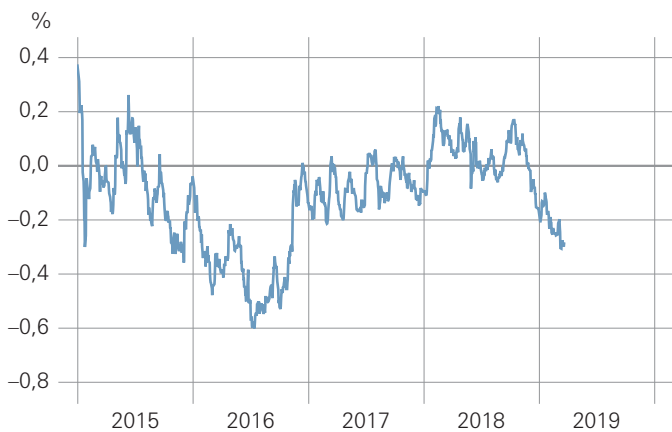
**GELDMARKTSÄTZE**



Quellen: Bloomberg, SIX Swiss Exchange AG, SNB

Grafik 5.2

**RENDITE ZEHNJÄHRIGER EIDGENÖSSISCHER ANLEIHEN**

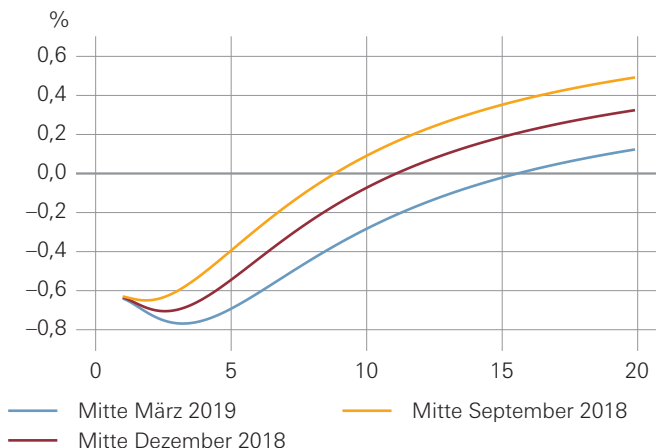


Quelle: SNB

Grafik 5.3

**ZINSSTRUKTUR EIDGENÖSSISCHER ANLEIHEN**

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



Quelle: SNB

**GELD- UND KAPITALMARKTZINSEN**

**Geldmarktzinsen unverändert**

Die Geldmarktzinsen lagen auch in den letzten drei Monaten stets nah dem Zinssatz auf Sichteinlagen bei der SNB, der seit Januar 2015  $-0,75\%$  beträgt. Dies gilt sowohl für die Zinsen auf besicherten Geldmarktgeschäften wie den SARON als auch für die Zinsen auf unbesicherten Geldmarktgeschäften wie den 3M-Libor (Grafik 5.1).

**Kapitalmarktzinsen gesunken**

Im Unterschied zu den Geldmarktzinsen gingen die langfristigen Kapitalmarktzinsen zurück. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen fiel auf  $-0,3\%$ , nachdem sie sich während fast zwei Jahren in einem Band zwischen  $-0,2\%$  und  $0,2\%$  bewegt hatte (Grafik 5.2).

Der Rückgang der Bundesobligationenrenditen ging mit einem Rückgang der Langfristzinsen in anderen Währungsräumen einher. Ein wesentlicher Treiber waren Erklärungen der US-Zentralbank, welche die Marktteilnehmer veranlassten, ihre Erwartungen zur Entwicklung des US-Leitzinses nach unten zu korrigieren. Die revidierten Erwartungen zum US-Leitzins führten zu einer Korrektur der langfristigen amerikanischen Zinssätze. Die langfristigen Zinssätze in anderen Währungsräumen folgten dieser Entwicklung.

**Abgeflachte Renditekurve**

Der Rückgang der Langfristzinsen führte in Verbindung mit den unveränderten kurzfristigen Zinssätzen zu einer Abflachung der Renditekurve eidgenössischer Anleihen (Grafik 5.3). Renditen für Laufzeiten unter 16 Jahren notierten Mitte März im negativen Bereich.

**Tiefe Realzinsen**

Realzinsen sind für Spar- und Investitionsentscheide von Unternehmen und Haushalten eine entscheidende Referenzgrösse. Die Entwicklung der Renditekurve eidgenössischer Anleihen in Kombination mit den aus Umfragen gewonnenen Inflationserwartungen deuten darauf hin, dass sich die Realzinsen nach wie vor auf historisch tiefen Niveaus bewegen.



## WECHSELKURSE

### Franken wenig verändert gegenüber Euro und US-Dollar

Zwischen der Lagebeurteilung im Dezember 2018 und den ersten Tagen im Januar 2019 gewann der Franken zunächst gegenüber den meisten Währungen etwas an Wert. Dies geschah vor dem Hintergrund zunehmender Unsicherheiten auf den globalen Finanzmärkten. Mit der Anfang Januar einsetzenden Entspannung schwächte sich der Franken wieder ab.

Die Bewegungen des Frankens gegenüber dem Euro und dem US-Dollar fielen insgesamt bescheiden aus. Von der Lagebeurteilung im Dezember bis zur Lagebeurteilung im März 2019 verlor der Franken 0,5% gegenüber dem Euro und 0,7% gegenüber dem US-Dollar (Grafik 5.4).

### Leichte Abschwächung des Frankens auf handelsgewichteter Basis

Der nominale handelsgewichtete Aussenwert des Frankens sank in den drei Monaten zwischen den beiden Lagebeurteilungen vom Dezember und März um insgesamt 1,5%. Dieser Rückgang widerspiegelt zum Teil die leichte Abwertung gegenüber Euro und US-Dollar, die im Index zusammen ein Gewicht von 55% haben, aber auch die stärkeren Abwertungen gegenüber dem britischen Pfund (5%, Indexgewicht 9%) und dem Renminbi (3%, Indexgewicht 9%). Mitte März bewegte sich der nominale Aussenwert des Frankens ungefähr auf dem gleichen Niveau wie Anfang November 2018 (Grafik 5.5).

