

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



Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

September 3/2004 22. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht
6	Bericht über die Geldpolitik
38	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
42	Der Frankengeldmarkt: Instrumente und Marktteilnehmer Antoine Veyrassat
56	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die Konjunkturerholung in den grossen Wirtschaftsräumen setzte sich im zweiten Quartal leicht verlangsamt fort. Während sich die Exporte in den meisten Industrieländern weiterhin dynamisch entwickelten, verlor die Binnennachfrage vielerorts an Schwung. Ein Grund dafür war der starke Anstieg der Erdölpreise, der Produzenten wie Konsumenten verunsicherte. Die höheren Erdölpreise führten in den letzten Monaten zu einem Anstieg der Teuerung, doch dürften sie die Konjunkturerholung nicht gefährden. Die vorlaufenden Indikatoren deuten sowohl für die USA als auch für Europa auf eine anhaltende Erholung im zweiten Halbjahr hin.

Auch in der Schweiz entwickelte sich die Konjunktur günstig und die seit der zweiten Hälfte 2003 von den Exporten getriebene wirtschaftliche Erholung gewann an Breite. Im zweiten Quartal nahm das reale BIP gegenüber der Vorperiode um annualisiert 1,6% zu und wuchs damit eine Spur schwächer als zu Beginn des Jahres. Im Vorjahresvergleich erhöhte es sich um 2,0%. Diese Entwicklung entsprach weitgehend den Erwartungen der SNB. Die Trendwende am Arbeitsmarkt liess allerdings weiter auf sich warten. Nach der Stabilisierung im Winterhalbjahr 2003/2004 sank die Zahl der Beschäftigten im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht und lag damit auf dem gleichen Niveau wie vor Jahresfrist. Die um die Saisoneinflüsse bereinigte Arbeitslosenquote verharrte bei 3,9% und die Quote der Stellensuchenden bei 5,6%.

Am 16. September 2004 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 0,25%–1,25% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes von 0,75% zu halten. Mit diesem zweiten Zinsschritt um 25 Basispunkte wurde die Zinssenkung vom März 2003, die angesichts deflationärer Tendenzen erfolgte, rückgängig gemacht. Die Zinserhöhung widerspiegelt das Vertrauen der SNB in die Fortsetzung der konjunkturellen Besserung. Die Geldpolitik der SNB wirkt weiterhin expansiv und unterstützt den Aufschwung.

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 38)

Ein Jahr nach dem konjunkturellen Tiefpunkt vom Sommer 2003 ergab sich aus den Gesprächen mit knapp 150 Unternehmen ein recht günstiges Stimmungsbild. Die konjunkturelle Erholung hat sich in den letzten Monaten weiter konsolidiert. Sie hat jedoch im Urteil der Unternehmen keinen zusätzlichen Schwung entfaltet und wird weiterhin als moderat bezeichnet. Die Konjunkturaussichten für die nächsten Monate haben sich weiter aufgeheitert. Über einen mittelfristigen Horizont hinweg scheint jedoch die Unsicherheit eher zugenommen zu haben. Faktoren wie die massive Verteuerung des Erdöls und die verstärkt spürbare Konkurrenz aus dem Ausland dürften dazu beigetragen haben.

Der Frankengeldmarkt: Instrumente und Marktteilnehmer (S. 42)

Am Geldmarkt werden kurzfristige Anlagen getätigt und Kredite aufgenommen. Die Abgrenzung des Geldmarktes erfolgt in der Regel so, dass er nur Transaktionen mit Laufzeiten von bis zu 12 Monaten umfasst. Marktteilnehmer sind vor allem die Banken, aber auch die Schweizerische Nationalbank spielt zumindest am Repo-Markt eine wichtige Rolle. Die Geldmarktinstrumente werden sowohl im kurzfristigen Liquiditätsmanagement als auch zur Absicherung von Risiken bzw. zum Eingehen von spekulativen Positionen eingesetzt. Das Umfeld ausserordentlich tiefer Geldmarktzinsen im Jahre 2003 hat die Aktivitäten am Frankengeldmarkt gedämpft. Dagegen haben verschiedene Neuerungen den Geldmarkt in den letzten Jahren bereichert. Insbesondere Repo-Geschäfte und Transaktionen mit derivativen Geldmarktinstrumenten haben beträchtlich expandiert. Die Bedeutung von Collaterals zur Absicherung der Kredit- und Liquiditätsrisiken wird von den Banken zunehmend wahrgenommen. Der wachsenden Bedeutung des Repo-Geschäftes im kurzfristigen Liquiditätsmanagement steht ein entsprechender Rückgang (ungesicherter) Depot-Geschäfte gegenüber. Mit der elektronischen Handelsplattform Eurex Repo, den Triparty-Dienstleistungen der SIS und dem SIC verfügt der Frankengeldmarkt über eine moderne Infrastruktur, welche einen effizienten Repo-Handel ermöglicht. Aufgrund der internationalen Bedeutung des Frankens dürften im Ausland niedergelassene Banken, die in derivativen Geldmarktinstrumenten bereits sehr aktiv sind, auch am Interbankmarkt für Repos in Zukunft vermehrt teilnehmen.

Bericht über die Geldpolitik

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte September 2004 bekannt wurden. Die Teile 1 bis 3 wurden für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2004 verfasst.

Inhalt

8	Zu diesem Bericht
9	Überblick
11	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
15	2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
20	2.2 Kapazitätsauslastung
22	2.3 Arbeitsmarkt
23	2.4 Güterpreise
26	3 Monetäre Entwicklung
26	3.1 Zinsentwicklung
30	3.2 Wechselkurse
31	3.3 Aktien- und Immobilienpreise
32	3.4 Geldaggregate
34	3.5 Kredite
35	4 Die Inflationsprognose der SNB
35	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
37	4.2 Inflationsprognose 3. Quartal 2004 bis 2. Quartal 2007
36	Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Zu diesem Bericht

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den gesetzlichen Auftrag, eine im Gesamtinteresse des Landes liegende Geld- und Währungspolitik zu führen. Sie gewährleistet Preisstabilität, wobei sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung trägt.

Es ist ein Anliegen der SNB, dass ihre Geldpolitik von einer breiten Öffentlichkeit verstanden wird. Sie wird aber auch vom Gesetz dazu verpflichtet, die Öffentlichkeit regelmässig über ihre Politik zu orientieren und ihre Absichten bekannt zu machen. Beides erfolgt im vorliegenden «Bericht über die Geldpolitik». Er beschreibt die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung in der Schweiz und erläutert die Inflationsprognose. Er zeigt, wie die SNB die Wirtschaftslage beurteilt und welche Konsequenzen sie daraus für die Geldpolitik ableitet.

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom September 2004 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 16. September 2004.

Alle Veränderungsdaten gegenüber der Vorperiode basieren – falls nichts anderes angegeben wird – auf saisonbereinigten Daten und sind auf Jahresbasis hochgerechnet.

Überblick

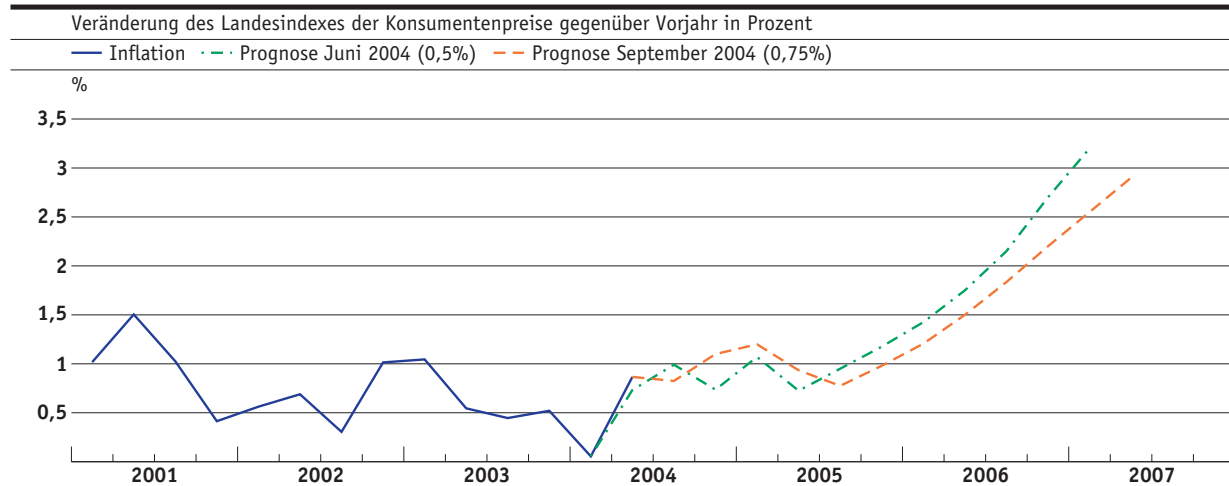
Die Konjunkturerholung in den grossen Wirtschaftsräumen setzte sich im zweiten Quartal leicht abgeschwächt fort. Auch in der Schweiz entwickelte sich die Konjunktur günstig und die seit der zweiten Hälfte 2003 von den Exporten getriebene wirtschaftliche Erholung gewann an Breite. Im zweiten Quartal nahm das reale BIP gegenüber der Vorperiode um annualisiert 1,6% zu und wuchs damit eine Spur schwächer als zu Beginn des Jahres. Im Vorjahresvergleich erhöhte es sich um 2,0%. Diese Entwicklung entsprach weitgehend den Erwartungen der SNB.

Am 16. September 2004 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 0,25%–1,25% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes von 0,75% zu halten. Mit diesem zweiten Zinsschritt um 25 Basispunkte wurde die Zinssenkung vom März 2003, die angesichts deflationärer Tendenzen erfolgte, rückgängig gemacht. Die Zinserhöhung widerspiegelt das Vertrauen der SNB in die Fortsetzung der konjunkturellen Besserung. Die Geldpolitik der SNB wirkt weiterhin expansiv und unterstützt den Aufschwung.

Für 2004 rechnet die SNB nach wie vor mit einem realen BIP-Wachstum von gegen 2%. Der Anstieg der Erdölpreise erhöht kurzfristig die Teuerung, stellt aber keine Bedrohung für die Konjunktur dar. Für die beiden Folgejahre wird ein anhaltendes Wirtschaftswachstum erwartet, das sich sowohl auf die Zunahme der Binnen- als auch der Exportnachfrage stützt. Somit werden die Produktionskapazitäten der Wirtschaft zunehmend besser ausgelastet, während sich die Arbeitslosigkeit langsam zurückbilden wird. Mit dem verbesserten Auslastungsgrad wird sich mittelfristig der Inflationsdruck erhöhen.

Gemäss der aktuellen Inflationsprognose, welcher ein Dreimonats-Libor von 0,75% zugrunde liegt, beläuft sich die durchschnittliche Jahresteuern in diesem Jahr auf 0,7%, im Jahre 2005 auf 1% und im Jahre 2006 auf 1,7%. Im Vergleich zur Juni-Prognose, die auf einem konstanten Dreimonatssatz von 0,5% beruhte, sind zwei Änderungen zu erwähnen. Zum einen liegt die neue Prognose bis zum zweiten Quartal 2005 infolge der höheren Erdölpreise über der Juni-Prognose. Zum andern überschreitet die prognostizierte Inflation die 2%-Marke ab dem vierten Quartal 2006 weniger stark als in der Juni-Prognose. Die im September vorgenommene geldpolitische Straffung trägt somit zu einer Verbesserung der Inflationsaussichten bei. Wie aber bereits die Juni-Prognose zeigte, ist auch die aktuelle Geldpolitik in der längeren Frist zu expansiv. Dies deutet darauf hin, dass die SNB die Geldpolitik in den nächsten drei Jahren voraussichtlich noch weiter straffen muss, um die Preisstabilität zu gewährleisten.

Inflationsprognose Juni 2004 mit Libor 0,5% und September 2004 mit Libor 0,75%



Inflationsprognose September 2004, Libor 0,75 %

	2004	2005	2006
Durchschnittliche Jahresinflation in %	0,7	1,0	1,7

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Erholung der Weltwirtschaft setzte sich im zweiten Quartal 2004 leicht verlangsamt fort. Während sich die Exporte in den meisten Industrieländern weiterhin dynamisch entwickelten, verlor die Binnennachfrage vielerorts an Schwung. Ein Grund dafür war der starke Anstieg der Erdölpreise, der Produzenten wie Konsumenten verunsicherte. Die höheren Erdölpreise führten in den letzten Monaten zu einem Anstieg der Teuerung, doch dürften sie die Konjunkturerholung nicht gefährden. Die vorlaufenden Indikatoren deuten sowohl für die USA als auch für Europa auf eine anhaltende Erholung im zweiten Halbjahr hin.

Vorübergehende Wachstumsverlangsamung in den USA

In den USA schwächte sich das Wachstum des realen BIP gegenüber der Vorperiode von annualisiert 4,5% im ersten auf 2,8% im zweiten Quartal ab. Bremsend wirkte vor allem das schwächere Wachstum des privaten Konsums, während von den Investitionen und den Exporten weiterhin kräftige Wachstumsimpulse ausgingen. Aufgrund der robust steigenden Einkommen dürfte der private Konsum im dritten Quartal wieder an Schwung gewinnen. Auch die auf hohem Stand verharrenden Einkaufsmanagerindizes deuten auf eine weiterhin kräftig expandierende Wirtschaft hin.

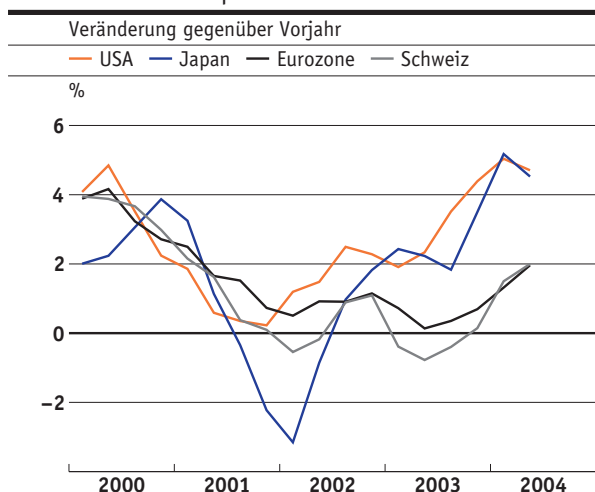
Langsame Erholung in der Eurozone – kräftiges Wachstum im Vereinigten Königreich

Auch in der Eurozone erhöhte sich das reale BIP im zweiten Quartal mit annualisiert 2,1% etwas weniger stark als in der Vorperiode (2,6%). Einem verlangsamten Wachstum der Binnennachfrage, insbesondere des privaten Konsums, standen stark anziehende Exporte gegenüber. Die günstige Exportnachfrage verlieh jedoch den Investitionen weiterhin kaum Impulse. In den jüngsten Umfragen gibt es nur wenige Anzeichen für eine Belebung der Investitionstätigkeit, und die Konsumnachfrage leidet unter einer unverändert schlechten Lage auf den Arbeitsmärkten.

In der ersten Hälfte des Jahres 2004 weiteten sich die konjunkturellen Unterschiede zwischen Deutschland und Frankreich aus: Während das kräftige Wachstum in Frankreich breit abgestützt war (2,8%), blieb die einseitig von den Exporten getragene Konjunkturerholung in Deutschland moderat (1,9%).

Im Unterschied zu den USA und zur Eurozone wuchs die britische Wirtschaft im zweiten Quartal deutlich stärker als in der Vorperiode (3,8%). Die seit November 2003 erfolgte Straffung der Geldpolitik dürfte allerdings in den nächsten Quartalen zu einer Abkühlung des überhitzten Wohnungsmarktes führen und damit das Wirtschaftswachstum tendenziell bremsen.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ),
Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco)

Wachstumsabflachung in Japan

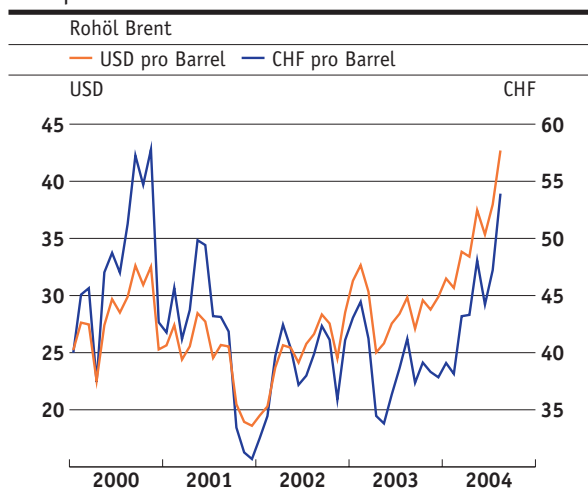
Nach einem massiven Anstieg im ersten Quartal schwächte sich das Wachstum in Japan im zweiten Quartal deutlich ab. Das reale BIP stieg um annualisiert 1,3%, verglichen mit 6,4% in der Vorperiode. Ins Stocken geriet insbesondere die Investitionstätigkeit. Die vorlaufenden Indikatoren deuten jedoch auf einen weiterhin robusten Konjunkturaufschwung in den nächsten Monaten hin, auch wenn die zu Beginn des Jahres erreichten hohen Wachstumsraten nicht mehr erreicht werden dürften.

Erdölpreisbedingter Teuerungsanstieg

Zwischen Mai und August zog der Erdölpreis massiv an. Im August betrug er durchschnittlich 42,2 Dollar pro Fass Rohöl Brent und lag damit 43% höher als vor Jahresfrist. Anders als im Jahre 2003 wurde der Preisanstieg nicht mehr durch eine Abschwächung des Dollars abgefedert, so dass die Teuerung in den letzten Monaten in den meisten Industrieländern zunahm.

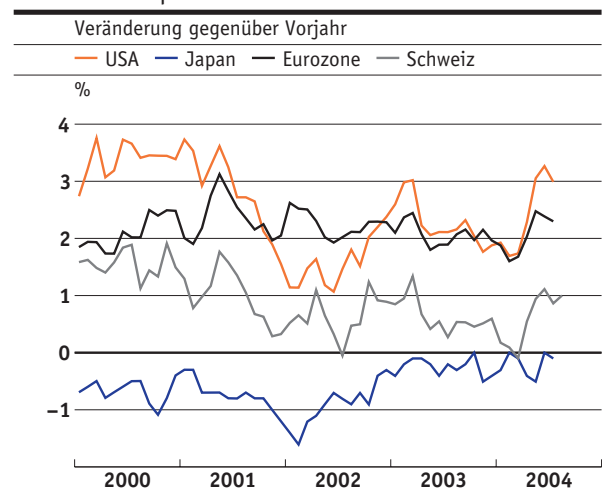
Zwischen Februar, als ein Tiefstand erreicht wurde, und Juli stieg die an den Konsumentenpreisen gemessene Inflationsrate in den USA von 1,7% auf 3,0% und in der Eurozone von 1,6% auf 2,4%. In Japan blieb dagegen die leichte deflationäre Tendenz bestehen. Unter Ausschluss der Energiepreise erhöhte sich jedoch die Teuerung in den meisten Industrieländern nur wenig. Auch auf Produktionsstufe blieb sie im Allgemeinen verhalten.

Grafik 1.2
Erdölpreise



Quelle: SNB

Grafik 1.3
Konsumentenpreise



Quelle: BIZ

Leitzinserhöhungen in den USA und im Vereinigten Königreich

Wie seit längerer Zeit angekündigt leitete die amerikanische Zentralbank Mitte Jahr eine schrittweise Straffung ihrer Geldpolitik in die Wege. Ende Juni und Mitte August hob sie den Tagesgeldsatz um je 0,25 Prozentpunkte auf zuletzt 1,5% an. Angesichts der ausgeglichenen konjunkturellen Risikolage und der nach wie vor geringen Kerninflation erachtet die amerikanische Zentralbank eine langsame Verminderung des geldpolitischen Expansionsgrades als angemessen. Die britische Zentralbank setzte ihre Politik der schrittweisen Leitzinserhöhungen fort, die sie im November 2003 eingeleitet hatte. Mitte August hob sie ihren Leitzins zum fünften Mal in der Folge um 0,25 Prozentpunkte auf gegenwärtig 4,75% an.

Die Europäische Zentralbank (EZB) liess ihren Hauptrefinanzierungssatz angesichts mittelfristig unveränderter Wachstums- und Inflationsaussichten bei 2%. Sie liess indessen durchblicken, dass sie die Leitzinsen erhöhen werde, sobald sich die Konjunkturerholung gefestigt habe.

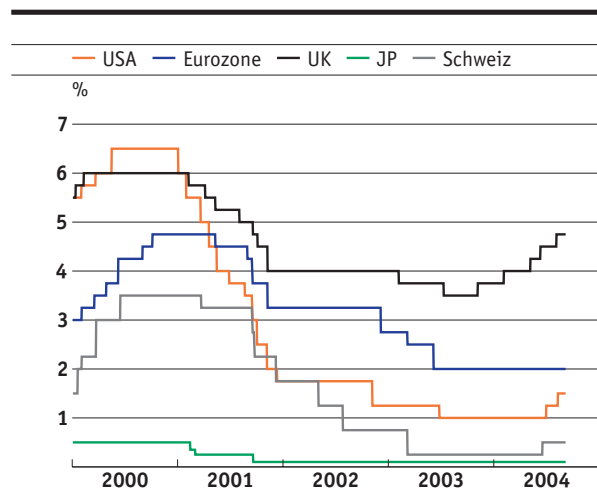
Anhaltend günstige Konjunkturaussichten

Die mittelfristigen Konjunkturaussichten bleiben günstig, doch dürfte das Wachstum in den Industrieländern im Jahre 2005 insgesamt schwächer ausfallen als im Jahre 2004. Ein Grund dafür ist die erwartete weitere Straffung der Geldpolitik in den USA, die zusammen mit dem Auslaufen der fiskalischen Stützmassnahmen das Wachstum in den USA dämpfen dürfte. Falls die Erdölpreise auf dem gegenwärtig hohen Stand verharren, dürfte von dieser Seite ein zusätzlicher bremsender Effekt auf die Weltwirtschaft ausgehen.

Gemäss der Konsensus-Prognose vom August des Consensus Economics dürfte das BIP-Wachstum in den USA gegenüber 2004 um fast einen Prozentpunkt auf 3,5% zurückgehen. Auch für Japan wird mit einem moderateren Wachstum gerechnet. Für die Eurozone wird ein unverändertes Wachstum von 2,2% erwartet. Die Konsensus-Prognosen für 2005 liegen für die meisten Länder eine Spur tiefer als die Prognosen des IWF und die Annahmen, welche die SNB der Inflationsprognose vom September 2004 unterstellt (vgl. Kap. 4).

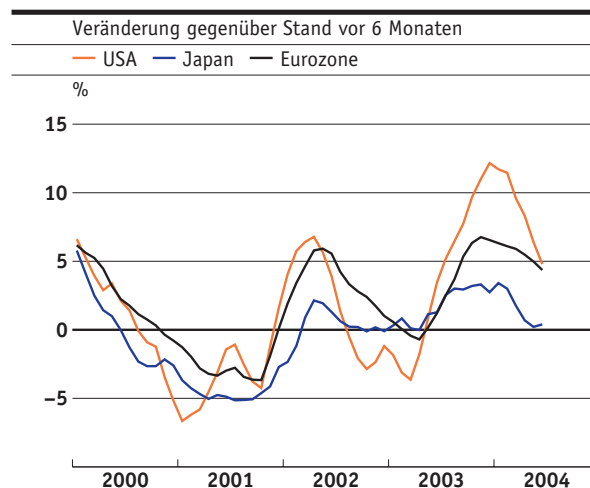
Der Teuerungsdruck dürfte gemäss der Konsensus-Prognose im Jahre 2005 nachlassen. Die Jahresteuerung ist in allen grossen Industrieländern ausser dem Vereinigten Königreich tiefer als im Jahre 2004. Darin widerspiegelt sich die Annahme, dass die Erdölpreise nicht weiter anziehen und damit im nächsten Jahr ein teuerungsdämpfender Basiseffekt wirksam wird.

