

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



Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Juni

2/2005

23. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht
6	Bericht über die Geldpolitik
40	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
44	Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank vom 29. April 2005 Hansueli Raggenbass
50	Referat an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank vom 29. April 2005 Jean-Pierre Roth
56	Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies: Zusammenfassungen
60	Geld- und währungspolitische Chronik

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die Weltwirtschaft blieb im ersten Halbjahr 2005 auf einem moderaten Wachstumspfad. Eine wichtige Stütze bildete das kräftige Wachstum der amerikanischen Wirtschaft. Die Eurozone und Japan vermochten zwar die Flaute des vierten Quartals 2004 zu überwinden, doch war das Wirtschaftswachstum unausgeglichen und fragil. Die Abschwächung des weltwirtschaftlichen Wachstums ist zu einem grossen Teil auf die massive Verteuerung des Erdöls zurückzuführen.

In der Schweiz stagnierte das reale BIP im ersten Quartal annähernd gegenüber der Vorperiode. Enttäuschend entwickelten sich insbesondere die Exporte, während die Binnennachfrage nach dem Rückgang in der Vorperiode wieder leicht zunahm. Zu Beginn des zweiten Quartals begann sich die Konjunkturlage etwas aufzuhellen. Die Exporte und Importe zogen an und die Unternehmensumfragen verschlechterten sich nicht mehr weiter. Die Arbeitslosenquote verharrte indessen bis Mai bei 3,8%.

Die Schweizerische Nationalbank beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 16. Juni 2005, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,25%–1,25% zu belassen. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,75% zu halten.

Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte (S. 40)

Aus den in den Monaten März bis Mai 2005 geführten Gesprächen mit rund 140 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich insgesamt ein zufrieden stellendes Konjunkturbild. Im Vergleich zur vorangegangenen Gesprächsrunde war über die gesamte Wirtschaft betrachtet eher eine konjunkturelle Besserung als eine Verschlechterung zu erkennen. Dahinter verbergen sich allerdings nach wie vor beträchtliche branchenmässige Unterschiede.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 44)

Der Präsident des Bankrates der SNB, Hansueli Raggenbass, informierte an der Generalversammlung vom 29. April zuerst über den Jahresabschluss 2004 und stellte dann einige Überlegungen zu den längerfristigen Ertragserwartungen an. Das Jahresergebnis 2004 war mit 21,6 Mrd. Franken aussergewöhnlich hoch, da die Rückstellung, die dem Erlös aus dem Ver-

kauf von 1300 Tonnen Gold entspricht, aufgelöst und zur Ausschüttung freigegeben wurde. Der Bruttoerfolg lag dagegen deutlich unter dem Vorjahresergebnis. Mit Berücksichtigung des Betriebsaufwandes und der Entnahme aus der Rückstellung für die Abtretung der Freien Aktiven sowie nach Abzug der benötigten Mittel für die Erreichung des angestrebten Bestands an Rückstellungen resultierte sogar ein Verlust. Zur Deckung dieses Verlustes und zur Vornahme der vereinbarten Ausschüttung an Bund und Kantone mussten der Ausschüttungsreserve 3,3 Mrd. Franken entnommen werden, die damit auf noch knapp 7 Mrd. Franken schrumpfte. Dies zeigt, dass die aktuellen Gewinnausschüttungen erheblich über dem Gewinnpotenzial der SNB liegen. Insgesamt rechnet die SNB längerfristig mit einer nominellen Rendite von leicht unter 3% auf ihren Aktiven. Nach der gesetzlich vorgeschriebenen Zuweisung an die Rückstellungen und den Kosten für den laufenden Betrieb dürfte daraus knapp 1 Mrd. Franken an ausschüttbaren Erträgen pro Jahr übrig bleiben.

Der Präsident des Direktoriums, Jean-Pierre Roth, nahm nach einem Rückblick auf die Wirtschaftsentwicklung und die Geldpolitik im Jahre 2004 das Thema der Gewinnausschüttung wieder auf und äusserte sich in diesem Zusammenhang auch zur KOSA-Initiative. Diese Initiative, die wahrscheinlich im nächsten Jahr zur Abstimmung kommt, sieht vor, dass vom jährlichen Reingewinn der SNB eine Milliarde den Kantonen zukommen und der Rest in die AHV fliessen soll. Sie bedroht die Unabhängigkeit der SNB, indem zwischen den Gewinnen der SNB und der Finanzierung eines wichtigen Pfeilers der schweizerischen Sozialversicherung eine direkte Verbindung geschaffen wird. Diese könnte die SNB dazu zwingen, ihre Reserven nicht im Sinne ihres geldpolitischen Auftrags, sondern im Hinblick auf grösstmögliche Erträge zu verwalten. Die internationale Glaubwürdigkeit der SNB und damit auch die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik würden dadurch geschwächt. Vor allem aber geht die KOSA-Initiative davon aus, die SNB könne jedes Jahr weit über 1 Mrd. Franken Gewinn erzielen. Wie bereits die Ausführungen des Bankratspräsidenten gezeigt haben, ist dies eine Illusion.

Swiss National Bank Working Papers (S. 56)

Zusammenfassung des Aufsatzes von Hasan Bakhshi, Hashmat Khan und Barbara Rudolf, «The Phillips curve under state-dependent pricing», Swiss National Bank Working Paper No. 1, 2005.

Bericht über die Geldpolitik

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte Juni 2005 bekannt wurden. Die Teile 1 bis 3 wurden für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2005 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
21	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
35	3.5 Kredite
36	4 Die Inflationsprognose der SNB
36	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
38	4.2 Inflationsprognose 2. Quartal 2005 bis 1. Quartal 2008
37	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 Juni 2005 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 16. Juni 2005.

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

Überblick

Die Weltwirtschaft blieb im ersten Halbjahr 2005 auf dem moderaten Wachstumspfad, auf den sie nach der markanten Beschleunigung im Winterhalbjahr 2003/2004 eingeschwenkt war. Eine wichtige Stütze bildete das kräftige Wachstum der amerikanischen Wirtschaft. Die Eurozone und Japan vermochten zwar die Flaute des vierten Quartals 2004 zu überwinden, doch war das Wirtschaftswachstum unausgeglichen und fragil. Mit Ausnahme von China wiesen auch die asiatischen Industrieländer ein verlangsamtetes Wirtschaftswachstum auf.

Die Aussichten für das weltwirtschaftliche Wachstum sind verhalten optimistisch. Während die amerikanische Wirtschaft weiterhin kräftig wachsen dürfte, kann für Europa mit einer allmählichen konjunkturellen Besserung gerechnet werden. Stützend wirken insbesondere die tiefen Realzinsätze. Zudem hat sich beim privaten Konsum und bei den Investitionen ein beträchtlicher Nachholbedarf aufgestaut. Die Entwicklung des Erdölpreises und des Dollarkurses stellen indessen nach wie vor bedeutende Konjunkturrisiken dar.

In der Schweiz erfüllte sich die Hoffnung auf eine rasche Überwindung der Wachstumsschwäche nicht. Das reale BIP stagnierte im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode, nachdem es im vierten Quartal leicht gesunken war. Im Vorjahresvergleich sank das BIP-Wachstum von 1,2% auf 0,7%. Enttäuschend entwickelten sich insbesondere die Exporte.

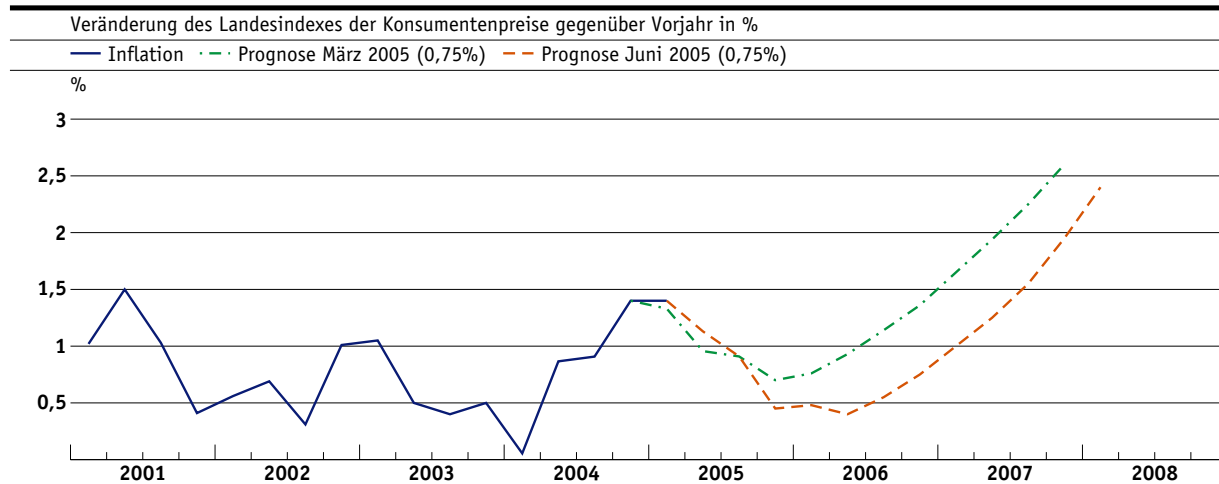
Gegen Ende des Quartals begann sich indessen eine leichte Besserung abzuzeichnen, die eine Überwindung der konjunkturellen Schwächephase im zweiten Quartal erwarten lässt. Die Exporte und Importe zogen im März und April an und die Unternehmen rechneten für die nächsten drei Monate wieder mit verstärkt steigenden Bestellungen. Eine zuversichtlichere Konjunktüreinschätzung ergab sich auch aus den Unternehmensgesprächen der Delegierten der SNB für regionale Wirtschaftskontakte, die eher eine konjunkturelle Besserung als eine Verschlechterung erkennen liessen.

Infolge des schwachen ersten Quartals rechnet die SNB für das gesamte Jahr mit einem Wachstum des realen BIP in der Grössenordnung von 1,0%. Sie nahm damit die Prognose gegenüber der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom März 2005 um einen halben Prozentpunkt zurück. Auch die neue Prognose setzt indessen voraus, dass das Wachstum im zweiten Halbjahr 2005 deutlich anzieht. Dies hängt zu einem erheblichen Teil davon ab, ob die Konjunkturlage in der Eurozone wie erwartet Tritt fasst.

Die Inflationsaussichten haben sich seit der Lagebeurteilung vom März nochmals leicht verbessert. Vor diesem Hintergrund beschloss die SNB an der geldpolitischen Lagebeurteilung vom 16. Juni 2005, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0,25%–1,25% zu belassen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes um 0,75% zu halten. Die SNB setzt damit ihren bisherigen geldpolitischen Kurs vorerst fort. Sie nützt ihren Spielraum, um die Konjunktur weiterhin zu stützen. Die Preisstabilität dürfte dabei längerfristig gewährleistet sein.

Die Inflationsprognose vom Juni 2005, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 0,75% beruht, beträgt für das laufende Jahr 1,0% und für das Jahr 2006 0,5%. Wegen des nochmals verzögerten Konjunkturaufschwungs bleibt die zu erwartende Teuerung auch in der mittleren Frist gering. Die prognostizierte Inflation zieht zwar gegen Ende von 2006 an, bleibt aber tiefer als in der März-Prognose. Ende 2007 steigt sie über die Marke von 2%, was eine Verletzung der Preisstabilität bedeuten würde. Wenn sich die Wirtschaftsaussichten verbessern, ist deshalb eine Korrektur des seit langem expansiven geldpolitischen Kurses der SNB notwendig.

Inflationsprognose März 2005 mit Libor 0,75% und Juni 2005 mit Libor 0,75%



Inflationsprognose Juni 2005, Libor 0,75%

	2005	2006	2007
Durchschnittliche Jahresinflation in %	1,0	0,5	1,4

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Weltwirtschaft blieb im ersten Halbjahr 2005 auf dem moderaten Wachstumspfad, auf den sie nach der markanten Beschleunigung im Winterhalbjahr 2003/2004 eingeschwenkt war. Eine wichtige Stütze bildete das kräftige Wachstum der amerikanischen Wirtschaft. Die Eurozone und Japan vermochten zwar die Flaute des vierten Quartals 2004 zu überwinden, doch war das Wirtschaftswachstum unausgeglichen und fragil. Mit Ausnahme von China wiesen auch die asiatischen Industrieländer ein verlangsamtes Wirtschaftswachstum auf.

Die im Laufe von 2004 eingetretene Abschwächung des weltwirtschaftlichen Wachstums ist zu einem grossen Teil auf die massive Verteuerung des Erdöls zurückzuführen. In Europa wirkte zudem die Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar bremsend. Beide Faktoren stellen nach wie vor bedeutende Konjunkturrisiken dar. Der Erdölpreis blieb bis zuletzt ausgesprochen volatil. Angesichts des hohen aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichts in den USA droht auch weiterhin die Gefahr einer erneuten Dollarbaisse. Konjunkturstützend wirken dagegen die weltweit tiefen Realzinssätze.

USA als Konjunkturlokomotive

In den USA wuchs das reale BIP im ersten Quartal mit 3,5% eine Spur schwächer als im zweiten Halbjahr 2004. Während die hohen Erdölpreise das kräftige Wachstum des privaten Konsums bremsen und die Investitionen auf hohem Niveau an Schwung

verloren, zogen die Exporte an. Zum starken Exportwachstum trug die deutliche Abschwächung des Dollars in den Jahren 2002 bis 2004 bei.

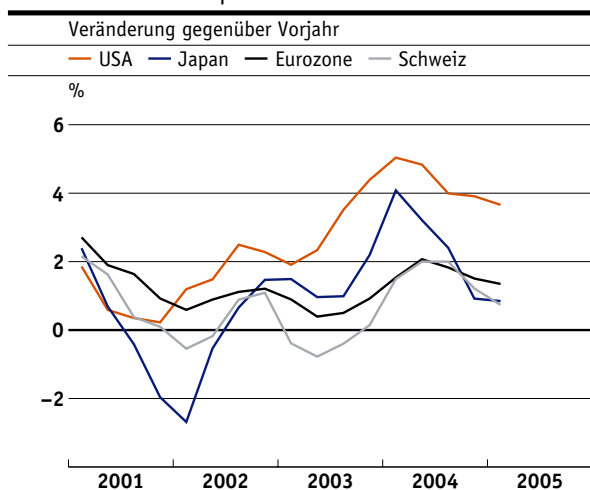
Die Konjunkturaussichten bleiben für die USA günstig. Die Investitionstätigkeit wird weiterhin durch solide Unternehmensgewinne gestützt und die steigende Beschäftigung sollte dem privaten Konsum neue Impulse verleihen. Infolge der gestiegenen kurzfristigen Zinssätze dürfte sich die konjunkturelle Dynamik indessen nicht weiter verstärken. Darauf deutet insbesondere die Entwicklung des Einkaufsmanager-Index (PMI) für den Industriesektor hin, der sich in den letzten Monaten von einem hohen Stand aus deutlich zurückbildete.

Verhaltende Konjunkturaussichten für die Eurozone

Die Eurozone verzeichnete einen guten Start in das neue Jahr. Das reale BIP erhöhte sich im ersten Quartal um 2,0% gegenüber der Vorperiode, verglichen mit 0,6% im vierten Quartal 2004. Das Wachstum stützte sich allerdings hauptsächlich auf einen stark positiven Beitrag des Aussenhandels, der sich als Folge sinkender Importe ergab.

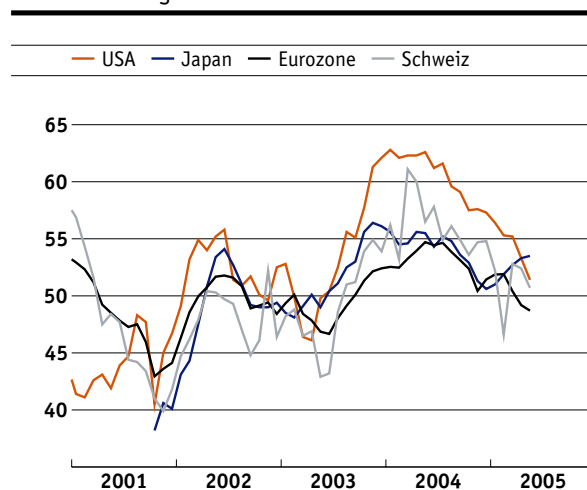
Die wirtschaftliche Entwicklung in den drei grössten Ländern der Eurozone bot ein uneinheitliches Bild. Nach dem leichten Rückgang im vierten Quartal zog das Wirtschaftswachstum in Deutschland dank kräftig steigender Ausfuhren an (4,2%). Dagegen verlor die Konjunktur in Frankreich an Schwung, während Italien zum zweiten Mal in Folge einen Rückgang des realen BIP aufwies.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

Die Konjunkturumfragen für die Eurozone haben sich in den letzten Monaten tendenziell wieder verschlechtert. Der Bestellungseingang in der Industrie nahm ab und die Erwartungen der Produzenten trübten sich ein, so dass für das zweite Quartal wieder mit einem geringeren Wachstum gerechnet werden muss. Besonders ausgeprägt war die konjunkturelle Abschwächung in Deutschland, Frankreich und Italien.

Die Aussichten für die zweite Jahreshälfte sind dennoch verhalten optimistisch. Konjunkturstützend wirken insbesondere die Zinssätze, die sich seit längerer Zeit auf einem historisch tiefen Niveau befinden. Zudem hat sich beim privaten Konsum und bei den Investitionen ein beträchtlicher Nachholbedarf aufgestaut.

Schwächere Konjunktur in Asien

Nachdem die Konjunkturerholung in Japan im Jahre 2004 ins Stocken geraten war, nahm das reale BIP im ersten Quartal 2005 überraschend kräftig zu (5,3%). Zum Wachstumsschub trugen vor allem Nachfrageeffekte beim privaten Konsum bei. Die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf bleiben jedoch verhalten. Aus dem Ausland kommen zurzeit nur schwache Impulse und die Binnennachfrage dürfte sich gemäss den jüngsten Umfragen kaum nachhaltig beleben.

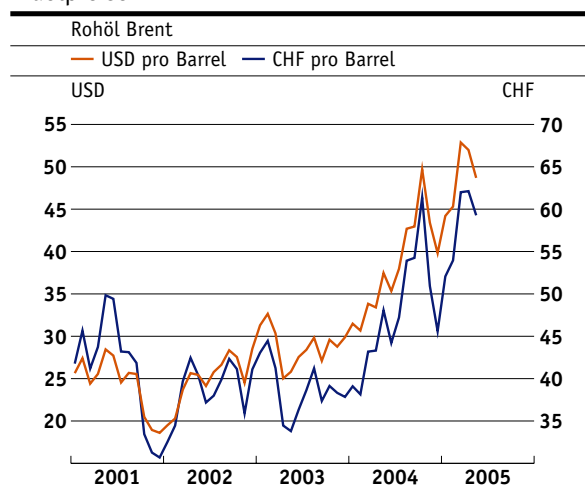
Infolge des schwächeren Wachstums der Weltwirtschaft kühlte sich die Konjunktur auch in den Industrieländern Asiens ab. Besonders stark litt der sehr zyklische IT-Sektor, auf den in vielen Ländern ein erheblicher Teil der Exporte entfällt. In den letzten Monaten schwächte sich zudem die Nachfrage aus China deutlich ab.

Geringer Teuerungsanstieg

Die steigenden Erdölpreise wirkten sich in den meisten Industrieländern nur wenig auf die Teuerung aus. In den USA stieg die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuering von 2,9% im Januar auf 3,5% im April; ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise gemessen blieb sie indessen annähernd unverändert bei 2,2%. In der Eurozone erhöhte sich die Jahresteuering geringfügig von 1,9% auf 2,1%. Die Kernteuerung, die neben den Energiepreisen auch Lebensmittel, Tabakwaren und Alkohol ausschliesst, bewegte sich weiterhin um 1,5%. In Japan setzte sich die leichte Deflation fort.

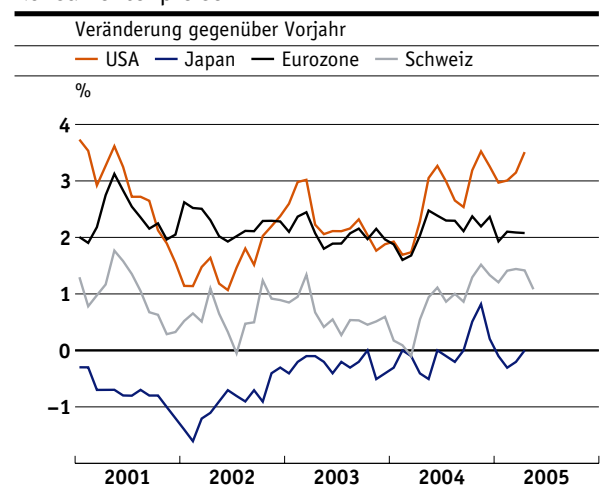
Der Druck der Erdölpreise auf die Konsumentenpreise dürfte im zweiten Quartal nachlassen, da sich der Erdölpreis von Anfang April bis Ende Mai um fast 10 Dollar auf 47 Dollar pro Fass Brent zurückbildete. Anfang Juni zog er allerdings wieder auf 53 Dollar an.