### Realer Aussenwert des Frankens weiterhin auf hohem Niveau

Die nominale Abschwächung des Frankens führte zu einem Rückgang des realen handelsgewichteten Aussenwerts des Frankens. Grafik 5.6 zeigt die Entwicklung von drei verschiedenen Indizes. Alle drei bewegen sich zurzeit ungefähr auf dem gleichen Niveau wie zwischen 2012 und 2014, d.h. zur Zeit des Mindestkurses gegenüber dem Euro. Der Franken bleibt im längerfristigen Vergleich hoch bewertet.

Grafik 5.4

### DEVISENKURSE



Quelle: SNB

Grafik 5.5

### NOMINALER AUSSENWERT DES FRANKENS



Quelle: SNB

Grafik 5.6

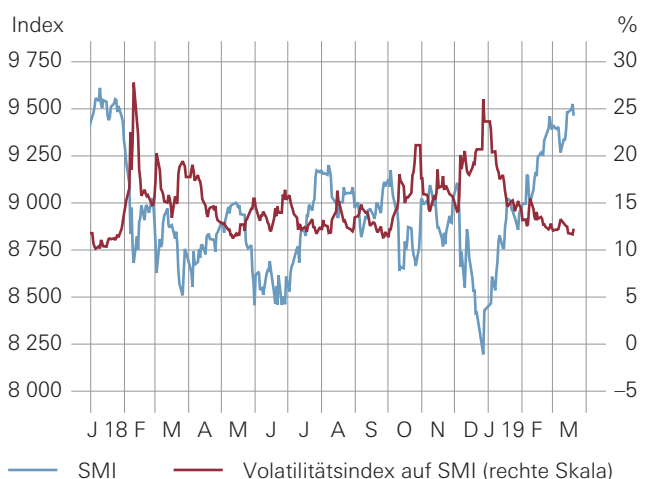
### REALER AUSSENWERT DES FRANKENS



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

Grafik 5.7

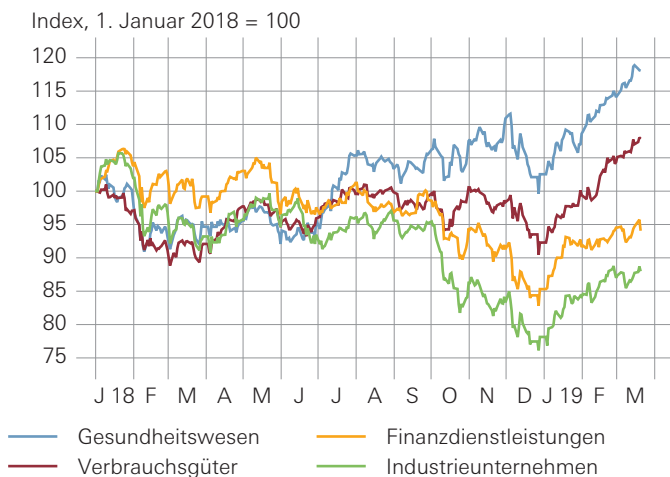
## AKTIENKURSE UND VOLATILITÄT



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.8

## AUSGEWÄHLTE SPI-SEKTOREN

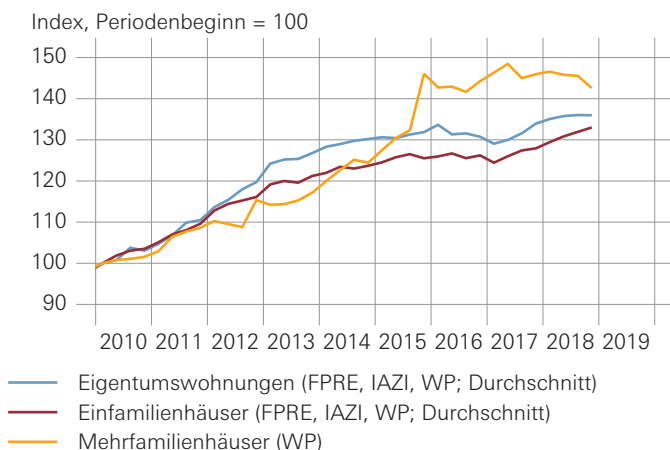


Quelle: Thomson Reuters Datastream

Grafik 5.9

## TRANSAKTIONSPREISE FÜR WOHNIMMOBILIEN

Nominal (hedonisch)



Quellen: Fahrländer Partner Raumentwicklung (FPRE), IAZI, Wüest Partner (WP)

## AKTIEN- UND IMMOBILIENPREISE

### Festere Schweizer Aktienkurse

Nach deutlichen Kursverlusten im Dezember 2018 erholten sich die Aktienkurse zu Beginn des Jahres 2019 weltweit. Zu dieser Erholung trug die Einschätzung bei, dass die Zinssätze in den meisten Volkswirtschaften länger als bisher erwartet tief bleiben werden. Der Swiss Market Index (SMI) folgte diesem globalen Trend und notierte Mitte März knapp 8% höher als zum Zeitpunkt der Lagebeurteilung von Mitte Dezember 2018 (Grafik 5.7).

### Temporär gestiegene Marktunsicherheit

Der aus Optionen auf Terminverträgen des SMI ermittelte Volatilitätsindex zeigt, wie die Anleger die Unsicherheit am Aktienmarkt einschätzen (Grafik 5.7). Der Volatilitätsindex stieg im Dezember, als die Aktienkurse fielen, sprunghaft an. Mit der Erholung der Aktienkurse ging dann im Januar auch der Volatilitätsindex wieder zurück.