Grafik 1.4
Offizielle Zinssätze



Quellen: BIZ, SNB

Grafik 1.5
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

	Wirtschaftswachstum ¹				Teuerung ²			
	IWF		Konsensus ³		IWF		Konsensus ³	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
USA	4,3	3,5	4,4	3,6	3,0	3,0	2,7	2,4
Japan	4,4	2,3	4,3	1,9	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Eurozone	2,2	2,2	1,8	2,1	2,1	1,9	2,1	1,8
Deutschland	2,0	1,8	1,8	1,6	1,8	1,3	1,6	1,3
Frankreich	2,6	2,3	2,3	2,1	2,4	2,1	2,2	1,7
Italien	1,4	1,9	1,1	1,9	2,1	2,0	2,3	2,1
Vereinigtes Königreich	3,4	2,5	3,3	2,6	1,6	1,9	2,3	2,4

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 Bei den Konsensus-Prognosen handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei über 240 bedeutenden Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in mehr als 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandprodukts, der Preise, der Zinssätze und anderer wichtiger volkswirtschaftlicher Größen. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London.

Quellen: IMF World Economic Outlook September 2004; Consensus: August 2004 Survey

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

Fortgesetztes Wirtschaftswachstum

In der Schweiz setzte sich die Konjunkturerholung im zweiten Quartal 2004 leicht verlangsamt fort. Das reale BIP nahm gegenüber der Vorperiode um annualisiert 1,6% zu, nach einem Anstieg von revidiert 2% im ersten Quartal. Im Vorjahresvergleich stieg das Wachstum von 1,5% auf 2,0%.

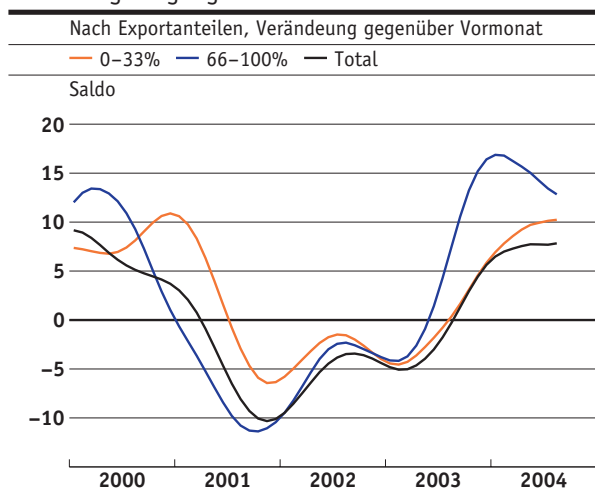
Im Unterschied zum ersten Quartal gingen die wichtigsten Impulse von der Binnennachfrage aus, wobei sich sowohl der private Konsum als auch die Investitionstätigkeit günstig entwickelten. Dagegen nahmen die Exporte von Gütern und Dienstleistungen – teilweise als Folge von Sonderfaktoren – gegenüber der Vorperiode leicht ab. Da die Importe gleichzeitig anzogen, fiel der Aussenbeitrag negativ aus.

Weitere Erholung in der Industrie

Die Lage in der Industrie verbesserte sich in den letzten Monaten weiter. Im zweiten Quartal stieg die Industrieproduktion um annualisiert knapp 4% gegenüber der Vorperiode und übertraf den Vorjahresstand um 4,8%. Gemäss der von der KOF/ETH monatlich erhobenen Umfrage in der Industrie nahmen die Bestellungen, der Auftragsbestand und Produktion bis Juli sowohl im Vorjahresvergleich als auch gegenüber den Vormonaten weiter zu. Die Erholung war breit abgestützt. Sie gewann indessen in den letzten Monaten nicht mehr weiter an Schwung. Dies gilt insbesondere für die Exportindustrie, wo sich der Bestellungseingang in den Monaten April bis Juli leicht verlangsamt.

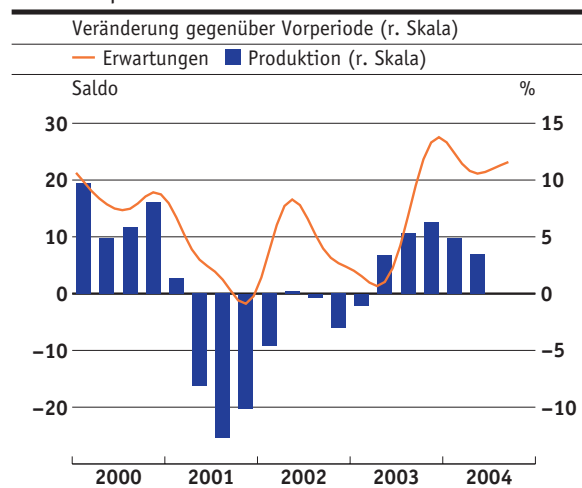
Für die kommenden Monate blieben die Unternehmen jedoch optimistisch gestimmt. Sie rechnen weiterhin mit steigenden Bestellungen und planen eine Erhöhung der Produktion sowie höhere Einkäufe von Vorprodukten. Im Unterschied zur Entwicklung am Jahresanfang zeigten sich dabei die binnenorientierten Unternehmen leicht optimistischer als die Exportindustrie.

Grafik 2.1
Bestellungseingang in der Industrie



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF/ETH)

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), KOF/ETH

Reales BIP und Komponenten
Wachstumsraten im Vorjahresvergleich

Tabelle 2.1

	2000	2001	2002	2003	2002		2003				2004	
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	2,3	2,0	0,3	0,5	0,2	-0,1	-0,3	0,3	0,4	1,4	1,7	1,9
Staatlicher Konsum	2,6	4,2	3,2	1,4	4,2	2,7	1,7	1,7	0,9	1,4	1,8	1,4
Anlageinvestitionen	4,3	-3,1	0,3	-0,3	2,6	2,0	0,9	-3,2	-1,7	2,8	2,8	9,0
- Bau	2,7	-3,4	2,2	1,8	2,6	1,8	1,2	0,8	1,8	3,3	4,8	4,9
- Ausrüstungen	5,5	-2,9	-1,1	-2,0	2,4	1,9	0,5	-6,4	-4,6	2,2	1,1	13,6
Inl. Endnachfrage	2,8	1,0	0,7	0,4	1,4	0,8	0,3	-0,5	-0,1	1,8	2,0	3,6
Inlandnachfrage¹	2,1	2,3	-0,8	0,2	-0,6	-0,3	1,9	-2,7	0,0	1,7	-0,4	3,4
Exporte total	12,2	0,2	-0,2	0,0	2,5	4,2	-1,2	-1,5	-0,2	2,8	7,5	4,2
- Waren ²	11,9	3,7	0,3	0,7	3,4	3,6	-0,2	-1,0	0,0	3,9	7,9	4,8
- Dienstleistungen	13,6	-2,8	-3,8	0,6	-3,6	0,6	-3,5	-1,0	2,2	4,6	4,9	2,3
Gesamtnachfrage	5,2	1,7	-0,6	0,1	0,4	1,1	0,9	-2,3	-0,1	2,1	1,9	3,6
Importe total	9,6	3,2	-2,8	1,4	-1,3	0,7	3,2	-4,8	1,0	6,2	3,1	6,3
- Waren ²	9,7	1,6	-2,2	2,7	-1,7	-1,0	3,7	-4,9	2,8	9,3	3,2	9,4
- Dienstleistungen	5,9	11,2	-1,7	-1,4	-3,0	-3,9	-1,5	-0,4	-1,6	-2,2	-0,5	-0,1
BIP	3,6	1,0	0,3	-0,4	0,9	1,1	-0,4	-0,8	-0,4	0,1	1,5	2,0

1 Inklusive Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (EESKA)

2 Ohne EESKA

Quelle: Seco

Verbreiterung des Konjunkturaufschwungs

Das Bild eines soliden Konjunkturaufschwungs bestätigte sich auch in den Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Unternehmen verschiedener Branchen. Nachdem die konjunkturellen Impulse zunächst fast ausschliesslich von der Exportindustrie und vom Wohnungsbau ausgegangen waren, äusserten sich nun auch Unternehmen des Dienstleistungssektors positiv zur Geschäftsentwicklung und zu den Konjunkturaussichten (vgl. Die Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte, Quartalsheft Nr. 3/2004).

Verlangsamung bei den Warenexporten

Die realen Exporte lagen im zweiten Quartal 4,2% über dem Vorjahresstand. Der leichte Rückgang gegenüber der Vorperiode war vor allem auf die Entwicklung der Warenexporte zurückzuführen. Demgegenüber schrumpften die Dienstleistungsexporte – dank höheren Einnahmen aus dem Fremdenverkehr und der Finanzindustrie – nur geringfügig.

Der in der Quartalsschätzung des BIP ausgewiesene Rückgang der Warenexporte kommt in den monatlichen Daten zu den Warenausfuhren (siehe Grafik 2.3) nicht zum Ausdruck. Die Warenexporte stiegen weiter, wenn auch langsamer als in den Vorquartalen. Diese Wachstumsabflachung war vor allem auf die negative Entwicklung bei zwei Produktgruppen zurückzuführen. Einerseits nahmen die Ausfu-

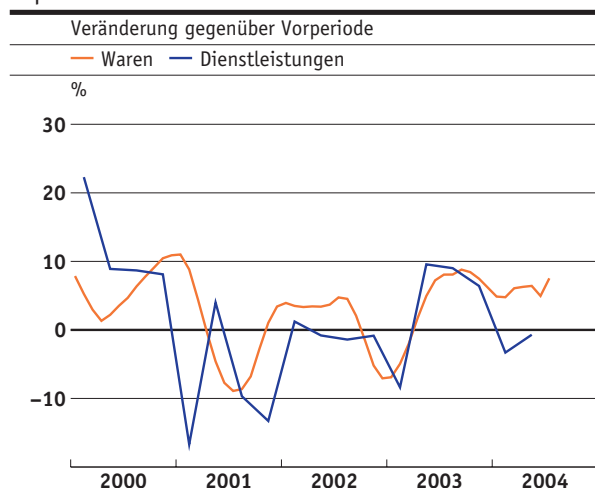
hren von Arzneiwaren und Chemikalien, auf die knapp 30% der gesamten Warenexporte entfallen, ab. Andererseits wurden weniger Flugzeuge ins Ausland geliefert als im ersten Quartal. Die Ausfuhren von Investitionsgütern stiegen dagegen, wie schon im ersten Quartal, leicht überdurchschnittlich an. Im Juli und August scheint das Wachstum der Exporte wieder angezogen zu haben.

Während die Exportnachfrage aus den USA sowie dem asiatischen Raum kräftig blieb, entwickelte sich die Nachfrage aus den EU-25 Staaten weiterhin schleppend. Die Ausfuhren nach Frankreich und Italien stiegen zwar deutlich, doch stagnierten diejenigen nach Deutschland und dem Vereinigten Königreich. Die Exporte nach Süd- und Osteuropa bildeten sich sogar zurück.

Wieder anziehende Importe

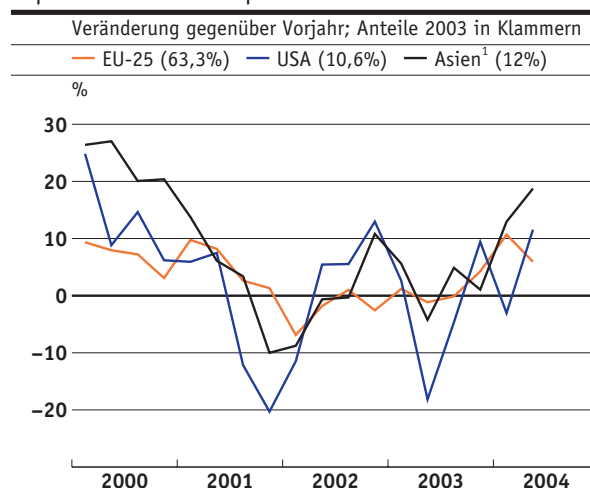
Nach einem Rückgang im ersten Quartal zogen die realen Importe im zweiten Quartal wieder an und lagen 6,3% über dem Vorjahresstand. Treibende Kraft waren die Warenimporte, vor allem die Konsumgüter-einfuhren. Dagegen stagnierten die Importe von Diensten annähernd; ins Gewicht fielen insbesondere die schrumpfenden Transportausgaben im Ausland. Im Juli und August nahmen die Warenimporte verstärkt zu.

Grafik 2.3
Exporte



Quellen: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV), Seco

Grafik 2.4
Exporte nach Handelspartnern



1 Asien: Japan, China, Südkorea, Hongkong, Singapur, Taiwan, Malaysia, Thailand, Philippinen, Indonesien
Quelle: EZV

Leicht abgeschwächter Aufwärtstrend beim privaten Konsum

Der private Konsum blieb im zweiten Quartal eine wichtige Konjunkturstütze. Im Vergleich zum Vorjahr stieg er um 1,9%. Die nach wie vor robuste Konsumnachfrage widerspiegelte sich auch in den Konsumgüterimporten, die im zweiten Quartal 8,4% über dem Vorjahresstand lagen; im Juli setzte sich die Aufwärtstendenz fort.

Nach dem starken Anstieg im ersten Quartal nahmen die Detailhandelsumsätze im zweiten Quartal verlangsamt zu und übertrafen den Vorjahresstand um 1,3%. Die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern wie Uhren, Schmuck und Wohnungseinrichtungen blieb robust. Dagegen fielen die Neuzulassungen von Personenwagen wieder leicht unter den Vorjahresstand (-1,0%).

Die Nachfrage im Binnentourismus zog leicht an. Trotz schlechter Witterungsbedingungen lag die Zahl der Hotelübernachtungen inländischer Gäste im zweiten Quartal leicht über dem Vorjahresniveau.

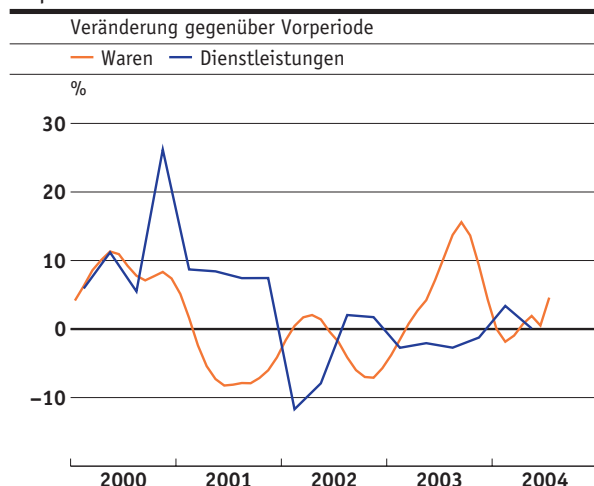
Kaum veränderte Konsumentenstimmung

Der Index der Konsumentenstimmung verbesserte sich im Juli gegenüber der Vorerhebung vom April nur leicht auf -12 Punkte. Das Konsumentenvertrauen blieb damit praktisch unverändert, wobei die befragten Haushalte die Entwicklung der Wirtschaftslage leicht besser, die Entwicklung der persönlichen Finanzlage dagegen eine Spur schlechter einschätzten als drei Monate zuvor. Die Unsicherheit bezüglich des Arbeitsplatzes nahm weiter ab.

Weiterhin positive Aussichten

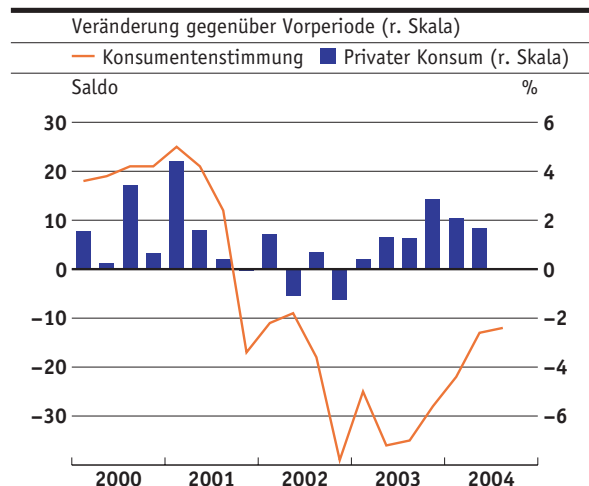
Die Umfragen der KOF/ETH vermitteln den Eindruck eines robusten Konsumwachstums. Der Detailhandel beurteilte im Juli und August sowohl den Geschäftsgang als auch die Aussichten für das kommende Halbjahr zunehmend besser. In der Umfrage im Gastgewerbe vom zweiten Quartal schätzte insbesondere die Hotellerie die inländische Nachfrage optimistischer ein, so dass mit einer weiteren Erholung des Binnentourismus gerechnet werden kann.

Grafik 2.5
Importe



Quellen: EZV, Seco

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: Seco

Die Konsumnachfrage wird zurzeit durch Nachholkäufe bei den dauerhaften Konsumgütern gestützt. Dieser Effekt wird im Jahre 2005 voraussichtlich abklingen. Im Gegenzug dürfte das Konsumklima von der verbesserten Beschäftigungslage profitieren. Die SNB erwartet, dass die nominellen Arbeitnehmer-einkommen im Jahre 2005 infolge der besseren Arbeitsmarktlage um 2,6% zunehmen werden, nach 1,7% im laufenden Jahr.

Stützender Wohnbau

Neben dem privaten Konsum trugen auch die Bauinvestitionen im zweiten Quartal positiv zur Wirtschaftsentwicklung bei. Im Vorjahresvergleich stiegen sie um 4,9%. Nach wie vor kamen die Impulse allerdings fast ausschliesslich vom Wohnungsbau. Im zweiten Quartal lag die Zahl der Wohnungen im Bau 13,0% über dem Vorjahresstand. Gemäss der Quartalsumfrage des Schweizerischen Baumeisterverbands stabilisierte sich der Geschäftsbau nach zwei sehr schwachen Jahren, während der Tiefbau weiterhin rückläufig war.

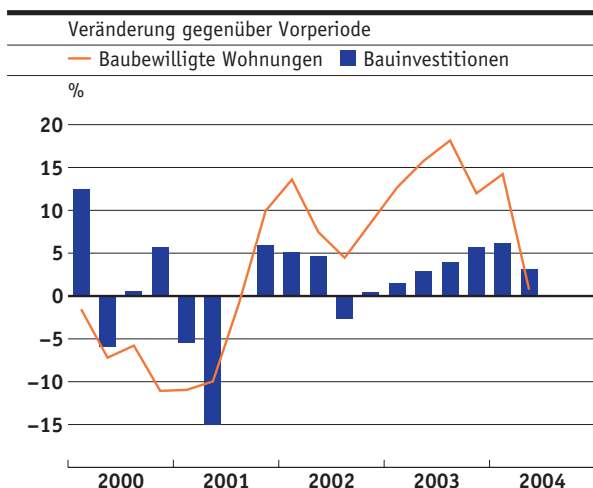
Gestützt durch das günstige Zinsumfeld expandiert der Wohnungsbau seit Anfang 2003 stark. Gemäss der vom Bundesamt für Statistik (BFS) im August publizierten Baustatistik wuchsen die Wohnbauinvestitionen im Jahre 2003 um 16,6%. Wegen des hohen Arbeitsvorrats in dieser Sparte kann bis Ende Jahr mit einer anhaltend robusten Wohnbautätigkeit gerechnet werden. Infolge des inzwischen gestiegenen Wohnungsangebots und der höheren Leerstandsquote bei den Mietwohnungen¹ dürfte

jedoch der Wohnungsbau im Jahre 2005 an Dynamik verlieren. Im Geschäftsbau wirkt die steigende Beschäftigung im Dienstleistungssektor zwar tendenziell stimulierend, doch wird die Investitionstätigkeit in diesem Bereich vorderhand durch die noch immer hohe Leerstandsquote von fast 10% gehemmt.

Verzögerter Aufschwung bei den Ausrüstungsinvestitionen

Nach einem schwachen Wachstum im ersten Quartal wuchsen die Ausrüstungsinvestitionen im zweiten Quartal hochgerechnet um 7,2% und übertrafen damit den Vorjahresstand um 13,6%. Der grösste Teil dieses Wachstums war allerdings auf steigende Flugzeugkäufe zurückzuführen. Unter Ausschluss dieser Kategorie entwickelte sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen deutlich verhaltener als in früheren konjunkturellen Erholungsphasen. Dies lässt sich teilweise durch die Entwicklung der Investitionen in den Jahren 2001 bis 2003 erklären, die gemäss den revidierten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung nur moderat schrumpften. Dies bedeutet, dass das Aufholpotenzial geringer ist, als bisher angenommen worden war. Gegen Ende des Jahres kann indessen mit einem Aufschwung der Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden. Positive Impulse gehen dabei von der steigenden Auslastung der technischen Kapazitäten, der verbesserten Ertragslage und dem tiefen Zinsniveau aus.

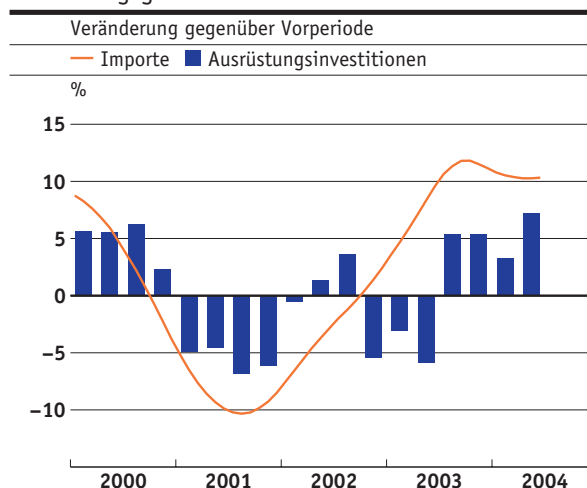
Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, Seco

1 Quelle: Wüest & Partner

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, Seco

2.2 Kapazitätsauslastung

Der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Produktionsfaktoren ist ein nützlicher Indikator zur Beurteilung der Konjunkturlage und der Inflationsaussichten. Stark ausgelastete Produktionsfaktoren deuten auf eine Konjunkturüberhitzung und Teuerungsrisiken hin, während schwach oder unterdurchschnittlich ausgelastete Produktionsfaktoren rezessive Kräfte und einen nachlassenden Preisdruck signalisieren.

Die Über- oder Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionsfaktoren kann als Differenz zwischen dem realen BIP und dem Produktionspotenzial berechnet werden. Dabei gibt das Produktionspotenzial das Produktionsniveau der schweizerischen Volkswirtschaft an, das bei einer normalen, d.h. einer durchschnittlichen Auslastung der Produktionsfaktoren erreicht werden kann. Gestützt auf eine gesamtwirtschaftliche Produktionsfunktion wird das Wachstum des Produktionspotenzials gegenwärtig auf rund 1,1% geschätzt. Gut ein Drittel des Potenzialwachstums (0,4 Prozentpunkte) ist auf das Wachstum des Kapitalbestandes und 0,6 Prozentpunkte auf die Erhöhung der Gesamtfaktorproduktivität zurückzuführen, während vom Produktionsfaktor Arbeit zurzeit keine nennenswerten Impulse ausgehen.