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quelle: SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quelle: BIZ

Weitere Straffung der amerikanischen Geldpolitik

Die amerikanische Zentralbank (Fed) straffte die Geldpolitik weiter und erhöhte die kurzfristigen Zinsen im Mai zum achten Mal um einen viertel Prozentpunkt auf 3,0%. Das Fed begründete die Zinserhöhung mit dem robusten Wirtschaftswachstum sowie dem im historischen Vergleich weiterhin tiefen Niveau der kurzfristigen Zinssätze.

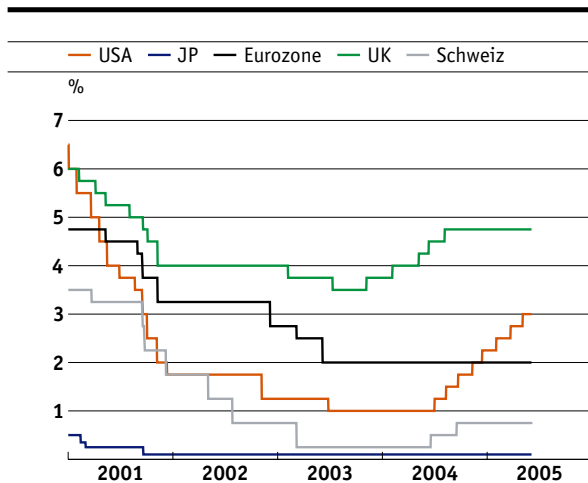
Die Europäische Zentralbank (EZB) belies ihren Hauptrefinanzierungssatz infolge des insgesamt geringen Inflationsdrucks unverändert auf dem Stand von Juni 2003 (2%). Angesichts des hohen Geldmengenwachstums und der von den Erdölpreisen ausgehenden Teuerungsgefahr deutete sie an, die Geldpolitik nicht weiter lockern zu wollen.

Leicht tiefere Wachstumsprognosen

Als Folge der tendenziell schwachen Konjunkturdaten wurden die Wachstumsprognosen für das Jahr 2005 nach unten revidiert. Die Konsensusprognose für die Eurozone wurde von 1,7% im Februar auf 1,5% im Mai zurückgenommen. Für die USA wurde sie auf 3,4% (3,5%) und für Japan auf 1,0% (1,1%) reduziert. Auch die OECD passte ihre Prognosen nach unten an und erwartet für 2005 neu ein Wachstum von 1,2% in der Eurozone und von 1,5% in Japan, verglichen mit 1,9% bzw. 2,1% im letzten Herbst. Die Prognose für die USA wurde leicht auf 3,6% erhöht (vgl. Tabelle 1.1).

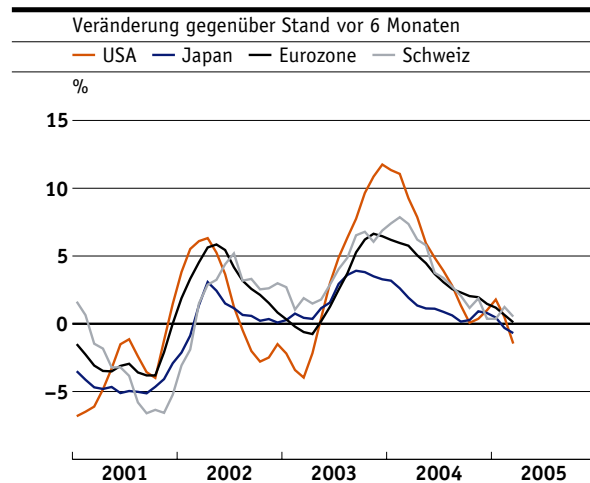
Die SNB senkte im Hinblick auf ihre Inflationsprognose vom Juni 2005 ihre Annahme für die BIP-Entwicklung in der EU-15 und in Japan um je einen halben Prozentpunkt auf 1,5% bzw. 0,9%. Für die USA blieb sie unverändert bei 3,4%. Die Annahmen für das BIP-Wachstum entsprechen somit annähernd den Konsensusprognosen. (vgl. Abschnitt 4.1).

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: BIZ, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

	Wirtschaftswachstum ¹				Teuerung ²			
	OECD		Konsensus ³		OECD		Konsensus ³	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
USA	3,6	3,3	3,4	3,3	2,4	2,2	2,8	2,5
Japan	1,5	1,7	1,0	1,7	-0,9	0,0	-0,1	-0,2
Eurozone	1,2	2,0	1,5	1,9	1,5	1,7	1,8	1,7
Deutschland	1,2	1,8	0,8	1,4	1,3	0,7	1,4	1,3
Frankreich	1,4	2,0	1,9	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6
Italien	-0,6	1,1	0,9	1,6	2,0	2,3	2,0	1,9
Vereinigtes Königreich	2,4	2,4	2,5	2,3	1,9	2,1	1,8	1,9

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

3 Bei der Konsensusprognose 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 volkswirtschaftlicher Grössen. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London.

Quellen: OECD Economic Outlook, June 2005; Konsensus: Mai 2005 Survey

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

Stagnation des BIP

In der Schweiz erfüllte sich die Hoffnung auf eine rasche Überwindung der Wachstumsschwäche nicht. Gemäss Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (Seco) stagnierte das reale BIP im ersten Quartal annähernd gegenüber der Vorperiode (0,2%), nachdem es in der Vorperiode um 0,4% gesunken war. Im Vorjahresvergleich schwächte sich das BIP-Wachstum von 1,2% auf 0,7% ab.

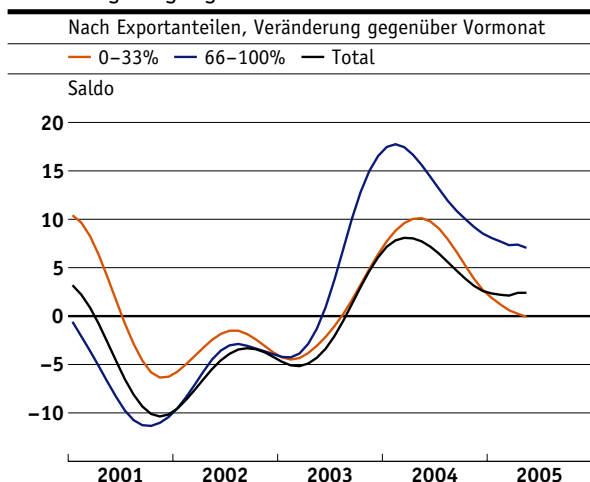
Enttäuschend entwickelten sich insbesondere die Exporte, die gegenüber der Vorperiode deutlich sanken. Dagegen nahm die Binnennachfrage nach dem Rückgang in der Vorperiode wieder leicht zu. Der private Konsum wuchs weiterhin moderat, während die Konsumausgaben des Staates verstärkt stiegen. Die Investitionen stagnierten, nachdem sie im vierten Quartal erheblich gesunken waren. Insgesamt bildete sich die Binnen- und Exporthnachfrage um 1,3% zurück. Dies widerspiegelte sich auch in den Importen von Gütern und Dienstleistungen, die ebenfalls abnahmen.

Abkühlung der Industriekonjunktur zu Beginn des Jahres

Die Abkühlung der Industriekonjunktur, die sich Ende 2004 abgezeichnet hatte, setzte sich im Januar und Februar zunächst fort. Gemäss den verschiedenen Konjunkturumfragen in der Industrie (KOF/ETH, PMI) stagnierte der Bestellungseingang oder nahm nur wenig zu. Die Unternehmen beurteilten den Auftragsbestand wieder schlechter, nachdem sie sich bis Ende 2004 laufend optimistischer geäussert hatten. Auch die Lager an Vor- und Fertigprodukten wurden vermehrt als zu hoch eingeschätzt.

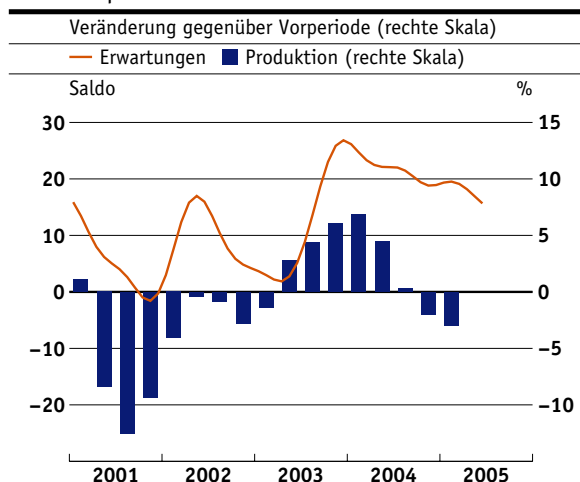
Die vom Bundesamt für Statistik (BFS) Ende Juni veröffentlichten Daten zur Produktion und Auftragslage im Industriesektor bestätigten das Bild einer stagnierenden Industriekonjunktur. Die Industrieproduktion nahm im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode ab und lag damit 0,5% unter dem Vorjahresstand.

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 gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2001	2002	2003	2004	2003			2004				2005
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Privater Konsum	2,0	0,3	0,5	1,3	0,7	1,0	1,5	2,2	0,6	0,8	0,8	0,8
Staatlicher Konsum	4,2	3,2	1,4	1,2	2,2	2,1	1,6	1,7	0,7	-1,3	1,2	2,8
Anlageinvestitionen	-3,1	0,3	-0,3	3,4	-11,0	11,7	9,5	-0,8	7,4	2,2	-5,9	0,0
Bau	-3,4	2,2	1,8	3,5	1,0	3,3	8,0	7,8	0,2	1,8	-9,1	1,0
Ausrüstungen	-2,9	-1,1	-2,0	3,4	-19,7	19,1	10,8	-7,4	13,7	2,5	-3,2	-0,8
Inländische Endnachfrage	1,0	0,7	0,4	1,7	-1,9	3,5	3,3	1,4	2,1	0,8	-0,7	0,9
Inlandnachfrage	2,3	-0,8	0,2	0,9	-2,6	1,3	3,1	-4,7	7,3	3,3	-3,3	0,0
Exporte total	0,2	-0,2	0,0	6,6	2,8	10,3	10,6	12,6	-2,0	4,1	1,3	-4,0
Waren	1,4	1,1	-0,2	8,0	2,4	8,5	11,7	18,0	-2,9	5,0	4,0	-6,1
ohne EESKA ¹	3,7	0,3	0,7	7,6	2,5	8,9	13,5	12,2	0,2	7,0	-0,4	-4,5
Dienstleistungen	-2,8	-3,8	0,6	3,2	3,9	15,0	7,9	-0,4	0,4	1,7	-5,6	2,0
Gesamtnachfrage	1,7	-0,6	0,1	2,7	-0,9	4,1	5,5	0,7	4,1	3,5	-1,7	-1,3
Importe total	3,2	-2,8	1,4	5,5	-3,0	10,0	13,8	-2,3	10,3	8,9	-4,9	-4,2
Waren	1,8	-3,0	1,9	6,4	-3,6	12,8	17,5	-4,0	11,9	10,2	-5,1	-8,4
ohne EESKA ¹	1,6	-2,2	2,7	6,4	-17,5	20,6	12,3	4,8	4,1	12,3	-6,4	-4,3
Dienstleistungen	11,2	-1,7	-1,4	1,5	-0,3	-2,8	-3,5	7,4	3,0	2,8	-4,0	19,3
BIP	1,0	0,3	-0,4	1,7	-0,1	2,0	2,5	1,9	1,9	1,5	-0,4	0,2

1 EESKA: Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten
Quelle: Seco

Leichte Aufhellung der Aussichten

Im März und April begann sich in den Konjunkturumfragen indessen eine leichte Besserung abzuzeichnen, was eine Überwindung der konjunkturellen Schwächephase im zweiten Quartal erwarten lässt. Gemäss den Umfrageergebnissen der KOF/ETH rechneten vor allem die exportorientierten Unternehmen für die nächsten drei Monate wieder mit verstärkt steigenden Bestellungen und einer Zunahme der Produktion. Seit März liegt auch der Einkaufsmanager-Index (PMI) wieder in einem Bereich, der auf ein moderates Wachstum der Industrieproduktion hinweist.

Dieses Bild wird durch die Unternehmensgespräche, welche die Delegierten der SNB für regionale Wirtschaftskontakte von März bis Mai durchführten, bestätigt. Im Vergleich zur Gesprächsrunde von Dezember bis Februar war über die gesamte Wirtschaft hinweg eher eine konjunkturelle Besserung als eine Verschlechterung zu erkennen. Die Gesprächspartner aus der Exportindustrie äusserten sich über den Geschäftsgang und die Geschäftsaussichten mehrheitlich zufrieden. Im Gegensatz dazu stand allerdings die sehr verhaltene Beurteilung des Geschäftsumfeldes durch den Detailhandel (vgl. «Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte», Quartalsheft der SNB, 2/2005.)

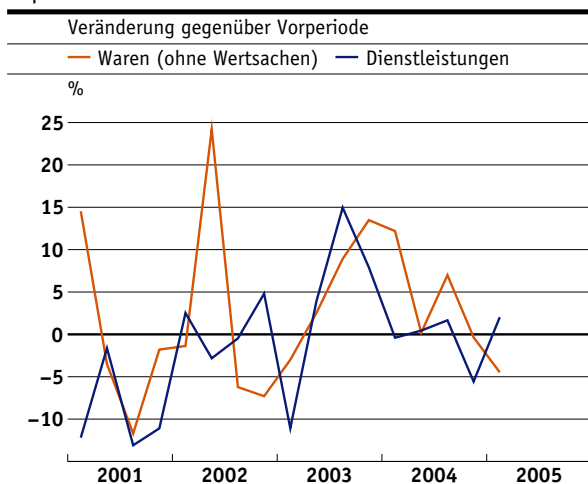
BIP-Prognose für 2005

Infolge des schwachen ersten Quartals rechnet die SNB für das gesamte Jahr mit einem Zuwachs des realen BIP in der Grössenordnung von 1,0%. Sie nahm damit die Prognose gegenüber der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom März 2005 um einen halben Prozentpunkt zurück. Auch die neue Prognose setzt indessen voraus, dass sich die Anzeichen einer konjunkturellen Belebung bestätigen und das Wachstum im zweiten Halbjahr 2005 deutlich anzieht. Die wichtigsten Impulse dürften von den Exporten und den Investitionen ausgehen, während der private Konsum vermutlich weiterhin verhalten wachsen wird. Ob dieses Konjunkturszenario eintritt, hängt zu einem erheblichen Teil davon ab, ob die Konjunkturlage in der Eurozone in der zweiten Jahreshälfte wie erwartet tritt fasst.

Sinkende Exporte im ersten Quartal – Besserung im April

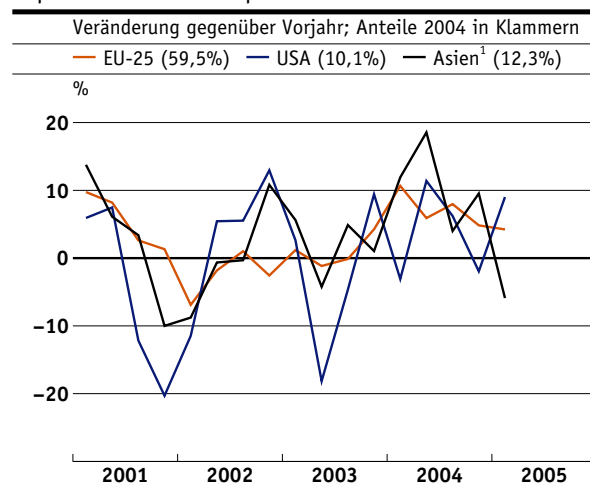
Die realen Exporte schrumpften im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode erneut. Der Rückgang ging dieses Mal auf die Warenexporte zurück, die erstmals seit Anfang 2003 wieder sanken. Demgegenüber nahmen die Exporte von Dienstleistungen leicht zu. Im Vorjahresvergleich blieben die realen Exporte von Waren und Dienstleistungen unverändert (0,2%).

Grafik 2.3
Exporte



Quelle: Seco

Grafik 2.4
Exporte nach Handelspartnern



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

Besonders stark bildeten sich im ersten Quartal die Exporte von Halbfabrikaten und von Investitionsgütern zurück. Die Ausfuhren von Konsumgütern (insbesondere von Nahrungs- und Genussmitteln sowie von Chemikalien und Arzneiwaren) wuchsen dagegen anhaltend stark. Nach der Schwächephase zu Beginn des Jahres zogen die Warenexporte im April deutlich an. Die Lieferungen von Konsumgütern legten verstärkt zu, während sich der Rückgang bei den Exporten von Halbfabrikaten und Investitionsgütern verlangsamte.

Die nominellen Warenexporte, die für die regionale Gliederung der Ausfuhren herangezogen werden, nahmen im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht ab und übertrafen damit den entsprechenden Vorjahresstand nur noch knapp. Die Exporte konnten vor allem in die OPEC-Staaten und nach Russland, die als Erdölproduzenten vom hohen Niveau der Energiepreise profitieren, namhaft gesteigert werden. Auch die Ausfuhren in die USA nahmen zu. Dagegen stagnierten die Warenlieferungen nach Deutschland und Frankreich weiterhin, während jene nach Italien sogar deutlich schrumpften. Diese drei Länder beziehen zusammen fast 40% der schweizerischen Warenausfuhren. Negativ zu Buche schlugen auch die rückläufigen Exporte nach Japan und Südostasien.

Die realen Exporte von Dienstleistungen stiegen im ersten Quartal wieder, doch lagen sie immer noch leicht unter dem entsprechenden Vorjahresstand (-0,4%). Besonders stark erhöhten sich die Einnahmen aus dem Versicherungsgeschäft und den Trans-

portdienstleistungen, die in den vorangegangenen Quartalen wenig Dynamik gezeigt hatten. Dagegen sanken sowohl die Bankkommissionen als auch die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr, auf die rund ein Drittel der gesamten Dienstleistungsexporte entfällt.

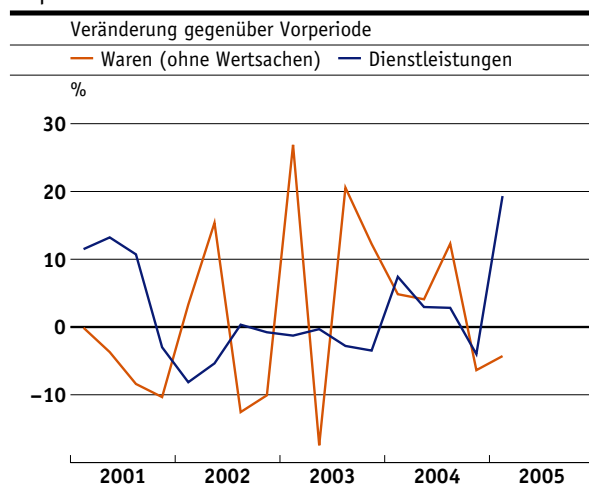
Sinkende Importe

Die realen Importe bildeten sich im ersten Quartal weiter zurück, wobei sich die Waren und Dienstleistungen gegenläufig entwickelten. Während die Warenimporte vor allem infolge sinkender Einfuhren von Investitionsgütern deutlich schrumpften, stiegen die Importe von Dienstleistungen kräftig. Im Vorjahresvergleich lagen die Einfuhren von Waren und Dienstleistungen insgesamt 1,8% über dem Vorjahresstand.

Der Rückgang der Warenimporte verlangsamte sich indessen im Laufe des Quartals dank höherer Einfuhren von Konsumgütern und von Halbfabrikaten. Die Entwicklung bei den Halbfabrikaten, die zu einem grossen Teil in die Produktion von Exportgütern fließen, deutet auf eine bevorstehende Besserung der Exportkonjunktur hin. Bereits im April beschleunigten sich die Warenbezüge aus dem Ausland auf breiter Basis.

Die Importe von Dienstleistungen legten im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode kräftig zu und lagen 5,2% über dem Vorjahresstand. Im Gegensatz zur Vorperiode stiegen insbesondere die Ausgaben für Transportdienste. Dagegen schrumpften die Tourismusausgaben, die aber weiterhin über ihrem Vorjahresstand lagen.

Grafik 2.5
Importe



Quelle: Seco

Verhaltener privater Konsum

Der private Konsum wuchs auch im ersten Quartal nur bescheiden. Gegenüber der Vorperiode stieg er mit 0,8% gleich stark wie im zweiten Halbjahr 2004 und übertraf den Vorjahresstand ebenfalls um 0,8%.