### Entwicklung der Branchenindizes

Grafik 5.8 zeigt die Entwicklung von wichtigen Branchenindizes des breiter gefassten Swiss Performance Index (SPI). Die Erholung der Aktienkurse von Schweizer Unternehmen war breit gefächert. Alle Branchen verzeichneten seit Beginn dieses Jahres ansteigende Aktienkurse. Bei Finanzdienstleistungen war diese Erholung am schwächsten ausgeprägt.

### Leichter Rückgang der Preise für Mehrfamilienhäuser

Gemäss den verfügbaren Transaktionspreisindizes für Wohnimmobilien waren die Preise für Mehrfamilienhäuser (Wohnrenditeliegenschaften) im vierten Quartal leicht rückläufig, während die Preise für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser weiter anstiegen (Grafik 5.9).

Im längerfristigen Vergleich bewegen sich die Preisindizes von Wohnimmobilien weiterhin auf hohem Niveau.

## GELD- UND KREDITAGGREGATE

### Weitgehend unveränderte Notenbankgeldmenge

Die Notenbankgeldmenge, bestehend aus Notenumlauf und Giroguthaben inländischer Banken, blieb seit Mitte 2017 weitgehend stabil und betrug im Februar 2019 durchschnittlich 570,9 Mrd. Franken (Grafik 5.10).

Die Giroguthaben inländischer Banken wiesen, ähnlich wie die übrigen bei der SNB gehaltenen Sichteinlagen, leichte Schwankungen auf. Das Total der bei der SNB gehaltenen Sichteinlagen blieb jedoch nahezu unverändert.

### Verlangsamtes Wachstum des Notenumlaufs

Das Wachstum des Notenumlaufs hat sich in den letzten Monaten weiter abgeschwächt (Grafik 5.11). Im Februar übertraf der Notenumlauf sein Vorjahresniveau nur noch um 0,9%. Die Nachfrage nach 1000-Franken-Noten lag sogar etwas tiefer als vor einem Jahr.

Grafik 5.11 zeigt, dass die Wachstumsrate des Notenumlaufs in den letzten zehn Jahren zweimal vorübergehend stark anstieg. Der Anstieg in den Jahren 2011–2012 war vor allem auf die im Zuge der europäischen Schuldenkrise stark gestiegene Unsicherheit zurückzuführen, während der Anstieg im Jahr 2015 mit der Einführung des Negativzinseszins einherging.

### Stabiles Wachstum der breiter gefassten Geldmengen

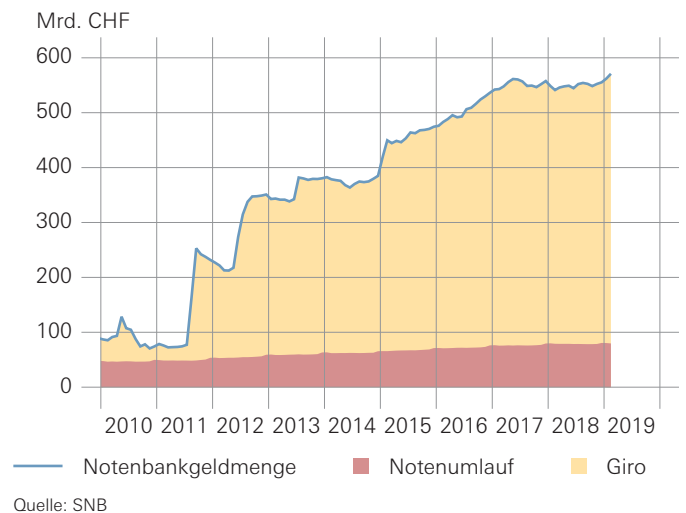
Das Wachstum der Geldaggregate M1, M2 und M3 hat sich seit Oktober 2018 leicht beschleunigt, was im Einklang mit dem Rückgang der langfristigen Zinssätze steht. Im Februar 2019 lagen die Geldmenge M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti), die Geldmenge M2 (M1 plus Spareinlagen) und die Geldmenge M3 (M2 plus Termineinlagen) um 5,1%, 3,3% bzw. 3,5% über ihren Vorjahresniveaus (Tabelle 5.1). Mit Ausnahme der Spareinlagen, die erneut leicht rückläufig waren, wuchsen alle anderen Einlagen im Vergleich zum Vorjahr.

### Höheres Wachstum der Hypothekarforderungen

Die Bankkredite lagen im vierten Quartal 2018 gleich wie in den beiden vorangegangenen Quartalen um 3,4% über ihrem Vorjahresstand (Tabelle 5.1). Während das Wachstum der Hypothekarkredite leicht anstieg, liess das Wachstum der übrigen Kredite nach.