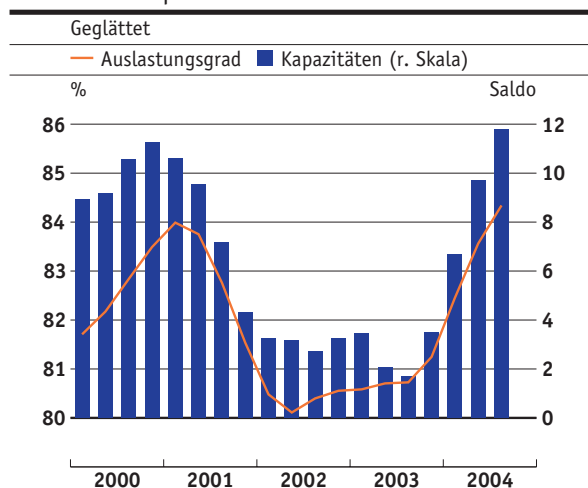
Weiter sinkende Produktionslücke

Das reale BIP erhöhte sich im zweiten Quartal wie bereits in den drei vorangegangenen Quartalen stärker als das Produktionspotenzial. Dies gilt nicht nur für die Schätzung des Produktionspotenzials mit dem Produktionsfunktionsansatz, sondern auch für die mit dem Hodrick-Prescott-Filter oder einem multivariaten Filter vorgenommenen Schätzungen (vgl. Quartalsheft 2/2004, S. 21 für eine kurze Beschreibung der drei von der SNB verwendeten Methoden zur Schätzung des Produktionspotenzials). Damit verringerte sich unabhängig vom verwendeten Verfahren die als Differenz zwischen dem realen BIP und dem Produktionspotenzial berechnete Produktionslücke. Im zweiten Quartal lag diese je nach Schätzmethode zwischen -1,1% (Hodrick-Prescott-Filter) und -2,3% (Produktionsfunktionsansatz). Sie befand sich weiterhin im negativen Bereich und signalisierte damit eine Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionsfaktoren.

Kapazitätsauslastung in der Industrie auf langfristigem Durchschnitt

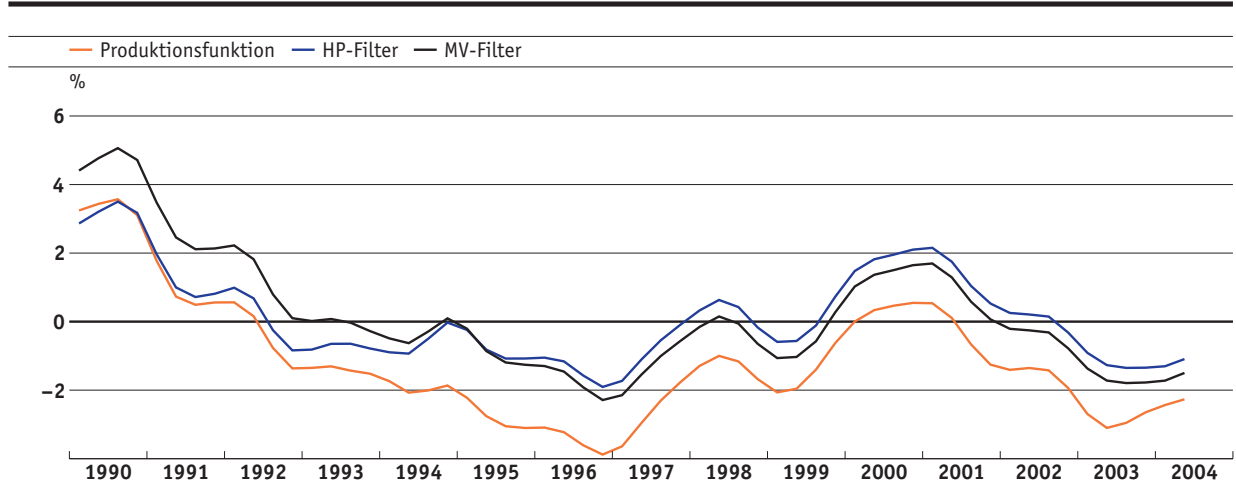
In Teilbereichen der Wirtschaft entwickelte sich die Kapazitätsauslastung günstiger. So erreichte der von der KOF/ETH erhobene Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten in der Industrie bereits im ersten Quartal den langfristigen Durchschnitt von 84%. Dies deutet auf eine weitgehende Normalisierung im Industriesektor hin. Im zweiten Quartal nahm der Auslastungsgrad nochmals leicht zu. Auf die Einschätzung durch die befragten Unternehmen hatte dies allerdings keinen Einfluss. Wie im Vorquartal beurteilte die Mehrheit der Befragten die technischen Kapazitäten als ausreichend.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Noch keine Trendwende am Arbeitsmarkt

Die Trendwende am Arbeitsmarkt liess weiter auf sich warten. Nach der Stabilisierung im Winterhalbjahr 2003/2004 sank die Zahl der Beschäftigten im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um hochgerechnet 0,4% und lag damit auf dem gleichen Niveau wie letztes Jahr.

Nach Sektoren gegliedert entwickelte sich die Beschäftigung unterschiedlich: Im Dienstleistungssektor setzte sich das seit vier Quartalen beobachtete leichte Beschäftigungswachstum von hochgerechnet rund 1% fort, während sich im Industriesektor der Beschäftigungsabbau verstärkte (-2,0%). Noch ausgeprägter als in der Industrie sank die Beschäftigung in der Bauwirtschaft (-4,6%). Vor dem Hintergrund der gestiegenen Industrie- und Bauproduktion deutet dies auf erhebliche Produktivitätsgewinne in beiden Sektoren hin.

Die sektorielle Entwicklung widerspiegelte sich auch in der Beschäftigungsentwicklung nach Beschäftigungsgrad. Die Zahl der Vollzeitstellen, die sich auf den Industriesektor und den Bau konzentriert, bildete sich im zweiten Quartal deutlich zurück. Demgegenüber nahm die vor allem im Dienstleistungssektor verbreitete Teilzeitarbeit zu. Insgesamt sank das in Stunden gemessene Arbeitsvolumen im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um hochgerechnet 0,7%.

Unveränderte Arbeitslosigkeit

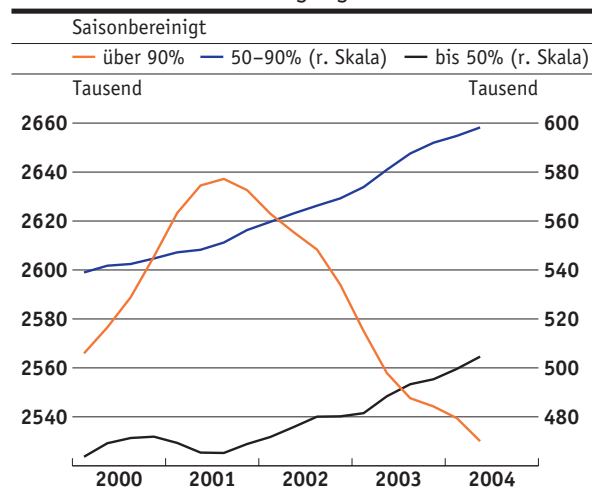
Nachdem die Zahl der Arbeitslosen zu Beginn des Jahres zurückgegangen war, stieg sie von Juni bis August wieder leicht von 3,6% auf 3,7%, gegenüber 3,9% im April. Bereinigt um Saisoneinflüsse verharrte die Arbeitslosenquote bei 3,9% und die Quote der Stellensuchenden bei 5,6%.

In den drei grossen Regionen der Schweiz entwickelte sich die Arbeitslosigkeit unterschiedlich. Im Tessin und in der Westschweiz stieg die Arbeitslosenquote weiter auf 4,6% bzw. 5,2%. In der deutschen Schweiz blieb sie bei 3,5%.

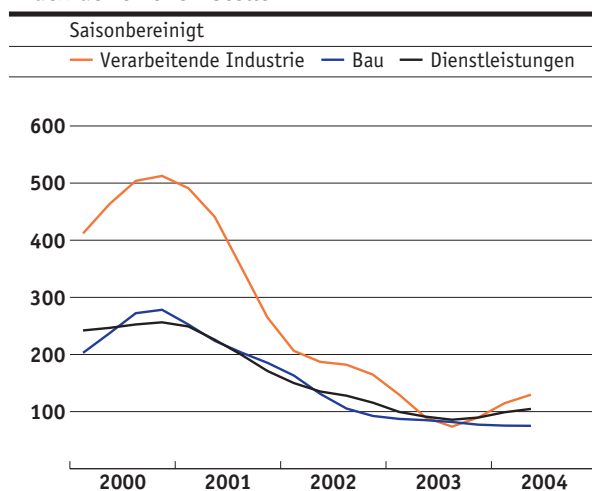
Verhaltene Aussichten

Die Beschäftigungsaussichten entwickelten sich nach der leichten Verbesserung zu Beginn des Jahres im zweiten Quartal enttäuschend. Der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninserate in den Zeitungen misst, stagnierte. Der vom BFS erhobene Index der offenen Stellen stieg im zweiten Quartal nur leicht und in den Umfragen der KOF/ETH im Detailhandel und in der Industrie beurteilten die Unternehmen den Personalbestand anhaltend als zu hoch. Günstiger entwickelte sich die Lage in der Bauwirtschaft und im Gastgewerbe, die einen steigenden Bedarf an Arbeitskräften meldeten.

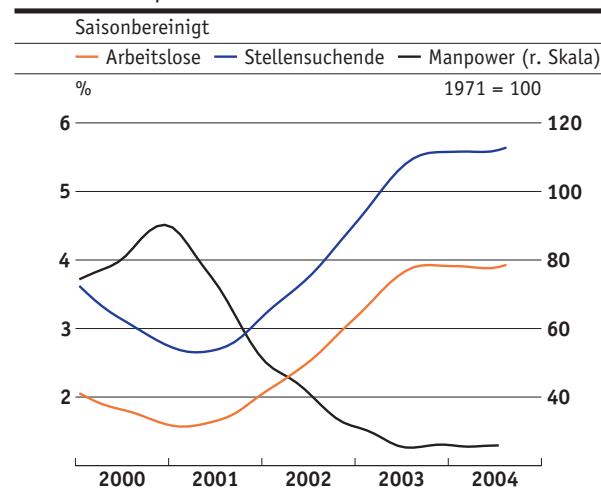
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



Grafik 2.12
Index der offenen Stellen



Grafik 2.13
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafik 2.11, 2.12:
Quelle: BFS

Grafik 2.13:
Bei den regionalen Arbeitsämtern registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)
Quellen: Manpower, Seco

2.4 Güterpreise

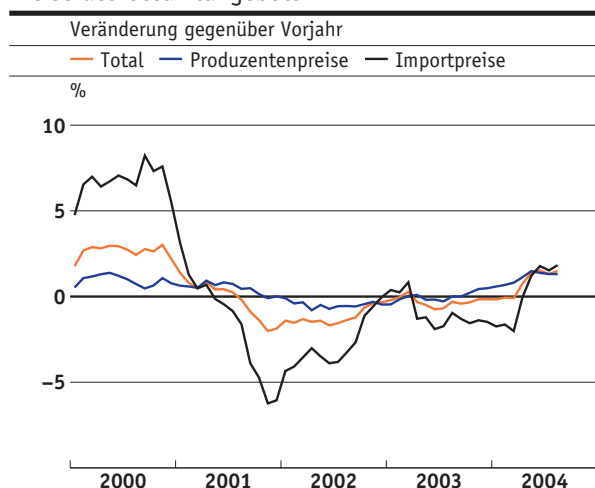
Leicht anziehende Import- und Produzentenpreise

Die Teuerungsimpulse, die von den Import- und Produzentenpreisen auf die nachgelagerte Konsumstufe ausgehen, verstärkten sich zwischen Mai und August nur leicht. Nachdem der Preisrückgang bei den Importprodukten im April zum Stillstand gekommen war, stieg deren Jahresteuerung bis August auf 1,8%. Besonders ausgeprägt waren die Preissteigerungen bei den Mineralöl- und Metallprodukten. Dagegen setzte sich der Preisrückgang bei den importierten Investitionsgütern, wenn auch abgeschwächt, fort. Die Jahresteuerung der Produzentenpreise schwächte sich hingegen zwischen Mai und August um 0,1 Prozentpunkte auf 1,3% ab. Erneut verteuerten sich diejenigen Güter, die für das Inland bestimmt waren, stärker als die Exportwaren.

Stabile Teuerung auf der Konsumentenstufe

In Übereinstimmung mit der Inflationsprognose der SNB von Juni 2004 bewegte sich die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahresteuerung zwischen Mai und August im Bereich von 1%. Im August lag sie bei 1,0%, gegenüber 0,9% im Mai. Während sich die Teuerung bei den inländischen Waren und Dienstleistungen kaum veränderte, schwankte die Teuerung der importierten Konsumgüter infolge der markanten Preisbewegungen der Erdölprodukte beträchtlich.

Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



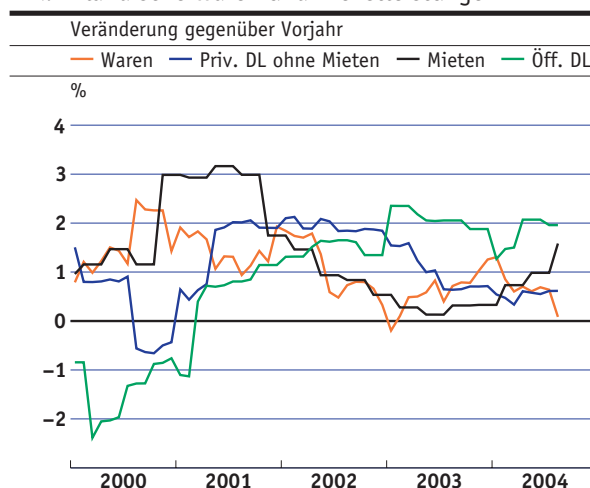
Quelle: BFS

Nahezu unveränderte Binnenteuerung

Die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen erhöhte sich von Mai bis August um 0,1 Prozentpunkte auf 0,9%. Der leichte Anstieg war hauptsächlich auf den starken Anstieg der Wohnungsmieten zurückzuführen, die rund ein Viertel des inländischen Warenkorbs ausmachen. Der vierteljährlich erhobene Mietpreisindex stieg im August um 0,9% gegenüber Mai und die jährliche Mietteuerung erhöhte sich um 0,6 Prozentpunkte auf 1,6%. Allerdings war der Mietpreisanstieg gemäss BFS rund zur Hälfte auf die Aktualisierung des Stichprobenregisters für die Mietpreiserhebung zurückzuführen. Dabei kamen vermehrt neuere Wohnungen zum Zuge, die tendenziell höhere Mieten aufweisen. Da die Stichprobe jedes Quartal um ein Achtel erneuert wird, sind auch in den kommenden zwei Quartalen verzerrende Effekte auf den Mietpreisindex zu erwarten, die danach zusehends abflachen werden.

Bei den übrigen privaten Dienstleistungen verharrte die Jahresteuerung von Mai bis August bei 0,6%, während sich der Preisauftrieb bei den öffentlichen Dienstleistungen leicht auf 2,0% abschwächte. Bei den inländischen Waren bildete sich dagegen die Teuerung deutlich auf 0,1% zurück. Ins Gewicht fielen vor allem die markanten Preisnachteile bei einzelnen Nahrungsmitteln, insbesondere Frischprodukten.

Grafik 2.15
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Landesindex der Konsumentenpreise, 2000 = 100
Quellen: BFS, SNB

Erdölbedingter Anstieg der Importpreise

Als Folge der starken Verteuerung der Erdölprodukte (Treibstoffe und Heizöl) zog die Jahresteuierung der importierten Konsumgüter an. Im August betrug sie 1,4%, gegenüber -0,2% im April. Im Vorjahresvergleich verteuerten sich die Erdölprodukte im Durchschnitt der Monate Mai bis August um rund 14%. Demgegenüber verstärkte sich der Preisrückgang bei den übrigen importierten Gütern von -0,5% im Mai auf -0,9% im August. Überdurchschnittlich stark fielen wiederum die Preisabschläge im Bereich der Heimelektronik wie Bild- und Filmkameras (-11,5%), Fernseh- und Videogeräte (-7,6%) sowie PC-Hardware (-7,3%) aus. Tiefere Preise wies ferner die Gruppe «Bekleidung und Schuhe» auf, deren Importanteil rund 85% beträgt (August: -2,9%).

Leicht höhere Kernteuerung der SNB ...

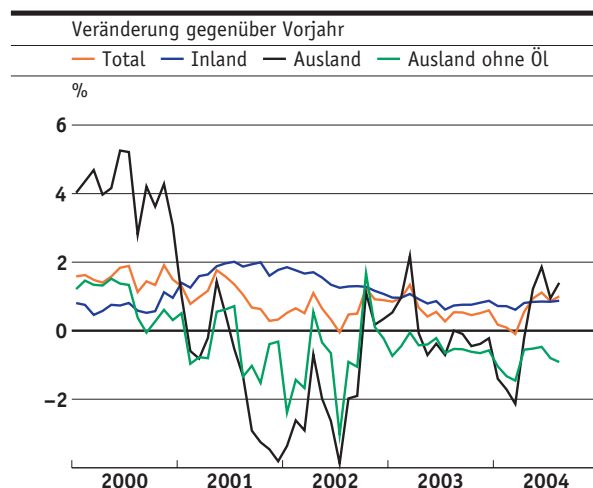
Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen und dauerhaften Preistrend verzerren können. Die SNB berechnet deshalb eine Messgrösse für die Kerninflation. Diese klammert in jeder Periode die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der

Güter mit der tiefsten Jahresteuierung aus dem Warenkorb des Konsumentenpreisindex aus. Von Mai bis August stieg die so berechnete Kernteuerung um 0,1 Prozentpunkte auf 0,9%, was dem höchsten Stand seit rund eineinhalb Jahren entspricht. Die Kernteuerung der SNB signalisiert damit seit Mai einen leicht steigenden, aber nach wie vor moderaten allgemeinen Teuerungstrend.

... und des BFS

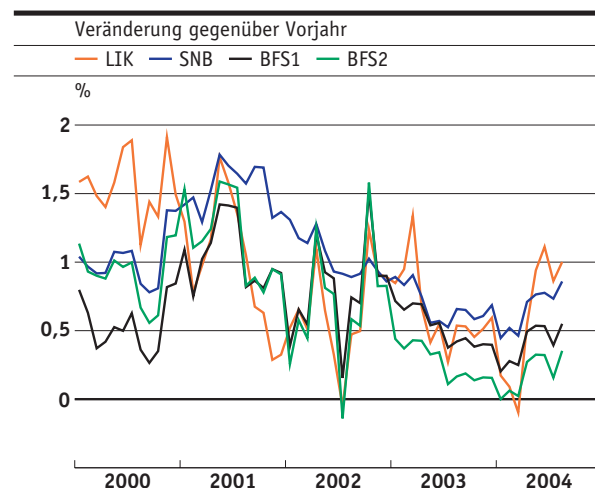
Im Unterschied zur Kerninflation der SNB schliessen die beiden Kerninflationen des BFS in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Von Mai bis August stiegen die vom BFS veröffentlichten Kerninflationen um jeweils 0,1 Prozentpunkte auf 0,6% (Kerninflation 1) bzw. 0,4% (Kerninflation 2).

Grafik 2.16
LIK: In- und ausländische Güter



Landesindex der Konsumentenpreise, 2000 = 100
Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.17
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 2.2

	2002	2003	2004					
		4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli	August
LIK total	0,6	0,5	0,1	0,9	0,9	1,1	0,9	1,0
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,8	0,9
Waren	0,6	1,0	0,9	0,7	0,6	0,7	0,6	0,1
Dienstleistungen	0,9	0,7	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	1,2
private Dienstleistungen ohne Mieten	1,0	0,7	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Mieten	0,3	0,3	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0	1,6
öffentliche Dienstleistungen	2,1	1,9	1,4	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0
Ausländische Waren und Dienstleistungen	0,0	-0,4	-1,8	0,9	1,2	1,9	0,9	1,4
ohne Erdölprodukte	-0,5	-0,6	-1,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,8	-0,9
Erdölprodukte	3,2	1,0	-4,5	10,3	12,5	17,1	11,8	15,1

Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

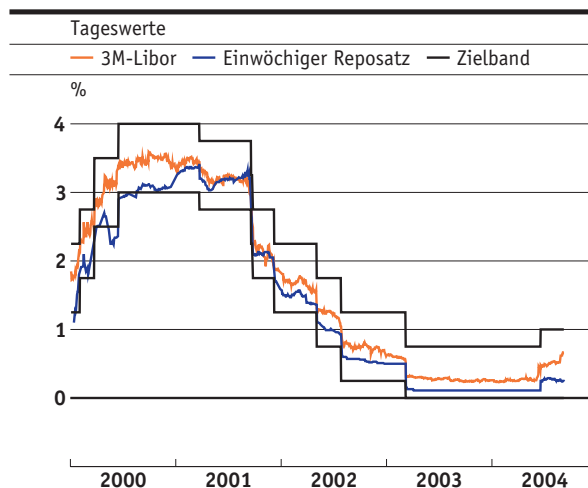
Anstieg der Geldmarktzinsen

Am 17. Juni erhöhte die SNB das Zielband für den Dreimonats-Libor um 25 Basispunkte auf 0,0%–1,0%. Seither weist das Zielband wieder eine Breite von 100 Basispunkten auf. Gleichzeitig bekundete die SNB ihre Absicht, den Dreimonats-Libor im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,5% halten zu wollen. Die Reposätze, die vor dem 17. Juni bei 11 Basispunkten notierten, schwankten seitdem zwischen 24 und 30 Basispunkten.

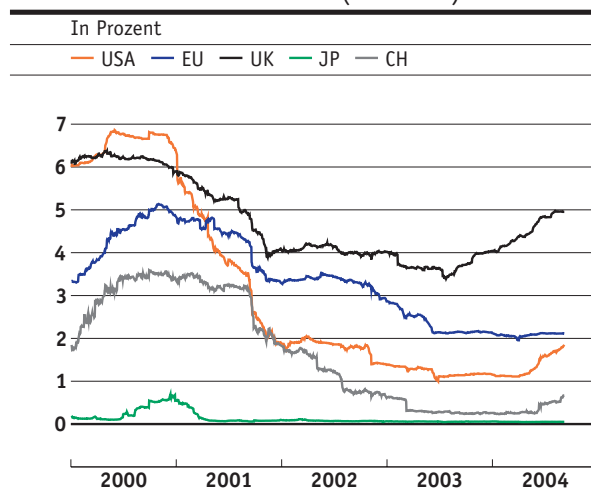
Trotz des Anstiegs der schweizerischen Geldmarktzinsen weitete sich die Differenz zu den höher liegenden amerikanischen Geldmarktzinsen aus. Gemessen an den Zinssätzen auf dreimonatigen Geldmarktanlagen stieg sie von durchschnittlich 100 Basispunkten im Mai auf 120 Basispunkte im August. Im gleichen Zeitraum verringerte sich die Zinsdifferenz zu vergleichbaren Euroanlagen von 180 Basispunkten auf 160 Basispunkte. Darin widerspiegelt sich die Geldpolitik der betreffenden Zentralbanken. Während die EZB ihre Referenzzinsen unverändert liess, erhöhte die amerikanische Zentralbank Ende Juni und Anfang August ihren Leitzins um jeweils 0,25 Prozentpunkte.