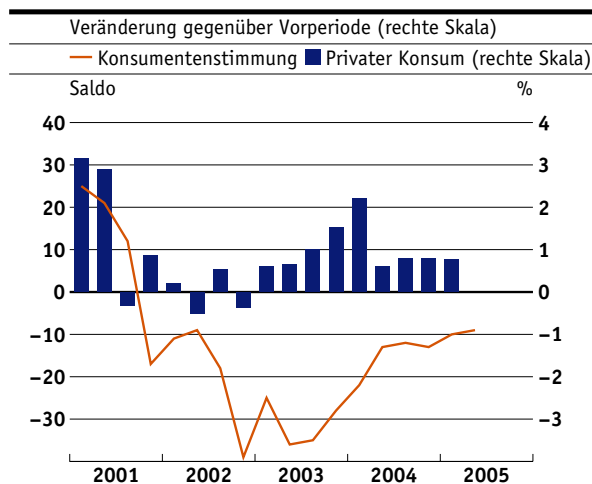
Der Warenkonsum entwickelte sich weiterhin schleppend. Die realen Detailhandelsumsätze schrumpften gegenüber der Vorperiode und verfehlten das Vorjahresergebnis um gut 2%. Infolge der hohen Preise schränkten die Haushalte insbesondere den Konsum von Treib- und Brennstoffen ein. Aber auch die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern blieb schwach. Dies illustriert die Entwicklung der Neuzulassung von Personenwagen, die erneut zurückgingen und 7,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand lagen.

Die verhaltene Konsumbereitschaft bekam auch der Binnentourismus zu spüren. Nachdem sich in der Quartalsumfrage der KOF/ETH zum Gastgewerbe die positiven und die negativen Meldungen für das erste Quartal noch ungefähr die Waage gehalten hatten, überwog für das zweite Quartal der Anteil von Hotelbetrieben, die rückläufige Frequenzen aus dem Inland erwarteten. Dies steht in einem Gegensatz zum positiven Bild, das sich aus den Gesprächen der Delegierten der SNB mit Vertretern aus dem Tourismus ergab. Dieses bezieht sich allerdings auf den Geschäftsverlauf einschliesslich der Nachfrage aus dem Ausland.

Unveränderte Konsumentenstimmung

Einen Lichtblick stellte die Entwicklung des Konsumentenvertrauens dar, das trotz der seit Herbst 2004 erfolgten konjunkturellen Eintrübung stabil blieb. Im April erreichte der Index der Konsumentenstimmung -9 Punkte (Januar: -10 Punkte) und verharrte damit auf seinem langfristigen Durchschnittsniveau. Während die Sicherheit der Arbeitsplätze weiterhin Sorge bereitete und auch der Zeitpunkt für grössere Anschaffungen zurückhaltend beurteilt wurde, fiel das Urteil über die erwartete künftige Wirtschaftslage und die eigene finanzielle Lage weiterhin verhältnismässig positiv aus. Die Einschätzung der finanziellen Lage deckt sich mit den Erwartungen der SNB. Die realen Arbeitnehmereinkommen dürften im laufenden Jahr zwar weiterhin nur moderat, im Vergleich zum Vorjahr aber etwas stärker zunehmen (0,6% statt 0,4%). Der Aufwärtstrend der privaten Konsumausgaben sollte sich damit im weiteren Jahresverlauf leicht festigen.

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: Seco

Leicht steigende Bauinvestitionen

Im ersten Quartal nahmen die Bauinvestitionen gegenüber der Vorperiode leicht zu. Infolge des unerwartet starken Rückgangs im vierten Quartal lagen sie aber dennoch 1,6% unter dem Vorjahresstand.

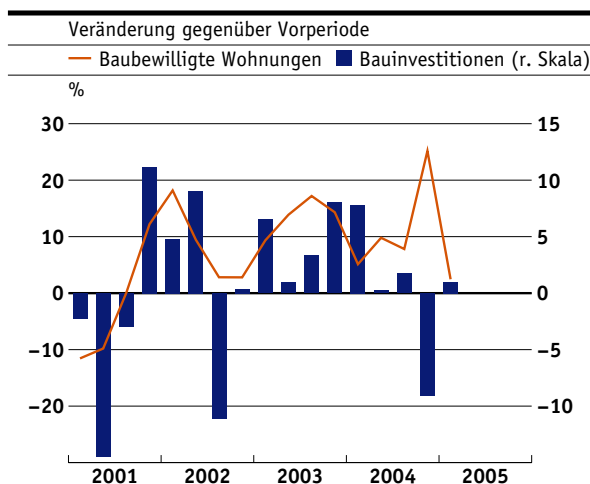
In den nächsten Quartalen dürfte sich das Wachstum der Bauinvestitionen verstärken. Die bis zuletzt steigenden Wohnbaubewilligungen deuten auf eine weiterhin kräftige Expansion des Wohnungsbaus hin. Gemäss der Umfrage des Baumeisterverbandes vom ersten Quartal dürfte auch der Geschäftsbau – zumindest vorübergehend – an Schwung gewinnen. Mittelfristig ist jedoch mit einer Abschwächung der Investitionstätigkeit im Baubereich zu rechnen. Die seit einem Jahr tendenziell steigende Leerwohnungsquote¹ deutet darauf hin, dass sich der Nachfrageüberhang am Wohnungsmarkt langsam abbaut und der Preissetzungsspielraum der Anbieter kleiner wird. Gleichzeitig nehmen die Baukosten tendenziell zu. Die damit verbundenen geringeren Ertragsaussichten dürften die Investitionsbereitschaft in den Wohnungsbau bremsen. Diese Lücke wird kaum durch den Geschäftsbau ausgeglichen, wo nach wie vor hohe Leerstände bestehen.

1 Quelle: Wüest & Partner

Vorübergehende Flaute bei den Ausrüstungsinvestitionen

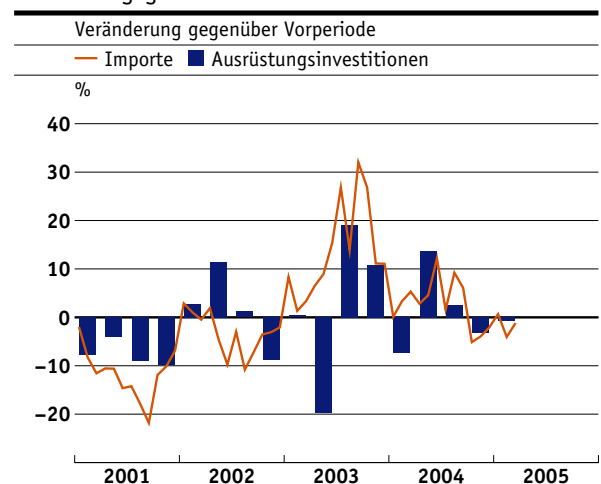
Die Ausrüstungsinvestitionen bildeten sich im ersten Quartal nochmals leicht zurück. Sie lagen aber immer noch 2,7% über dem Vorjahresstand. Entgegen der ursprünglichen Erwartungen ist bis zur Jahresmitte nicht mit einer nennenswerten Belebung der Investitionstätigkeit zu rechnen. Hemmend wirken insbesondere die verschlechterte Ertragslage und die leicht tiefere Kapazitätsauslastung der Unternehmen. In der zweiten Jahreshälfte sollte jedoch die erwartete Aufhellung der Geschäftslage den Ausrüstungsinvestitionen Auftrieb verleihen.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, Seco

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, Seco

2.2 Kapazitätsauslastung

Rückläufige Kapazitätsauslastung in der Industrie

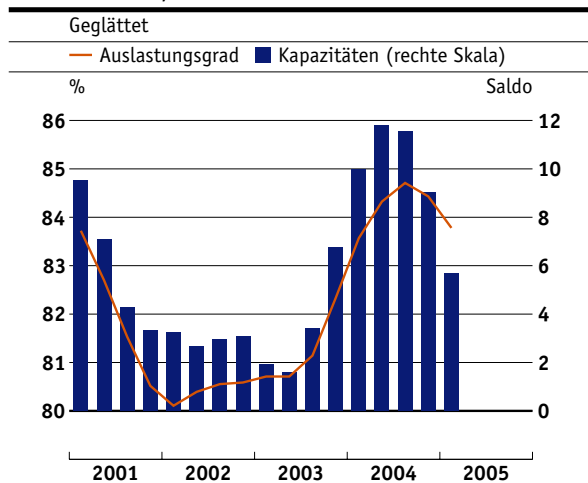
Im ersten Quartal bildete sich die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie gegenüber dem Vorquartal leicht zurück. Gemäss der im April durchgeführten Umfrage der KOF/ETH betrug sie noch knapp 84% (saisonbereinigt), was ungefähr dem langfristigen Durchschnitt entspricht. Die technischen Kapazitäten wurden weniger stark erhöht als im vergangenen Jahr. Die tiefere Kapazitätsauslastung ist daher vor allem auf die stagnierende Industrieproduktion zurückzuführen.

Grössere gesamtwirtschaftliche Produktionslücke

Während die technischen Kapazitäten im historischen Vergleich relativ gut ausgelastet sind, zeigt die Lage auf dem Arbeitsmarkt eine anhaltende Unterauslastung. Dies kommt in der gesamtwirtschaftlichen Produktionslücke zum Ausdruck. Alle Schätzungen der Produktionslücke, die als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem (geschätzten) Produktionspotenzial definiert ist, sind negativ.

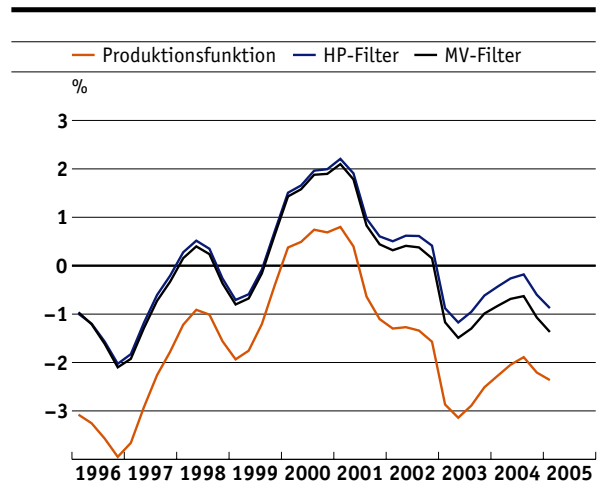
Grafik 2.10 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die mit verschiedenen Verfahren berechnet wurden (Produktionsfunktion, Hodrick-Prescott-Filter (HP) und multivariater Filter (MV)). Alle drei Verfahren deuten darauf hin, dass die Produktionslücke im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode erneut grösser geworden ist. Nachdem sich die Lücke zwischen dem zweiten Quartal 2003 und dem dritten Quartal 2004 kontinuierlich vermindert hatte, geriet der Prozess im Winterhalbjahr 2004/2005 somit ins Stocken. Darin widerspiegeln sich die schwachen BIP-Wachstumsraten der letzten zwei Quartale.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Unverändert schwache Nachfrage nach Arbeitskräften

Die Zahl der Beschäftigten nahm im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,4% ab und lag damit wieder knapp unter dem Vorjahresstand. Angesichts der wirtschaftlichen Stagnation im Winterhalbjahr 2004/2005 musste mit einer solchen Entwicklung gerechnet werden. Positiv stimmt indessen, dass ein stärkerer Beschäftigungsabbau ausblieb. Dies deutet darauf hin, dass die Unternehmen in absehbarer Zeit mit einer Überwindung der konjunkturellen Schwächephase rechnen.

In der Industrie nahm die Beschäftigung sogar leicht zu, nachdem sie während dreier Jahre geschrumpft war. Dagegen sank sie im Dienstleistungssektor erstmals wieder seit einem Jahr (-0,3%). Besonders ausgeprägt war der Beschäftigungsrückgang im Detailhandel, wo innert Jahresfrist 3,2% der Arbeitsplätze abgebaut wurden. Eine geringere Beschäftigung wiesen auch das Gastgewerbe sowie – nach einer leichten Zunahme im zweiten Halbjahr 2004 – der Finanzsektor aus. Dagegen erhöhte sich die Zahl der Arbeitsplätze im Sozialbereich und Gesundheitswesen sowie in der öffentlichen Verwaltung deutlich. In der Bauwirtschaft bildete sich die Beschäftigung im ersten Quartal vor allem als Folge der schlechten Witterungsbedingungen zurück.

Wie schon seit längerer Zeit sank die Zahl der Vollzeitbeschäftigten, während die Teilzeitbeschäftigung zunahm. Der Zuwachs an Teilzeitstellen verlangsamte sich indessen.

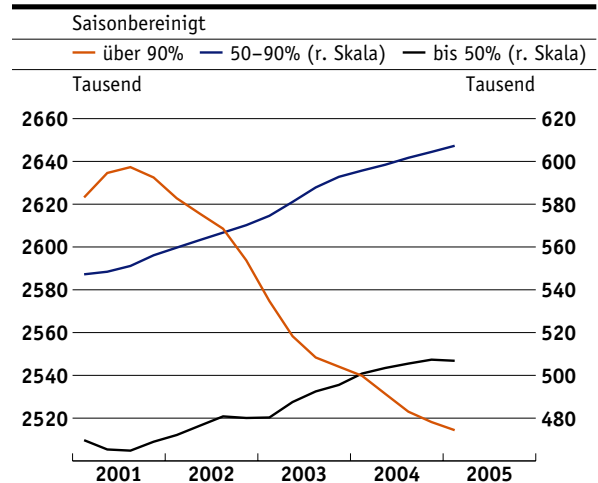
Unveränderte Arbeitslosenquote

Dank günstiger Saisoneffekte sank die Arbeitslosenquote von Januar bis Mai um 0,4 Prozentpunkte auf 3,7%; dies entspricht 145 400 Arbeitslosen. Bereinigt um Saisoneffekte verharrte die Arbeitslosenquote jedoch bis Mai bei 3,8% und die Quote der Stellensuchenden bei 5,5%. Regional entwickelte sich die Arbeitslosigkeit unterschiedlich. Im Kanton Tessin sowie in der Westschweiz stieg die Arbeitslosenquote bis April auf 4,8% bzw. 5,3%. In der deutschen Schweiz sank sie dagegen auf 3,3%.

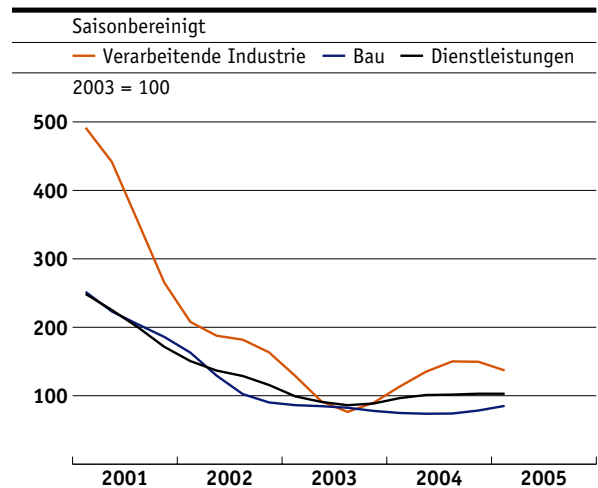
Noch keine Besserung in Sicht

Die Beschäftigungsindikatoren signalisieren eine anhaltend schwache Nachfrage nach Arbeitskräften. Der vom BFS veröffentlichte Index der offenen Stellen stagnierte im ersten Quartal und der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninserate in den Zeitungen misst, bildete sich im April erneut leicht zurück.

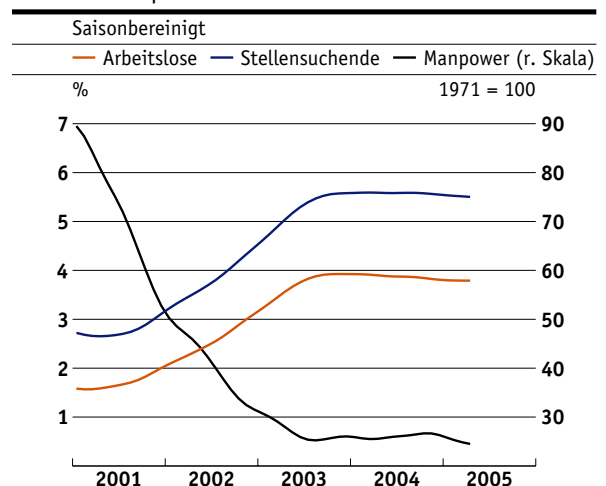
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



Grafik 2.12
Index der offenen Stellen



Grafik 2.13
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafiken 2.11 und 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

Erdölpreisbedingter Anstieg der Importpreise

Zwischen Januar und April blieben die Teuerungsimpulse der Produzenten- und Importpreise auf die nachgelagerte Konsumstufe moderat. Die Jahresteuerung der importierten Güter stieg zwar infolge der starken Verteuerung der Mineralölprodukte von 1,8% auf 2,2%. Die Teuerung auf der Produzentenstufe bildete sich dagegen um 0,2 Prozentpunkte auf 0,8% zurück und erreichte damit den tiefsten Stand seit März 2004. Die für den Absatz im Inland bestimmten Güter verteuerten sich im April mit 1,1% weniger stark als noch im Januar, aber weiterhin stärker als die Exportwaren (0,4%).

Nach Art der Güter gegliedert, setzte sich die Preiserosion der Agrarerzeugnisse, die Mitte 2004 eingesetzt hatte, verlangsamt fort (April: -1,4%). Als Folge des deutlich geringeren Preisauftriebs bei den Metallwaren sank die Teuerung der Vorleistungsgüter bis April auf 1,1%, während die Preise der Konsum- und der Investitionsgüter stabil blieben. Die Teuerung bei den Energieträgern, zu denen neben den Mineralölprodukten auch Elektrizität und Gas gehören, erhöhte sich dagegen massiv auf 15,2%.

Rückgang der Teuerung auf der Konsumentenstufe

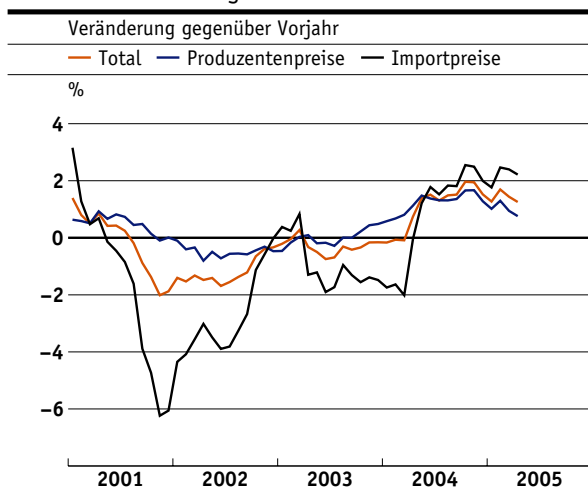
Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung verharrte von Februar bis April bei 1,4% und sank im Mai auf

1,1%. Sie lag damit nur geringfügig höher, als die SNB in ihrer Inflationsprognose vom März 2005 erwartet hatte. Der Verlauf der Konsumteuerung wurde massgeblich von den Preisbewegungen bei den Erdölprodukten geprägt. Die Preise der übrigen Waren bildeten sich weiter leicht zurück, während sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen etwas abschwächte. Entsprechend signalisierten die von der SNB betrachteten Messgrössen für die Kerninflation einen leicht niedrigeren Inflationstrend.

Tiefere Binnenteuerung

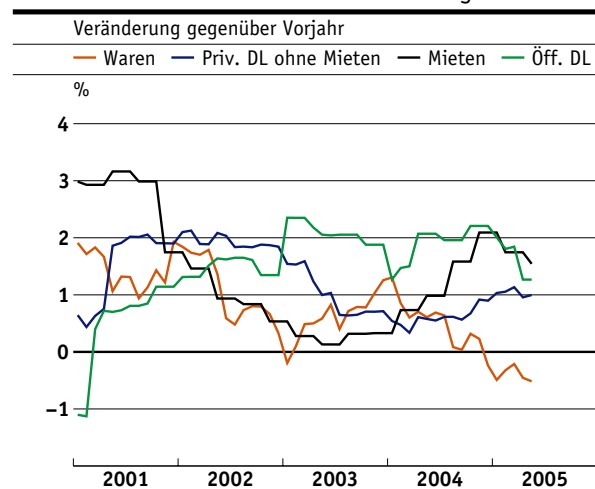
Die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen schwächte sich von Februar bis Mai um 0,2 Prozentpunkte auf 0,8% ab. Ins Gewicht fiel die nachlassende Teuerung der Dienstleistungen, deren Anteil am inländischen Warenkorb rund 75% beträgt. Der Preisauftrieb bei den öffentlichen Diensten ging von 1,8% auf 1,3% zurück, vor allem als Folge der geringeren Preissteigerungen bei den Spitaltarifen und den Gebühren für Kehricht und Abwasser. Der vierteljährlich erhobene Mietpreisindex stieg von Februar bis Mai mit 0,1% weniger stark als im Vorjahr, so dass sich die jährliche Mietteuerung von 1,7% auf 1,5% abschwächte. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen sank die Jahresteuerung leicht auf 1,0%, während sich der Preisrückgang bei den inländischen Waren verstärkte (Mai: -0,5%). Unter anderem bildeten sich die Elektrizitätspreise im Vergleich zum Vorjahr zurück.

Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



Quelle: BFS

Grafik 2.15
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Quellen: BFS, SNB

Vorübergehender Anstieg der Importteuerung

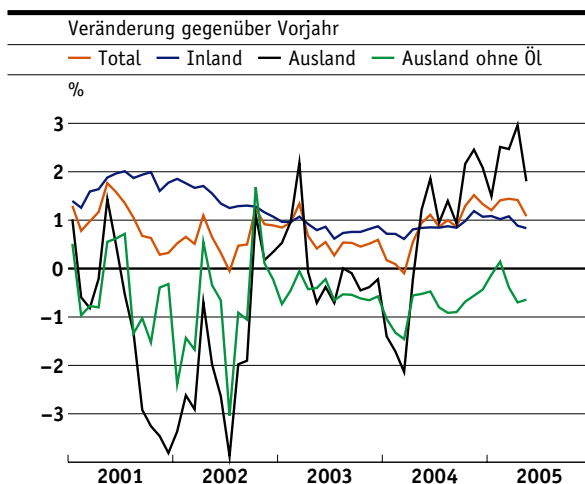
Die Jahresteuerung der importierten Konsumgüter stieg zwischen Februar und April von 2,5% auf 3,0%, was dem höchsten Wert seit Dezember 2000 entspricht. Im Mai sank sie wieder auf 1,8%. Dieser Verlauf wurde massgeblich durch das Auf und Ab der Preise für Erdölprodukte (Treibstoffe und Heizöl) beeinflusst. Im Mai betrug deren Jahresteuerung noch 13,2% und machte damit knapp die Hälfte der gesamten Konsumteuerung aus. Demgegenüber bildeten sich die Preise der übrigen importierten Waren weiter zurück und fielen im Mai 0,6% unter den Vorjahresstand. Besonders ausgeprägt waren die Preisenkungen im Bereich der Heimelektronik und der Bekleidung.

Nachlassende Kerninflation der SNB und des BFS

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen und dauerhaften Preisfad verzerren können. Die SNB berechnet deshalb eine Messgrösse für die Kerninflation, die jeden Monat die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuerung aus dem Konsumentenpreisindex ausklammert. Die so berechnete Kernteuerung betrug im Mai 0,8%. Sie lag damit weiterhin tiefer als die gesamte Teuerung. Dies zeigt, dass die teuerungstreibenden Sonderfaktoren stärker waren als die teuerungsdämpfenden Einflüsse. Der Rückgang der Kernteuerung gegenüber Februar um 0,2 Prozentpunkte widerspiegelt den leicht niedrigeren Trend im allgemeinen Preisniveau.

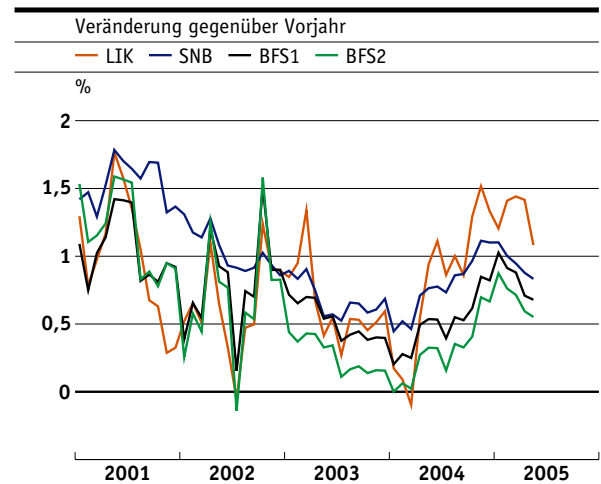
Im Unterschied zur Kerninflation der SNB schliessen die beiden Kerninflationen des Bundesamtes für Statistik (BFS) in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Im Mai lagen die vom BFS veröffentlichten Kerninflationen jeweils 0,2 Prozentpunkte tiefer als im Februar. Die Kerninflation 1 belief sich auf 0,7% und die Kerninflation 2 auf 0,6%.

Grafik 2.16
LIK: In- und ausländische Güter



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.17
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2004		2005		2005			
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April	Mai
LIK total	0,8	0,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,1
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,9	0,9	1,1	1,1	1,0	1,1	0,9	0,8
Waren	0,5	0,3	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5
Dienstleistungen	1,0	1,1	1,4	1,5	1,4	1,5	1,3	1,2
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,6	0,6	0,8	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0
Mieten	1,2	1,4	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7	1,5
öffentliche Dienstleistungen	1,9	2,0	2,2	1,9	1,8	1,8	1,3	1,3
Ausländische Waren und Dienstleistungen	0,6	1,1	2,2	2,2	2,5	2,5	3,0	1,8
ohne Erdölprodukte	-0,8	-0,9	-0,6	-0,1	0,1	-0,4	-0,7	-0,6
Erdölprodukte	9,3	12,7	19,2	14,0	15,1	16,7	21,8	13,2

Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

Unveränderte Geldmarktzinsen in der Schweiz

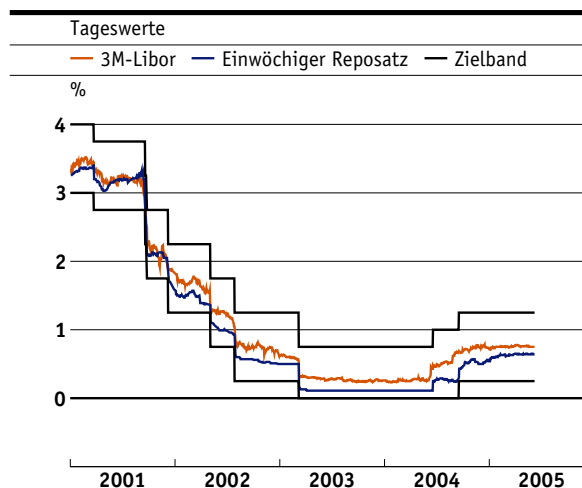
Das Zielband für den Dreimonats-Libor ist seit der Lagebeurteilung vom September 2004 unverändert. Es erstreckt sich von 0,25% bis 1,25%. Der Dreimonats-Libor schwankte in der Berichtsperiode zwischen 0,74% und 0,78% und lag im Mittel bei 0,76%. Die SNB steuert den Dreimonats-Libor über die Repo-sätze. Deren Fristigkeit liegt bei einem Tag bis zu drei Wochen. Zumeist schloss die SNB in der Berichtsperiode einwöchige Repos zu Sätzen zwischen 0,62% und 0,65% ab.

Fortsetzung der expansiven Geldpolitik erwartet

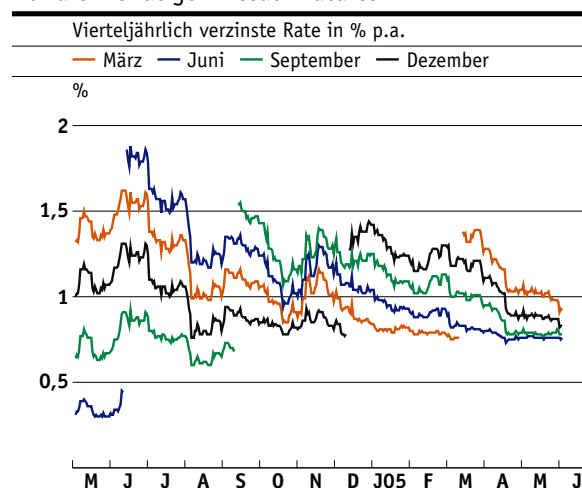
Die Teilnehmer an den Finanzmärkten erwarten eine Fortsetzung der expansiven Geldpolitik. Wie die Grafik 3.2 illustriert, haben sich die Futures-Sätze seit März zurückgebildet und notieren seit Ende April praktisch auf der Höhe des Kassa-Satzes. Am 6. Juni lag der kurz vor der Lagebeurteilung verfallende Futures bei 0,76%. Auch die beiden nach den Lagebeurteilungen vom September und Dezember 2005 verfallenden Futures notierten nur leicht darüber. Sogar der März-Futures 2006 lag Anfang Juni unter 1%, was einem erwarteten Zinsschritt von 25 Basispunkten frühestens im ersten Quartal 2006 entspricht. Aus der Grafik lässt sich auch die Entwicklung der Futures-Sätze seit Mai 2004 verfolgen. Seit Mai letzten Jahres haben sich die Futures-Sätze zusehends einander angeglichen, was die Revision der Zinserwartungen nach unten widerspiegelt.

Grafik 3.3, welche die Erwartungen des dreimonatigen Zinssatzes vom 9. Mai 2005 bis Mitte September abbildet, vermittelt ein ähnliches Bild. Die rote Linie gibt die Zinsentwicklung gemäss der empirischen Schätzung eines Zinsstrukturmodells wieder. Am 9. Mai wurde ein Dreimonats-Libor per Mitte Juni von 0,77% erwartet. Diese Erwartungen ändern sich bis am 19. September, kurz nach der nächsten Lagebeurteilung, nicht. Der am 19. September verfallende Futures lag am 6. Juni, dem letzten in der grünen Kurve ausgewiesenen Wert, auf einem ähnlichen Niveau (0,78%). Die Grafik bildet zwei weitere Kurven ab: den Kassasatz des Dreimonats-Libor (schwarze Kurve) sowie den aus der Zinsstruktur der Libor-Sätze

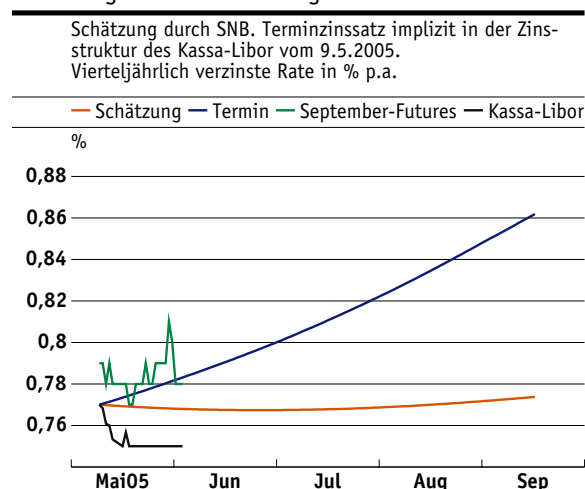
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Erwartungen des dreimonatigen Zinssatzes



Grafiken 3.1, 3.2, 3.3:
Quelle: SNB

abgeleiteten Terminalsatz (blaue Kurve). Anders als der erwartete Wert des Dreimonats-Libor steigt der Terminzinssatz von 0,77% am 9. Mai auf 0,86% am 19. September. Die bis auf 9 Basispunkte ansteigende Differenz zwischen dem Terminzins und dem Erwartungswert des Dreimonatszinses entspricht einer Risikoprämie.

Ausweitung der Zinsdifferenz zu Dollaranlagen

Die amerikanische Notenbank setzte ihre Serie von Leitzinsanhebungen auf aktuell 3,0% fort, während die kurzfristigen Zinsen in der Euro-Zone und in der Schweiz stabil blieben. Seit der Lagebeurteilung vom März weitete sich damit die Zinsdifferenz zugunsten von Dollaranlagen aus. Im Mai betrug die Zinsdifferenz zu den Euroanlagen 1,24 Prozentpunkte, nach 0,91 Prozentpunkten im März. Gegenüber dem Schweizerfranken belief sie sich auf 2,61 Prozentpunkte (März: 2,29). Damit liegt die Zinsdifferenz von Dollaranlagen gegenüber Euroanlagen deutlich über dem Mittel von 0,22 Prozentpunkten seit der Euroeinführung am 1. Januar 1999 und gegenüber Frankenanlagen deutlich über dem langjährigen Durchschnitt (1,25 Prozentpunkte).

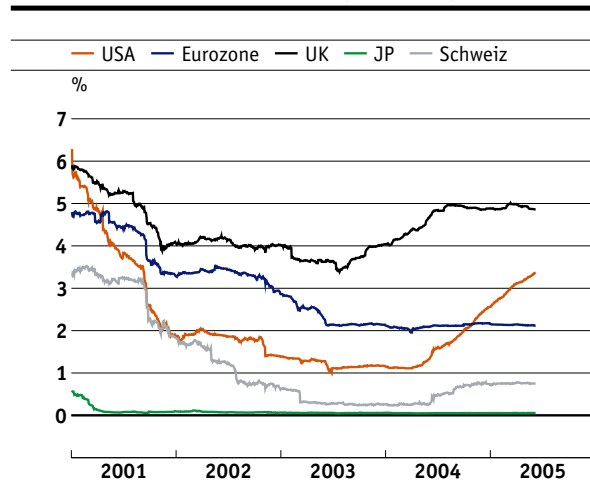
Weiterer Rückgang der langfristigen Zinsen

Die langfristigen Renditen bildeten sich weltweit tendenziell weiter zurück. Im Juni lag die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen bei rund 4%. In Deutschland sank die Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe Anfang Juni auf 3,1% und somit unter ihr im Sommer 2003 erreichtes Rekordtief von 3,3%. In der Schweiz fiel die Rendite einer 10-jährigen Bundesobligation unter 2%.

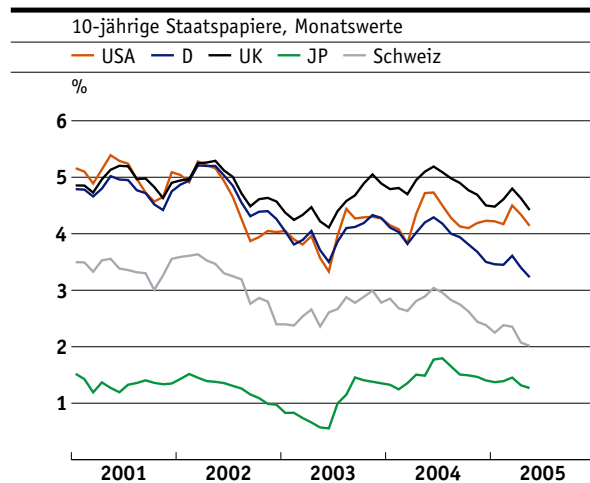
Die Zinsstruktur eidgenössischer Anleihen (Grafik 3.6) blieb im Mai ähnlich wie im Februar. Von November 2004 bis Februar hatte sie sich infolge des starken Rückgangs der ganz langfristigen Sätze deutlich abgeflacht.

Die Entwicklung der langfristigen Zinsen ist eher mit einer verhaltenen als einer schwungvollen Konjunkturerholung vereinbar. Sie steht auch im Einklang mit tiefen und stabilen Inflationserwartungen.

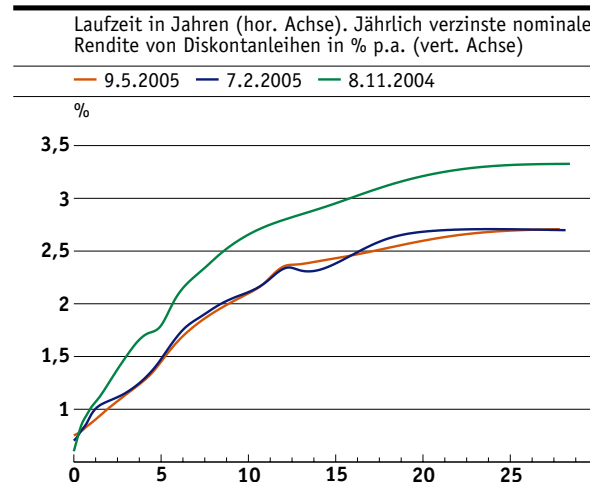
Grafik 3.4
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.5
Zinssätze im Ausland



Grafik 3.6
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafiken 3.4, 3.5, 3.6:
Quelle: SNB

Uneinheitliche Entwicklung der Kreditzinsspannen

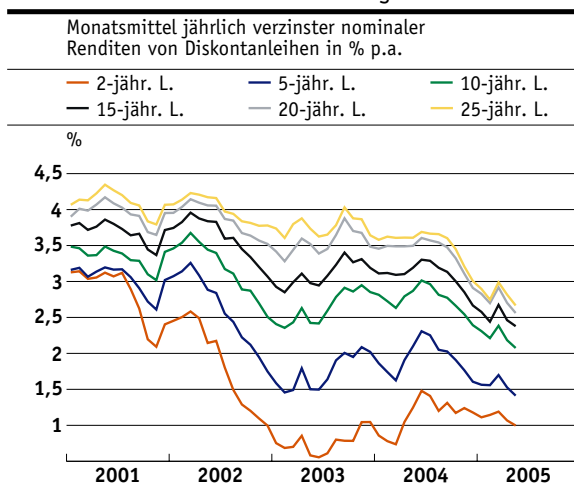
Die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen für Obligationenschuldner unterschiedlicher Bonität lässt sich anhand von Kreditzinsspannen (Credit-Spreads) darstellen. Die Kreditzinsspanne, die als Mass für das Kreditrisiko interpretiert werden kann, ergibt sich aus der Differenz der Rendite einer Unternehmensanleihe zu einer entsprechenden Rendite von Obligationen der Schweizerischen Eidgenossenschaft (siehe «Box: Einteilung von Anleihen in Bonitätsklassen», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 33). Den Grafiken 3.8 und 3.9 können die Zinsspannen für Diskontanleihen mit einer 10-jährigen bzw. 5-jährigen Laufzeit seit Mai vergangenen Jahres entnommen werden. Die dargestellten Sektoren sind Kantone, Banken, Pfandbriefe, Industrie und Auslandsanleihen. Anleihen der ersten Klasse geniessen die höchste Bonität und sind in Grafik 3.8 abgebildet, während Grafik 3.9 die Zinsspannen von Anleihen mit der dritthöchsten Bonität abbildet.

Die Bewegungen der Credit-Spreads blieben insgesamt moderat. Die Zinsspannen von Anleihen in der

höchsten Bonitätsklasse sanken bis Anfang April 2005 um wenige Basispunkte und stiegen im Mai wieder leicht. Dagegen erhöhten sich die Zinsspannen der stark volatilen Industrieanleihen in der drittbesten Klasse um über 20 Basispunkte. Anfang Juni lagen sie aber bereits wieder auf dem Niveau von Anfang März. Die Zinsspannen der übrigen drittklassigen Obligationen setzten indessen ihren seit Anfang Jahr zu beobachtenden Trend nach unten fort. Dies deutet darauf hin, dass sich die internationalen Ereignisse um die Verschlechterung des Kreditprofils von General Motors (GM) sowie Ford und die Gerüchte nach massiven Fehlspekulationen durch Hedge Funds kaum auf den Schweizer Markt ausgewirkt haben.

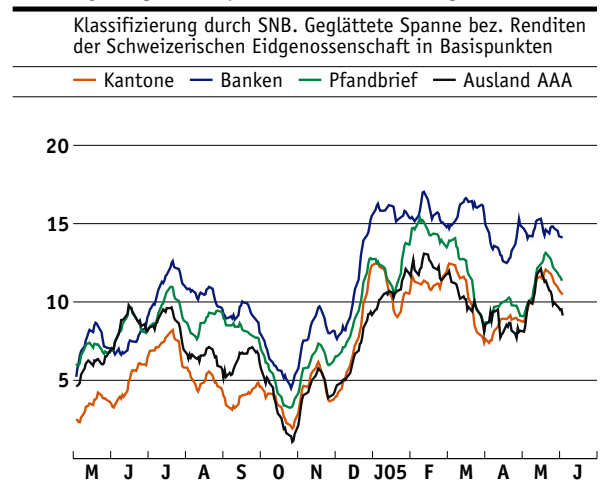
Die Zinsspanne bietet sich als vorlaufender Indikator für die wirtschaftliche Aktivität an. Eine Ausweitung der Zinsspanne signalisiert oft eine konjunkturelle Verlangsamung. Umgekehrt kann eine Verengung dieser Spanne auf eine Konjunkturbeschleunigung hindeuten. Gemessen an den insgesamt unverändert tiefen Kreditrisikoprämien am Schweizer Kapitalmarkt sind die Chancen auf eine Konjunkturerholung weiterhin intakt.

Grafik 3.7
Anleihe renditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Quelle: SNB

Grafik 3.8
Die 10-jährige Zinsspanne von erstklassigen Anleihen



Quelle: SNB

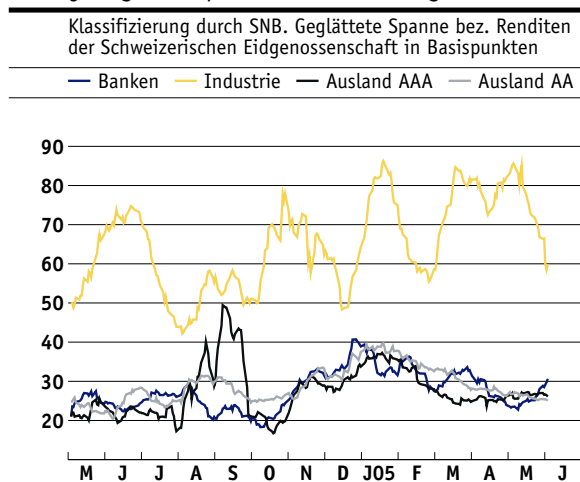
Weiterhin negative kurzfristige Realzinssätze

Grafik 3.10 zeigt die Entwicklung des einjährigen Realzinses, der als Differenz zwischen dem 12-monatigen Nominalzinssatz und dem für den gleichen Zeitraum erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert ist. Die Inflationserwartungen sind als Durchschnitt der entsprechenden Erwartungen verschiedener Prognoseinstitute berechnet («Konsensusprognose»: Mai 2005).²

Der reale Jahreszinssatz sank im ersten Quartal um 15 Basispunkte gegenüber der Vorperiode auf nunmehr $-0,2\%$. Damit ist er bereits seit zehn Quartalen negativ. Dies ist die längste Phase mit negativen Realzinsen in der Schweiz in den letzten 25 Jahren. Auch wenn die Anfang der 1980er-Jahre verzeichneten Tiefstwerte nicht erreicht wurden, weisen die negativen Realzinsen auf eine expansive Geldpolitik hin.