Grafik 5.10

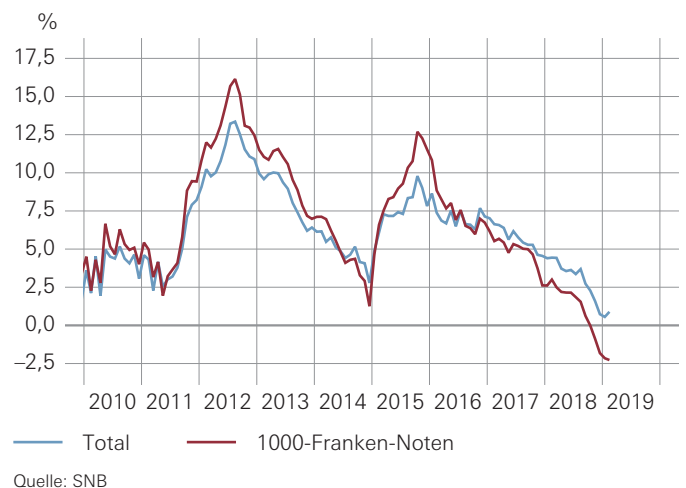
### NOTENBANKGELDMENGE



Grafik 5.11

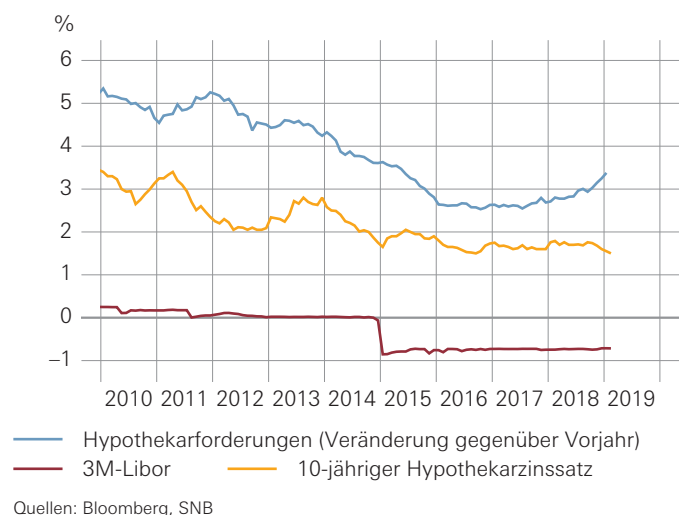
### NOTENUMLAUF

Veränderung gegenüber Vorjahr

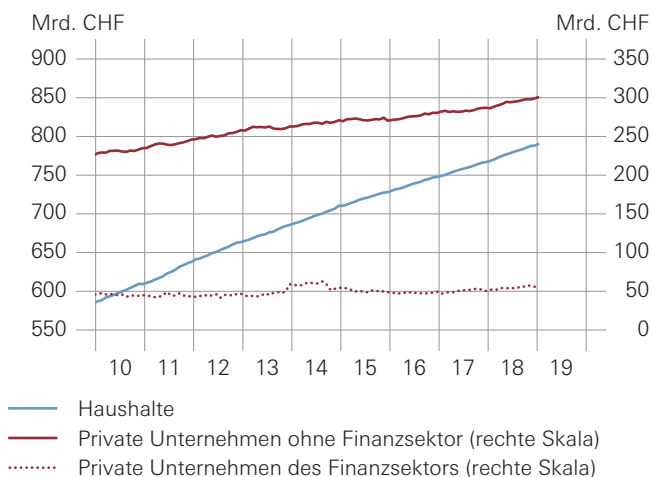


Grafik 5.12

### HYPOTHEKARFORDERUNGEN UND ZINSSÄTZE



**KREDITE AN HAUSHALTE UND UNTERNEHMEN**



Quelle: SNB

Die Hypothekarforderungen der Banken, die rund 85% der gesamten Bankkredite an inländische Kunden ausmachen, lagen im vierten Quartal um 3,1% über ihrem Vorjahresniveau. Die Wachstumsrate der Hypothekarkredite stieg damit erneut leicht an, nachdem sie sich zwischen 2012 und 2015 halbiert und anschliessend stabilisiert hatte (Grafik 5.12). Die Nachfrage nach Hypotheken wird weiterhin durch die niedrigen Hypothekarzinsen gestützt, die nach wie vor nahe ihrem Allzeit-Tiefststand liegen. Der zehnjährige Hypothekarzins betrug im Januar 2019 1,6%.

**Kreditwachstum nach Sektoren**

Sowohl die Haushalte als auch die nicht-finanziellen Unternehmen profitierten seit Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise von günstigen Finanzierungskonditionen, was sich in einem stetigen Anstieg der Bankkredite an diese zwei wichtigen Kundengruppen zeigt (Grafik 5.13).

Ende Dezember 2018 lagen die Kredite an Haushalte, die zu 96% aus Hypothekarkrediten bestehen, um 21,5 Mrd. Franken (2,8%) über ihrem Vorjahresniveau. Im gleichen Zeitraum nahmen die Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen um 12,5 Mrd. Franken (4,3%) zu, während die Kredite an finanzielle Unternehmen, die bei einem deutlich kleineren Volumen einen volatileren Verlauf aufweisen, um 5,4 Mrd. Franken (10,7%) abnahmen.

Tabelle 5.1

**GELDMENGEN UND BANKKREDITE**

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2018	2018				2018	2019	
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	Dezember	Januar	Februar
<b>M1</b>	<b>5,8</b>	<b>7,3</b>	<b>5,9</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>
<b>M2</b>	<b>3,2</b>	<b>4,1</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,3</b>
<b>M3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>
<b>Bankkredite total</b> <sup>1, 3</sup>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	
Hypothekarforderungen <sup>1, 3</sup>	2,9	2,8	2,8	3,0	3,1	3,2	3,4	
Haushalte <sup>2, 3</sup>	2,6	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	
private Unternehmen <sup>2, 3</sup>	3,8	3,4	3,4	3,8	4,4	4,7	5,1	
Übrige Kredite <sup>1, 3</sup>	5,4	3,4	7,0	6,2	5,1	4,9	5,9	
gedeckt <sup>1, 3</sup>	3,9	3,1	8,0	3,9	0,6	-1,3	0,4	
ungedeckt <sup>1, 3</sup>	6,6	3,6	6,3	7,9	8,5	9,7	10,1	

1 Monatsbilanzen (inländische Bankstellen, Positionen gegenüber inländischen Nichtbanken, alle Währungen).

2 Kreditvolumenstatistik (inländische Bankstellen, Positionen gegenüber inländischen Nichtbanken, 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

---

# Konjunktursignale

Ergebnisse aus den Unternehmensgesprächen  
der SNB

## Erstes Quartal 2019

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 243 Unternehmens-  
gespräche zwischen Mitte Januar und Anfang März statt.