Die Märkte rechnen mit einem kleineren Zinsanstieg. Grafik 3.3 zeigt die Erwartungen für den Dreimonats-Libor am Futures-Markt mit Verfall kurz vor der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 16. September. Nachdem im Juni und Juli noch Zinsen von bis zu 0,9% erwartet wurden, lag der Futures Ende August bei rund 0,7%, was rund 20 Basispunkte über der Mitte des seit dem 17. Juni geltenden Libor-Zielbandes liegt.

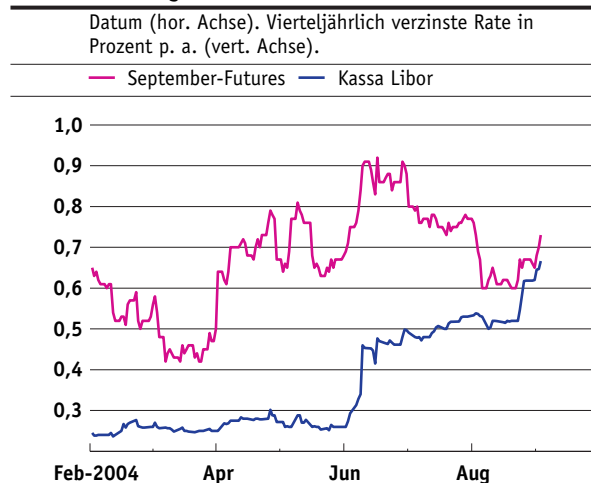
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.3
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafiken 3.1, 3.2, 3.3:
Quelle: SNB

Auch für den Rest des Jahres erwarten die Finanzmärkte nur eine geringe Erhöhung der Geldmarktzinsen (Grafik 3.4). Der Futures mit Verfall am 13. Dezember – kurz vor der letzten geldpolitischen Lagebeurteilung im laufenden Jahr – und der für diesen Zeitpunkt aus der Zinsstruktur der Libor-Sätze abgeleitete Terminalsatz notierten Mitte August bei 0,79%. Die auf einer empirischen Schätzung eines Zinsstrukturmodells beruhende Berechnung der SNB ergab Mitte August einen erwarteten Dreimonats-Libor per Mitte Dezember von 0,65%. Somit antizipierten die Märkte Mitte August gemäss diesem Modell bis Mitte Dezember einen Zinsanstieg von 15 Basispunkten.

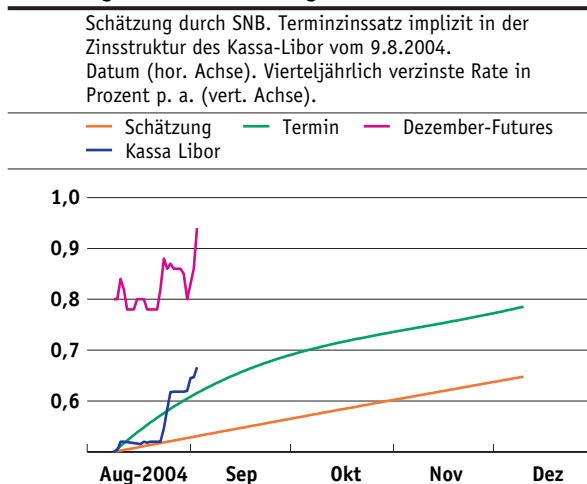
Etwas höherer realer Jahreszinssatz

Die Grafik 3.5 illustriert die Entwicklung des realen Zinssatzes mit einer Laufzeit von einem Jahr. Der Realzins ergibt sich aus der Differenz zwischen dem 12-monatigen Nominalzinssatz und der für ein Jahr erwarteten Inflationsrate. Die Inflationsraten entsprechen dem Durchschnitt der Erwartungen von 14 Prognoseinstituten.² Diese werden quartalsweise als «Consensus Forecast» veröffentlicht.

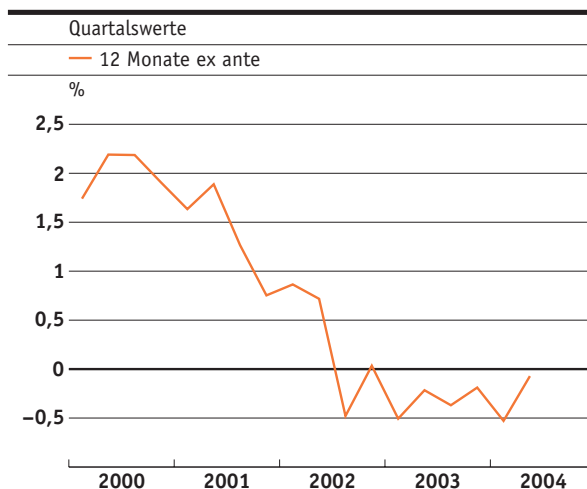
Zwei gegenläufige Effekte wirkten im zweiten Quartal auf den realen 12-Monatsatz ein. Einerseits wurde der Dreimonats-Libor im Juni um 25 Basispunkte angehoben. Andererseits haben die Inflationserwartungen im Gefolge der steigenden Erdölnotierungen leicht zugenommen. Die meisten der erwähnten Prognoseinstitute gehen aber von einem nur vorübergehenden Effekt aus. Insgesamt erhöhte sich der reale Jahressatz von -0,5% im Vorquartal auf -0,1%. Die realen Finanzierungsbedingungen in der Schweiz waren im zweiten Quartal gleich wie im Vorjahr und damit in historischer Betrachtung unverändert günstig.

² JP Morgan, Pictet & Cie, Goldman Sachs, UBS, Bank Vontobel, Zürcher Kantonalbank, Bank Julius Bär, Economist Intelligence Unit, HSBC, ING Financial Markets, BAK, Credit Suisse, Institut Créa, KOF/ETH.

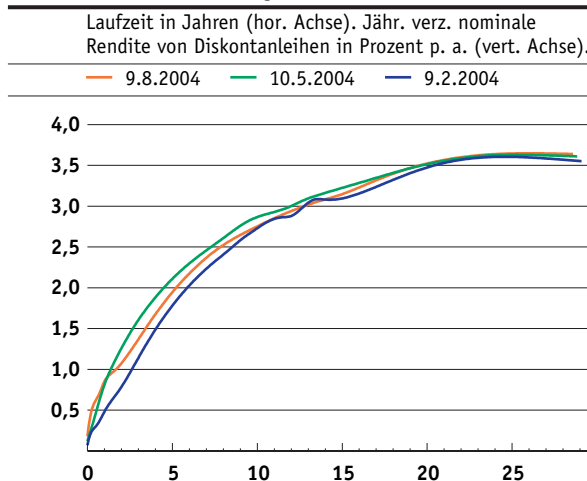
Grafik 3.4
Erwartungen des dreimonatigen Zinssatzes



Grafik 3.5
Geschätzte Realzinssätze



Grafik 3.6
Die Zinsstruktur von eigenössischen Anleihen



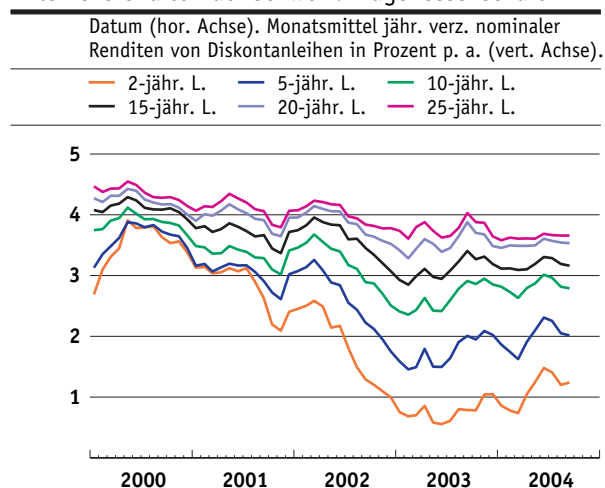
Grafiken 3.4, 3.5, 3.6:
Quelle: SNB

Rückläufige Kapitalmarktrenditen

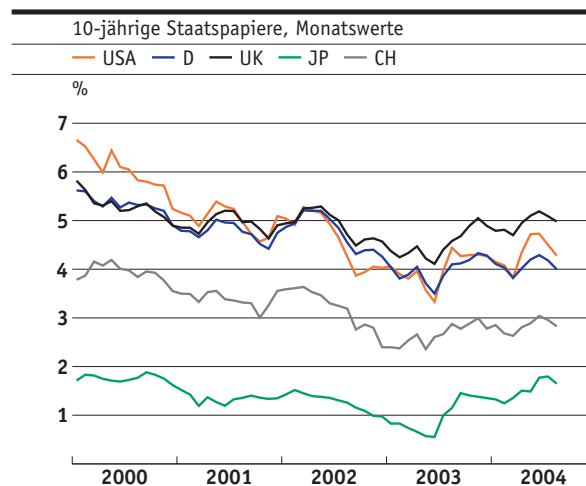
Am Kapitalmarkt führte die Trübung der Konjunkturaussichten von Mitte Juni bis Ende August zu einem weltweiten Rückgang der Renditen. Besonders ausgeprägt war der Rückgang in den USA, wo die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen von 4,9% Mitte Juni auf 4,1% Ende August sank. Aber auch in Deutschland fielen die Renditen im gleichen Zeitraum von 4,4% auf unter 4,0% (Grafik 3.8). Vergleichsweise gering war die Abnahme demgegenüber in der Schweiz. Die Rendite zehnjähriger Bundesobligationen sank von über 3,0% auf 2,8%. Die Renditen von Bundesobligationen mit einer längeren Laufzeit blieben von dieser Bewegung weitgehend unberührt (Grafik 3.7).

Der Rückgang der Kapitalmarktrenditen fiel zeitlich mit dem markanten Anstieg des Erdölpreises zusammen. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer aufgrund der erhöhten Erdölpreise eine Konjunkturabschwächung und als Reaktion darauf eine weniger ausgeprägte Straffung der Geldpolitik erwarten.

Grafik 3.7
Anleihensrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.8
Zinssätze im Ausland



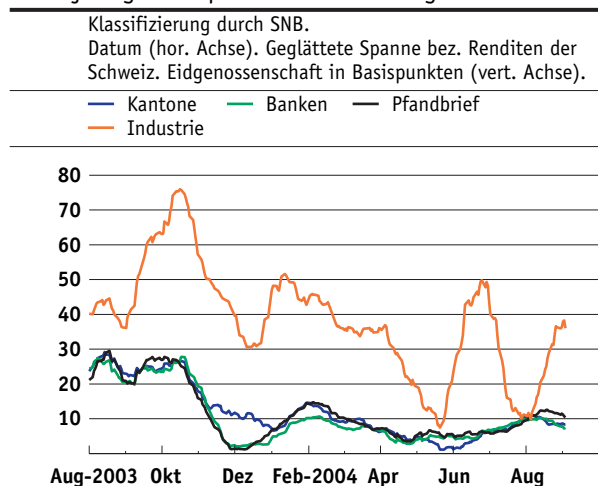
Grafiken 3.7 und 3.8:
Quelle: SNB

Höhere Volatilität der Kreditzinsspannen

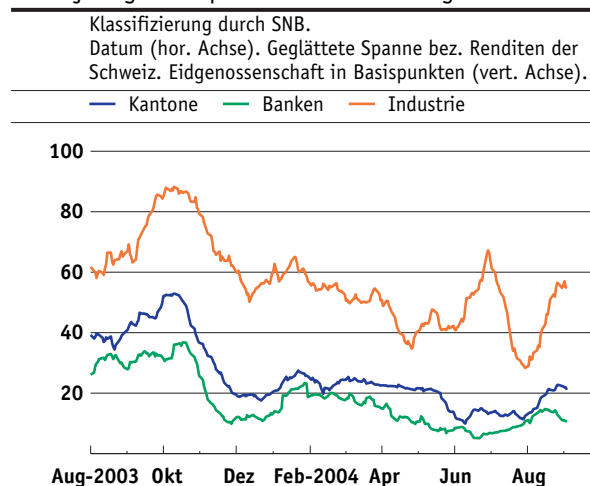
Die Entwicklung der Finanzierungskonditionen für Obligationenschuldner unterschiedlicher Bonität kann anhand von Zinsspannen dargestellt werden. Die Grafiken 3.9 und 3.10 zeigen solche Zinsspannen für Diskontanleihen mit einer zweijährigen Laufzeit aus vier bzw. drei Sektoren. Die ausgewählten Sektoren sind die Kantone, Banken, Pfandbriefinstitute und Industrie. Erstklassige Anleihen sind in Grafik 3.9, zweitklassige in Grafik 3.10 abgebildet. Jede Zinsspanne wird als Differenz zu einer entsprechenden Anleihsrendite der Schweizerischen Eidgenossenschaft berechnet (siehe «Box: Einteilung von Anleihen in Bonitätsklassen», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 33).

Wie aus den beiden Grafiken ersichtlich wird, wurde der seit Anfang Jahr anhaltende tendenzielle Rückgang der Zinsspannen in den vergangenen drei Monaten durch einen Wiederanstieg abgelöst. Gleichzeitig nahm die Volatilität der Zinsspannen zu. Dies deutet auf eine grössere Unsicherheit der Investoren über die Bonität der Anleihenschuldner hin. Die Zinsspannen sind nur noch leicht geringer als vor einem Jahr.

Grafik 3.9
Die 2-jährige Zinsspanne von erstklassigen Anleihen



Grafik 3.10
Die 2-jährige Zinsspanne von zweitklassigen Anleihen



Grafiken 3.9 und 3.10:
Quelle: SNB

3.2 Wechselkurse

Kaum veränderter Schweizer Franken

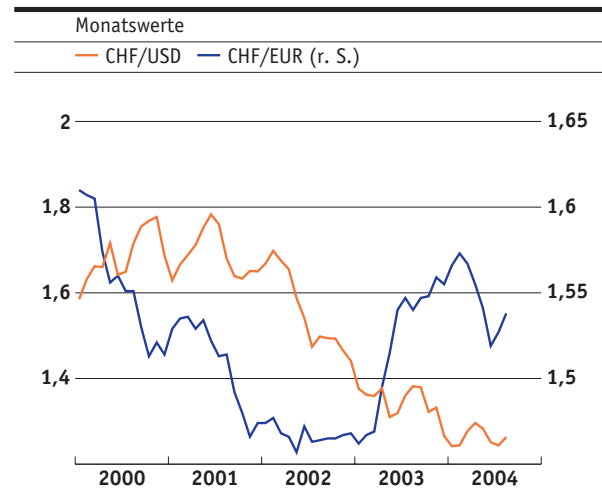
Im Vorfeld der Zinserhöhung durch die SNB verbilligte sich der Euro von 1.54 CHF Ende Mai auf unter 1.51 CHF. Nach dem Zinsentscheid gab der Franken diesen Gewinn aber wieder preis. Ende August notierte der Euro wieder bei 1.54 CHF. Der Dollar zeigte in den letzten Monaten keine klare Tendenz. Nach einem Anstieg im Juli führten die Meldung eines rekordhohen US-Handelsbilanzdefizits sowie unerwartet schlechte Arbeitsmarktzahlen zu einem deutlichen Wertverlust. Ende August erholte sich der Dollar ebenso deutlich und notierte bei 1.28 CHF.

Real schwächte sich der Franken im Juli und August um insgesamt 1,8% ab, nachdem er von März bis Juni um 3,6% gestiegen war. Im August lag der handelsgewichtete reale Aussenwert des Frankens (24 Handelspartnerländer) um 0,8% über dem Stand vor Jahresfrist. Der Franken wertete sich gegenüber den Währungen der nordamerikanischen Handelspartner (USA und Kanada) real um 7,1% auf; gegenüber den europäischen Handelspartnern verbilligte er sich um 1,0%.

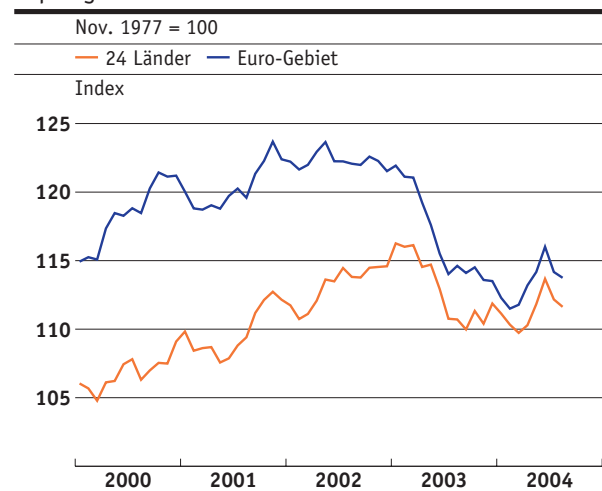
MCI

Ob die monetären Bedingungen, denen die Schweizer Wirtschaft ausgesetzt ist, als expansiv oder restriktiv zu beurteilen sind, hängt neben den Zinsen auch vom Frankenkurs ab. Der Monetary Conditions Index (MCI) fügt diese beiden Faktoren mit einer Gewichtung von 5:1 bzw. 3:1 zu einem Indikator zusammen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index (MCI)», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27). Er stieg von März bis Juni deutlich an, was einer spürbaren Straffung der monetären Bedingungen gleichkommt. Kurz nach dem Zinsschritt der SNB vom Juni erreichte der MCI ein Niveau, das letztmals im Mai 2003 beobachtet wurde. Die seit Juni eingetretene Abschwächung des Frankens schlug sich indessen bis Ende August in einem Rückgang des MCI um 30 bis 60 Basispunkte nieder. Somit wurden die monetären Bedingungen in letzter Zeit trotz des höheren Dreimonats-Libors wieder etwas expansiver. Anfang September zog der Dreimonatssatz aufgrund von Erwartungseffekten an, was wieder zu einem Anstieg des MCI führte.

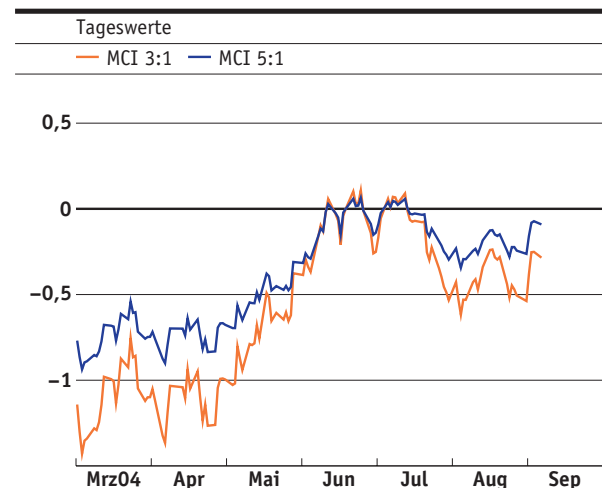
Grafik 3.11
Devisenkurse



Grafik 3.12
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.13
MCI nominal



Grafiken 3.11, 3.12, 3.13:
Quelle: SNB

3.3 Aktien- und Immobilienpreise

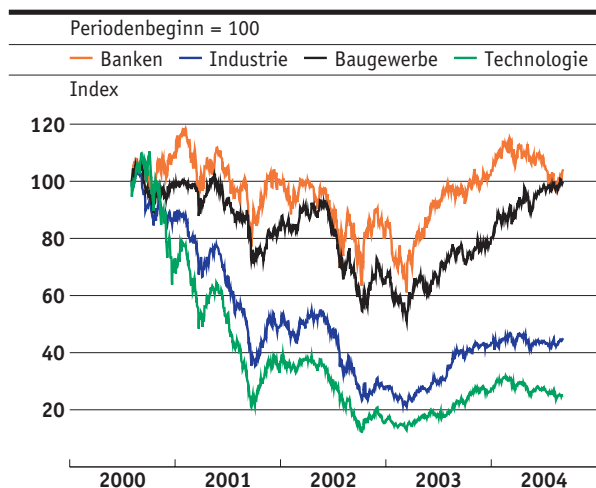
Rückgang der Aktienindizes

Die Kurse an den Aktienmärkten waren von Juni bis August weltweit rückläufig. Der SPI lag Ende August bei 4037 Punkten, rund 7% unter dem im Mai erreichten Jahreshöchst von 4330 Punkten. Verursacht wurde dieser Rückgang von den Banken- und Technologietiteln, welche am stärksten unter der Verschlechterung der Stimmung an den internationalen Finanzmärkten litten. Die Titel des Baugewerbes, welche kaum von Auslandseinflüssen beeinflusst werden, konnten sich dem Abwärtstrend entziehen und legten sogar noch weiter zu, was mit den günstigen Aussichten für die Binnenkonjunktur in Einklang steht. Die Industrietitel blieben praktisch unverändert.

Fortsetzung der Trends bei Mieten und Immobilienpreisen

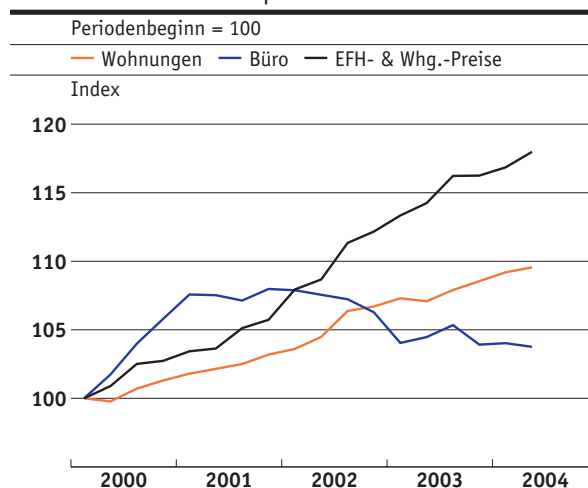
Auf dem Immobilienmarkt setzten sich im zweiten Quartal die schon seit längerer Zeit anhaltenden Trends fort: der Preisindex für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen sowie die Wohnungsmieten stiegen weiter an, während die Mieten für Büroflächen stagnierten. Im Einzelnen lagen die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen im zweiten Quartal 2004 3,3% über ihrem Vorjahresstand, die Wohnungsmieten 2,3%. Demgegenüber verbilligten sich die Büroflächen um 0,7%.

Grafik 3.14
SPI nach Sektoren



Quelle: Swiss Exchange (SWX)

Grafik 3.15
Mieten und Immobilienpreise



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

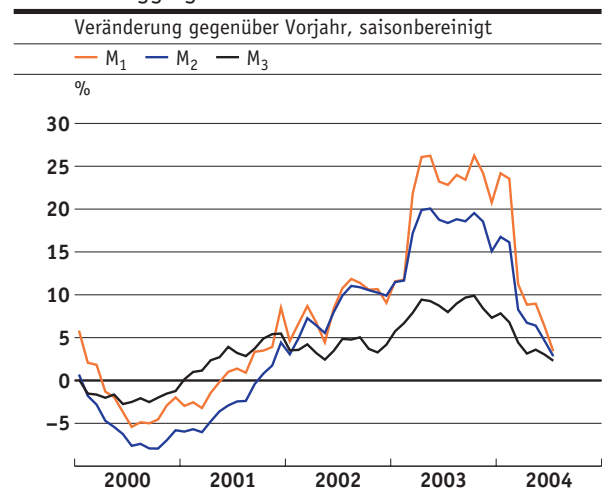
Leichter Abbau der Überschussliquidität

Im Juli sanken alle drei Geldaggregate im Vormonatsvergleich wieder. Die Geldmenge M₁, welche sich aus dem Bargeldumlauf, den Sichteinlagen und den Transaktionskonti zusammensetzt, nahm im Juli annualisiert gegenüber dem Vormonat um 15,4% ab. Diese Abnahme war auf einen starken Rückgang der Sichteinlagen zurückzuführen, während der Bargeldumlauf und die Transaktionskonti noch etwas zunahmen. Obwohl die Spareinlagen (ohne Vorsorgegelder) wuchsen, bildete sich M₂, d.h. Geldmenge M₁ plus Spareinlagen, um 7,6% zurück. Die Termineinlagen setzten ihren im Mai begonnenen Anstieg fort, nachdem sie ab Mitte 2001 rückläufig waren. Trotzdem schrumpfte das Geldaggregat M₃, welches sich aus der Geldmenge M₂ und den Termineinlagen zusammensetzt, ebenfalls, und zwar um 4,4%. Eine Schrumpfung aller drei Geldaggregate konnte letztmals im März dieses Jahres beobachtet werden. Im Vergleich zum Vorjahr nahmen die Geldaggregate indessen um 3%–4% zu.