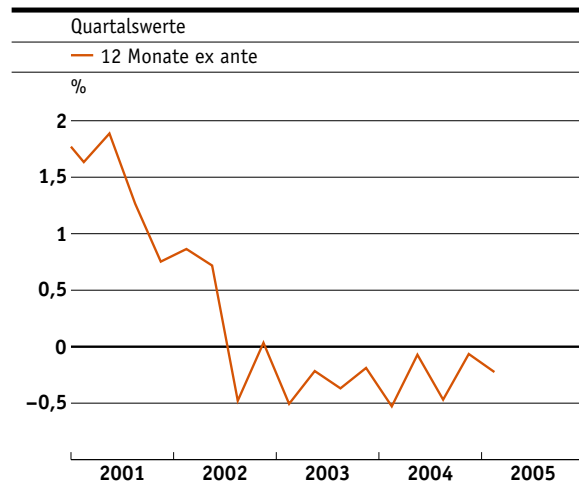
² Vgl. Tabelle 1.1, Fussnote 3.

Grafik 3.9
Die 5-jährige Zinsspanne von drittclassigen Anleihen



Quelle: SNB

Grafik 3.10
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

3.2 Wechselkurse

Dollaranstieg

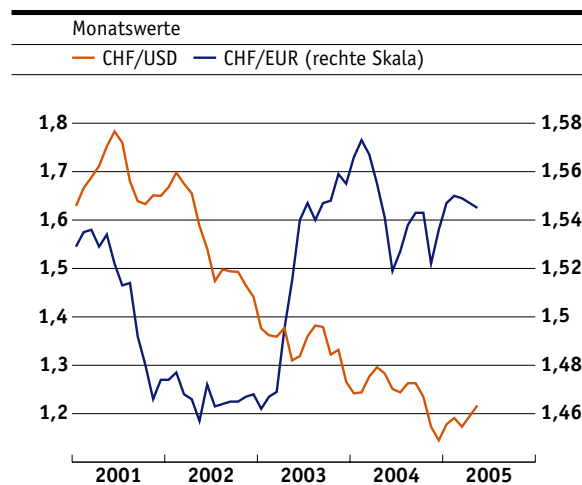
Der Aussenwert des Dollars stieg in der Berichtsperiode deutlich an. Im Mai profitierte er von überraschend gut ausgefallenen Arbeitsmarktzahlen, einem deutlich unter den Erwartungen liegenden Handelsbilanzdefizit, dem Aufwärtstrend der US-Aktien und der vergrösserten Zinsdifferenz zugunsten von Dollaranlagen. Gegenüber dem Schweizerfranken stieg der Dollar von 1.19 CHF im Februar auf 1.22 CHF im Mai. Gegenüber dem Euro erhöhte sich der Dollar von 0.77 Euro im Februar auf 0.79 Euro im Mai. Damit erreichte er im Mai sowohl gegenüber dem Franken als auch dem Euro ein Siebenmonatshoch. Nach der Ablehnung der EU-Verfassung in Frankreich und den Niederlanden setzte sich die Aufwertung des Dollars gegenüber dem Euro und dem Franken im Juni fort. Der Schweizerfranken bewegte sich gegenüber dem Euro in einer engen Bandbreite von 1.53 und 1.55 CHF.

Der reale exportgewichtete Aussenwert des Frankens blieb von Januar bis Mai dieses Jahres praktisch unverändert. Obwohl der Franken im langfristigen Vergleich zum Dollar nominell hoch bewertet ist, liegt der gesamte reale Aussenwert des Frankens ziemlich genau auf dem Durchschnitt der letzten Jahre. Betrachtet man nur die Entwicklung gegenüber den europäischen Haupthandelspartnern, so ist der Wert des Frankens seit der Einführung des Euro 1999 wegen der vergleichsweise tiefen Inflation in der Schweiz real sogar leicht gefallen.

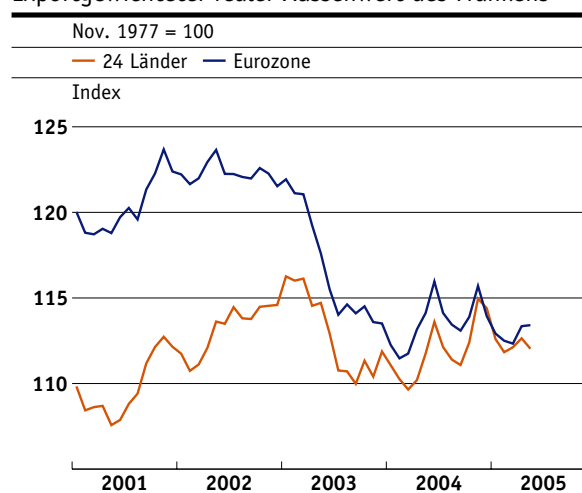
Expansivere monetäre Bedingungen

Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den Dreimonatszins und den nominalen handelsgewichteten Aussenwert des Frankens zu einem Mass für den Expansionsgrad der Geldpolitik. Er charakterisiert die monetären Bedingungen, denen die Schweizer Wirtschaft gegenübersteht. Um der Unsicherheit hinsichtlich der Bedeutung von Zins und Wechselkurs Rechnung zu tragen, werden die beiden Variablen im MCI auf zwei unterschiedliche Arten gewichtet (5:1 und 3:1). Der Index wird stets zum Zeitpunkt der letzten Lagebeurteilung auf Null gesetzt. Ein Anstieg zu positiven Werten (Rückgang zu negativen Werten) signalisiert somit eine Straffung (Lockerung) der monetären Bedingungen (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27). Ende Mai lag der MCI bei -40 Basispunkten (bei einer 5:1-Gewichtung) bzw. -60 Basispunkten (bei einer 3:1-Gewichtung). Bei praktisch unverändertem Dreimonatszins ist die damit angezeigte Lockerung der monetären Bedingungen auf die seit der letzten Lagebeurteilung eingetretene Tieferbewertung des Frankens zurückzuführen.

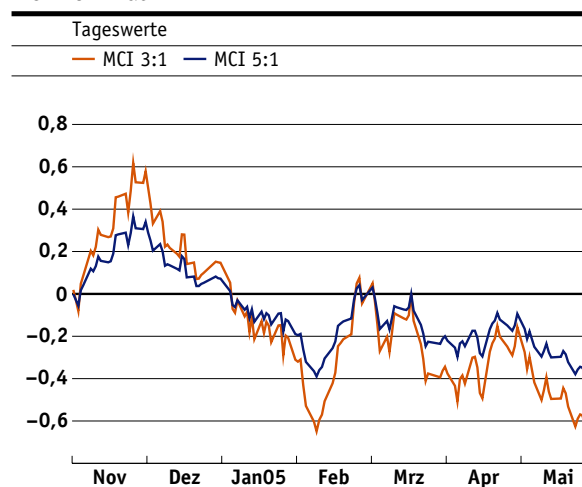
Grafik 3.11
Devisenkurse



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

Weiterer Anstieg der Schweizer Aktienindizes

Vor allem dank der guten Performance der Titel einiger bedeutender Unternehmen konnte sich der schweizerische Aktienmarkt dem weltweiten Aktienpreissrückgang im April entziehen. Der Swiss Performance Index (SPI) nahm von 4500 Punkten Anfang März auf 4700 Punkte Ende Mai zu. Am besten entwickelten sich im Berichtszeitraum die Titel der Pharmabranche und des Detailhandels, während Banken und Versicherungen einen eher unterdurchschnittlichen Verlauf verzeichneten. Der Swiss Market Index (SMI), in dem die Schweizer Blue Chips enthalten sind, stieg von 5800 Punkten Anfang Februar auf 6100 Punkte Ende Mai, was ein Dreijahres-Hoch markierte. Damit übertraf der Anstieg des SMI seit Jahresbeginn jenen der wichtigsten europäischen und amerikanischen Indizes deutlich. Während der SMI um fast 8% zulegte, nahm der britische FTSE-100-Index lediglich 3,0% und der deutsche DAX 4,8% zu. Der S&P 500 Index in den USA wies im gleichen Zeitraum einen Verlust von 1,8% auf. Da nicht nur der SMI, bei dem wenige Titel ein hohes Gewicht haben, sondern auch der breit gefasste SPI einen deutlichen Anstieg verzeichnete, kann die Börsenentwicklung als erhöhtes Vertrauen der Marktteilnehmer in die Schweizer Konjunktur gedeutet werden.

Verstärkter Preisauftrieb bei Eigentumswohnungen

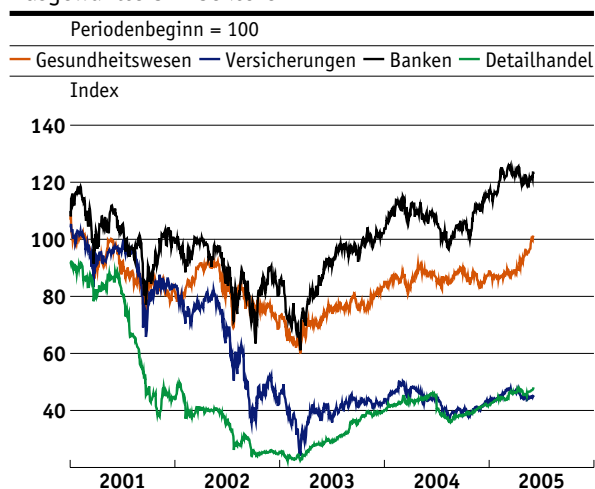
Am Immobilienmarkt setzte sich der Preisanstieg fort. Dies zeigen sowohl die Indizes des Beratungsunternehmens für Immobilien Wüest & Partner

als auch die hedonischen Mietindizes, die vom Immobilienportal Homegate in Zusammenarbeit mit der Zürcher Kantonalbank (ZKB) berechnet werden. Besonders verteuerten sich die Eigentumswohnungen. Gemäss Wüest & Partner erhöhten sich deren Preise im ersten Quartal um 7,1% annualisiert gegenüber der Vorperiode und um 4,2% im Vorjahresvergleich. Die Preise von Einfamilienhäusern steigen seit einiger Zeit deutlich langsamer als die Preise von Eigentumswohnungen. Dies steht in deutlichem Gegensatz zum Preisanstieg in den 1980er-Jahren, als die Preissteigerungsraten für beide Kategorien praktisch gleich hoch waren.

Die Mieten lagen gemäss Wüest & Partner im ersten Quartal um 3,0% über dem Vorjahresstand (Neumieten: +4,8%). Der hedonische Mietindex von Homegate weist seit Juli letzten Jahres eine deutliche Zunahme auf und wächst seither mit einer annualisierten Rate von 3,6%. Der Anstieg ist in sämtlichen Regionen der Schweiz erkennbar und ist am ausgeprägtesten bei den grossen und neuen Wohnungen. Im ersten Quartal stiegen neben den Wohnungsmieten auch die Mieten von Gewerbe- und Büroflächen. Die Indizes für Gewerbe- und Büroflächen sind allerdings relativ volatil und stagnieren seit dem Jahr 2000, so dass trotz der Zunahme im ersten Quartal nicht von einer Trendwende hin zu steigenden Mieten gesprochen werden kann.

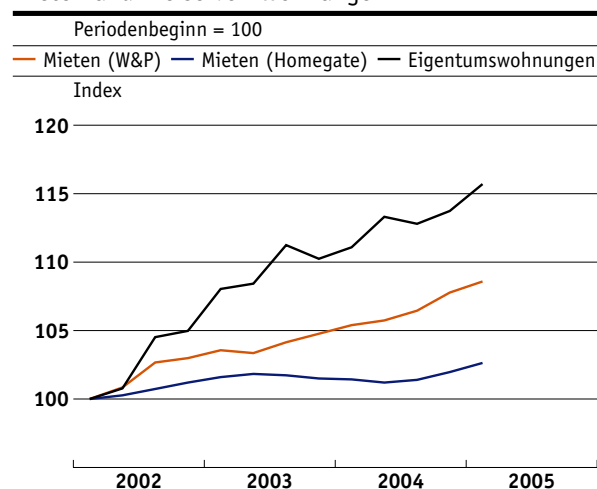
Im Immobiliensektor sind anhaltende Preissteigerungen festzustellen. Die SNB geht davon aus, dass diese Entwicklung von den tiefen Hypothekensätzen beeinflusst wird. Im Bewusstsein ihrer anhaltend expansiven Geldpolitik beobachtet sie die Entwicklung des Immobiliensektors deshalb sorgfältig.

Grafik 3.14
Ausgewählte SPI-Sektoren



Quelle: Swiss Exchange (SWX)

Grafik 3.15
Mieten und Preise von Wohnungen



Quellen: Wüest & Partner, homegate.ch

3.4 Geldaggregate

Normalisierung der Geldmengenentwicklung

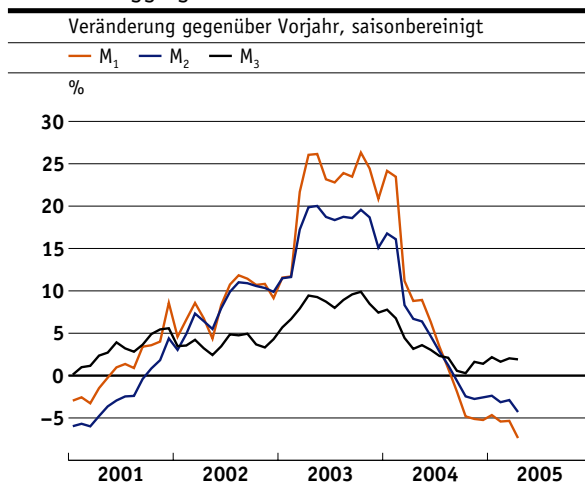
Die Geldmenge M_1 , die sich aus dem Bargeldumlauf, den Sichteinlagen und den Transaktionskonti zusammensetzt, sank im Mai im Vergleich zum Vorjahr um 7,3%. Die Geldmenge M_2 (M_1 plus Spareinlagen) nahm um 4,2% ab, während M_3 (M_2 plus Termineinlagen) mit 2,3% gegenüber dem Vorjahr leicht anstieg. Die in den letzten Monaten beobachtete Umschichtung von Sichteinlagen in Termineinlagen hat sich fortgesetzt. Im Gegensatz zu M_1 und M_2 war M_3 von diesen Umschichtungen nicht betroffen, da M_3 sowohl Sichteinlagen als auch Termineinlagen umfasst. Eine ähnlich starke Substitution von Sichteinlagen durch Termineinlagen, wie sie seit dem vergangenen Jahr festzustellen ist, konnte letztmals in der Aufschwungphase 1999–2000 beobachtet werden.

Die Jahreswachstumsraten von M_1 und M_2 werden gegenwärtig durch einen Basiseffekt beeinflusst, da sie sich auf die Veränderung gegenüber dem Höchststand der Aggregate Anfang letzten Jahres beziehen. Ein aussagekräftigeres Bild ergibt sich, wenn man die Wachstumsraten über einen längeren Zeitraum betrachtet. Über die letzten 5 Jahre wuch-

sen M_1 und M_2 mit jährlichen durchschnittlichen Wachstumsraten von 6,0% und 5,5% verhältnismäßig kräftig. Der gegenwärtige Rückgang beider Aggregate muss also als eine Rückkehr zur Normalität interpretiert werden.

Für die folgenden Betrachtungen wird die Geldmenge M_3 um die Treuhandgeschäfte von Inländern erweitert, die ein enges Substitut zur Geldhaltung darstellen. Neben den Zinssätzen wird die Geldnachfrage vor allem vom Transaktionsvolumen in der Wirtschaft bestimmt. Der Kassenhaltungskoeffizient gibt das Verhältnis der Geldmenge zum Transaktionsvolumen in der Wirtschaft an, das durch das nominelle Bruttoinlandprodukt gemessen wird. Da die M_3 -Geldhaltung Opportunitätskosten in Form entgangener Zinserträge verursacht, sollte sich der Kassenhaltungskoeffizient gegenläufig zum Langfristzins bewegen. Grafik 3.17 bildet den Kassenhaltungskoeffizienten zusammen mit dem Kehrwert des langfristigen Zinssatzes ab. In der Vergangenheit bestand ein enger Zusammenhang zwischen beiden Variablen. Der Anstieg des inversen Zinssatzes seit dem Jahr 2000 spiegelt sich in einem starken Anstieg des Kassenhaltungskoeffizienten. Die tiefen langfristigen Zinsen bewirken, dass der Kassenhaltungskoeffizient weiterhin auf einem hohen Niveau verharrt.

Grafik 3.16
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Anhand des Transaktionsvolumens in der Wirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung kann eine Gleichgewichtsgeldmenge als Mass für die angemessene Geldversorgung der Wirtschaft berechnet werden (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik 1/2005, S. 33). Liegt die aktuelle Geldmenge über dieser Gleichgewichtsgeldmenge, so ist die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft zu reichlich. Bei einem so definierten Liquiditätsüberhang (ECM-Konzept) besteht die Gefahr höherer Inflationsraten in den folgenden vier bis sechs Quartalen. Grafik 3.18 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge M_3 von ihrem Gleichgewichtswert unter Berücksichtigung des statistischen Fehlers der Schätzung. Gegenwärtig bestehen keine statistisch signifikanten Abweichungen der Geldmenge M_3 von ihrem Gleichgewichtswert, da die maximale und die minimale Geldlücke die Nulllinie einschliessen.

Neben dem ECM-Konzept des Geldüberhangs wird mit einem anderen Konzept die Inflationsgefahr in eineinhalb bis drei Jahren untersucht. Nach diesem Konzept besteht zurzeit ein Überhang. Dieser stellt ein Inflationspotenzial dar, sofern die Zinsen zu spät angehoben werden.