### Regionen

Freiburg/Waadt/Wallis  
Genf/Jura/Neuenburg  
Italienischsprachige Schweiz  
Mittelland  
Nordwestschweiz  
Ostschweiz  
Zentralschweiz  
Zürich

### Delegierte

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

## Das Wichtigste in Kürze

---

- Das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal ist stabil und nach Branchen und Absatzgebieten breit abgestützt. Die in den letzten Berichtsperioden beobachtete Tendenz zur Wachstumsverlangsamung setzt sich nicht fort. Viele Unternehmen blicken auf ein Rekordjahr 2018 zurück.
- Die technischen Produktionskapazitäten und betrieblichen Infrastrukturen sind weiterhin normal ausgelastet. In der Industrie machen sich etwas weniger Engpässe als bisher bemerkbar. Anhaltend schwierig bleibt aber die Rekrutierung von Fachkräften.
- Die Gewinnmargen liegen insgesamt knapp unter den als üblich erachteten Niveaus. Zwischen den Branchen bestehen aber erhebliche Unterschiede.
- Für die kommenden zwei Quartale bleiben die Unternehmer zuversichtlich, doch hat die Unsicherheit etwas zugenommen.
- Die Unternehmen sehen vor, mehr Personal einzustellen. Auch wird beabsichtigt, höhere Ausgaben für Ausrüstungsinvestitionen und Bauten zu tätigen.

**Stabiles Wirtschaftswachstum**

Der Wirtschaftsverlauf im ersten Quartal ist robust. Das Quartalswachstum der realen – um die Veränderung der Verkaufspreise bereinigten – Umsätze der Unternehmen ist vergleichbar mit demjenigen in der Vorperiode (Grafik 1; zur Interpretation der Grafiken vgl. Informationen am Schluss des Berichts). Die in der zweiten Jahreshälfte 2018 festgestellte rückläufige Dynamik setzt sich somit nicht weiter fort.

Die Umsätze entwickeln sich sowohl im Inland als auch im Export ansprechend. Geografisch präsentiert sich die Nachfragesituation weiterhin breit abgestützt. Dynamisch ist der Geschäftsverlauf mit Asien (namentlich China, Indien, Japan, Südkorea und Indonesien) und den USA. Mehrheitlich positiv sind die Signale in Bezug auf Europa, wobei sie insbesondere für Deutschland, Frankreich und Grossbritannien heterogener sind als bisher. Das Geschäft mit Investitionsgütern, Gütern für den Medtech-Bereich sowie chemischen und pharmazeutischen Produkten verläuft weiterhin dynamisch.

**Normal ausgelastete Produktionskapazitäten**

Die technischen Produktionskapazitäten und betrieblichen Infrastrukturen sind – seit nunmehr zwei Jahren – in etwa normal ausgelastet (Grafik 2). Dies trifft für knapp die Hälfte der Unternehmen zu, während sich die anderen 50% je etwa hälftig auf Unternehmen, die eher unter- bzw. überausgelastet sind, verteilen. In der Industrie sind vereinzelt Lieferengpässe und teilweise lange Lieferfristen weiterhin ein Problem.

Grafik 1

**UMSÄTZE GEGENÜBER DEM VORQUARTAL**



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

**Personalbestände bleiben etwas knapp**

Die Gesprächspartner schätzen ihre Personalbestände als leicht zu knapp ein. Die Situation hat sich aber im Vergleich zum Vorquartal etwas entspannt, namentlich im Dienstleistungssektor. 26% der Unternehmen bezeichnen ihren aktuellen Personalbestand als leicht bzw. deutlich zu tief, gegenüber 32% im Vorquartal.

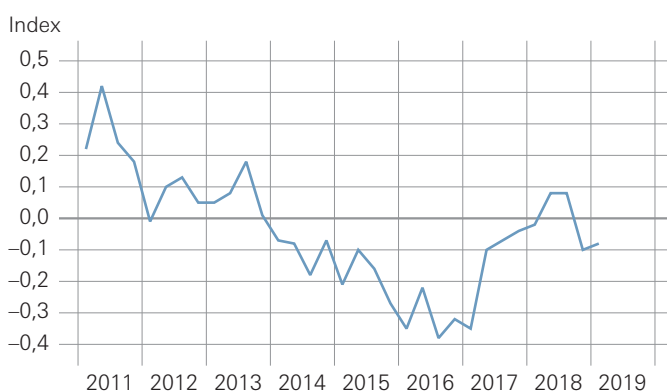
Der Mangel an Fachkräften gehört noch immer zu den Hauptsorgen vieler Unternehmen. In sämtlichen Branchen mit Ausnahme des Finanzsektors wird die Personalgewinnung als schwieriger als sonst eingeschätzt. In diesem Zusammenhang wird festgestellt, dass die Zahl der Spontanbewerbungen abgenommen und die Personalfluktuationsrate sehr dürftig ist. Zu den am stärksten gesuchten Berufsgattungen zählen IT-Spezialisten und Ingenieure. IT-Kompetenzen sind in einer immer breiteren Palette von Berufen unerlässlich.

**Margenlage unverändert**

Die Gewinnmargen haben sich kaum verändert. Weiterhin liegen sie knapp unter den von den Gesprächspartnern als üblich erachteten Werten. Zwischen der Industrie und dem Dienstleistungssektor bestehen diesbezüglich kaum noch Unterschiede. Im Bausektor liegen die Margen hingegen weiterhin unter den Werten der beiden anderen Sektoren. Ein erklärender Faktor für den Margendruck sind nicht voll auf die Abnehmer überwälzbare Kostenerhöhungen.

Grafik 2

**KAPAZITÄTSAUSLASTUNG**



Aktuelle Auslastung der technischen Kapazitäten bzw. der betrieblichen Infrastrukturen 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 Handel liegen die realen Umsätze leicht über dem Vorquartal. Dies ist auf die Entwicklung im Grosshandel und besonders auf den Fahrzeughandel zurückzuführen. Bei den Fahrzeughändlern hatten im Vorquartal Liefer-schwierigkeiten der deutschen Autoindustrie die Umsatzentwicklung beeinträchtigt. Im Detailhandel ist der Umsatzverlauf flach und die betrieblichen Infrastrukturen sind weiterhin klar unterausgelastet. Der stationäre Handel spürt die starke Online-Konkurrenz, was auf die Margen drückt.

Transport- und Logistikunternehmen weisen einen sehr guten Geschäftsgang mit hohen Umsatzzunahmen und gut ausgelasteten Kapazitäten auf. Die Nachfragedelle, die einige Unternehmen dieser Branche im ersten Quartal üblicherweise erwarten, haben sie bisher nicht beobachtet.