Der Bedarf der Haushalte und Unternehmungen an liquiden Mitteln hängt vom Transaktionsvolumen sowie von den Opportunitätskosten der Geldhaltung ab. Das Transaktionsvolumen wird in makroökonomischen Analysen meist mit dem nominellen BIP appro-

ximiert. Die Opportunitätskosten der M₃-Geldhaltung, d.h. die dadurch entgangenen Zinserträge, werden herkömmlicherweise mit den Langfristzinsen gemessen. Der so genannte Kassahaltungskoeffizient, der das Verhältnis der Geldmenge M₃ zum nominellen BIP angibt, sollte sich folglich invers zu den Langfristzinsen bewegen. Wie Grafik 3.17 zeigt, ist dies im Allgemeinen tatsächlich der Fall. Insbesondere lässt sich die Zunahme des Kassahaltungskoeffizienten seit Beginn der 90er-Jahre auf die fallenden langfristigen Zinssätze zurückführen.

Grafik 3.16
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

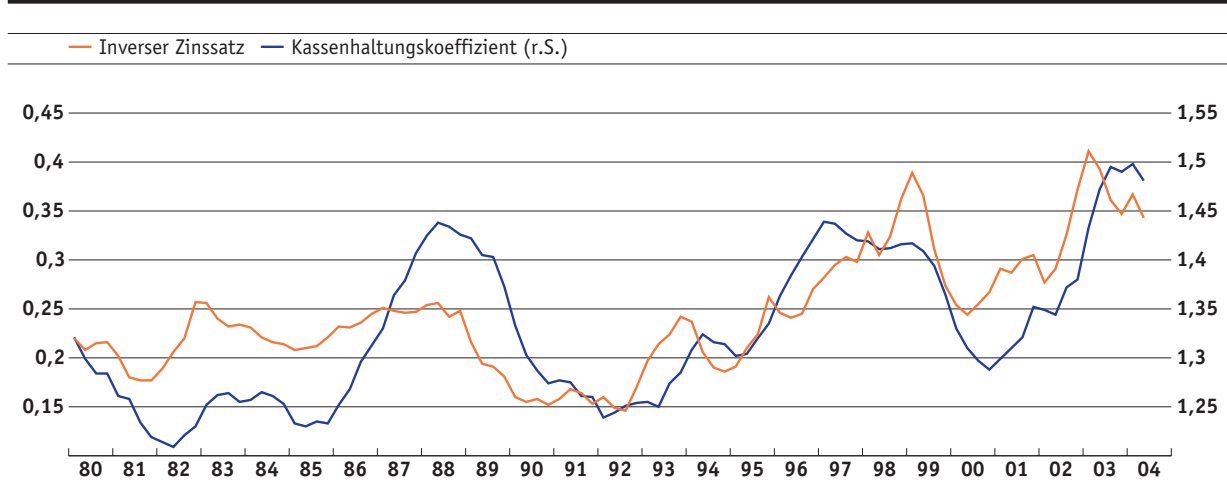
	2002	2003	2003			2004				
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli
Notenbankgeldmenge²	38,4	40,4	39,9	41,0	41,5	42,2	41,7	41,4	41,7	42,0
Veränderung ³	5,7	5,3	4,6	8,6	7,4	7,7	4,5	4,1	3,7	2,2
M₁²	224,4	273,7	273,0	279,0	293,6	298,9	296,6	299,1	291,8	285,1
Veränderung ³	8,7	22,0	25,2	23,5	23,9	20,0	8,6	9,6	7,0	4,0
M₂²	404,8	475,6	475,0	482,5	500,0	511,0	509,1	512,0	503,2	496,1
Veränderung ³	8,1	17,5	19,6	18,6	18,1	14,9	7,2	7,6	5,9	4,1
M₃²	503,0	545,3	545,2	547,4	558,6	568,6	567,9	569,2	565,4	559,8
Veränderung ³	3,8	8,4	9,1	8,9	8,9	7,3	4,2	4,5	4,0	3,2

1 Definition 1995
2 Niveau in Mrd. CHF
3 Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent
Quelle: SNB

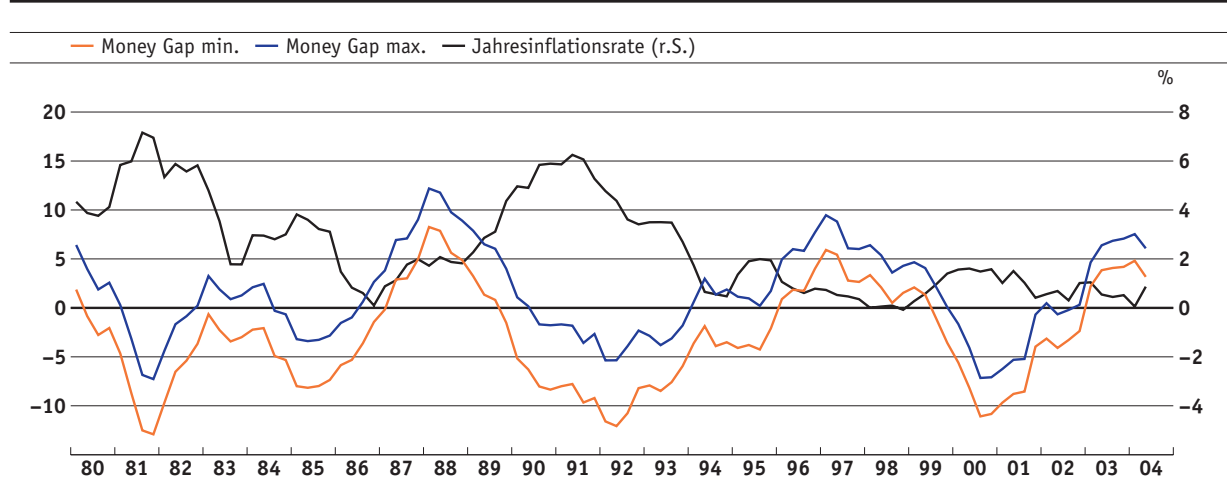
Umgekehrt lässt sich anhand des Transaktionsvolumens und der Opportunitätskosten der Geldhaltung auch eine Gleichgewichtsgeldmenge bestimmen. Die in der Wirtschaft tatsächlich vorhandene Geldmenge wird davon zumeist mehr oder weniger stark abweichen. Liegt die Geldmenge über dem Gleichgewichtswert, so spricht man von einem Geldüberhang, andernfalls von einer Geldlücke. In Grafik 3.18 sind zwei Schätzungen der prozentualen Abweichungen der Geldmenge M_3 von ihrem Gleichgewicht (Money Gap) der Entwicklung der Jahresinflation seit 1980 gegenübergestellt. Bei der Berechnung wurde die Geldmenge M_3 um die Treuhandgeschäfte von

Inländern erweitert, weil diese ein enges Substitut für die Termineinlagen sind. Aus der Grafik wird ein empirischer Zusammenhang zwischen Geldüberhang bzw. Geldlücke und Inflation ersichtlich. Auf einen Geldüberhang folgte meistens ein Anstieg der Inflation, auf eine Geldlücke ein Teuerungsrückgang. Seit Anfang 2003 besteht ein Geldüberhang. Allerdings ist der Geldüberhang im zweiten Quartal 2004 nach seiner maximalen Ausdehnung im ersten Quartal wieder zurückgegangen. Somit hat sich das Inflationspotenzial gemäss diesem Indikator im Vergleich zum Vorquartal leicht zurückgebildet.

Grafik 3.17
Kassenhaltungskoeffizient



Grafik 3.18
Money Gap & Jahresinflationsrate



Grafiken 3.17 und 3.18:
Quelle: SNB

3.5 Kredite

Weiter steigendes Kreditwachstum

Ende Juli lagen die Bankkredite weiterhin über dem Vorjahresstand. Die Kreditentwicklung ist nach wie vor durch zwei gegenläufige Tendenzen gekennzeichnet. Die Kredite an Haushalte, welche rund zwei Drittel der gesamten Bankkredite ausmachen, setzten ihre im Jahre 2003 begonnene stetige Ausdehnung fort. Demgegenüber gingen die Kredite an Unternehmen weiter zurück. Eine Erholung der Unternehmenskredite zeichnet sich zurzeit noch nicht ab.

Ein ähnlicher Unterschied zeigt sich weiterhin in der Gliederung der Kredite nach Kreditarten (Hypothekarforderungen und übrige Kredite). Die übrigen Kredite, die vorwiegend von Unternehmen in Anspruch genommen werden, sind in den letzten Jahren stark rückläufig gewesen. Die negativen Wach-

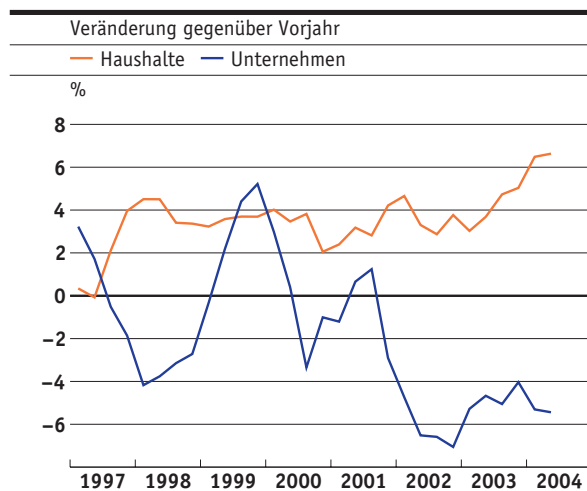
tumsraten haben sich allerdings in diesem Jahr deutlich verringert. Rund vier Fünftel der Bankkredite liegen indessen in hypothekarisch gesicherter Form vor. Diese hauptsächlich an die Haushalte gehende Kreditart weist im Gegensatz zu den übrigen Krediten eine klar steigende Tendenz auf.

Innerhalb der übrigen Kredite zeigten die gedeckten Kredite in diesem Jahr wieder eine steigende Tendenz auf, nachdem sie wie die ungedeckten Kredite in den letzten beiden Jahren zurückgegangen waren.

Ende Juli lagen die Hypothekarforderungen der Banken nach wie vor 5,5% über dem Vorjahr. Der Rückgang der übrigen Kredite belief sich noch auf 2,3%, gegenüber -3,8% im zweiten Quartal und -4,6% im ersten Quartal dieses Jahres. Diese Abnahme ist der anhaltenden Schrumpfung der ungedeckten Kredite zuzuschreiben. Diese lagen in der ersten Jahreshälfte 2004 um 7,5% unter dem Stand vor Jahresfrist. Die gedeckten übrigen Kredite nahmen im gleichen Zeitraum um 5,7% zu.

Gesamthaft weiteten sich die Bankkredite im Juli um 3,8% aus. Dies entspricht der höchsten Jahreszuwachsrate der letzten drei Jahre. Insgesamt lässt das Bild, welches die Kreditaggregate zeichnen, auf eine sich verbessernde wirtschaftliche Lage schließen.

Grafik 3.19
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite¹

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 3.2

	2002	2003	2003			2004				
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli
Total	0,5	2,1	1,7	2,3	2,9	3,2	3,4	3,3	3,4	3,8
Hypothekarforderungen	3,9	5,6	5,4	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4	5,5
Übrige Kredite	-9,3	-8,7	-9,7	-8,3	-6,1	-4,6	-3,8	-4,1	-3,7	-2,3
davon gedeckt	-3,2	-10,7	-14,9	-9,4	-4,3	-1,6	3,5	3,0	7,8	3,6
davon ungedeckt	-12,9	-7,4	-6,1	-7,6	-7,3	-6,5	-8,4	-8,6	-10,8	-6,2

1 Bankbilanzen, Erhebungsstufe Unternehmung, alle Währungen, Inland; Jahres- und Quartalswerte als Durchschnitte aus Monatsendwerten
Quelle: SNB

4 Die Inflationsprognose der SNB

Die Geldpolitik wirkt mit einer erheblichen Verzögerung auf Produktion und Preise. In der Schweiz beträgt die Zeitverzögerung bis zur vollen Wirkung geldpolitischer Impulse auf die Inflation schätzungsweise drei Jahre. Aus diesem Grund orientiert die Nationalbank ihre Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflation, sondern an der Inflation, die sich bei unveränderter Geldpolitik in zwei bis drei Jahren ergeben würde. Mit dieser Orientierung trägt sie auch zur Stabilisierung von Beschäftigung und Produktion bei. Die Inflationsprognose bildet somit einen wichtigen Teil des geldpolitischen Konzepts der SNB (siehe «Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts»).

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Entsprechend der starken Aussenverflechtung der Schweizer Wirtschaft ist die Inflationsprognose der SNB in ein internationales Konjunkturszenario eingebettet. Dieses stellt die nach ihrer Einschätzung wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 zeigt die wichtigsten exogenen Annahmen der aktuellen Inflationsprognose im Vergleich zur Juni-Prognose in Form von Jahresdurchschnitten.

Die Annahmen zur Weltwirtschaft haben sich im Vergleich zur letzten Prognose in einem Punkt wesentlich verändert. Der Erdölpreis ist entgegen der Einschätzung vom Juni weiter angestiegen, was in den Industrieländern einen spürbaren Teuerungsschub zur Folge hatte. Zwar geht die Nationalbank weiterhin davon aus, dass sich das Erdöl im Prognosezeitraum verbilligen wird. Da die preistreibenden Faktoren aber kaum rasch abklingen werden, wird ein um rund 4 Dollar über den Werten der letzten Prognose liegender Erdölpreis unterstellt. Längerfristig wird ein langsamer Rückgang des Erdölpreises gegen 30 Dollar angenommen.

Unter diesen Annahmen steigt die Inflation im Euro-Raum bis Anfang 2005 weiter an, bildet sich aber mit der Verbilligung der Erdölpreise bis 2006 wieder auf leicht unter 2% zurück. Trotz der Verteuerung des Erdöls setzt sich die Erholung der Weltwirtschaft – unterstützt durch eine nur vorsichtige Straffung der Geldpolitik – in moderatem Tempo fort. Nach einer vorübergehenden Abschwächung dürfte sich das Verlaufswachstum in den USA in der zweiten Jahreshälfte 2004 wieder auf gut 4% und in Europa auf knapp 2,5% beschleunigen. Anschliessend ist wieder mit leicht verminderten Expansionsraten zu rechnen. Da diese nur leicht über dem Potenzialwachstum liegen, kommt es sowohl in den USA als auch in Europa nur zu einer langsamen Schliessung der zurzeit noch deutlich negativen Outputlücken. Entsprechend bleibt der Teuerungsdruck gering. Der Dollar/Euro-Kurs wird wie in der letzten Prognose im Sinne einer technischen Annahme bei 1.20 USD/EUR konstant gehalten.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2004	2005	2006
Inflationsprognose September 2004			
BIP USA ¹	4,4	3,8	3,5
BIP EU-15 ¹	2,2	2,3	2,2
Wechselkurs USD/Euro ²	1,21	1,20	1,20
Ölpreis in USD/Barrel ²	36,9	35,6	31,4
Inflationsprognose Juni 2004			
BIP USA ¹	4,6	4,0	3,6
BIP EU-15 ¹	2,0	2,3	2,3
Wechselkurs USD/Euro ²	1,21	1,20	1,20
Ölpreis in USD/Barrel ²	33,7	30,2	27,2

1 Veränderung in %

2 Niveau

Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

Die SNB hat den gesetzlichen Auftrag, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen.

Die Umsetzung dieses Auftrages hat die SNB in einem dreiteiligen geldpolitischen Konzept präzisiert. Erstens versteht die SNB unter Preisstabilität einen Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) von weniger als 2% pro Jahr. Damit berücksichtigt sie die Tatsache, dass der LIK die effektive Teuerung leicht überzeichnet. Gleichzeitig lässt sie zu, dass die Teuerung im Konjunkturzyklus etwas schwankt. Zweitens fasst die SNB ihre Beurteilung

der Lage und des geldpolitischen Handlungsbedarfs vierteljährlich in einer Inflationsprognose zusammen. Diese Prognose zeigt unter der Annahme eines konstanten kurzfristigen Zinssatzes die von der SNB erwartete LIK-Entwicklung über die nachfolgenden drei Jahre. Drittens legt die SNB ihr operationelles Ziel in Form eines Zielbandes für den dreimonatigen Franken-Libor fest. Das Zielband gibt der SNB einen gewissen Spielraum, um auf unerwartete Entwicklungen am Geld- und Devisenmarkt zu reagieren, ohne den grundlegenden geldpolitischen Kurs ändern zu müssen.

4.2 Inflationsprognose 3. Quartal 2004 bis 2. Quartal 2007

Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen sowie der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Die Ergebnisse sind in Grafik 4.1 ersichtlich. Die Grafik zeigt die neue Prognose (September 2004), die auf der Annahme eines über den gesamten Prognosehorizont unveränderten Dreimonats-Libor von 0,75% beruht. Dies entspricht dem Mittelwert des seit dem 16. September gültigen Zielbandes von 0,25%–1,25%. In dieser Grafik sind auch die beiden letzten Inflationsprognosen von Juni bzw. März 2004 abgebildet. Im Unterschied zur September-Prognose basierte die Juni-Prognose auf einem Dreimonatssatz von 0,5%, bei einem von der SNB angestrebten Zielband von 0%–1,0%. Der März-Prognose lag ein konstanter Zinssatz von 0,25% zugrunde; dies entsprach dem Niveau, welches die SNB anstrebte, solange das Zielband 0%–0,75% betrug.

Wie aus der Grafik 4.1 hervorgeht, schwankt die prognostizierte Inflation gemäss der September-Prognose bis Ende 2005 zwischen 0,8% und 1,2%. Bis Mitte 2005 liegt sie leicht über dem Niveau der beiden anderen Prognosen, obwohl sie auf einem um 25 bzw. 50 Basispunkte höheren Dreimonats-Libor beruht. Der Grund dafür ist der markante Anstieg des Erdölpreises. Der damit verbundene Teuerungsdruck lässt sich kurzfristig durch die Geldpolitik nicht be-

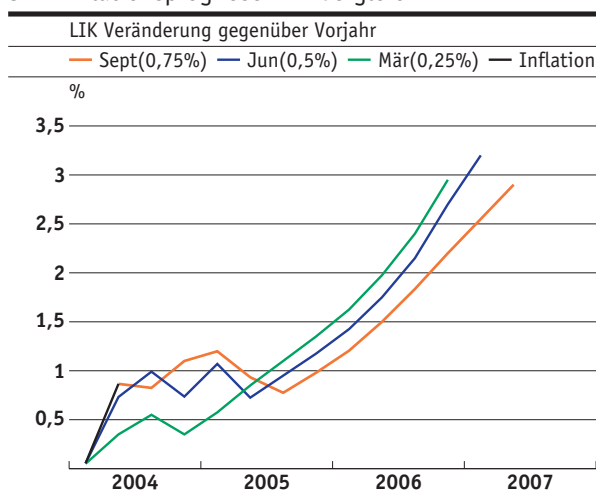
einflussen. Die SNB geht weiterhin von einem nur langsamen Rückgang des Erdölpreises aus, so dass die Preise der im Konsumentenpreisindex erfassten Erdölprodukte (Treibstoffe und Heizöl) auch in den kommenden Monaten deutlich über ihrem jeweiligen Vorjahresstand liegen werden. Von den übrigen importierten Konsumgütern dürften dagegen weiterhin leicht negative Teuerungsimpulse ausgehen. Der Teuerungsdruck bei den inländischen Waren bleibt angesichts der noch reichlich vorhandenen gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten voraussichtlich gering. Demgegenüber muss bei den Dienstleistungen, vor allem bei den Wohnungsmieten, mit anziehenden Preisen gerechnet werden. Für 2004 wird eine durchschnittliche Jahresinflationsrate von 0,7% prognostiziert und für 2005 eine solche von 1%.

Ab Mitte 2005 steigt die prognostizierte Jahresinflationsrate ununterbrochen an. Auf mittlere Sicht, d.h. über einen Zeitraum von ein bis zwei Jahren, hängt die Inflationsentwicklung entscheidend von den Konjunkturaussichten ab. Auch wenn der markante Erdölpreisanstieg die wirtschaftliche Dynamik etwas dämpfen dürfte, lassen die konjunkturellen Aussichten eine Schliessung der Outputlücke in der Schweiz ab Ende 2005 erwarten. Erfahrungsgemäss erleichtert dies den Unternehmen, Preiserhöhungen durchzusetzen, während die Arbeitnehmer einfacher Reallohnsteigerungen erwirken können.

In der längeren Frist wird die Preisentwicklung massgeblich von monetären Faktoren bestimmt. Wie in Abschnitt 3.4 erwähnt, ging der Liquiditätsüberhang im zweiten Quartal dieses Jahres zwar etwas zurück, so dass die von der Liquiditätsentwicklung ausgehende Inflationsgefahr nicht weiter zunahm. Der noch vorhandene Geldüberhang birgt jedoch weiterhin Risiken für die Preisstabilität in der längeren Frist. So übersteigt die prognostizierte Inflation bei einem Dreimonats-Libor von 0,5% die Preisstabilitätsgrenze von 2% ab der zweiten Jahreshälfte 2006 und erhöht sich bis zum ersten Quartal 2007 auf 3,2%. Die im September vorgenommene Zinserhöhung um 25 Basispunkte trägt dazu bei, den Geldüberhang zu reduzieren. Dies widerspiegelt sich in einem weniger steilen Inflationsanstieg.

Wie die März- und Juni-Prognose zeigt auch die aktuelle Prognose, dass ein Dreimonats-Libor von 0,75% in der längeren Sicht zu expansiv wäre. Dies deutet darauf hin, dass der kurzfristige Zinssatz in den nächsten drei Jahren voraussichtlich noch weiter angehoben werden muss.

Grafik 4.1
SNB Inflationsprognosen im Vergleich



Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2004

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den in den Monaten Juni bis August 2004 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Ein Jahr nach dem konjunkturellen Tiefpunkt vom Sommer 2003 ergab sich aus den Gesprächen mit knapp 150 Unternehmen ein recht günstiges Stimmungsbild. Die konjunkturelle Erholung hat sich in den letzten Monaten weiter gefestigt. Sie entfaltete jedoch im Urteil der Unternehmen keinen zusätzlichen Schwung und wird weiterhin als moderat bezeichnet.

Die Investitionsbereitschaft nahm insgesamt nur geringfügig zu. Generell beschränkten sich die Unternehmen auf die notwendigen Ersatzinvestitionen; nur dort, wo der Bestellungseingang deutlich zugenommen hatte, wurden Erweiterungsinvestitionen getätigt. Einerseits verfügen viele Unternehmen immer noch über genügend freie Kapazitäten. Andererseits scheint aber auch der anhaltend verspürte Kostendruck die Investitionsbereitschaft zu beeinträchtigen.