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

	2003	2004	2004				2005			
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	März	April	Mai
Notenbankgeldmenge²	40,4	41,7	42,2	41,7	41,1	41,8	42,1	41,5	41,7	41,6
Veränderung ³	5,3	3,2	7,7	4,5	0,2	0,7	-0,5	-0,3	-0,6	0,5
$M_1$²	273,5	287,9	297,2	295,0	281,2	278,1	282,0	278,9	275,5	275,9
Veränderung ³	21,9	5,2	19,3	8,0	0,8	-5,1	-5,1	-5,3	-7,3	-7,3
$M_2$²	475,1	495,4	505,2	503,3	488,1	485,0	490,9	487,7	484,7	485,0
Veränderung ³	17,4	4,3	13,6	6,0	1,2	-2,6	-2,8	-2,9	-4,2	-4,2
$M_3$²	544,9	561,5	563,5	562,9	556,6	562,9	574,5	572,7	574,9	576,9
Veränderung ³	8,3	3,0	6,3	3,2	1,7	1,1	1,9	2,0	1,9	2,3

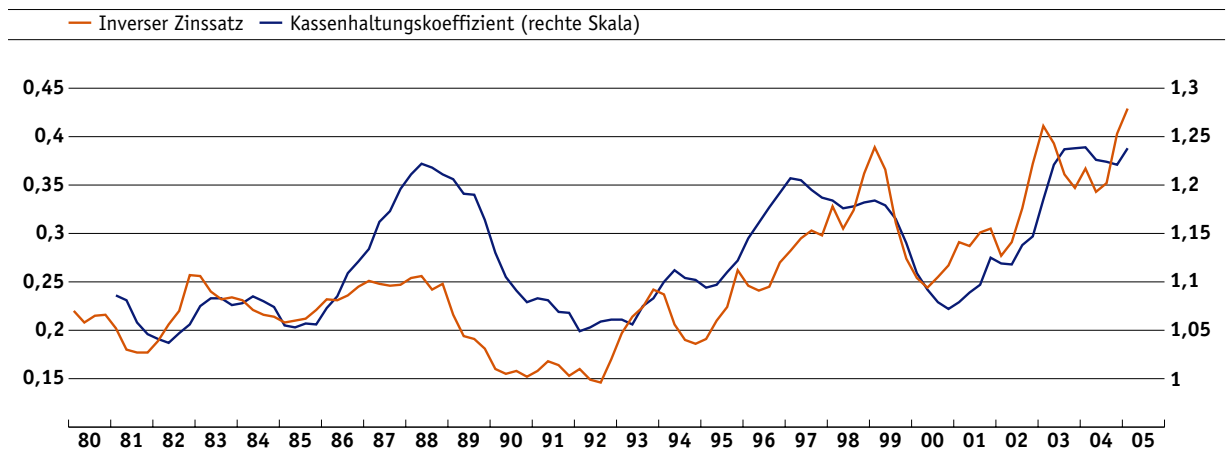
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

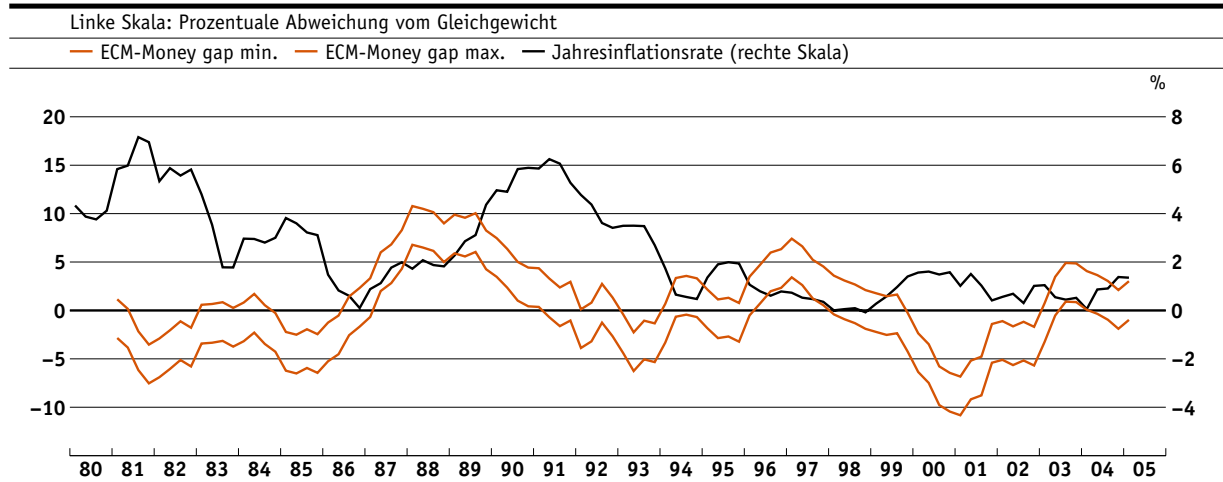
3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.17
Kassenhaltungskoeffizient



Grafik 3.18
Money gap und Jahresinflationsrate



Grafiken 3.17 und 3.18:
Quelle: SNB

3.5 Kredite

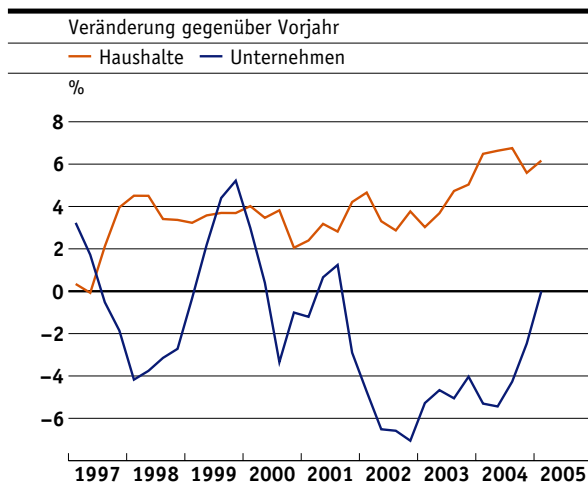
Breiter abgestütztes Kreditwachstum

Die Bankkredite nahmen im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 3,6% zu. Seit dem letzten Quartal 2004 wurde ein leichter Anstieg des Kreditwachstums an Haushalte verzeichnet, während Kredite an Unternehmen zum ersten Mal seit Mitte 2001 stagnierten statt zu schrumpfen.

Die übrigen Kredite, die sich aus gedeckten und ungedeckten Krediten zusammensetzen, lagen im März zum zweiten Mal seit August 2001 leicht über

dem Vorjahresstand. Im April schrumpften sie allerdings wieder um 1,5%. Während die gedeckten übrigen Kredite mit 1,9% die geringste Zuwachsrate seit April 2004 aufwiesen, nahmen die ungedeckten übrigen Kredite um 3,8% ab, gegenüber einem Rückgang im März von 2,8%. In den ersten vier Monaten dieses Jahres bildeten sich die übrigen Kredite um 1,8% gegenüber dem Vorjahr zurück. Demgegenüber wuchsen die Hypothekarkredite, die vor allem an Haushalte vergeben werden, im ersten Quartal um 5,1% und setzten damit das seit Ende 2002 beobachtete kräftige Wachstum fort.

Grafik 3.19
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite¹

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2003	2004	2004				2005			
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April
Total	2,1	3,6	3,2	3,4	4,0	3,6	3,6	3,6	4,1	3,7
Hypothekarforderungen	5,6	5,4	5,4	5,4	5,4	5,2	5,1	5,1	5,0	5,0
Übrige Kredite	-8,7	-3,1	-4,6	-3,8	-1,2	-2,6	-1,9	-2,2	0,4	-1,5
davon gedeckt	-10,7	3,2	-1,6	3,5	7,2	4,0	3,5	3,3	5,1	1,9
davon ungedeckt	-7,4	-7,1	-6,5	-8,4	-6,6	-6,8	-5,7	-6,0	-2,8	-3,8

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 wird die maximale Wirkung geldpolitischer Impulse auf die Inflationsrate nach rund drei Jahren erreicht. 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. Die Inflationsprognose bildet zusammen mit der Definition der Preisstabilität und dem operationellen Ziel das geldpolitische Konzept der SNB (siehe «Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts»).

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Leicht verzögerte Konjunkturerholung in Europa

Die Inflationsprognosen der SNB sind in ein internationales Konjunkturszenario eingebettet. Dieses stellt die nach ihrer Einschätzung wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Aus der Tabelle 4.1 können die wichtigsten exogenen Annahmen im Vergleich zu denjenigen der März-Prognose ersehen werden.

Die weltwirtschaftlichen Annahmen präsentieren sich im Vergleich zur Lagebeurteilung vom März 2005 insgesamt weniger günstig. Insbesondere hat sich das Erdöl seit Februar weiter verteuert. Neu wird für das zweite Quartal 2005 ein Preis von 51 USD/Barrel und anschliessend ein langsamer Rückgang gegen 40 USD/Barrel unterstellt. Im Zusammenhang mit den höheren Erdölnotierungen wird eine im laufenden Jahr anhaltende Wachstumsschwäche in Europa angenommen, die im nächsten Jahr von etwas höheren Wachstumsraten als in der vorangegangenen Prognose gefolgt wird. Auch in den USA wird ein vorübergehender Wachstumsrückgang angenommen, der aber bereits ab dem dritten Quartal 2005 wieder von deutlich steigenden Wachstumsraten abgelöst wird. Schliesslich wurde im Sinne einer technischen Annahme für die Modellsimulationen der Dollar/Euro-Wechselkurs für den gesamten dreijährigen Prognosehorizont auf 1.30 fixiert.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2005	2006	2007
Inflationsprognose Juni 2005			
BIP USA ¹	3,4	3,6	3,4
BIP EU-15 ¹	1,5	2,1	2,4
Wechselkurs USD/EUR ²	1,3	1,3	1,3
Ölpreis in USD/Barrel ²	49,0	45,4	42,8
Inflationsprognose März 2005			
BIP USA ¹	3,4	3,4	3,4
BIP EU-15 ¹	1,9	2,3	2,1
Wechselkurs USD/EUR ²	1,3	1,3	1,3
Ölpreis in USD/Barrel ²	44,9	41,9	40,2

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 Beurtei-

lung 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 2. Quartal 2005 bis 1. Quartal 2008

Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Grafik 4.1 zeigt die Inflationsprognose vom Juni 2005 zusammen mit den Inflationsprognosen vom März und Dezember 2004. Die neue Prognose erstreckt sich vom zweiten Quartal 2005 bis zum ersten Quartal 2008. Sie beruht auf einem konstanten Dreimonats-Libor von 0,75%, dem Mittelwert des am 16. Juni 2005 von der SNB bestätigten Zielbandes für den Dreimonatssatz von 0,25% bis 1,25%.

Die neue Inflationsprognose liegt bis im Sommer dieses Jahres über den Prognosen vom März 2005 und Dezember 2004. Unter der Annahme sinkender Rohölnotierungen wird der Preisdruck bei den im Konsumentenpreisindex erfassten Erdölprodukten (Treibstoffe und Heizöl) aber merklich nachlassen. Auch von den übrigen importierten Konsumgütern dürften in den nächsten Monaten leicht negative Teuerungsbeiträge ausgehen. Die SNB rechnet weiter damit, dass sich die inländischen Waren angesichts der negativen Produktionslücke tendenziell verbilligen werden. Insbesondere bei den Gütern des täglichen Bedarfs dürfte der Druck auf die Preise als Folge der hohen Wettbewerbsintensität im Detailhandel anhalten. Ferner erwartet die SNB, dass sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen nochmals leicht abschwächen, aber insgesamt überdurch-

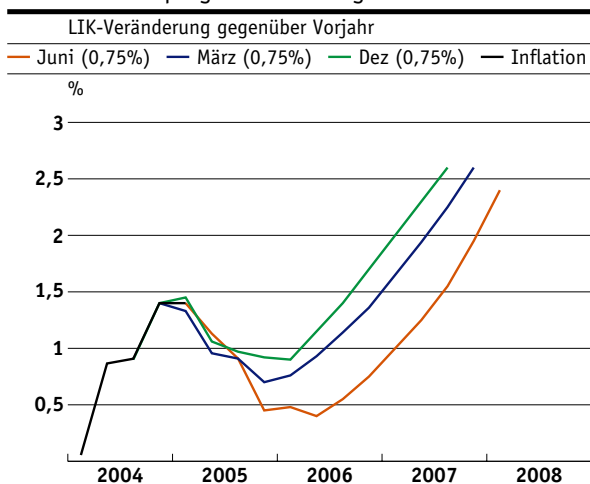
schnittlich bleiben wird. Somit fällt die prognostizierte Inflation von 1,4% im ersten Quartal 2005 bis auf 0,5% im Schlussquartal dieses Jahres. Im Jahresdurchschnitt 2005 ist mit einer Jahresinflationsrate von 1% zu rechnen.

Auf mittlere Sicht, d.h. über einen Zeitraum von ein bis zwei Jahren, hängt die Inflationsentwicklung entscheidend von den Konjunkturaussichten ab. Die für dieses Jahr erwartete weitere Verzögerung des Wirtschaftswachstums in Europa wird sich auch in der Schweiz bemerkbar machen. Die SNB rechnet neu damit, dass das reale BIP im laufenden Jahr in der Grössenordnung von 1% wachsen wird. Vor drei Monaten hatte sie noch rund 1,5% erwartet. Damit dürfte sich die negative Outputlücke später schliessen und der in der mittleren Frist zu erwartende Inflationsdruck schwächer ausfallen. Bei einem gleich bleibenden Dreimonats-Libor von 0,75% beträgt die prognostizierte Inflationsrate für das Jahr 2006 0,5%, gegenüber 1,0% im März.

In der längeren Frist zeigt die Inflationsprognose wie bereits im März einen Anstieg der Inflation. Dieser Anstieg ergibt sich aus der erwarteten Verbesserung des Auslastungsgrades der volkswirtschaftlichen Ressourcen. Zudem ist die Liquidität nach wie vor hoch. Erfahrungsgemäss birgt eine hohe Liquiditätsausstattung ein Risiko für die Preisstabilität. Je mehr Liquidität einer Volkswirtschaft zur Verfügung steht, desto mehr Transaktionen können im Zuge der wirtschaftlichen Erholung durchgeführt werden. Gleichzeitig ergeben sich auch mehr Möglichkeiten zu Preiserhöhungen. Das von der monetären Seite ausgehende längerfristige Inflationsrisiko bleibt damit unverändert bestehen.

Gemäss der Inflationsprognose vom Juni würde die Preisstabilität ab Ende 2007 verletzt. Dabei ist zu beachten, dass ein in den nächsten drei Jahren unveränderter Dreimonats-Libor von 0,75% unterstellt wird. Die Prognose zeigt, dass das derzeitige Zinsniveau nicht aufrechterhalten werden kann, wenn die Wirtschaftslage sich normalisiert. Da die Geldpolitik schon seit langem expansiv ist, steigt die Teuerungsgefahr in der Zukunft. Sollten sich die Wirtschaftsaussichten weiter verbessern, wird eine Korrektur des geldpolitischen Kurses nötig sein.

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 Juni 2005

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 von März bis Mai 2005 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Aus den Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 140 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich tendenziell ein günstiges Konjunkturbild. Im Vergleich zur vorangegangenen Gesprächsrunde war insgesamt eher eine konjunkturelle Besserung als eine Verschlechterung zu erkennen. Dahinter verbergen sich allerdings nach wie vor beträchtliche branchenmässige Unterschiede.

Die Exportindustrie sowie die Bauunternehmen zeigten sich über die Geschäftsentwicklung und die Aussichten mehrheitlich zufrieden. Im Dienstleistungssektor blieb das Bild dagegen uneinheitlich. Dem Detailhandel machten weiterhin die flaue Konsumnachfrage und rückläufige Preise zu schaffen. Dagegen gewannen der Tourismussektor wie auch verschiedene Bereiche der unternehmensbezogenen Dienstleistungen an Zuversicht. Dies gilt insbesondere für die Transport- und Logistikbranchen sowie die IT-Dienstleistungen.

Trotz der zufrieden stellenden Geschäftslage herrschte bezüglich der Investitionen nach wie vor Zurückhaltung. Nur vereinzelt standen Erweiterungsinvestitionen bevor. Das gleiche gilt auch für die Beschäftigung. Kaum ein Unternehmen plante eine Erhöhung des Personalbestandes. Allerdings war auch nur vereinzelt von einem Abbau von Arbeitsplätzen die Rede.

1 Produktion

Industrie

Von den befragten, stark exportorientierten Industrieunternehmen meldeten fast alle eine gute Umsatzentwicklung für den Zeitraum März bis Mai. Sie übertraf in einigen Fällen die Erwartungen und scheint gegen das Ende der Berichtsperiode sogar leicht an Schwung gewonnen zu haben. Die wichtigsten Impulse gingen weiterhin von Asien, den USA sowie von Osteuropa aus, wobei allerdings aus Asien verschiedentlich Abflachungstendenzen verspürt wurden. Der Geschäftsverlauf mit Europa, insbesondere mit Deutschland und Frankreich, wurde mehrheitlich als verhalten bis schlecht eingestuft.

Die Exportkonjunktur blieb breit abgestützt. Zu den besonders dynamischen Branchen gehörten weiterhin die Uhrenindustrie, die chemisch-pharmazeutische Industrie und der Medizinalbereich. Einen sehr guten Geschäftsgang verzeichneten auch der Spezialmaschinenbau und der Metallbau sowie die Betriebe aus der Elektrotechnik, die von der weltweit kräftig expandierenden Stromproduktion profitierten. Die Gesprächspartner aus der Textilindustrie äusserten sich zum Produktionsstandort Schweiz sehr besorgt und überlegten sich Produktionsverlagerungen ins Ausland, insbesondere nach Asien. Mit einem wachsenden Konkurrenzdruck aus dem Ausland sahen sich auch einige Vertreter der Nahrungsmittelindustrie konfrontiert.

Dienstleistungen

Der Detailhandel startete schlecht ins neue Jahr. Die Gesprächspartner beurteilten das Kaufverhalten als zurückhaltend, selektiv und ausgesprochen preisbewusst. Nur vereinzelt wurde eine langsam anziehende Konsumnachfrage geortet. Der Konkurrenzdruck zwang die Grossverteiler, die Preise auf weiten Teilen des Sortiments zu senken, ohne dass dies insgesamt zu einer nennenswerten Mehrnachfrage führte. Die Aussichten wurden mehrheitlich skeptisch beurteilt, wobei die richtungslose Entwicklung des Konsums sowie der hohe Druck zur Struktur-anpassung gleichermassen Sorgen bereiteten. In deutlichem Kontrast zum düsteren Stimmungsbild im Detailhandel standen die gute Geschäftsentwicklung im Luxusbereich der Nahrungs- und Genussmittel-industrie sowie die erfolgreichen Uhren- und Schmuckmessen von Basel und Genf.

Im Tourismussektor bestätigten sich die Besserungstendenzen, die sich in der letzten Gesprächsrunde abgezeichnet hatten. Die Gesprächspartner aus

der Hotellerie äusserten sich zur Wintersportsaison mehrheitlich positiv. Die Gastronomie- und Hotelbetriebe in den Städten meldeten mehrheitlich höhere Frequenzen und ein grosszügigeres Ausgabenverhalten, insbesondere seitens der Unternehmen. In den Gesprächen kam allerdings auch zum Ausdruck, dass vor allem das Hochpreissegment von der konjunkturellen Besserung profitiert, während die anderen Betriebe eine anhaltend unbefriedigende Auslastung aufweisen. Die ausserhalb der Zentren liegenden Gaststätten spürten infolge der Herabsetzung der Promillegrenze einen erheblichen Margendruck.

Einen sehr guten Geschäftsgang verzeichnete das Transportgewerbe, und zwar sowohl beim Reiseverkehr als auch bei den Gütertransporten. Erstmals seit längerer Zeit war auch im IT-Sektor etwas mehr Zuversicht spürbar. Die Investitionsbereitschaft scheint allmählich anzuziehen, was aufgrund des hohen Ersatzbedarfes schon seit einiger Zeit erwartet worden war. Davon profitierte sowohl der IT-Grosshandel auch die IT-Beratung. Auch die Bereitschaft, Zusatzinvestitionen in neue Technologien wie die Breitbandtechnologie zu tätigen, nahm in den letzten Monaten zu.

Die Banken zeigten sich mit der Geschäftsentwicklung zufrieden. Während der Bereich Unternehmenskredite weiterhin harzig verlief und Kreditlimiten ungenutzt blieben, expandierte das Hypothekengeschäft kräftig. Verschiedentlich kam erneut das nachlassende Risikobewusstsein der Banken zur Sprache, das sich in höheren Belehnungen und steigenden Schätzwerten niederschlägt. Die Gesprächspartner aus der Vermögensverwaltung beurteilten den Geschäftsgang als gut. Der Wettbewerb ist jedoch sehr stark und führt – zusammen mit dem gestiegenen Kostenbewusstsein der Kunden – zu einem starken Druck auf die Kommissionen.

Bau

Die befragten Bauunternehmen beurteilten die Geschäftslage mehrheitlich als gut. Allerdings beschränkte sich die positive Beurteilung weiterhin auf den kräftig expandierenden Wohnungsbau, während die Geschäftsentwicklung in den anderen Bereichen unverändert als flau bezeichnet wurde. Die meisten Gesprächspartner stellten sich darauf ein, dass die Impulse aus dem Wohnungsbau allmählich nachlassen, ohne dass andere Bausparten diese Lücke zu füllen vermögen.

2 Arbeitsmarkt

Für den Arbeitsmarkt gab es kaum Zeichen einer Besserung. Die befragten Unternehmen aus dem Industrie- und Dienstleistungssektor verfügten in der Regel über genügend Personal und sahen keine Erhöhung des Personalbestandes vor. Dort, wo ein Ausbau der Beschäftigung ins Auge gefasst wurde, fehlte es zudem oft an den benötigten Qualifikationen. Eine zaghafte Besserung zeichnete sich bei der Nachfrage nach Kaderpersonal ab. Auf die Personenfreizügigkeit mit der EU angesprochen meldete insbesondere das Gastgewerbe eine deutlich verbesserte Personalsituation, da nun ein grosses Angebot an gut qualifizierten Arbeitskräften insbesondere aus dem nahen Ausland zur Verfügung steht.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Alle Branchen sahen sich einem unverändert starken Preisdruck ausgesetzt. Während die Gesprächspartner aus der Industrie die Ertragslage dennoch positiv einschätzten, spürte der Detailhandel die als Folge der Preisnachlässe gesunkenen Margen. Neben der flauen Konsumnachfrage sorgt in diesem Bereich insbesondere der bevorstehende Markteintritt der deutschen Discounter, aber auch der Abbau von Handelshemmnissen für einen harten Preiswettbewerb. Einen anhaltend starken Preisdruck meldete auch das Baugewerbe. Im Baunebengewerbe scheint er sich verstärkt zu haben, indem unter anderem vermehrt grenznahe ausländische Anbieter auftreten, die zu weit günstigeren Konditionen als das einheimische Gewerbe offerieren.

Kein Anlass zur Besorgnis bot der Eurokurs. Nachdem der Dollar in den letzten Monaten wieder stärker notiert hatte, traten auch die Sorgen bezüglich des tief bewerteten Dollarkurses etwas in den Hintergrund. Die Entwicklung des Dollarkurses wird aber von vielen Branchen nach wie als erheblicher Risikofaktor aufgeführt.

Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Hansueli Raggenbass, Präsident des Bankrats
Gehalten in Bern am 29. April 2005

Verehrte Aktionärinnen und Aktionäre,
liebe Gäste, meine Damen und Herren

Meine diesjährige Ansprache werde ich zuerst dem Jahresabschluss 2004 widmen. Danach werde ich einige Überlegungen zur Volatilität der Erträge und zu den längerfristigen Ertragserwartungen anstellen. Im Anschluss daran werde ich kurz auf die Auswirkungen des neuen Nationalbankgesetzes zurückblicken.