Banken profitieren von der Erholung der Börsen. Allerdings liegen die Margen klar unter den als üblich erachteten Werten. Dies lässt sich teilweise mit der weiter sinkenden Differenz zwischen Aktiv- und Passivzinsen erklären sowie mit den Aufwendungen zur Umsetzung von Regulierung und Digitalisierung.

Das Gastgewerbe blickt auf ein sehr gutes Jahr 2018 zurück. Im ersten Quartal sind die Umsätze – dank besonders gutem Wetter und hervorragenden Schneeverhältnissen – auf dem Niveau des Vorquartals. Die Margen liegen sowohl bei den Hotels als auch bei den Gastronomiebetrieben über den üblichen Werten. Hotels und Bergbahnen verzeichnen leicht höhere Zahlen bei den ausländischen Gästen. Demgegenüber stockt offenbar die Nachfrage im Seminarhotelbereich.

Unternehmen der ICT-Branche weisen einen sehr günstigen Geschäftsgang mit stark steigenden Umsätzen und Margen im üblichen Bereich auf. Eine kräftige Nachfrage spürt die Branche aus der Industrie, von den Banken und von der öffentlichen Hand. Nebst der Umsetzung der Digitalisierung sind Massnahmen im Bereich der Cyber-Security ein wichtiger Treiber im IT-Geschäft.

Anhaltend positiv präsentiert sich die Umsatzdynamik für Ingenieur- und Architekturbüros, Reiseunternehmen sowie Gebäudebetriebsdienste. Allerdings weisen Letztere als Folge eines sehr intensiven Wettbewerbs Margen auf, die deutlich unter den üblichen Werten sind.

In der Industrie weist die Mehrzahl der Branchen höhere Umsätze auf als im Vorquartal. Eine Ausnahme bildet die Branche der Karton- und Verpackungshersteller. Besonders dynamisch ist der Geschäftsgang in der Chemie- und Pharmabranche sowie bei Metallverarbeitern. Abgesehen von Produzenten von Präzisionsgeräten sowie vereinzelt Zulieferern in die Uhrenindustrie berichten die besuchten Industrieunternehmen von normal ausgelasteten Kapazitäten. Zulieferer in die Automobilindustrie verspüren Aufholeffekte als Reaktion auf die Bestellungenrückgänge in den Vorperioden.

Der Bausektor weist einen recht dynamischen Geschäftsgang auf: Die Umsätze liegen saisonbereinigt über dem Vorquartal. Dies ist auf die Entwicklung im Hochbau und im Ausbaugewerbe zurückzuführen. Die Produktionskapazitäten bleiben im Tiefbau und im Ausbaugewerbe leicht überausgelastet, jedoch nicht mehr im Hochbau. Die Margen sind trotz guter Auftragslage anhaltend unter Druck. Einige Gesprächspartner sind beunruhigt über die fortgesetzte Bautätigkeit bei bereits hoher regionaler Wohnungsleerstandsquote.

Grafik 3

### ERWARTETE UMSÄTZE

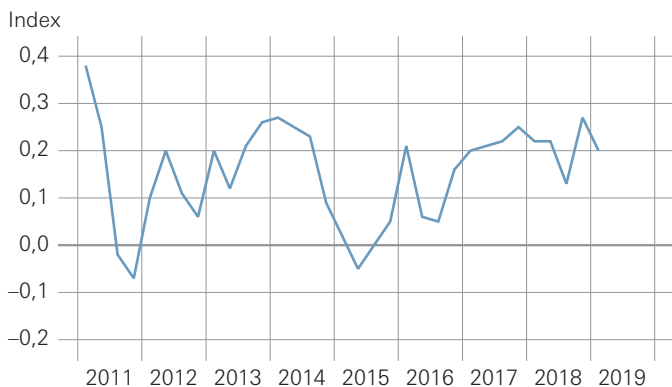


Erwartete Entwicklung der realen Umsätze in den kommenden zwei Quartalen. Positive (negative) Indexwerte bedeuten, dass höhere (tiefere) Umsätze erwartet werden.

Quelle: SNB

Grafik 4

### ERWARTETE KAPAZITÄTSAUSLASTUNG

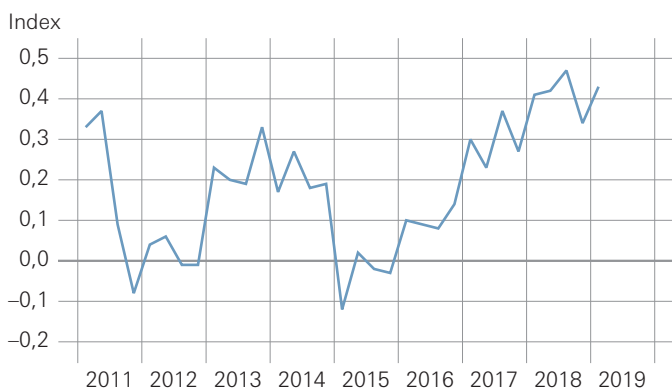


Erwartete Entwicklung der technischen Kapazitäts- bzw. der betrieblichen Infrastrukturauslastung in den kommenden zwei Quartalen. Positive (negative) Indexwerte bedeuten, dass eine höhere (tiefere) Auslastung erwartet wird.

Quelle: SNB

Grafik 5

### ERWARTETE BESCHÄFTIGUNG



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

Quelle: SNB

## AUSSICHTEN

### Verhaltener Optimismus für 2019

Die Gesprächspartner beurteilen ihre Geschäftsperspektiven für die kommenden zwei Quartale im Allgemeinen positiv. Im Vergleich zur Einschätzung in den Vorquartalen sind die Erwartungen aber doch etwas verhaltener. Dies hängt zum einen damit zusammen, dass in mittlerer Frist etwas grössere Risiken geortet werden. Zum andern betrachten es die Unternehmen als nicht realistisch, den sehr dynamischen Geschäftsgang des letzten Jahres aufrechterhalten zu können. Eine gewisse Verlangsamung wird deshalb da und dort sogar willkommen geheissen.