Die Konjunkturaussichten für die nächsten Monate haben sich weiter aufgehellt. Über einen mittelfristigen Horizont hinweg scheint jedoch die Unsicherheit eher zugenommen zu haben. Als Gründe dafür wurde die massive Verteuerung des Erdöls, aber auch die verstärkt spürbare Konkurrenz aus dem Ausland genannt.

1 Produktion

Industrie

Die meisten der befragten Industrieunternehmen konnten die Auslastung der Kapazitäten in den letzten Monaten erhöhen und sahen ihren Arbeitsvorrat für die nächsten Monate als gesichert. Die wichtigsten Impulse stammten weiterhin aus dem Ausland, vor allem aus Asien (China, Indien), während die Nachfrage aus den USA und aus Europa (Deutschland und Italien) je nach Branche unterschiedlich beurteilt wurde.

Vor allem Unternehmen aus dem Generika-Bereich und der Biotechnologie meldeten einen ausgezeichneten Geschäftsgang. Aber auch Firmen, welche auf die Halbleiterindustrie ausgerichtet sind, spürten eine markante Belebung der Nachfrage. Gerade die starke Abhängigkeit von dieser Branche wurde aber auch als problematisch empfunden, da befürchtet wird, dass sich diese in absehbarer Zeit von Europa nach Asien verlagern wird. Mehrheitlich positive Meldungen kamen aus der Elektroindustrie, wo vor allem Anbieter im Bereich der Gebäudeinfrastruktur mit steigenden Aufträgen rechnen. Hingegen zeigte der Maschinenbau ein gemischtes Bild. Insgesamt entwickelte er sich in verhaltenen Bahnen. Einen guten Geschäftsverlauf wiesen weiterhin die Produzenten von Textilmaschinen auf. Innerhalb der Konsumgüterindustrie profitierte die Textilindustrie von der Belebung im Bereich der Heim- und Industrietextilien als Folge des kräftigen Wohnungsbaus in der Schweiz und der steigenden Nachfrage aus dem Transportsektor. Die Uhrenindustrie vermochte dank der anhaltend kräftigen Exportnachfrage ihre in den letzten Jahren stark gestiegenen Lager an Zwischenprodukten auf ein normales Niveau zu reduzieren.

Dienstleistungen

Die Lage des Gastgewerbes und der Hotellerie hellte sich in den letzten Monaten dank einer lebhafteren Nachfrage aus dem Ausland auf. Bemerkenswert war insbesondere die Rückkehr der Gäste aus Asien und den USA, die vor allem der Innerschweiz (Luzern) zugute kam. Dagegen entwickelten sich die Frequenzen aus Europa weiterhin verhalten. Im Tessin stabilisierte sich die Lage zwar nach zwei sehr schwierigen Jahren, doch blieb die Entwicklung infolge der nur zögerlichen Nachfrage aus Deutschland unter den Erwartungen. Das Gastgewerbe und die Hotellerie in den städtischen Zentren profitierten vom anziehenden Kultur- und Geschäftstourismus. Dagegen konnten die alpinen Tourismusgebiete vor allem wegen der verhaltenen Inlandnachfrage nicht an das witterungsbedingt ausgezeichnete Vorjahresergebnis anknüpfen. Die Aussichten für die kommenden Monate wurden dennoch vorsichtig optimistisch eingeschätzt.

Auch im sehr heterogenen Bereich der Unternehmensdienstleistungen scheint sich die Geschäftslage allmählich zu verbessern. Die Nachfrage des Detailhandels und der Banken nach ICT-Diensten zog an. Grossprojekte blieben aber rar und die Preise standen weiterhin stark unter Druck. Andere Bereiche wie beispielsweise Reinigung und Raumpflege spürten erst wenig von einer konjunkturellen Besserung.

Die Banken meldeten insgesamt einen günstigen Geschäftsverlauf, auch wenn die Dynamik nach dem fulminanten Start zu Jahresbeginn wieder etwas nachliess. Die angesprochenen regional tätigen Banken vermochten sowohl die Kundengelder als auch die Ausleihungen zu steigern. Hervorgehoben wurde der sich weiter verschärfende Wettbewerb um gute Kreditrisiken. Die Sparte Unternehmenskredite entwickelte sich weiterhin flau. Zur geringen Nachfrage nach neuen Krediten kamen mancherorts vorgezogene Amortisationen. Eher harzig verlief auch das Vermögensverwaltungsgeschäft, das unter der schwachen Börsenentwicklung und dem geringen Zufluss ausländischer Gelder litt. Der Wettbewerb wird auch in diesem Bereich als hart bezeichnet.

Der Detailhandel entwickelte sich weiterhin moderat, auch wenn sich die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern (Möbel, Elektronik), gestützt durch den dynamischen Wohnungsbau, belebt hat. Im Tessin und in der Genferseeregion profitierte der Detailhandel ausserdem von der abnehmenden preislichen Attraktivität der grenznahen italienischen und französischen Einkaufsgebiete, während er in der Nordschweiz weiterhin der starken Konkurrenz aus Deutschland und Österreich ausgesetzt war. Allgemein blieben die Kunden ausgesprochen preisbewusst und selektiv. Die Grossverteiler konnten zwar die Umsätze dank einer aggressiven Preispolitik halten, doch waren die Margen stark unter Druck. Schwierig blieb die Lage der kleinen Detailhandelsläden; von einer Konjunkturerholung spürten sie noch kaum etwas.

Bau

Die Unternehmen des Bauhauptgewerbes sowie viele baunahe Firmen profitierten in den letzten Monaten vom kräftig wachsenden Wohnungsbau. Die Preise sind in diesem Sektor denn auch leicht steigend.

Im Geschäftsbau zeichnet sich vor allem dank einer robusten Bautätigkeit im Detailhandel eine Stabilisierung ab. In den anderen Branchen hielten die Unternehmen mit neuen Bauinvestitionen weiterhin zurück. Der Tiefbau litt nach wie vor unter dem Spar- und Druck der öffentlichen Hand, sieht man von den grossen Strassen- und Bahnprojekten im Rahmen der NEAT und der Bahn 2000 ab.

2 Arbeitsmarkt

Einige der befragten Unternehmen erhöhten in den letzten Monaten den Personalbestand; dazu gehörten insbesondere Betriebe aus dem Chemie- und Pharmabereich, der Metallindustrie sowie des Dienstleistungssektors. Insgesamt waren jedoch die Unternehmen selbst bei guter Auftragslage mit zusätzlichen Einstellungen zurückhaltend. Produktionsengpässe wurden immer noch oft mit externen Partnern, Temporärarbeit oder Überstunden bewältigt. Als Gründe dafür nannten die Gesprächspartner einerseits die Unsicherheit über die Nachhaltigkeit des Aufschwungs, andererseits aber auch die Auslagerung der Produktion ins Ausland.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Dank der stärkeren Nachfrage und Produktivitätssteigerungen vermochte eine Reihe von Unternehmen ihre Marge zu verbessern. Über die meisten Branchen hinweg blieben die Möglichkeiten, die Verkaufspreise zu erhöhen bzw. die gestiegenen Kosten zu überwälzen, sehr beschränkt. Dies galt sowohl für den Industrie- als auch für den Dienstleistungssektor, insbesondere den Detailhandel. Als Hauptgrund wurden die starke Preiskonkurrenz aus dem Ausland und die moderate Nachfrageentwicklung aufgeführt. Die starke Verteuerung der Rohstoffe führte daher oft zu einer Verengung der Margen. Viele Gesprächspartner erwarten auf Anfang 2005 infolge der Erhöhung der LSVA einen weiteren Kostenschub, der vermutlich nicht über Preisaufschläge aufgefangen werden kann.

Mit dem derzeitigen Eurokurs sind die Exportindustrie und der Tourismus zufrieden. Allgemein bezeichnen diese Branchen einen Wechselkurs von 1.50 als kritische Grenze. Der gegenwärtige Dollarkurs erschwert die Exporttätigkeit in die USA und nach Asien und zwingt teilweise zu Währungsrabatten. Andererseits hätte eine Aufwertung des Dollars für einige Branchen eine empfindliche Erhöhung der Materialkosten zur Folge.

Der Frankengeldmarkt: Instrumente und Marktteilnehmer

Antoine Veyrassat, Asset Management, Schweizerische Nationalbank, Zürich

Einleitung

Am Geldmarkt werden kurzfristige Anlagen getätigt und Kredite aufgenommen. Die Abgrenzung des Geldmarktes erfolgt in der Regel so, dass er nur Transaktionen mit Laufzeiten von bis zu 12 Monaten umfasst. Die Marktteilnehmer sind vor allem die Banken. Der Geldmarkt ist damit vor allem ein Interbankmarkt. Aber auch die Schweizerische Nationalbank (SNB), die ihre Geldpolitik über Transaktionen mit den Banken am Frankengeldmarkt umsetzt, spielt zumindest am Repo-Markt eine wichtige Rolle. Am

Frankengeldmarkt partizipieren sodann auch jene Bankkunden, welche bei diesen Fest- und Treuhandgelder abschliessen. In den letzten Jahren hat sich der Frankengeldmarkt stark verändert. Insbesondere das Repo-Geschäft und die derivativen Geldmarktinstrumente haben beträchtlich zugenommen. Der vorliegende Artikel vermittelt einen Überblick über den Frankengeldmarkt. Im ersten Teil werden die gehandelten Instrumente und deren Entwicklung erläutert. Anschliessend wird im zweiten Teil auf die Marktteilnehmer eingegangen.

1 Geldmarktinstrumente

Die Geldmarktinstrumente, die im Folgenden behandelt werden sollen, sind Devisenswaps, Depot-Geschäfte, Repo-Geschäfte, Kunden-Festgelder, Treuhandanlagen, Geldmarktbuchforderungen, Tom-next index swaps, Forward rate agreements sowie Zins-Futures. Von diesen Instrumenten werden Devisenswaps, Depot-Geschäfte und Repo-Geschäfte sowohl im kurzfristigen Liquiditätsmanagement als auch zur Absicherung von Risiken bzw. zum Eingehen von spekulativen Positionen eingesetzt. Die restlichen Ins-

trumente dienen schwergewichtig einer der beiden Funktionen, d.h. entweder dem kurzfristigen Liquiditätsmanagement (Kunden-Festgelder, Treuhandanlagen, Geldmarktbuchforderungen) oder aber der Absicherung einer Position bzw. dem Eingehen einer spekulativen Position (Tom-next index swaps, Forward rate agreements, Zins-Futures). Die Tabelle 1 vermittelt einen Überblick über die verschiedenen Instrumente am Frankengeldmarkt und deren Marktvolumen. Da sich die Angaben teilweise auf unterschiedliche Erhebungsdaten beziehen, sind die Beträge nicht direkt miteinander vergleichbar.

Größenordnung der Geldmarktinstrumente

Tabelle 1

Markt/Instrument	Grösse	Beschreibung
Devisenswaps USD/CHF	899 Mrd. CHF	Ausstehender Bestand. Bis 1 Jahr. Durchschnitt April 2001. Eigene Schätzung. Quelle: Bank for International Settlements (2002).
Depot-Geschäfte	etwa 100 Mrd. CHF ¹	Ausstehender Bestand. Quelle: Eigene Schätzung.
Repo-Geschäfte (Interbankmarkt)	22,6 Mrd. CHF	Ausstehender Bestand. Durchschnitt Dezember 2003. Quelle: Eurex Repo.
Kunden-Festgelder	46,1 Mrd. CHF	Ausstehender Bestand. Restlaufzeit bis 1 Jahr inkl. Callgelder. Ende 2003. Quelle: SNB.
Treuhandanlagen	14,8 Mrd. CHF	Ausstehender Bestand. Ende 2003. Quelle: SNB.
Geldmarktbuchforderungen	10,7 Mrd. CHF	Ausstehender Bestand. Ende 2003. Quelle: SNB.
Tom-next index swaps	490,6 Mrd. CHF	Durchschnittlich ausstehendes Buchvolumen von 16 Market makern. 2001. Quelle: Trauth (2002, S. 36).
Forward rate agreements	261,1 Mrd. CHF	Ausstehendes Buchvolumen. Ende Juni 2001. Quelle: Bank for International Settlements (2002).
Zins-Futures	277,5 Mrd. CHF	Ausstehendes Buchvolumen (Open interest). Ende Januar 2004. Quelle: Reuters.

1 Über Depot-Geschäfte liegen keine verlässlichen Daten vor.

1.1 Devisenswaps

Bei einem Devisenswap werden Fremdwährungen i. d. R. per Kassa gekauft (verkauft) und gleichzeitig per Termin wieder verkauft (gekauft). Der Swap-Satz (Ab- oder Aufschlag zum Kassakurs) berechnet sich anhand der Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungen in der entsprechenden Laufzeit. Die Risiken bei einem Devisenswap sind das Kreditrisiko (Risiko eines Verlustes des Forderungsbetrags), verbunden mit einem Marktrisiko (Risiko eines Kursverlustes auf dem Forderungsbetrag) und das Erfüllungsrisiko.² Am Interbankmarkt dominieren Devisenswaps grösstmässig sowohl die Depot- als auch die Repo-Geschäfte. Im kurzfristigen Liquiditätsmanagement werden in erster Linie Devisenswaps in USD gegen CHF eingesetzt. Geschäftsabschlüsse zwischen den Banken erfolgen in erster Linie über die Kommunikationsplattform Reuters Dealing, über Reuters Matching und Voice Broker, selten auch über das Telefon. Im April 2001 waren schätzungsweise 899 Mrd. Franken ausstehend bei einem durchschnittlichen Tagesumsatz von 59 Mrd. Franken, wovon 75% mit einer Laufzeit bis zu 7 Tagen (siehe Tabelle 1).³

2 Beim Erfüllungsrisiko handelt es sich um das Risiko, dass bei der Abwicklung einer Transaktion eine Gegenpartei zahlungsunfähig wird und ihren Verpflichtungen nicht nachkommen kann, obschon der Vertragspartner bereits die vereinbarte Leistung erbracht hat. Das Erfüllungsrisiko kann dadurch beseitigt werden,

dass beide Vertragspartner ihre Zahlungen gleichzeitig leisten.

3 Vgl. Bank for International Settlements (2002).

4 Overnight-Geschäfte (ON), Tom-next-Geschäfte (TN) und Spot-next-Geschäfte (SN) verfügen alle über eine Laufzeit von einem Bankwerktag. Die Abwicklung eines ON-Geschäfts erfolgt am Abschlusstag T, diejenige

1.2 Depot-Geschäfte

Als Depot-Geschäfte werden ungedeckte Interbankanlagen bzw. -kredite bezeichnet. Gemessen am Marktvolumen sind Depot-Geschäfte das zweitwichtigste Instrument im kurzfristigen Liquiditätsmanagement. Der ausstehende Bestand beträgt etwa 100 Mrd. Franken. Der Umsatz in der Laufzeit Tomnext⁴ übersteigt denjenigen in den anderen Laufzeiten. Für Interbankgeschäfte mit Laufzeiten bis zu 12 Monaten kommt die Verrechnungssteuer nicht zur Anwendung. Ungedeckte Geldmarktanlagen und -kredite werden auch zwischen Banken und Nicht-Banken abgeschlossen.

Banken streben vermehrt danach, ihre Kreditrisiken einzugrenzen. Dies kann über eine Gegenparteilimite, welche die maximale Höhe einer Forderung gegenüber einer Gegenpartei in Abhängigkeit von der Geschäftslaufzeit festlegt, erfolgen. Da aber die Forderung weiterhin ungedeckt ist, führen Gegenparteilimiten nicht zur Beseitigung des Kreditrisikos, sondern zur Begrenzung des potenziellen Verlusts auf die Höhe der Betragslimite. Zuerst entscheidet eine Bank, ob für eine potenzielle Gegenpartei eine Limite eröffnet wird oder nicht. Je länger die Laufzeit, umso kleiner ist normalerweise die Gegenparteilimite. Ab Laufzeiten von etwa 1 Monat nimmt die Liquidität am Interbankmarkt für Depots markant ab. Für unterschiedliche Bonitäten und Ratings⁵ werden mehrheitlich auch unterschiedliche Aufschläge zum geltenden Libor⁶ in der entsprechenden Laufzeit verlangt. Aufgrund der Eigenmittelvorschriften gemäss Art. 12 Bankenverordnung sollten die Aufschläge gegenüber Nicht-Banken grösser sein als gegenüber Banken, sofern die durch das Depot-Geschäft verursachten Eigenmittelkosten in der Preisfestsetzung berücksichtigt werden. Depot-Geschäfte befinden sich aufgrund einer generellen Kürzung der Limiten und der zunehmenden Aktivitäten am Repo-Markt auf dem Rückzug. Der vermehrte Einsatz derivativer Geldmarktinstrumente zu Absicherungszwecken hat ebenfalls zur Abnahme der gehandelten Volumina am Depot-Markt beigetragen.

Der Interbankmarkt für Depots ist viel weniger transparent als der Repo-Markt. Während Depot-Geschäfte häufig durch Broker vermittelt und in erster Linie telefonisch oder über Reuters Dealing abgeschlossen werden, treffen beim elektronischen Repo-Handel die Gegenparteien normalerweise direkt aufeinander.

eines TN-Geschäfts in T+1 und diejenige eines SN-Geschäfts in T+2.

5 Mit Bonität wird die Qualität eines Schuldners in Bezug auf Kreditfähigkeit und -würdigkeit bezeichnet. Ratings sind Bonitätseinstufungen durch spezialisierte, unabhängige Agenturen.

6 Der Libor (London interbank offered rate) stellt denjenigen Zinssatz dar, den ein erstklassiger Schuldner für einen ungedeckten Geldmarktkredit bezahlen müsste. Der Libor wird täglich von der

British Banker's Association (BBA) für die wichtigsten Währungen fixiert. Grundlage des Libor-Fixings sind die Depot-Sätze (Briefkurse) der am Fixing teilnehmenden Banken. Bei der Auswahl dieser Banken durch die BBA werden deren Ruf, Erfahrung in der betreffenden Währung und Bonität berücksichtigt. Das Fixing des Libors in Franken basiert auf den Zinssätzen von 12 Banken, wobei die 3 tiefsten und die 3 höchsten Zinssätze nicht in die Durchschnittsbildung einfließen (vgl. www.bba.org.uk).

1.3 Repo-Geschäfte

Ein Repo-Geschäft ist wirtschaftlich gesehen ein mit Wertpapieren gesichertes Darlehen. Der Cash taker (Geldnehmer) verkauft dem Cash provider (Geldgeber) Wertpapiere und kauft diese nach einer im Voraus vereinbarten Frist wieder zurück. Der Cash taker bezahlt dem Cash provider einen der Dauer des Geschäftes entsprechenden Repo-Zins.

Im Vergleich zu den Repo-Märkten in EUR und USD ist der entsprechende CHF-Markt relativ jung. CHF-Repo-Geschäfte wurden erstmals 1999 über die elektronische Handelsplattform Eurex Repo abgeschlossen. Entscheidend für die Lancierung dieses Marktes in der Schweiz war der Verzicht der Eidgenössischen Steuerverwaltung auf die Erhebung der Stempelabgabe auf Repo-Transaktionen. Eine wichtige Rolle spielte auch die SNB, indem sie 1998 begann, Repos als geldpolitisches Instrument einzusetzen.

Repo-Geschäfte lassen sich je nach ihrem Zweck in General Collateral (GC) Repos und Special Repos unterteilen. Steht wie bei den Devisenswaps und Depot-Geschäften die Anlage oder Aufnahme kurzfristiger liquider Mittel im Vordergrund, handelt es sich um ein GC Repo (Geldmarktgeschäft). Bei diesem Geschäft werden normalerweise nur Kategorie, Qualität und Rating der Collaterals von den Gegenparteien vereinbart. Vier verschiedene Baskets stehen gegenwärtig für CHF-Repos zur Verfügung.⁷ Steht hingegen bei einem Repo-Geschäft ein ganz bestimmtes Wertpapier im Vordergrund, spricht man von einem Special Repo (Kapitalmarktgeschäft). Special Repos, welche am CHF-Markt nur eine untergeordnete Rolle spielen, ermöglichen die Finanzierung von Wertpapier-Longpositionen und die Deckung von Wertpapier-Shortpositionen.⁸ Ausserdem kann über den Abschluss von Special Repos der Ertrag eines Wertpapierportfolios gesteigert werden.⁹

Nebst Gegenparteilimiten bei Depot-Geschäften können Kreditrisiken über Repos gesteuert werden. Dabei ermöglicht der Einsatz von Collaterals bei

Repos eine deutlichere Verminderung der Kreditrisiken. Die tägliche Bewertung der Collaterals und die automatische Auslösung eines Margenausgleichs tragen zusätzlich zur erhöhten Sicherheit bei. Sofern der Cash taker Collaterals liefert, spielt seine Bonität für den Cash provider eine kleinere Rolle. Zur Verfügung stehende Collaterals sichern dem Cash taker den jederzeitigen Zugang zu Liquidität. Mit der verstärkten Rolle der Collaterals als Geldsubstitut werden somit auch die Risiken unerwarteter Liquiditätsabflüsse (Liquiditätsrisiken) eingegrenzt.

Ob ein Cash provider Liquidität via Depot- oder Repo-Geschäft anlegt, ist u. a. von den entsprechenden Zinssätzen abhängig. Je grösser die Differenz zwischen dem Depot- und dem Repo-Satz ist (Spread), umso attraktiver ist ein Depot-Geschäft gegenüber einem Repo-Geschäft.

Der Spread zwischen den beiden Geschäftsarten kann einerseits mit den Kosten für Collaterals im Repo-Geschäft und andererseits mit der Risikoprämie erklärt werden. Der Zins bei einem Repo-Geschäft ist tiefer als bei einem Depot-Geschäft, da der Cash taker bei einem Repo Collaterals liefern muss. Die Kosten für die Beschaffung von Collaterals dürften etwa 10 Basispunkte (BP) betragen.¹⁰ Zur Ermittlung der Kreditrisikoprämie kann sich der Cash provider auf die Ausfallwahrscheinlichkeit seiner Gegenpartei stützen. Die jährliche Ausfallrate z. B. für Ratings der Klasse Investment grade zwischen 1920 und 2003 betrug durchschnittlich 0,15%.¹¹ Zudem entstehen bei einem Depot-Geschäft im Gegensatz zu einem Repo-Geschäft Eigenmittelkosten. Bei ungedeckten Geldmarktforderungen gegenüber Banken (mit Hauptsitz in OECD-Ländern) und einer rechnerischen Eigenkapitalrendite von 10% ergeben sich aufgrund der Eigenmittelvorschriften gemäss Art. 12 Bankenverordnung Eigenmittelkosten von 20 BP. Bei konsequenter Berücksichtigung dieser Kosten müsste der Zinsspread zwischen Depots und Repos somit mindestens 20 BP betragen.