Gestatten Sie mir nun, Ihnen einige Hinweise zur Jahresrechnung 2004 zu geben.

Bruttoerfolg

Wie Sie wissen, wurde die Rückstellung für die Abtretung der Freien Aktiven, die dem Erlös aus dem Verkauf von 1300 Tonnen Gold entspricht, aufgelöst und zur Ausschüttung freigegeben. Das aussergewöhnlich hohe Jahresergebnis 2004 von insgesamt 21,6 Mrd. Franken ist in diesem Zusammenhang zu sehen.

Der Bruttoerfolg belief sich allerdings auf nur gerade 0,6 Mrd. Franken. Er lag damit deutlich unter dem Vorjahresergebnis von 4,3 Mrd. Franken. Der Rückgang ist überwiegend auf den Einfluss der Bewertung des Goldes in Schweizer Franken zurückzuführen. 2003 war der Goldpreis um fast 9% gestiegen und hatte zu Bewertungsgewinnen von mehr als zweieinhalb Milliarden Franken geführt. Der Goldpreis stieg zwar im 1. Quartal 2004 vorerst weiter an, verlor aber schliesslich im Jahresvergleich rund 4%. Dieser Preisrückgang schlug sich in der Erfolgsrechnung mit Bewertungsverlusten von knapp einer Milliarde Franken nieder.

Rund die Hälfte der Bilanzsumme ist in fremder Währung angelegt, der grösste Teil davon in Euro und US-Dollar. Der Erfolg auf diesen Anlagen ist stark von Zins- und Währungsschwankungen abhängig. Er belief sich im Jahr 2004 auf 1,2 Mrd. Franken und lag damit rund 20% unter dem Vorjahreswert. An den meisten Anlagemärkten, an denen die Nationalbank tätig war, reduzierte sich im abgelaufenen Jahr das Zinsniveau. Dies führte zu steigenden Obligationenkursen und damit zu Bewertungsgewinnen auf dem Anlageportefeuille der Nationalbank. Das Anlageergebnis vor Wechselkurseinflüssen fiel mit über 3 Mrd. Franken erfreulich aus. Die Entwicklung der Devisenkurse schmälerte dieses Ergebnis jedoch beträchtlich. Die Umrechnungskurse für die Fremdwährungsbestände lagen Ende 2004 durchwegs tiefer als im Vorjahr und führten zu Bewertungsverlusten von 2 Mrd.

Franken. Besonders ausgeprägt war der Rückgang beim US-Dollar, welcher 9% an Wert einbüsste.

Die Frankenanlagen trugen 0,3 Mrd. Franken zum Bruttoerfolg bei. Den grössten Teil dieser Erträge steuerte das Portefeuille der Frankenobligationen bei. Wie schon im Vorjahr fiel der Ertrag aus den Repo-Geschäften vergleichsweise bescheiden aus. Obwohl die Nationalbank im Juni und September die Repo-Zinssätze zwei Mal leicht erhöhte, lagen diese auch Ende Jahr mit rund 0,6% auf sehr tiefem Niveau.

Abnahme des Betriebsaufwandes

Der Betriebsaufwand ging um rund 10 Mio. Franken zurück und lag bei gut 200 Mio. Franken. Notenaufwand und Sachaufwand verzeichneten dabei einen deutlichen Rückgang, während der Personalaufwand um rund 1% anstieg. Der Notenaufwand nahm ab, weil im Vergleich zum Vorjahr deutlich weniger Banknoten aus dem Umlauf gezogen und durch neue ersetzt werden mussten.

Ausschüttung des Erlöses aus den Goldverkäufen

Wie bekannt gegeben, soll der Erlös aus dem Verkauf von 1300 Tonnen Gold aus dem Jahresergebnis 2004 zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone ausgeschüttet werden. Dies haben die Schweizerische Nationalbank und das Eidgenössische Finanzdepartement mittels einer besonderen Ausschüttungsvereinbarung festgelegt. Es handelt sich um einen Betrag von gut 21,1 Mrd. Franken.

Nach dem Nichteintreten des Ständerats auf die Goldvorlage am 16. Dezember 2004 war davon auszugehen, dass eine erneute Goldverwendungsvorlage des Bundesrats im Parlament kaum mehrheitsfähig sein würde. Mit dem Entscheid des Bundesrats vom 2. Februar 2005, dass das Goldvermögen an Bund und Kantone auszuschütten sei, wurde der Nichteintretensbeschluss des Ständerats vom Dezember 2004 wirksam. Bankrat und Direktorium der Nationalbank kamen deshalb zum Schluss, dass das weitere Zurückhalten des Goldvermögens durch die Nationalbank nicht mehr gerechtfertigt ist. Mit der raschen Ausschüttung dieses Vermögens soll die Nationalbank von ihrer Doppelrolle als geldpolitische Behörde einerseits und als Vermögensverwalterin für die öffentliche Hand andererseits befreit werden.

Herr Dr. Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums, wird im Rahmen seiner Ansprache auf den entsprechenden Sachverhalt zurückkommen.

Ordentliche Gewinnausschüttung

Ich komme noch auf eine Anpassung in der Jahresrechnung zu sprechen. Sie betrifft die Behandlung der Rückstellungen, welche es der Nationalbank erlauben, die Währungsreserven auf der geld- und währungspolitisch erforderlichen Höhe zu halten. Diese Rückstellungen werden aus zurückbehaltenen Gewinnen gebildet. Die erforderliche Höhe der Rückstellungen richtet sich von Gesetzes wegen nach dem Wachstum der schweizerischen Volkswirtschaft. In der zweiten Hälfte der Neunziger Jahre haben sich dank sehr guter Ertragskraft der Nationalbank darüber hinaus beträchtliche zusätzliche Rückstellungen angesammelt. Diese werden seit dem Geschäftsjahr 2003 kontinuierlich abgebaut. Mit dem diesjährigen Rechnungsabschluss werden der angestrebte Rückstellungsbestand und die überschüssigen Rückstellungen erstmals in zwei separaten Positionen ausgewiesen. Damit stellt die Nationalbank die erforderliche Höhe an Rückstellungen und den ausschüttbaren Betrag transparent dar.

Ich habe vor einem Jahr an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass das Thema Gewinnausschüttung die Nationalbank längerfristig mit einer gewissen Sorge erfüllt. Daran hat sich nichts geändert. Im Gegenteil: Die Nationalbank erwirtschaftete 2004 einen Bruttoerfolg von 0,6 Mrd. Franken. Mit Berücksichtigung des Betriebsaufwands und der Entnahme aus der Rückstellung für die Abtretung der Freien Aktiven sowie nach Abzug der benötigten 0,9 Mrd. Franken für die Erreichung des angestrebten Bestands an Rückstellungen resultierte ein Verlust von 0,4 Mrd. Franken. Zur Deckung dieses Verlusts und zur Vornahme der vereinbarten Ausschüttung von insgesamt 2,9 Mrd. Franken an Bund und Kantone mussten der Ausschüttungsreserve – so die neue Bezeichnung der überschüssigen Rückstellungen – 3,3 Mrd. Franken entnommen werden. Damit beläuft sie sich noch auf knapp 7 Mrd. Franken. Diese verbleibende Ausschüttungsreserve ist damit nur noch doppelt so gross wie die Höhe der diesjährigen Entnahme! Der Jahresabschluss 2004 zeigt es deutlich: Die aktuellen Gewinnausschüttungen liegen erheblich über dem Gewinnpotenzial der Nationalbank. Die öffentliche Hand darf sich bei der Festlegung ihrer Ausgaben nicht an die Höhe der aktuellen Ausschüttungen gewöhnen, sondern muss sich in der Zukunft auf tiefere Ausschüttungen einrichten. Die heutige,

bis zum Geschäftsjahr 2012 gültige Vereinbarung wird nach fünf Jahren, nämlich im Jahr 2007, überprüft. Eine Anpassung der jährlichen Gewinnausschüttung könnte unter den erwähnten Gegebenheiten ab diesem Zeitpunkt nötig werden.

Lassen Sie mich nun zum Thema der Ertragschwankungen und -perspektiven übergehen.

Ertragschwankungen und -perspektiven

Ein Blick auf die Ergebnisse der letzten 15 Jahre zeigt, dass die Erträge der Nationalbank sehr stark schwanken können. Die Jahresergebnisse – ohne Berücksichtigung der ausserordentlichen Erträge – bewegten sich zwischen minus 1,6 Mrd. Franken im Jahr 1995 und plus 6,4 Mrd. Franken im Jahr 1996. Dabei wurden die Goldreserven bis 1999 zum damals gültigen gesetzlichen Paritätskurs bewertet. Marktbedingte Änderungen des Goldpreises schlagen sich somit erst seit 2000 im Jahresergebnis nieder. Hätte man die Goldreserven schon vorher zum Marktpreis bewertet, so wären die jährlichen Ertragschwankungen noch massiv höher ausgefallen, nämlich zwischen minus 11,1 Mrd. im Jahr 1990 und plus 10,8 Mrd. Franken im Jahr 1996. Zudem wären die ausgewiesenen Erträge tendenziell geringer gewesen, da der Goldpreis in Franken über diese Zeitspanne fiel.

Seit der Revision des Nationalbankgesetzes von 1997 und der Aufhebung der offiziellen Goldparität im Jahr 2000 kann die Nationalbank ihre Aktiven besser bewirtschaften. Durch die gezielte Währungsdiversifikation der Devisenreserven wurde insbesondere die Abhängigkeit vom US-Dollarkurs reduziert. Gleichzeitig konnte durch den Aufbau von längerfristigen Obligationenanlagen das Ertragspotenzial gesteigert werden. Mit der Gesetzesrevision von 2003 wurden die Anlagevorschriften weitgehend liberalisiert, wodurch das Renditepotenzial der Anlagen nochmals etwas verstärkt wird.

Die Rentabilität der Nationalbankaktiven dürfte jedoch weiterhin relativ moderat und die Ertragschwankungen verhältnismässig gross bleiben. Denn zum einen ist das nominelle Renditeniveau in den Anlagemärkten gegenwärtig relativ tief. Zum andern hat bei der Bewirtschaftung der Aktiven die Geld- und Währungspolitik in jedem Fall Vorrang vor Ertragsüberlegungen. Die Nationalbankaktiven haben zuallererst geld- und währungspolitische Funktionen zu

erfüllen. Die Frankenanlagen dienen hauptsächlich der Durchführung der Geldpolitik und bestehen daher überwiegend aus Geldmarktanlagen. Die Währungsreserven – in Form von Devisen und Gold – hält die Nationalbank ebenfalls nicht primär als Ertragsquelle, sondern zur Vorbeugung und Überwindung von Krisensituationen. Das Primat der Geldpolitik führt somit dazu, dass die Nationalbank die Risiken auf ihren Aktiven – insbesondere jene auf den Gold- und Devisenreserven – nicht beliebig absichert. Dies bedeutet auch, dass die Nationalbank bei der Auswahl ihrer Anlageinstrumente Kriterien wie Sicherheit und Liquidität stärker gewichtet als Ertragsüberlegungen.

Die Ertragsperspektiven der Nationalbank hängen von der Höhe ihrer Aktiven und den Renditemöglichkeiten auf den Anlagen ab. Mit der Ausschüttung der Goldverkaufserlöse schrumpfen die Aktiven um 21,1 Mrd. Franken. Der Abbau der noch vorhandenen Ausschüttungsreserve von knapp 7 Mrd. Franken im Rahmen der regulären Gewinnausschüttung wird die ertragbringenden Aktiven zusätzlich verringern. Auf Obligationenanlagen ist auf absehbare Zeit nicht mit überdurchschnittlichen Renditen zu rechnen. Die Zinsen sind zwar weltweit so tief, dass sie früher oder später ansteigen werden. Ein Zinsanstieg brächte aber zunächst Kapitalverluste auf den Obligationenanlagen der SNB. Die Veränderungen von Goldpreis und Wechselkursen, die die Erträge der SNB nach wie vor am stärksten beeinflussen, sind nicht zuverlässig prognostizierbar.

Insgesamt rechnet die SNB längerfristig mit einer nominellen Rendite von leicht unter 3% auf ihren Aktiven. Nach der gesetzlich vorgeschriebenen Zuweisung an die Rückstellungen und den Kosten für den laufenden Betrieb dürfte daraus knapp 1 Mrd. Franken an ausschüttbaren Erträgen pro Jahr übrig bleiben. Dabei ist weiterhin mit relativ grossen Schwankungen der Erträge zu rechnen. Allein die normale Schwankungsbreite der jährlichen Rendite muss auf zwischen minus 2% bis plus 7% geschätzt werden. Je nach Entwicklung an den Finanzmärkten werden die Renditeschwankungen noch weit höher ausfallen. Die Ertragsschwankungen dürften somit weiterhin verhältnismässig gross bleiben.

Ich komme nun auf Auswirkungen des neuen Nationalbankgesetzes zu sprechen.

Neues Nationalbankgesetz

Wie Sie wissen, ist das neue Nationalbankgesetz vor einem Jahr, nämlich am 1. Mai 2004, in Kraft getreten.

Das Gesetz hat für die Nationalbank verschiedene Neuerungen gebracht. Es handelt sich vorab um die Präzisierung des Notenbankauftrags, die Umschreibung der Unabhängigkeit und der Rechenschaftspflicht sowie die Erweiterung des geld- und anlagepolitischen Handlungsspielraums.

An der Rechtsform der SNB – der spezialgesetzlichen Aktiengesellschaft – hat das neue Nationalbankgesetz nichts geändert. Sie untermauert die in der Verfassung verankerte Unabhängigkeit der Nationalbank in institutioneller Hinsicht.

Hingegen führte das neue Gesetz zu einer Anpassung an die Rechtswirklichkeit privater börsenkotierter Aktiengesellschaften. In diesem Zusammenhang wurde das Aktienkapital, dem heute angesichts der viel höheren Bilanzsumme der SNB und der Höhe der Rückstellungen keine Bedeutung als Risiko tragendes Element mehr zukommt, auf den einbezahlten Teil von 25 Mio. Franken reduziert. Der Nennwert der SNB-Aktie hat sich damit von 500 auf 250 Franken reduziert.

In diesem Zusammenhang hat der Bankrat im Frühjahr 2004 beschlossen, auf die Ausgabe von Aktienzertifikaten künftig vollständig zu verzichten. In der Zwischenzeit hat sich das so genannte Namenaktienmodell mit aufgehobenem Titeldruck bei der SNB eingespielt. Zahlreiche Aktionäre haben von der Möglichkeit, ihre Wertrechte kostenlos durch die SNB verwahren zu lassen, Gebrauch gemacht.

Ferner hat das neue Gesetz die Organstruktur der Bank vereinfacht. Zum einen wurde die Anzahl der Bankorgane von sieben auf vier reduziert: die Generalversammlung, den Bankrat, das Direktorium und die Revisionsstelle. Zum anderen wurde der Bankrat als Organ für die Administrativaufsicht von 40 auf 11 Mitglieder verkleinert. Im Sinne der Corporate Governance hat der Bankrat zudem aus seinen Reihen vier Ausschüsse gebildet. Ein Prüfungsausschuss unterstützt den Bankrat in der Beaufsichtigung des Rechnungswesens und der finanziellen Berichterstattung und überwacht die Tätigkeit der externen und der internen Revision. Ein Risikoausschuss unterstützt den Bankrat in der Überwachung des Anlageprozesses.

ses und des Risikomanagements. Ein Entschädigungsausschuss unterstützt den Bankrat in der Festlegung der Grundsätze der Entschädigungs- und Gehaltspolitik der Bank. Ein Ernennungsausschuss schliesslich bereitet bei Vakanzen Vorschläge für die Wahl der Mitglieder des Direktoriums und ihrer Stellvertreter zuhanden des Bankrats und des Bundesrats vor.

Mit dem neuen Gesetz hat die Nationalbank somit ein modernes Rechtskleid erhalten. Die Corporate Governance wurde gestärkt, das Zusammenspiel zwischen Unternehmensführung und Aufsicht verbessert. Die neue Organstruktur der SNB sowie die neuen Abläufe haben sich aus meiner Sicht bestens bewährt.

Schlusswort

Ganz zum Schluss möchte ich es nicht unterlassen, dem Direktorium und den Mitarbeitenden der Schweizerischen Nationalbank für ihren kompetenten und engagierten Einsatz zugunsten dieser Institution ganz herzlich zu danken.

Referat an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums
Gehalten in Bern am 29. April 2005

Liebe Aktionärinnen und Aktionäre, liebe Gäste

Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung

Die wirtschaftliche Erholung, die sich im Sommer 2003 abzuzeichnen begann, setzte sich letztes Jahr fort. Nach einer Zeit negativer Wachstumsraten entwickelte sich die Wirtschaft wieder in der Nähe ihres Potenzials. Im Jahresdurchschnitt wuchs sie um 1,7%, nachdem sie 2003 noch leicht geschrumpft war.

Die Erholung der Schweizer Wirtschaft ist zu einem grossen Teil auf die Wiederbelebung der Weltwirtschaft zurückzuführen, die erstmals seit 1976 wieder ein so starkes Wachstum verzeichnete. Unsere Unternehmen machten sich diese Situation zunutze: 2004 stiegen die schweizerischen Exporte um 6,7%, was einer bedeutenden Zunahme gegenüber dem Vorjahr entspricht. Hinter dieser Leistung steht der stete Wille unserer Exporteure, sich an die wechselnden Nachfragebedingungen anzupassen, und ihre unermüdlichen Rationalisierungsbestrebungen, die unser Land zu einem attraktiven Produktionsstandort gemacht haben.

Die starke Präsenz der Schweizer Wirtschaft auf den internationalen Märkten ist eine uns vertraute Tatsache. Doch durch die starke Zunahme der schweizerischen Direktinvestitionen im Ausland ist diese Präsenz in den letzten Jahren in eine neue Dimension gerückt. Oft wird übersehen, dass die Schweiz nicht nur eine Meisterin im Sparen ist, sondern auch bei den Auslandsinvestitionen eine unübertroffene Performance erreicht. Im Jahr 2003 beliefen sich diese Investitionen auf etwa 20 Mrd. Franken – dies entspricht annähernd 20% unserer nationalen Ersparnisse. Fast die Hälfte davon floss nach Europa. Im Laufe der Zeit und mit Hilfe ihrer externen Überschüsse haben unsere Unternehmen ein äusserst dichtes internationales Produktionsnetz aufgebaut. Zu den 4 Millionen Arbeitsplätzen in der Schweiz kommen rund 1,8 Millionen Stellen von schweizerischen Unternehmen in Niederlassungen im Ausland; davon entfällt 1 Million auf europäische Länder.

Aus diesen Zahlen geht hervor, dass die Schweiz sich nicht abkapselt, sondern dass sie die Möglichkeiten nutzt, die durch die Öffnung der Grenzen und der Märkte entstehen. Verbreitet sind heute die Sorgen über die Konkurrenz der Billiglohnländer und die daraus folgenden Auslagerungen. Dabei wird ausser Acht gelassen, dass unser Land in grossem Masse von der verstärkten internationalen Arbeitsteilung profitiert,

die durch die Globalisierung entsteht. Die Auslagerung bestimmter Produktionsvorgänge ist unumgänglich. Nur so können unsere Unternehmen trotz hoher Arbeitskosten in der Schweiz wettbewerbsfähig bleiben. In gewisser Weise sichern die im Ausland geschaffenen Arbeitsplätze die Stellen bei uns, die eine höhere Wertschöpfung aufweisen.

Oft wird im Zusammenhang mit den Leistungen unserer Exporteure daran erinnert, dass jeder zweite Franken im Ausland verdient wird. Das bedeutet aber auch, dass einer von zwei Franken in der Schweiz verdient wird. Anders gesagt, spielt die Binnenwirtschaft sowohl auf der Nachfrage- als auch auf der Produktionsseite eine wesentliche Rolle für die wirtschaftliche Entwicklung unseres Landes. Die inländische Wirtschaftsaktivität entwickelte sich 2004 langsamer als das Auslandsgeschäft, war aber mit 1,8% immer noch höher als im Vorjahr. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte unterstützten diese Entwicklung wesentlich. Sie begannen sich Ende 2003 im Gefolge der günstigeren Konjunkturlage und steigender Einkommen zu erholen. Der gute Geschäftsgang im Baugewerbe stärkte auch die Nachfrage nach Haushaltsgeräten. Im Gegensatz zu ihren deutschen Nachbarn sind die Schweizer Konsumenten 2004 relativ zuversichtlich geblieben und haben somit die Konjunktur gestützt.

Die Finanzprobleme des Bundes und der Kantone haben 2004 die Erhöhung der öffentlichen Ausgaben gebremst. Erstmals seit mehreren Jahren hat die Nachfrage der öffentlichen Hand weniger stark zugenommen als die anderen Komponenten der Binnennachfrage.