Insgesamt erwarten die Unternehmen steigende reale Umsätze (Grafik 3). Die Zuversicht ist zurückzuführen auf die als weiterhin stützend eingeschätzte internationale und inländische Konjunkturlage, auf eine komfortable bis überdurchschnittlich gute Auftragslage und auf die auf Effizienz getrimmten Produktionskapazitäten. Chancen werden in der Gewinnung neuer Absatzmärkte und der Lancierung neuer Produkte geortet.

Die Unternehmer erwarten in den kommenden zwei Quartalen eine leicht höhere Auslastung der technischen Produktionskapazitäten bzw. der betrieblichen Infrastruktur im Vergleich zur aktuellen Situation (Grafik 4).

Das anhaltende Tiefzinsumfeld begünstigt die Investitionen. In sämtlichen Branchen sehen die Unternehmen vor, ihre Investitionsausgaben für Ausrüstungen in den kommenden 12 Monaten leicht zu erhöhen oder mindestens auf dem aktuellen Niveau zu halten. Wie schon in den vergangenen Quartalen baut knapp ein Drittel der Unternehmen mit der Investition in Ausrüstung gezielt die Produktionskapazitäten aus. Besonders Unternehmen des Dienstleistungssektors beabsichtigen zudem, die Investitionen für Bauten auszuweiten.

### Leicht höhere Einkaufspreise erwartet

Die Gesprächspartner gehen in den kommenden zwei Quartalen von leicht steigenden Einkaufspreisen, jedoch kaum noch steigenden Absatzpreisen aus. Am stärksten ist die erwartete Preisdynamik in der Industrie. Höhere Preise beim Einkauf werden sowohl mit noch geringfügig höheren Rohmaterialpreisen als auch mit der guten Auslastung der Lieferanten begründet. Der Detailhandel geht demgegenüber von leicht sinkenden Preisen im Einkauf und beim Absatz aus.

### Personalbestände werden weiter ausgebaut

Die Aussichten auf einen anhaltend günstigen Geschäftsgang sowie die bestehende Personalknappheit wirken sich positiv auf die Anstellungspläne aus: Die Gesprächspartner beabsichtigen, die Personalbestände in den kommenden zwei Quartalen weiter zu erhöhen (Grafik 5). In keiner der befragten Branchen ist vorgesehen, Personal abzubauen. Vielerorts wird grosser Wert gelegt auf die Ausbildung im eigenen Betrieb und die Pflege der Attraktivität als Arbeitgeber, um Personal zu gewinnen bzw. zu halten.

## Punktuell markante Lohnforderungen

Die Unternehmen stellen bei Stellenbewerbern eine Tendenz zu höheren Lohnforderungen fest. Wo bereits bekannt ist, um wie viel die Löhne im Verlauf von 2019 erhöht werden, liegt der Durchschnitt bei gut 1%.

## UMFELD UND RISIKEN

Die Verunsicherung über die weitere Entwicklung hat etwas zugenommen. Zu den Risiken, die die Gesprächspartner ansprechen, gehören primär geopolitische Gefahrenherde. Namentlich erwähnt werden Handelskonflikte und deren mögliche direkte oder indirekte Auswirkungen auf die Unternehmen. Weiter genannt werden der Brexit, eine starke Abschwächung der Weltwirtschaft und die zunehmende staatliche und private Verschuldung.

Im Inland ist der ausgeprägte Fachkräftemangel die meistgenannte Herausforderung. Ferner angesprochen werden das Rahmenabkommen der Schweiz mit der EU und die anstehende Neuregelung der Unternehmensbesteuerung. Auch eine neuerliche Aufwertung des Frankens wird als Risiko angeführt. Die Gesprächspartner thematisieren zudem zunehmende Leerstände bei Wohnungen bei anhaltend hoher Bautätigkeit in diesem Bereich. Ein Dauerthema bleibt die Belastung durch Regulierungen in verschiedensten Bereichen.

Die Digitalisierung ist in vielen Branchen ein intensiv bearbeitetes Thema. Sie wird unterdessen eher als Chance denn als Risiko wahrgenommen. Wichtige Aspekte sind aber der hohe Investitions- und Know-how-Bedarf.

## Über die Konjunktursignale

### Ansatz

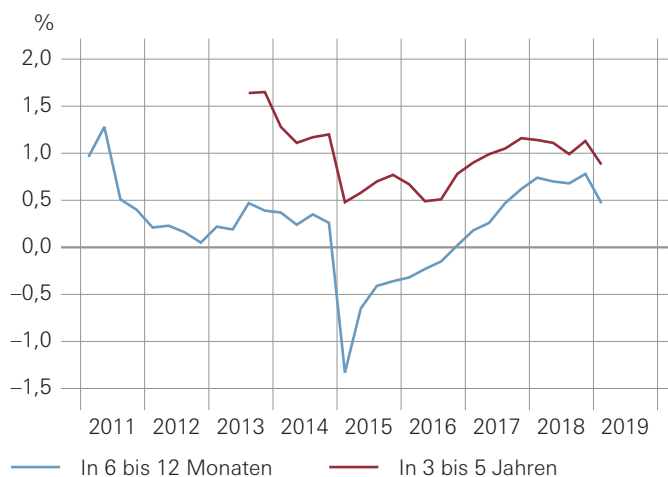
Die SNB-Delegierten führen vierteljährlich Gespräche mit Entscheidungsträgern von Unternehmen in der ganzen Schweiz. Die Konjunktursignale fassen die Hauptergebnisse dieser Gespräche zusammen.

Pro Quartal werden rund 240 Unternehmen besucht. Die Auswahl orientiert sich an der Branchenstruktur der Schweizer Wirtschaft gemäss Bruttoinlandprodukt (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 auch auf ihre kurz- und langfristigen Inflationserwartungen als Konsumenten – gemessen am Konsumentenpreisindex – an.