7 Ein Basket enthält eine oder mehrere Kategorien von Wertpapieren, welche innerhalb des Baskets als gleichwertige Collaterals lieferbar sind. Ein Mindest-Rating oder ein Mindest-Emissionsvolumen können den Kreis der zu einem Basket gehörenden Collaterals einschränken. Folgende Baskets stehen am Interbankmarkt für Repos in Franken zur Verfügung: CHF GC Basket (in Franken denominierte Schuldverschreibungen des Bundes, der Kantone, ausländischer Banken und Staaten sowie Pfandbriefe), Euro GC Basket (in Euro denominierte deutsche und österreichische Staatsanleihen mit einem Mindestvolumen von 1 Mrd. EUR), German Jumbo Pfandbriefe GC Basket (in Euro denominierte

deutsche Pfandbriefe mit einem Mindestvolumen von 1 Mrd. EUR) und SMI GC Basket (alle SMI-Aktien). Die SNB-repofähigen Collaterals sind zu einem Sammelbasket - dem SNB GC Basket - zusammengefasst, welcher den CHF, Euro und German Jumbo Pfandbriefe GC Basket enthält.

8 Eine Longposition bezeichnet eine Position, die durch den Kauf eines Wertpapiers entstanden ist. Eine Shortposition entsteht durch den Verkauf eines Wertpapiers, das nicht zuvor gekauft wurde (Leerverkauf). Eine Longposition profitiert von sinkenden Zinssätzen bzw. von steigenden Kursen, eine Shortposition von steigenden Zinsen bzw. fallenden Kursen.

9 Vgl. Veyrassat (2003).

10 100 Basispunkte entsprechen einem Prozentpunkt.

11 Vgl. Moody's (2004).

Grafik 1 veranschaulicht die Entwicklung der Spreads (Jahresdurchschnittswerte) zwischen quotierten Depot-Sätzen und effektiv gehandelten Repo-Sätzen am Interbankmarkt für einwöchige und dreimonatige Gelder. Zwischen 2000 und 2003 haben sich die Spreads von zwischen 9 und 11 auf zwischen 5 und 8 BP verringert.

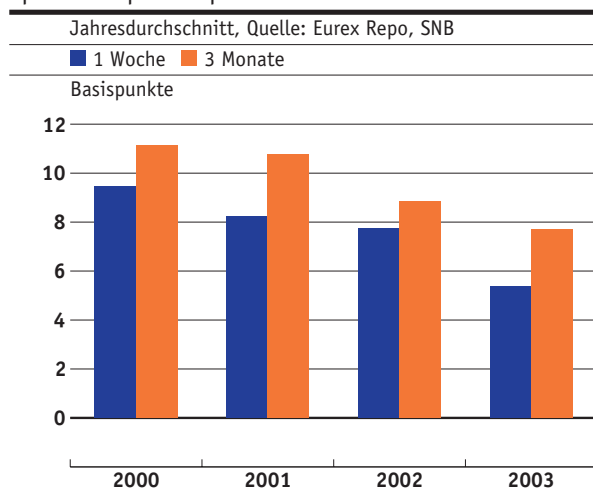
Angesichts der obigen Ausführungen kann gefolgert werden, dass der Preis der Besicherung bzw. der Minderertrag eines Repos im Vergleich zu ungedeckten Anlagen für den Cash provider gering ist. Der Rückgang der Spreads seit 2000 kann mit der Senkung der Collateral-Kosten über die fortschreitende Aktivierung vorhandener, jedoch noch ungenutzter Collaterals – z.B. durch Securities lending and borrowing (SLB) und effizienter Collateral-Management-Systeme – erklärt werden. Da die Collateral-Kosten eines Cash taker gesunken sind, ist dieser – bei gegebenem Depotsatz – bereit, einen höheren Reposatz zu bezahlen. Ferner hat der Übergang der SNB im März 2003 zu einer annähernden Nullzinspolitik – bei gegebenem Reposatz – zu einem weiteren Rückgang des Spreads bei einwöchigen Geldern von durchschnittlich 8 BP im Jahr 2002 auf 5 BP im Jahr 2003 beigetragen. In der zweiten Jahreshälfte 2003 notierten die ungedeckten Geldsätze bei einwöchigen Geldern durchschnittlich bei 10 BP, was in etwa den Kosten für Collaterals im Repo-Geschäft entspricht.

Der Repo-Handel findet auf der elektronischen Handelsplattform Eurex Repo statt. Mehr als 100 Banken haben bereits den Schweizer Rahmenvertrag für Repo-Geschäfte unterschrieben.¹² Die UBS Invest-

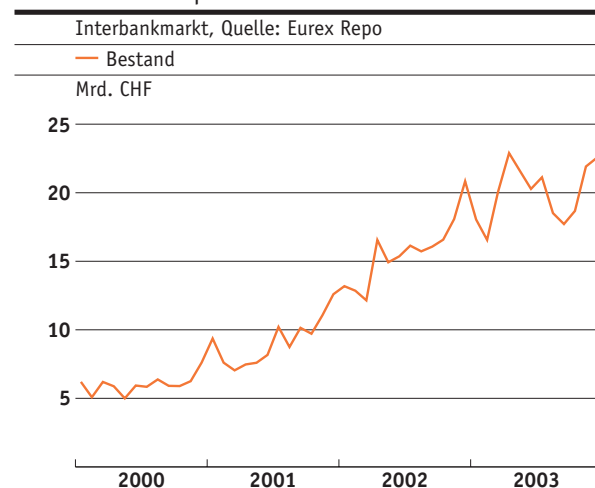
ment Bank, die Credit Suisse und der Schweizer Verband der Raiffeisenbanken treten regelmässig als Market maker auf, d.h. sie stellen verbindliche Buy quotes (bid) und Sell quotes (ask) für Repos mit einer Laufzeit von typischerweise bis 6 Monate.¹³ Die elektronische Handelsplattform verfügt über eine hohe Transparenz: Preise und Volumina sämtlicher Handelsabschlüsse und die Namen der Banken, die Quotes platzieren, sind auf dem Handelssystem ersichtlich. Repo-Geschäfte werden über die SIS SegaInterSettle AG (SIS) und Swiss Interbank Clearing AG (SIC) abgewickelt. Die Bedingungen des Zugangs zum Repo-Markt ergeben sich deshalb kumulativ aus den Aufnahmebedingungen der Eurex Repo, SIS, SIC und SNB. Die Triparty-Dienstleistungen der SIS ermöglichen erstens eine automatische Abwicklung der Handelsabschlüsse, zweitens die tägliche Bewertung der geld- und titelseitigen Forderungen und Verpflichtungen sowie drittens die automatische Auslösung von Margenausgleichen und Kompensationsleistungen.¹⁴

Gemäss Grafik 2 betrug der ausstehende Bestand am Interbankmarkt im Januar 2000 6,2 Mrd. Franken (Monatsdurchschnitt). Bis Dezember 2003 ist dieser Wert auf 22,6 Mrd. Franken angestiegen. Der monatliche Umsatz ist in der gleichen Zeitperiode von 24,5 Mrd. Franken auf 63,4 Mrd. Franken angestiegen. 2003 wurde der Aufwärtstrend am Repo-Markt unterbrochen. Geldmarktsätze nahe 0% haben zu einem generellen Nachlassen der Aktivitäten am Geldmarkt geführt. Wegen den tiefen Opportunitätskosten der Haltung von Liquidität haben die Anreize zur Liquiditätsoptimierung nachgelassen.

Grafik 1
Spreads Depots-Repos



Grafik 2
Ausstehender Repo-Bestand



12 Der Schweizer Rahmenvertrag für Repo-Geschäfte regelt das Rechtsverhältnis zwischen Cash taker und Cash provider.

13 Bei einer Buy oder Bid quote handelt es sich um einen Ankaufskurs (Geldkurs), bei einer Sell bzw. Ask quote um einen Verkaufskurs (Briefkurs). Der Ankaufskurs liegt immer unter

dem Verkaufskurs. Die Differenz zwischen Ankaufs- und Verkaufskurs ist die so genannte Geld-Brief-Spanne (Bid-ask spread).

14 Kompensationsleistung: Ausschüttungen auf Collaterals, z.B. Couponzahlungen, die während der Repo-Laufzeit im Depot des Cash providers liegen, werden dem Cash taker vergütet.

Grafiken 3 und 4 zeigen den ausstehenden Bestand resp. die monatlichen Umsätze am Interbankmarkt für Repo-Geschäfte aufgegliedert nach den einzelnen Laufzeiten.

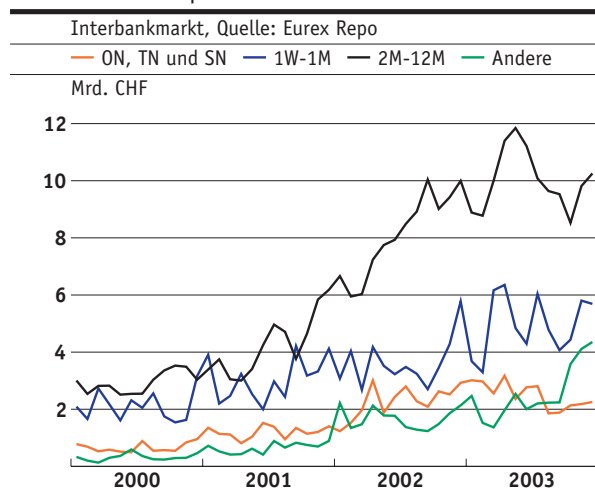
Im Dezember 2003 machten die Laufzeiten zwischen 2 und 12 Monaten 45% des ausstehenden Bestandes, dagegen nur 4% gemessen am monatlichen Umsatz aus. Repo-Geschäfte werden in erster Linie im kurzfristigen Liquiditätsmanagement eingesetzt. So machten Tagesgeld-Repos (ON-, TN- und SN-Geschäfte), d.h. Repos mit einer Laufzeit von einem Bankwerktag im Dezember 2003 74% des Umsatzes, dafür lediglich 10% des ausstehenden Bestandes aus. Der Rückgang der monatlichen Umsätze der Tagesgeld-Repos ist auf die quantitative Lockerung der Geldpolitik durch die SNB Mitte 2003 zurückzuführen. 2003 wurden täglich durchschnittlich 57 Transaktionen abgeschlossen. Die durchschnittliche Restlaufzeit aller ausstehenden Repo-Kontrakte kletterte zwischen Januar 2000 und Dezember 2003 von 28 auf 47 Tage.

Grafik 5 enthält die Zahl der monatlichen Verkäufe und Rückkäufe von Wertpapieren, die letztes Jahr im Rahmen von Repo-Geschäften (Interbank-

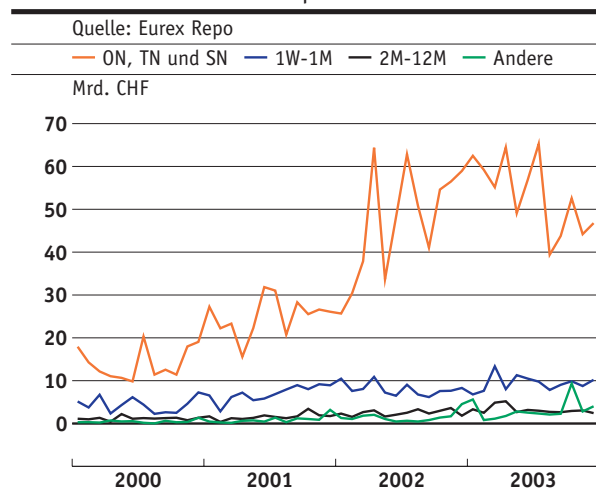
markt und SNB) getätigt worden sind. Der Grossteil der Transaktionen wird am ordentlichen Settlement-Tag abgewickelt. Wie die Grafik 6 veranschaulicht, konnten ein paar wenige Geschäfte erst einen Bankwerktag nach dem ordentlichen Settlement-Tag abgewickelt werden (Verzug). Die sehr geringe Zahl von Transaktionen mit Verzug der Zahlungs- oder Lieferverpflichtung lässt auf ein sorgfältiges Liquiditäts- und Collateral-Management der Banken schliessen. Mit einem Verzug der Zahlungs- oder Lieferverpflichtung sind Transaktionskosten verbunden. Zudem leidet das Ansehen der fehlbaren Gegenpartei.

Der Interbankmarkt für Repo-Geschäfte dürfte weiter wachsen und für einen fortgesetzten Rückgang der Aktivitäten am Depot-Markt sorgen. Eine vermehrte Substitution von Depots durch Repos ist zu begrüssen. Anstelle von in Gegenparteilimiten gesetztem Vertrauen trägt das Repo-Geschäft über die Reduktion der Kredit-, Liquiditäts- und Erfüllungsrisiken zu einem stärkeren Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems und damit zu einer Verringerung der Systemrisiken am schweizerischen Finanzmarkt bei.

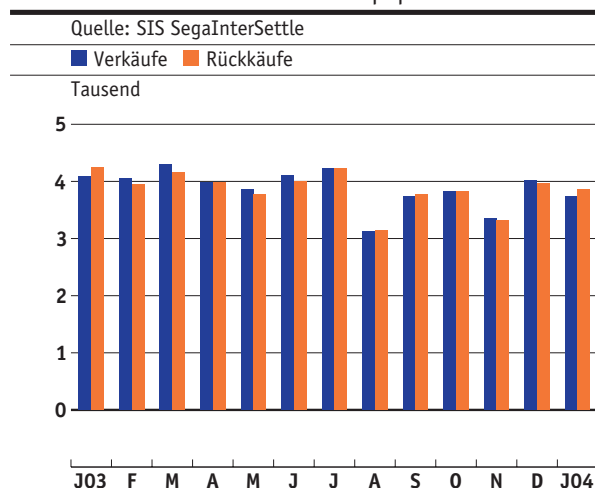
Grafik 3
Ausstehender Repo-Bestand nach Laufzeiten



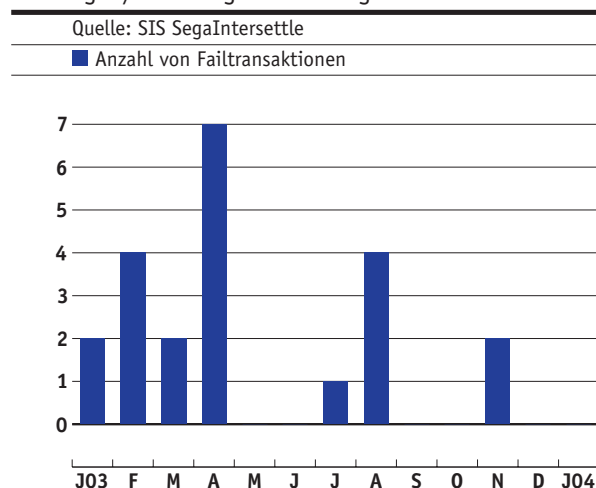
Grafik 4
Monatliche Umsätze am Repo-Interbankmarkt



Grafik 5
Verkäufe und Rückkäufe von Wertpapieren



Grafik 6
Zahlungen/Lieferungen in Verzug



1.4 Festgelder und Treuhandanlagen

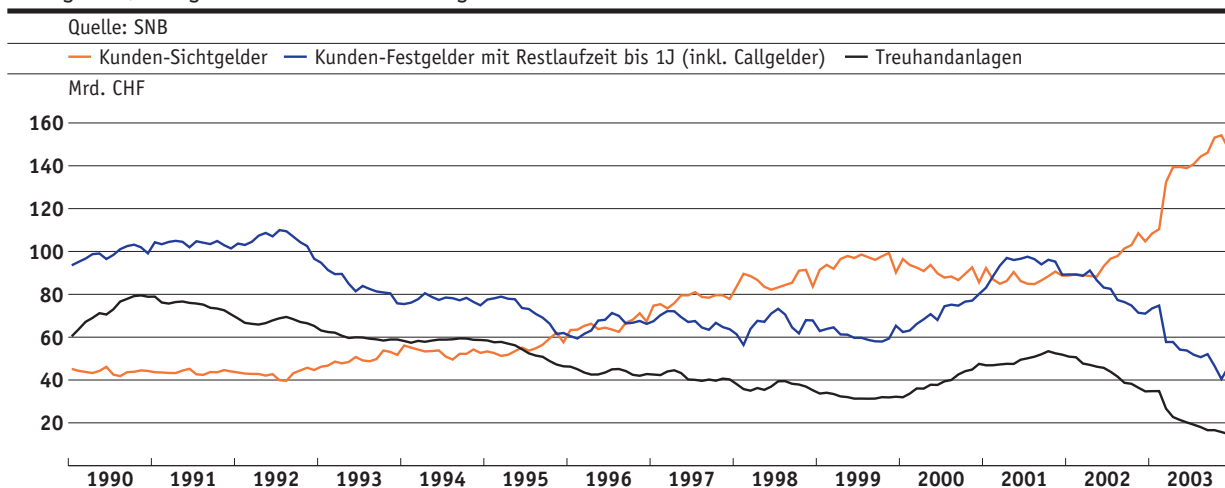
Festgelder, welche Bestandteil der Geldmenge M_3 sind, stellen Anlagen von Kunden bei Banken mit einer festen Laufzeit von zwischen 1 und 12 Monaten dar. Die Festgelder inkl. Callgelder¹⁵ inländischer Banken in sämtlichen Währungen beliefen sich Ende 2003 auf 71,0 Mrd. Franken. Der Anteil des CHF machte 65% aus. Die EUR- und USD-Anteile betragen 17% resp. 14%.

Treuhandanlagen sind Festgelder, welche eine Bank im eigenen Namen, aber auf Rechnung und Risiko eines Kunden tätigt. Treuhandanlagen erscheinen im Gegensatz zu Festgeldern nicht in der Bilanz der Bank und sind damit auch nicht Bestandteil des Geldaggregats M_3 . Treuhandanlagen werden i. d. R. bei Drittbanken im Ausland getätigt, u. a. auch bei ausländischen Filialen von Schweizer Banken. Die Attraktivität von Treuhandanlagen liegt in der Befreiung der Erträge von der Verrechnungssteuer. Bedingungen dafür sind, dass das Geld bei einer Bank im Ausland platziert wird, die Bank im Inland kein Risiko trägt und ein schriftlicher Vertrag zwischen Kunde und Bank im Inland existiert. Die vom Kunden zu entrichtende Treuhandkommission beträgt bis zu 50 BP. Teilweise bestimmen die Kunden, bei welcher Bank im Ausland das Geld angelegt werden soll. Das Kreditrisiko der Kunden lässt sich mittels Gegenparteilimiten eingrenzen. Ende 2003 beliefen sich die ausstehenden Treuhandanlagen inländischer Banken in sämtlichen Währungen auf 408,4 Mrd. Franken. Etwa 80% der Gelder stammen aus dem Ausland. Rund 90% sämtlicher Treuhandanlagen werden in USD,

EUR und CHF getätigt. Der Anteil des CHF lag Ende 2003 bei 3,6% Prozent, derjenige des EUR bei 33,1% und der USD-Anteil bei 52,3%. Ende 1990 lag der CHF-Anteil mit mehr als 20% auf dem Höchststand.

Festgelder und Treuhandanlagen unterliegen starken, zinsinduzierten Schwankungen. Grafik 7 veranschaulicht, dass die Einführung der annähernden Nullzinspolitik durch die SNB im März 2003 zu einem massiven Rückgang der Kunden-Festgelder und Treuhandanlagen geführt hat. Bis Ende Dezember 2003 bildete sich der Zinssatz für dreimonatige Festgelder auf 10 BP zurück. Festgelder inkl. Callgelder verminderten sich zwischen Ende 2002 und Ende 2003 um 35% auf 46,1 Mrd. Franken. Treuhandanlagen in CHF fielen im selben Zeitraum um 57% auf 14,8 Mrd. Franken. Ende 1990 hatten sie noch knapp 80 Mrd. Franken betragen. Wegen den tiefen Opportunitätskosten der Liquiditätshaltung wurden die Kundengelder primär auf Sicht gehalten. Zwischen Ende 2002 und Ende 2003 erhöhten sich diese um 41% auf 148,0 Mrd. Franken.

Grafik 7
Sichtgelder, Festgelder und Treuhandanlagen inländischer Banken



15 Callgelder sind Anlagen ohne festgeschriebene Laufzeit. Die Kündigungsfrist (Total- oder Teilbetrag) beträgt i. d. R. 48 Stunden. Beim Callgeld wird die Verzinsung laufend dem Marktzins angepasst. Diese Anlageform eignet sich somit bestens, wenn steigende Zinssätze erwartet werden.

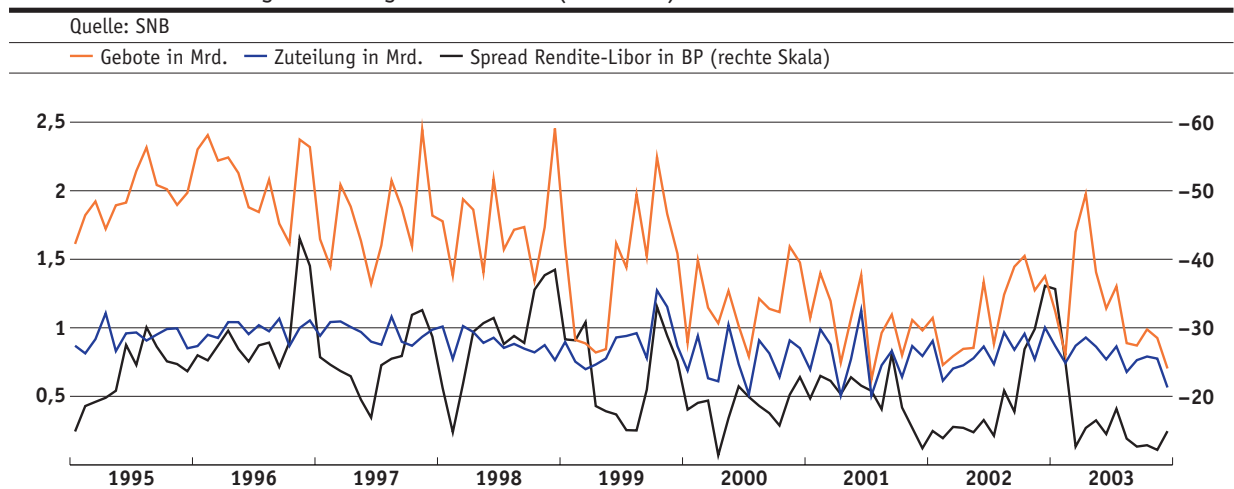
1.5 Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft

Für ihre kurzfristige Refinanzierung nimmt die Eidgenossenschaft über die Emission von Geldmarktbuchforderungen (GMBF) am Geldmarkt teil. GMBF sind auf Diskontbasis handelbare Buchforderungen, welche in einem Register eingetragen werden. Die kleinste handelbare Stückelung beträgt 50 000 Franken.

Die Emission von GMBF erfolgt wöchentlich im Auktionsverfahren über die elektronische Handelsplattform Eurex Repo. Normalerweise verfügen GMBF über eine Laufzeit von 3 Monaten, seltener von 6 oder sogar 12 Monaten. Ende 2003 belief sich der ausstehende Bestand an GMBF auf 10,7 Mrd. Franken. Dieser Betrag schwankte seit 1995 zwischen 10,2 und 17,1 Mrd. Franken. Gemäss Grafik 8 ist das Interesse an GMBF, was an der Entwicklung der Gebote abgelesen werden kann, deutlich zurückgegangen. Die durchschnittlichen Gebote bei den Auktionen dreimonatiger GMBF mit Liberierung im Dezember 2003 betragen gerade noch 0,7 Mrd. Franken. Die Verzinsung der GMBF liegt aufgrund der erstklassigen Schuldnerqualität des Bundes regelmässig unter dem entsprechenden Libor, was u.a. das geringe Interesse erklärt. In der Betrachtungsperiode ist auch die Zuteilung des Bundes tendenziell zurückgegangen.

Für den Geldmarkt in USD existiert ein umfangreicher Handel mit Treasury bills, Commercial papers, Medium-term notes, Bankers acceptances und Certificates of deposit.¹⁶ In CHF besteht kein vergleichbarer Markt. Lange Zeit war die bei Wertpapiergeschäften erhobene Stempelabgabe der Grund. 1998 wurde die Steuer auf Geldmarktpapieren allerdings mit der Revision des Stempelsteuergesetzes zwar abgeschafft. Trotzdem ist es nicht zu einem Aufleben des Handels mit Geldmarktpapieren in der Schweiz gekommen. GMBF waren bereits vor 1998 nicht der Stempelabgabe unterworfen, da sie nicht in Wertpapierform ausgegeben werden.

Grafik 8
Geldmarktbuchforderungen der Eidgenossenschaft (3 Monate)



16 Vgl. Fabozzi, Mann, Choudhry (2002, S. 1).

1.6 Derivative Geldmarktinstrumente

Tom-next index swaps, Forward rate agreements, Zins-Futures sowie Optionen auf Forward rate agreements und Zins-Futures gehören zu den derivativen Finanzinstrumenten, die von Geldmarkthändlern eingesetzt werden. Bei den derivativen Geldmarktinstrumenten ist der Basiswert ein Zinssatz.

Tom-next index swaps

Der Tom-next index swap (TOIS) ist ein Zinsderivat mit einem sehr liquiden Markt, an welchem sich nebst Banken im Inland auch international tätige Banken im Ausland beteiligen.¹⁷ Der TOIS ergänzt die von den Zinssatz-Swaps nicht abgedeckten, kürzeren Laufzeiten.¹⁸ Im Vergleich zu den entsprechenden Instrumenten in anderen Währungen ist der TOIS ein relativ junges Instrument am CHF-Geldmarkt.¹⁹

Der TOIS ist ein OTC-Geschäft.²⁰ Ein TOIS-Käufer bezahlt bei Fälligkeit einen fixen Zinsbetrag und erhält einen variablen Zinsbetrag für die vereinbarte Laufzeit. Dabei wird nur die Differenz zwischen der variablen und der fixen Zinszahlung an jene Partei übertragen, welche eine Nettoforderung gegenüber der anderen aufweist. Die variable Zinszahlung ist an einen Tom-next-Index, auch TOIS-Fixing genannt, gekoppelt. Der Tom-next-Index wird täglich aus dem Durchschnitt der Briefsätze für ungedeckte Tom-next-Gelder von 30 Banken gebildet. Die 3 höchsten und 3 tiefsten Zinssätze werden aus der Durchschnittsbildung entfernt. Im Gegensatz zum Zinssatz-Swap wird die variable Zinszahlung anhand der aufgelaufenen, täglich zum Tom-next-index reinvestierten Zinsen berechnet. Die Geld- und Briefsätze, auf welchen die fixe Zinszahlung beruht, werden für verschiedene Laufzeiten von den Market makern gestellt. TOIS können auch auf Termin abgeschlossen werden.

Da die Kapitalbeträge nicht ausgetauscht werden, bezieht sich das Kreditrisiko lediglich auf die Nettoforderung bzw. Nettoverpflichtung. Die Laufzeiten betragen 1 Woche bis 2 Jahre. Das Instrument ist besonders für Cash manager interessant, die sich gegen Zinsbewegungen am vorderen Ende der Zinskurve absichern möchten. Repo- und Depot-Geschäfte sowie Zinskongruenzen zwischen der Aktiv- und Passivseite können durch TOIS abgesichert werden. Mit dem Kauf eines TOIS wird z. B. ein täglich refinanzierter Tagesgeld-Kredit aus der Sicht des Kreditnehmers für die entsprechende TOIS-Laufzeit gegen steigende Tagesgeldsätze abgesichert. TOIS dienen auch dem Aufbau spekulativer Positionen.

Der TOIS-Handel wurde 1998 aufgenommen. Gemessen am Buchvolumen ist TOIS das liquideste Zinsderivat am CHF-Geldmarkt. Das ausstehende Buchvolumen in den Handelsbüchern von 16 Market makern betrug 2001 durchschnittlich 490,6 Mrd. Franken.²¹ Der Handel findet telefonisch oder über Handelsplattformen wie Reuters Dealing statt.

Sowohl Banken als auch Broker stellen regelmässig Geld- und Briefsätze für TOIS. Der Spread zwischen den gestellten Geld- und Briefsätzen beträgt etwa 3 bis 4 BP.

Forward rate agreements

Ein Forward rate agreement (FRA) ist ein OTC-Geschäft, dessen Bedingungen von den Gegenparteien ausgehandelt werden.²² Die Kontraktlaufzeit beginnt am Abwicklungstag, nämlich an einem von den Gegenparteien am Abschlusstag vereinbarten zukünftigen Termin. Bei einem «3 auf 6 Monate FRA» z. B. beginnt die dreimonatige Kontraktlaufzeit in 3 Monaten. Ein FRA-Käufer erhält am Abwicklungstag die abdiskontierte Differenz zwischen dem Referenzsatz und dem am Abschlusstag vereinbarten FRA-Satz, bezogen auf den Nominalbetrag. Der Referenzsatz (i. d. R. Libor) wird am Fixing-Tag, welcher normalerweise 2 Handelstage vor dem Abwicklungstag liegt, festgelegt. Die Ausgleichszahlung wird abdiskontiert, da diese zu Beginn der Kontraktlaufzeit übertragen wird. Die Handelsbedingungen für den FRA-Markt werden von der British Banker's Association (BBA) festgelegt.

Durch den Kauf (Verkauf) eines FRA kann ein zukünftiger Kredit (eine zukünftige Anlage) gegen steigende (sinkende) Zinsen abgesichert werden. Der Kauf eines FRA (Eingehen einer FRA-Longposition) erlaubt auch, auf steigende Zinsen zu spekulieren (sofern ein Geldmarkthändler der Meinung ist, dass der Referenzsatz am Fixing-Tag über dem heute gültigen Terminzinssatz liegen wird). Künftige Kredite und Anlagen können ebenfalls über Optionen auf den Kauf oder Verkauf eines FRA abgesichert werden.

Beim CHF-Markt für FRA handelt es sich um einen liquiden Markt. Gemäss Umfragen der BIZ sank jedoch das ausstehende Buchvolumen zwischen 1998 und 2001 von 483,8 Mrd. Franken auf 261,1 Mrd. Franken (jeweils Ende Juni). Deren Marktwert ermässigte sich in der gleichen Periode von 758 Mio. Franken auf 521 Mio. Franken.²³ FRA-Sätze werden von Banken und Brokern gestellt. Wie TOIS werden auch FRA über das Telefon oder Handelssysteme wie Reuters Dealing gehandelt. Die Bid-ask-spreads betragen etwa 2 bis 4 BP.

17 Vgl. Trauth (2002).

18 Bei einem Zinssatz-Swap handelt es sich um ein Kapitalmarktinstrument. Die variablen Sätze basieren i. d. R. auf dem Libor.

19 An den ausländischen Märkten haben Overnight index swaps (OIS) die von den Zinssatz-Swaps

nicht abgedeckten, kürzeren Laufzeiten ergänzt. Das entsprechende Instrument am Geldmarkt in EUR basiert auf dem EONIA (Euro ON index average). Dieser Zinssatz ist ein mit den ungedeckten Transaktionen am Interbankmarkt gewichteter ON-Index.

Etwa 50 Banken beteiligen sich am EONIA-Fixing, welches von der Europäischen Zentralbank (EZB) berechnet wird.

20 OTC bedeutet Over-the-counter. Ein OTC-Geschäft zeichnet sich durch folgende Merkmale aus: nicht-standardisiertes Ver-

fallsdatum, nicht börsengehandelt, keine zentrale Gegenpartei.

21 Vgl. Trauth (2002, S. 36).

22 Vgl. Fabozzi, Mann, Choudhry (2002, S. 221-228).

23 Vgl. Bank for International Settlements (1999 und 2002).

Zins-Futures

Bei einem Zins-Futures handelt es sich ebenfalls um ein Termingeschäft, jedoch um eine standardisierte Version eines FRA. Das Instrument lässt sich zur Absicherung oder zu spekulativen Zwecken einsetzen. Eine Absicherung gegen steigende (sinkende) Zinsen erfolgt durch den Verkauf (Kauf) von Zins-Futures. Futures auf CHF-Zinssätze und die entsprechenden Optionen werden am anonymen Markt der Londoner Börse Liffe (London International Financial Futures and Options Exchange) gehandelt, welche zur Euronext-Gruppe gehört. Der Futures-Handel erfolgt auf der elektronischen Plattform Liffe Connect.²⁴ Die Standardisierung erhöht die Marktliquidität und die Preistransparenz. Als zentrale Gegenpartei garantiert das London Clearing House (LCH) sämtliche Handelsabschlüsse. Die Abwicklung erfolgt ebenfalls durch das LCH. Handelsaufträge werden in ein zentrales Orderbuch eingegeben. Der Abschluss erfolgt über ein automatisches Matching. Die Positionen der Gegenparteien werden täglich neu bewertet (Mark-to-market-Prinzip). Auf täglicher Basis werden dem Margin-Konto Positionsgewinne gutgeschrieben und Positionsverluste belastet (Variation margin). Eine jeweils von einem Clearing-Mitglied zu entrichtende Initial margin bietet dem LCH Schutz gegen Verluste im Zusammenhang mit dessen Ausfall. Fällt der Kontostand unter die Maintenance margin – die Mindestsicherheit, die jederzeit eingehalten werden muss –, muss der Differenzbetrag einbezahlt werden. Aufgrund des zentralen Nettings können die Margenausgleichsforderungen verringert werden. Die Zins-Futures haben i. d. R. einen vierteljährlichen Verfallsrhythmus: März, Juni, September und Dezember.

Das ausstehende Buchvolumen ist seit 2001 kontinuierlich auf 277,5 Mrd. Franken Ende Januar 2004 angestiegen.

²⁴ Vgl. www.liffe.com.

2 Teilnehmer am Frankengeldmarkt

2.1 SNB

Die SNB versorgt die Banken praktisch täglich über Repo-Geschäfte mit Liquidität. Repos werden normalerweise morgens im Auktionsverfahren oder im Laufe des Tages auf bilateraler Basis abgeschlossen. Die Liquidität wird den Banken auf unverzinslichen Giro Guthaben, welche die Banken bei der SNB halten, gutgeschrieben. Der Bedarf an Giro Guthaben (am Tagesende) wird in erster Linie durch die im Nationalbankgesetz enthaltenen Mindestreservevorschriften bestimmt. Danach haben die Banken bestimmte kurzfristige Verbindlichkeiten durch Münzen, Banknoten und Giro Guthaben bei der SNB zu decken. Da Liquidität nur über Repo-Geschäfte mit Laufzeiten zwischen Overnight und 3 Wochen bereitgestellt wird, bildet sich die Nachfrage der Banken immer wieder von neuem. Ein weiterer Teil der Nachfrage ist auf den Zahlungsverkehr sowie auf das Bedürfnis nach Vorsichtskasse zurückzuführen. Seit 1999 offeriert die SNB Repo-Liquidität im Rahmen der Innertagsfazilität (Intraday-Repos). Diese Fazilität deckt den Grossteil der aus dem Zahlungsverkehr resultierenden Nachfrage nach Giro Guthaben. Die von der SNB bereitgestellte Liquidität wird auf dem Interbankmarkt weitergehandelt.

Die Zinssätze am Geldmarkt werden vom Preis und von der Menge der von der SNB zugeführten Liquidität beeinflusst. Weiter bestimmen Liquiditätsnachfrage und -verteilung, Laufzeit, Zinserwartungen, gelieferte Sicherheiten (Collaterals) und Bonität der Marktteilnehmer die Zinssätze. Der geldpolitisch relevante Zinssatz am Frankengeldmarkt ist der dreimonatige Libor, für welchen die SNB ein Zielband festlegt. Der Libor wird von der SNB indirekt über die Festlegung der Repo-Sätze und die Höhe der Giro Guthaben gesteuert.²⁵ Weil monetäre Impulse über den Geldmarkt übertragen werden, ist die SNB bestrebt, am Geldmarkt auftretende, nicht erwünschte Ungleichgewichte auszugleichen. Ihr Ziel ist ein liquider, reibungslos funktionierender Repo-Markt.

Seit dem Jahr 2000 tätigt die SNB zur Steuerung des Libors ausschliesslich Repo-Geschäfte, nachdem früher Devisenswaps (v. a. USD gegen CHF) das wichtigste geldpolitische Instrument dargestellt hatten.

²⁵ Vgl. Veyrassat (2001) für eine nähere Umschreibung der Steuerung des dreimonatigen Libors durch die SNB.

2.2 Geschäftsbanken

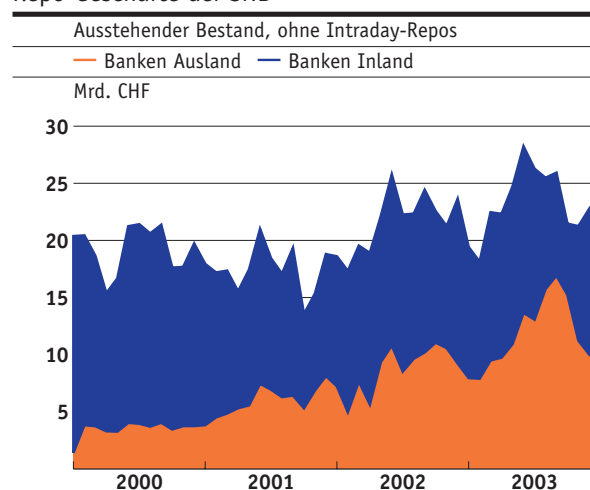
Die Geschäftsbanken im In- und Ausland bilden die wichtigste Teilnehmergruppe am Geldmarkt. Der grösste Teil des Umsatzes zwecks Ausgleich der Zahlungsströme am Interbankmarkt erfolgt in den kurzen Laufzeiten, insbesondere im Overnight und Tom-next. Die Schweizer Grossbanken, die wichtigsten Kantonalbanken sowie eine Vielzahl grösserer europäischer Banken dominieren den Tagesgeldhandel in Franken. Nur Banken, die über eine bestimmte Mindestbonität verfügen und deren Namen im Markt bekannt ist, werden am ungesicherten Geldmarkt als Gegenparteien akzeptiert. Teilnehmern am Geldmarkt mit tiefem Rating, wenig bekannten Banken sowie Instituten, die das Vertrauen anderer Marktteilnehmer nicht geniessen, steht dagegen in der Regel nur der Repo-Markt offen. Banken haben für ungedeckte Darlehen mehrheitlich einen dem Libor entsprechenden Zinssatz zu bezahlen. Die Refinanzierung über Repos geschieht dagegen zu Sätzen unter Libor.

Nicht nur Banken im Inland, sondern auch im Ausland niedergelassene Banken weisen einen regelmässigen CHF-Liquiditätsbedarf auf. Banken im In- und Ausland steht der Zugang zur Liquidität der SNB offen. Seit 1999 akzeptiert die SNB auch in Euro denominierte Collaterals, sofern gewisse Bedingungen erfüllt sind.²⁶ Eurex Repo-Teilnehmer können an den Repo-Auktionen partizipieren, Intraday-Repos abschliessen und die Engpassfinanzierungs-Fazilität in Anspruch nehmen.²⁷

Im Jahr 2003 schlossen insgesamt 66 Banken Interbanktransaktionen über die Repo-Handelsplattform Eurex Repo ab. Davon befanden sich 12 Banken im Ausland, welche 21% des durchschnittlich ausstehenden Bestandes am Interbankmarkt für CHF-Repo-Geschäfte ausmachten. Im selben Jahr war der Anteil der Banken im Ausland an den Repo-Transaktionen der SNB (ohne Intraday-Repos) mit 51% sogar deutlich höher als am Interbankmarkt. Grafik 9 veranschaulicht den zunehmenden Anteil der Banken im Ausland am ausstehenden Bestand der Repo-Geschäfte der SNB (ohne Intraday-Repos).

Die CHF-Refinanzierung der Banken im Ausland erfolgt indessen primär über Devisenswaps gegen USD und Depot-Geschäfte. Die Banken im Ausland partizipieren u.a. dann an den Repo-Auktionen der SNB, wenn Arbitragemöglichkeiten gegenüber dem Geldmarkt in Euro gegeben sind. Die CHF-Gelder werden dann über Devisenswaps in die entsprechende Währung getauscht. Einerseits kann eine vermehrte Refinanzierung über Repos der SNB dazu beitragen, die Abhängigkeit der Banken im Ausland von ihren Schweizer Korrespondenzbanken zu reduzieren. Zudem könnten allfällige ernsthafte Liquiditätsrisiken der im Ausland niedergelassenen Banken dank SNB-repofähigen Collaterals vermindert werden. Andererseits liessen sich die Kreditrisiken der Schweizer Korrespondenzbanken über ein selbstständiges CHF-Liquiditätsmanagement der Banken im Ausland verringern.

Grafik 9
Repo-Geschäfte der SNB



²⁶ Vgl. Abschnitt 1.3.

²⁷ Die Engpassfinanzierungs-Fazilität kann entweder durch den traditionellen Lombardkredit oder das Repo-Geschäft zum Sondersatz beansprucht werden. Der Lombardkredit wird bis Ende

2005 vollständig durch das Repo-Geschäft zum Sondersatz abgelöst. Der Sondersatz liegt 2 Prozentpunkte über dem Zinsniveau für Tagesgeld (vgl. www.snb.ch).

2.3 Broker, kommerzielle Bankkunden und Eidgenössische Finanzverwaltung

Broker vermitteln zwischen Anbietern von und Nachfragern nach Geldmarktliquidität, Zinsrisiko-Exposure und -Hedging, ohne dabei selber Positionen einzugehen. Der Trend zur Verringerung von Gegenparteilimiten bei ungedeckten Geldmarktanlagen zwingt die Broker, vermehrt Geschäfte mit derivativen Finanzinstrumenten zu vermitteln. Weil aber Broker Gefahr laufen, wegen des zunehmenden Einsatzes elektronischer Handelsplattformen verdrängt zu werden, halten sie Ausschau nach neuen Geschäftsfeldern wie z.B. der Strukturierung komplexer Finanztransaktionen. Auch versuchen Broker vermehrt, Nicht-Banken als Kunden zu akquirieren.

Kommerzielle Bankkunden treten am Geldmarkt zur Durchführung des Liquiditätsmanagements auf. Industrieunternehmen und institutionelle Anleger platzieren hier überschüssige Liquidität oder refinanzieren sich kurzfristig. Die eingesetzten Geldmarktinstrumente sind Devisenswaps, Depot-Geschäfte, Repo-Geschäfte und auch Derivate. Das bezüglich Anzahl Geschäfte meistbenutzte Instrument ist der Devisenswap, gefolgt vom Depot-Geschäft. Für ungedeckte Darlehen haben kommerzielle Kunden je nach Rating üblicherweise einen entsprechenden Aufschlag zum Libor zu bezahlen.

Ein weiterer Marktteilnehmer ist die Eidgenössische Finanzverwaltung. Sie tritt im Gegensatz zur Postfinance jedoch nicht selbstständig am Geldmarkt auf, sondern hat die SNB damit beauftragt. Einerseits vermittelt die SNB Geldmarktkredite für den Bund zur Deckung der aus dem Liquiditätsmanagement resultierenden Shortpositionen, andererseits platziert der Bund Geldmarktanlagen bei der SNB. Die SNB verzinst Bundesanlagen zu marktüblichen Zinssätzen für die entsprechenden Laufzeiten. Die Girobestände des Bundes werden bis zu 600 Mio. Franken zum Tagesgeldsatz verzinst. Daneben führt die SNB die Auktionen der GMBF des Bundes sowie die Emissionen Eidgenössischer Anleihen über die elektronische Repo-Handelsplattform durch.

3 Schlussbemerkungen

Das Umfeld ausserordentlich tiefer Geldmarktzinsen im Jahre 2003 hat die Aktivitäten am Frankengeldmarkt gedämpft. Dagegen haben verschiedene Neuerungen den Geldmarkt in den letzten Jahren bereichert. Gegenwärtig kann eine Zunahme des Anteils gedeckter Transaktionen im kurzfristigen Liquiditätsmanagement und ein entsprechender Rückgang des Geschehens am Depot-Markt beobachtet werden. Die Bedeutung von Collaterals zur Absicherung der Kredit- und Liquiditätsrisiken wird von den Banken zunehmend wahrgenommen. Die am Depot-Markt eingegangenen Risiken und die dabei anfallenden Eigenmittelkosten dürften über die geltenden Marktpreise nicht immer adäquat abgegolten werden. Dennoch dominieren im kurzfristigen Liquiditätsmanagement immer noch Devisenswaps und Depot-Geschäfte. Voraussetzung eines weiteren Ausbaus des Repo-Geschäfts sind eine noch grössere Beachtung der Kredit- und Liquiditätsrisiken, ein verstärkter Einsatz von Systemen für das Collateral-Management und die Zusammenarbeit zwischen den Kapital- und Geldmarktabteilungen in den Banken. Letztere schafft die Grundlage für den Einsatz ungenutzter Collaterals zur Liquiditätsbeschaffung. Die Aktivierung von Collaterals ermöglicht die jederzeitige Refinanzierung entweder am Interbankmarkt oder bei der SNB. Mit der elektronischen Handelsplattform Eurex Repo, den Triparty-Dienstleistungen der SIS und dem SIC verfügt der Frankengeldmarkt über eine moderne Infrastruktur, welche einen effizienten Repo-Handel ermöglicht. Aufgrund der internationalen Bedeutung des Frankens dürften im Ausland niedergelassene Banken, die in derivativen Geldmarktinstrumenten bereits sehr aktiv sind, auch am Interbankmarkt für Repos in Zukunft vermehrt teilnehmen.

4 Quellen

Bank for International Settlements. 2002. *Triennial Central Bank Survey – Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*.

Bank for International Settlements. 1999. *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998*.

Bank for International Settlements. 1996. *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995*.

Fabozzi, Frank J., Steven V. Mann und Moorad Choudhry. 2002. *The Global Money Markets*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Moody's. 2004. *Default & Recovery Rates of Corporate Bond Issuers*.

Trauth, Thomas. 2002. Tom-Next Index Swaps (TOIS). The Swiss Fixed Income Market. Credit Suisse First Boston: 36–38.

Veyrassat, Antoine. 2001. Steuerung der Geldmarktsätze durch die Schweizerische Nationalbank. *Financial Markets and Portfolio Management* 15: 344–362.

Veyrassat, Antoine. 2003. Der Repo-Markt in Franken gewinnt an Bedeutung. *ClearIT* 16: 8–9.

www.bba.org.uk

www.liffe.com

Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte am 16. September 2004 das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 0,25%–1,25%. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,75% zu halten.

Herausgeber

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüninger WBG, Zürich

Satz

Visiolink AG, Zürich

Druck

Meier Waser Druck AG, Feuerthalen

Copyright

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet
Belegexemplare erwünscht

Abonnemente, Einzelexemplare und Adressänderungen

Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8,
Postfach, CH-8022 Zürich, Fax: +41 44 631 81 14,
E-Mail: library@snb.ch. Adressmutationen sind ebenfalls der
Bibliothek, library@snb.ch, zu melden.
Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint
separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer
Sprache (ISSN 1423-3797).

Preis

Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–).
Für die Abonnenten des Statistischen Monatshefts: Fr. 15.– pro
Jahr (Ausland: Fr. 20.–).
Preise Inland inkl. 2,4% MWSt.
Postkonto 80-148-3

Internet

<http://www.snb.ch>