Die Inflationserwartungen haben sich sowohl für die kurze als auch für die längere Frist zurückgebildet: Für die nächsten sechs bis zwölf Monate liegen die Erwartungen bei durchschnittlich 0,5%, gegenüber 0,8% im Vorquartal (blaue Linie in der Grafik 6). Die mittelfristigen Inflationserwartungen – mit einem Zeithorizont von drei bis fünf Jahren – liegen bei durchschnittlich 0,9%, gegenüber 1,1% im Vorquartal (rote Linie in der Grafik). In diesem Rückgang dürfte sich die etwas vorsichtigere Einschätzung der allgemeinen wirtschaftlichen Aussichten widerspiegeln.

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.

---

# 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 21. 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 sei hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt zeige sich weiterhin fragil. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, dienen dazu, die Attraktivität von Anlagen in Franken tief zu halten und den Druck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

März 2019

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 13. 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 sei hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt zeige sich weiterhin fragil. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, dienen dazu, die Attraktivität von Anlagen in Franken tief zu halten und den Druck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

Dezember 2018

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 20. 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 hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt zeige sich weiterhin fragil. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, dienen dazu, die Attraktivität von Anlagen in Franken tief zu halten und den Druck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

September 2018

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 21. 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 sei weiterhin hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt nach wie vor fragil. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, dienen dazu, die Attraktivität von Anlagen in Franken tief zu halten und den Druck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

Juni 2018

An der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 15. 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 sei weiterhin hoch bewertet und die Lage am Devisenmarkt nach wie vor fragil. Der Negativzins und die Bereitschaft der SNB, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, dienen dazu, die Attraktivität von Anlagen in Franken tief zu halten und den Druck auf den Franken zu verringern. Die expansive Geldpolitik verfolgt das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

März 2018

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

## 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.

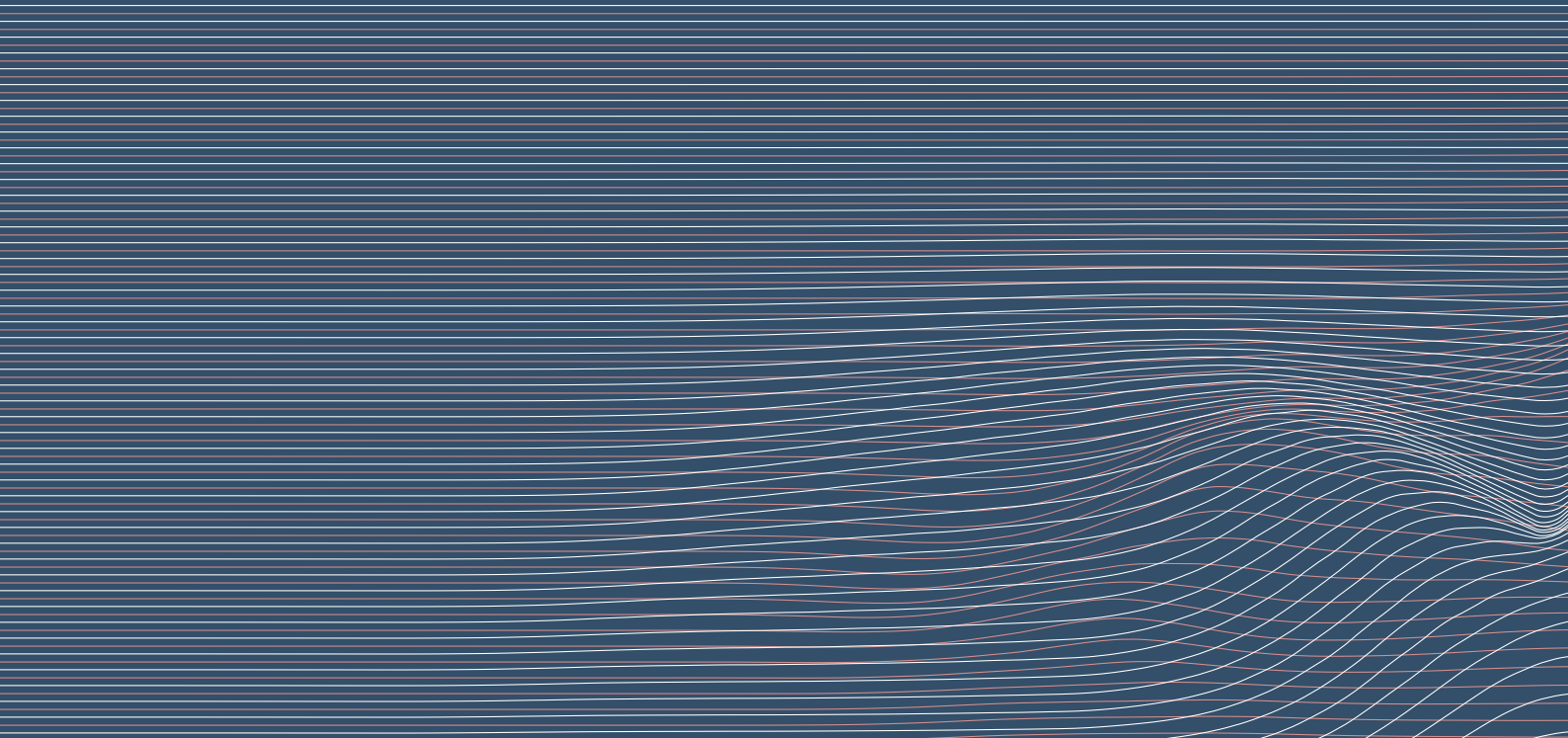
Soweit Informationen und Daten ersichtlich aus fremden  
Quellen stammen, sind Nutzer solcher Informationen und  
Daten verpflichtet, allfällige Urheberrechte daran zu  
respektieren und selbst entsprechende Nutzungsbefugnisse  
bei diesen fremden Quellen einzuholen.

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

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2019





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