In dieser Anfangsphase des Konjunkturzyklus hätte das wiedererwachte Vertrauen eigentlich die Investitionen ankurbeln sollen, um den Produktionsapparat den zukünftigen Bedürfnissen anzupassen. Der Investitionsschub liess jedoch lange auf sich warten, sowohl in der Schweiz als auch in den anderen europäischen Ländern. Obwohl die Ertragslage der Unternehmen sich verbesserte, zogen es diese vor, ihre vorhandenen Kapazitäten rationeller zu nutzen, anstatt Erweiterungs- oder Erneuerungsinvestitionen zu tätigen, die sie als viel riskanter einstufen. So blieb die Zunahme der Investitionen im Jahr 2004 bescheiden.

Die Zurückhaltung der Unternehmen hat auch die Entwicklung des Arbeitsmarkts beeinflusst. Entgegen den Erwartungen ist die Arbeitslosigkeit im letzten Jahr nur wenig zurückgegangen. Diese Tatsache lässt sich mit dem schwachen Wachstum, den

bedeutenden Produktivitätsgewinnen sowie dem mangelnden Vertrauen in die Nachhaltigkeit des Aufschwungs erklären.

Beginn der geldpolitischen Normalisierung

Das Jahr 2004 stand also im Zeichen der konjunkturellen Normalisierung. Wir waren bestrebt, unsere Politik graduell so anzupassen, dass die monetären Rahmenbedingungen mit dem veränderten Umfeld übereinzustimmen begannen. Die geldpolitische Normalisierung muss mit der wirtschaftlichen Normalisierung einhergehen, damit die Preisstabilität mittelfristig gewährleistet ist.

Wir warteten bis Juni – also bis sich die Zeichen einer Erholung verdichteten –, bevor wir eine erste Anhebung des Zielbands für den Dreimonats-Libor um einen Viertelpunkt beschlossen. Der Entscheid kam nicht wirklich überraschend: In der Tat hatten die Märkte Korrekturmassnahmen im Laufe des Jahres erwartet. Im September nahmen wir eine zweite Anpassung vor, verzichteten aber im Dezember und im März dieses Jahres auf eine weitere Erhöhung, weil sich die Anzeichen einer konjunkturellen Verlangsamung gehäuft hatten. Unser Dreimonatssatz liegt bei 0,75%. Die langfristigen Zinsen sind zwischen Januar und Dezember zurückgegangen, haben seither aber wieder etwas angezogen.

Die derzeitige Zinskonstellation widerspiegelt eine immer noch expansive Geldpolitik. Gemessen an den Wachstums- und Inflationsaussichten sind unsere Zinsen relativ niedrig. Die Phase der geldpolitischen Normalisierung ist also nicht abgeschlossen. Ihre Fortsetzung orientiert sich an den Bedürfnissen, die sich aus der mittelfristigen Bewahrung der Preisstabilität ergeben.

Was die Preisentwicklung anbelangt, zeichnete sich das Jahr 2004 wieder durch Stabilität aus, und dies trotz des massiven Anstiegs der Erdölnotierungen. Im Jahresdurchschnitt betrug die Inflation 0,8%. Ein Höchststand wurde mit 1,5% im November erreicht. Die schwache Inflation war für unsere Unternehmen ein weiterer Wettbewerbsvorteil auf den internationalen Märkten.

Dollar und Erdölpreis als Störfaktoren

Die Wechselkurse und die Rohstoffe sorgten 2004 für die stärksten Turbulenzen. Der US-Dollar, der sich seit 2001 zurückbildet, beschleunigte Ende Jahr seine Talfahrt und fiel gegenüber dem Euro auf ein Rekordtief. Wie die anderen europäischen Länder litt auch die Schweiz darunter. Der Franken wertete

sich in den letzten drei Monaten des Jahres gegenüber der amerikanischen Währung um rund 7% auf. Seither hat sich diese Entwicklung etwas korrigiert.

Auch wenn sich der Dollar in den letzten Monaten stark abwertete, liegt sein realer Kurs immer noch über dem Mitte der Neunzigerjahre verzeichneten Niveau. Gleichwohl ist die gegenwärtige Situation besonders schwierig, da heute zahlreiche asiatische Währungen, darunter der chinesische Renminbi, an den US-Dollar gebunden sind. Die Abwertung des Greenback stärkte folglich die Wettbewerbsfähigkeit vieler Schwellenländer gegenüber Europa.

Was unser Land betrifft, so hat die Abwertung des Dollars erfreulicherweise keine Franken-Spekulationen ausgelöst. Das Verhältnis des Frankens zum Euro ist bemerkenswert stabil geblieben – ein Euro kostet rund 1.55 Franken. Seit der Einführung der Einheitswährung am 1. Januar 1999 ist die nominelle Frankenaufwertung durch das Inflationsgefälle zwischen der Eurozone und der Schweiz mehr als ausgeglichen worden. Die Wettbewerbsfähigkeit unserer Exporteure gegenüber der europäischen Konkurrenz hat sich somit verbessert.

Die Dynamik der asiatischen Länder führte zu einer starken Nachfrage nach Rohstoffen, vor allem nach Erdöl. Die Preissteigerungen beim Erdöl stellen immer noch eine ernsthafte Bedrohung für die wirtschaftliche Erholung der Industriestaaten dar.

Mässig optimistische Prognosen für 2005

Dank stabilen Preisen, tiefen Zinsen und einer hohen Wettbewerbsfähigkeit hat die Schweizer Wirtschaft gute Chancen, vom weiteren Aufschwung der Weltkonjunktur zu profitieren. Weltweit sind die Voraussagen für 2005 jedoch etwas weniger günstig: Das erwartete Wachstum liegt bei 4%, nachdem es letztes Jahr 5% betragen hatte. Die Dynamik ist weiterhin in Asien und auf dem amerikanischen Kontinent am grössten. Die europäischen Staaten, allen voran Deutschland – unser wichtigster Absatzmarkt –, bleiben mit Wachstumsraten zwischen 1,5% und 2% im Rückstand.

In diesem weniger günstigen Umfeld wird die schweizerische Wirtschaft kaum besser abschneiden können als 2004. Die Konjunktur hat sich seit letztem Herbst tendenziell verlangsamt; sie dürfte in den nächsten Monaten allmählich wieder anziehen. Gesamthaft erwarten wir ein BIP-Wachstum in der Grössenordnung von 1,5%. Die Arbeitslosigkeit sollte mit der fortschreitenden Beanspruchung der vorhandenen Ressourcen ab Mitte Jahr langsam zurückgehen.

Oft wird darüber diskutiert, wie die Geldpolitik zum langfristigen Wachstum beitragen kann. Klar ist, dass das Wachstum einer Volkswirtschaft als erstes von der Entwicklung ihrer Ressourcen und als zweites von deren Produktivität abhängt. Die Geldpolitik kann diese Gegebenheiten nicht ändern; sie kann nur für die Wahrung stabiler Rahmenbedingungen sorgen, die eine effiziente Entwicklung der Produktionsaktivitäten unterstützen.

Dies ist der Nationalbank im Jahr 2004 gelungen. Nach unseren Prognosen sollte die Preisstabilität auch 2005 und 2006 erhalten bleiben: Im Durchschnitt erwarten wir eine Inflationsrate von etwa 1%.

Abschluss der Goldverkäufe

Am 31. März dieses Jahres schlossen wir die Verkäufe der für die Geldpolitik nicht mehr benötigten 1300 Tonnen Gold ab. Angefangen hatten die Verkäufe am 1. Mai 2000. Rückblickend stellen wir fest, dass die Befürchtungen, unsere Verkäufe könnten den Goldmarkt destabilisieren, unbegründet waren. Mit dem Verkauf kleiner Tranchen und einem klar kommunizierten Verkaufsprogramm konnten wir die Unsicherheiten für den Markt begrenzen. Darüber hinaus war unsere Verkaufs- und Risikoabdeckungsstrategie auch in finanzieller Hinsicht erfolgreich: Für die verkauften 1300 Tonnen Gold erzielten wir einen Durchschnittspreis von 16 241 Franken pro Kilogramm. Er lag um 700 Franken über dem mittleren Goldmarktpreis der gleichen Periode. So konnte ein zusätzlicher Gewinn von 900 Mio. Franken erwirtschaftet werden.

Nach Abschluss des Verkaufsprogramms besitzt die Nationalbank noch 1290 Tonnen Gold, die wertmässig einen Drittel ihrer Währungsreserven ausmachen.

Obwohl die Goldbindung des Frankens nicht mehr besteht, spielt Gold in unseren Reserven immer noch eine wichtige Rolle. Die Goldreserven bieten traditionell eine gute Absicherung für den Fall einer Krise des internationalen Währungssystems. Und mit Gold können wir einen Teil unserer Reserven im eigenen Land halten, was bei den Finanzanlagen nicht möglich ist. Ausserdem verpflichtet Artikel 99 der Bundesverfassung auf ausdrücklichen Wunsch des Parlaments die Nationalbank dazu, einen Teil ihrer Währungsreserven in Gold anzulegen. So betrachtet das Direktorium den Goldbestand von 1290 Tonnen unter Berücksichtigung des derzeitigen internationalen Umfelds als angemessen. Es beabsichtigt keine neuen Goldverkäufe.

Gewinnausschüttung

Die heutige Generalversammlung der Aktionäre wird in der Geschichte der Nationalbank eine spezielle Rolle spielen. In der Tat werden Sie heute über die Verteilung des Erlöses aus unseren Goldverkäufen bestimmen. Somit schliesst sich ein Kapitel, das 1997 mit den Tätigkeiten einer Expertengruppe begonnen hatte. Die Experten kamen zum Schluss, dass die Nationalbank mehr Währungsreserven hatte, als sie für die Erfüllung ihres Auftrags benötigte, und dass die Hälfte des Goldbestands verkauft werden könne, wenn die Goldparität des Frankens einmal aufgehoben sei.

Wie Sie wissen, hat das Direktorium die Schlussfolgerungen der Expertengruppe übernommen und dem Bundesrat mitgeteilt, dass von dem aus der Neubewertung resultierenden Gewinn ein dem halben Goldbestand entsprechender Betrag für andere, nicht monetäre Zwecke eingesetzt werden könne.

Die politische Diskussion über die mögliche Verwendung des Erlöses aus den Goldverkäufen erregte die Gemüter. Die vorgeschlagenen Lösungen stiessen weder beim Volk noch beim Parlament auf Zustimmung. Am 16. Dezember 2004 ging die parlamentarische Diskussion zu Ende, ohne dass eine Einigung erzielt worden wäre. Somit kommt für den Erlös aus den Goldverkäufen in Höhe von 21,1 Mrd. Franken das übliche Gewinnverteilungsverfahren zur Anwendung.

Es gibt Kreise, die befürchten, dass die Nationalbank nach diesem Transfer nicht mehr über ausreichende Währungsreserven verfüge. Ich kann Sie beruhigen. Die Höhe der Währungsreserven wurde einer eingehenden Prüfung unterzogen und in unserem Bankrat diskutiert. Unsere Währungsreserven belaufen sich auf 60 Mrd. Franken. Dieser Betrag ist angemessen, wenn man die Schweiz mit anderen Industriestaaten vergleicht.

Doch übermässig hoch sind unsere Währungsreserven auch wieder nicht. Es ist wichtig, dass sie sich im Laufe der Zeit im Gleichschritt mit dem Wachstum unserer Volkswirtschaft entwickeln. Aus diesem Grund betreibt die Nationalbank – unter Anwendung von Artikel 99 der Verfassung und Artikel 30 des Nationalbankgesetzes – eine Rückstellungspolitik, die auf die sukzessive Erhöhung der Währungsreserven abzielt. Zu diesem Zweck wurde dieses Jahr ein Betrag von 885 Mio. Franken zurückgestellt. In Zukunft ist mit ähnlichen Beträgen zu rechnen.

Für Bund und Kantone führt der Gewinn aus unserem Jahresabschluss 2004 zu einer ausserordentlichen Zuweisung. Es muss allerdings betont wer-

den, dass die Ausschüttung der Summe von 21,1 Mrd. Franken aus den Goldverkäufen Bund und Kantone paradoxerweise nicht wohlhabender machen wird. Bis anhin erhielt die öffentliche Hand nämlich den Ertrag auf diesem Kapital. So stehen ihr unter diesem Titel auch dieses Jahr noch 400 Mio. Franken zu. Ab 2006 werden keine solchen Erträge mehr ausgeschüttet. Bund und Kantone verfügen also über ein grösseres Kapital, erhalten aber darauf keine Zinsen mehr aus-bezahlt. Wenn sie den Ertrag aus den Goldverkäufen für die Schuldentilgung verwenden, wird der Rückgang der Finanzierungskosten ungefähr dem Rückgang der von der Nationalbank ausbezahlten Gewinne entsprechen. Unter dem Strich bleiben nur wenige – oder gar keine – zusätzliche Mittel für neue Ausgaben. Deshalb müssen die Entscheidungsträger auf allen Ebenen Vernunft walten lassen.

KOSA-Initiative

Die Übertragung der Erlöse aus den Goldverkäufen wird der politischen Diskussion über die Verteilung der Nationalbankgewinne kein Ende setzen. Nächstes Jahr werden wir wahrscheinlich über die KOSA-Initiative abstimmen. Diese sieht vor, dass von unserem jährlichen Reingewinn eine Milliarde Franken den Kantonen zukommen und der Rest in die AHV fließen soll.

Die Nationalbank hat immer das Prinzip verfolgt, sich nicht an politischen Diskussionen im Lande zu beteiligen, so lange die Erfüllung ihres verfassungsmässigen Auftrags nicht gefährdet ist. Vor zwei Jahren habe ich Ihnen bereits dargelegt, dass die KOSA-Initiative eine Bedrohung für unsere Unabhängigkeit darstellt. Wenn eine direkte Verbindung zwischen den Gewinnen der Nationalbank und der Finanzierung eines wichtigen Pfeilers unserer Sozialversicherung geschaffen wird, dann entsteht ein verhängnisvoller Mechanismus. Er könnte die Nationalbank dazu zwingen, ihre Reserven nicht im Interesse ihres geldpolitischen Auftrags, sondern im Hinblick auf grösstmögliche Erträge zu verwalten. Unsere internationale Glaubwürdigkeit – und damit auch die Glaubwürdigkeit unserer Politik – würde geschwächt. Es gibt keinen Industriestaat, in dem sich die Zentralbank in einer vergleichbaren Lage befindet. Alle Notenbanken liefern ihre Gewinne der Staatskasse ab. So macht es auch die Nationalbank.

Doch unsere Hauptkritik an der KOSA-Initiative besteht darin, dass sie auf einer Illusion beruht. Auf der Illusion nämlich, dass die Nationalbank in Zukunft in der Lage sein soll, jedes Jahr weit über

eine Milliarde Franken Gewinn zu erzielen. Wenn die Illusion als solche erkannt worden ist, wird klar, dass die Initiative kaum Sinn macht, denn es würde kein Restgewinn zur Überweisung an die AHV verbleiben.

Wir haben immer wieder betont, dass unsere derzeitige Gewinnausschüttung von 2,5 Mrd. Franken auf die Dauer nicht in dieser Höhe bleiben kann. Der Präsident des Bankrats hat eben darauf hingewiesen, dass unser jährlich ausschüttbarer Gewinn im Durchschnitt etwa eine Milliarde Franken beträgt. Diese Summe kann von Jahr zu Jahr stark schwanken, wie das negative Ergebnis für 2004 zeigt.

Wenn wir zurzeit grössere Beträge ausschütten können, liegt dies daran, dass wir allmählich unsere Ausschüttungsreserve aufbrauchen. Sie ist von 13,4 Mrd. im Jahr 2001 auf den im Jahresabschluss 2004 angegebenen Betrag von 6,9 Mrd. Franken gesunken. Diese Entwicklung kommt nicht überraschend, denn eine sukzessive Abnahme der Reserve war beabsichtigt. Das Tempo dieses Rückgangs, das auf das Umfeld tiefer Zinsen zurückzuführen ist, war allerdings nicht erwartet worden. Eine Verminderung unserer Ausschüttung könnte schon 2007 nötig werden, nämlich im Rahmen der Überprüfung der im Jahre 2002 mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement abgeschlossenen Gewinnausschüttungsvereinbarung. Unsere Gewinnausschüttung wird allmählich auf eine Grössenordnung von einer Milliarde Franken sinken.

Liebe Aktionärinnen und Aktionäre,
liebe Gäste

2004 war ein relativ günstiges Jahr für die Schweizer Wirtschaft. In letzter Zeit haben sich Wolken am Konjunkturmilieu zusammengeballt. Leider hat der Aufschwung an Kraft verloren, was einen raschen Rückgang der Arbeitslosigkeit verhindert. Unsere Geldpolitik stützt weiterhin die Konjunktur, doch verfolgen wir die Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus mit besonderer Aufmerksamkeit.

Dank stabilen Preisen, tiefen Zinsen und einer hohen Wettbewerbsfähigkeit hat unsere Wirtschaft gute Chancen, im Gleichschritt mit der konjunkturellen Erholung in Europa zu einem stärkeren Wachstum zurückzufinden.

Doch wie in der Vergangenheit bleibt das internationale Umfeld, in dem wir tätig sind, in konjunktureller wie in geldpolitischer Hinsicht äusserst unsicher. Dank der unabhängigen Geldpolitik der Nationalbank ist es möglich gewesen, einen für die Entwicklung unserer Wirtschaft günstigen geldpoliti-

schen Rahmen zu schaffen. Der Erfolg hängt nicht nur davon ab, ob angemessene Zinsentscheide gefällt werden, sondern auch von unserer Glaubwürdigkeit. Diese beruht im Wesentlichen auf unseren Möglichkeiten, autonom handeln zu können und auf einer ausreichenden Ausstattung mit Interventionsmitteln. Es liegt im Interesse unseres Landes, diese Errungenschaften zu erhalten.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit sowie für das Interesse, das Sie der Nationalbank und ihrer Tätigkeit entgegenbringen.

Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies: Zusammenfassungen

Die Swiss National Bank Working Papers und die Swiss National Bank Economic Studies sind in elektronischer Form auf der Nationalbank-Webseite (<http://www.snb.ch>) unter Publikationen/Forschung zu finden.

Die beiden Reihen werden auch in gedruckter Form abgegeben. Sie können gratis abonniert oder als Einzelexemplare bestellt werden bei: Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8, CH-8022 Zürich, Fax +41 44 631 81 14, E-Mail: library@snb.ch.

The Phillips curve under state-dependent pricing

Hasan Bakhshi, Hashmat Khan
und Barbara Rudolf

Working Paper No. 2005-1

(inhaltlich identisch mit Bank of England Working Paper No. 227)

In den 1990er-Jahren ging die Inflation in vielen Ländern nachhaltig zurück. Wenn eine Volkswirtschaft solchen strukturellen Veränderungen unterworfen ist, muss erwartet werden, dass sich auch das Preissetzungsverhalten der Firmen und damit die Inflationsdynamik ändern. Aus der Perspektive der Geldpolitik ergeben sich daraus zwei wichtige Fragestellungen. (1) Wie sensitiv reagiert die kurzfristige Inflationsdynamik auf Veränderungen des makroökonomischen Rahmens? (2) Wie gut beschreibt eine Phillips-Kurve, die auf der Annahme eines unveränderten Preissetzungsverhaltens der Firmen basiert, die Inflationsdynamik in einer Volkswirtschaft, wenn diese Annahme nicht mehr zutrifft?

Ein beliebter Ansatz zur Modellierung des Preissetzungsverhaltens der Firmen basiert auf der Annahme, dass Firmen ihre Preise optimal wählen, wobei das zeitliche Anpassungsmuster exogen vorgegeben ist (time-dependent pricing). Dieser Ansatz liegt der «New Keynesian Phillips curve» (NKPC) zugrunde, die besagt, dass die laufende Inflation durch die für die nächste Periode erwartete Inflation und ein Mass für die laufende wirtschaftliche Aktivität bestimmt wird. Die Annahme eines zeitabhängigen Preissetzungsverhaltens hat zur Folge, dass Firmen das zeitliche Muster ihrer Preisanpassungen nicht an veränderte makroökonomische Bedingungen anpassen können. Dies ist im Falle einer grösseren Änderung wie beispielsweise einer starken Veränderung der Trendinflation wenig plausibel und vermindert den Nutzen dieser Modelle für die geldpolitische Analyse. Aus diesem Grund sind Ansätze entwickelt worden, die eine Reaktion des zeitlichen Musters der Preisanpassungen durch die Firmen auf die makroökonomische Situation zulassen und damit ein zustandsabhängiges Preissetzungsverhalten beinhalten (state-dependent pricing). Bis anhin wurde aber nicht versucht, in einem solchen Rahmen eine Phillips-Kurve herzuleiten.

Dieses Papier leitet zunächst in einem Modell mit zustandsabhängigem Preissetzungsverhalten eine Phillips-Kurve her. Die resultierende Inflationsgleichung ist allgemeiner als die NKPC und schliesst diese als Spezialfall ein. Sie setzt die Inflation in Beziehung zur vergangenen Inflation, zur erwarteten zukünftigen Inflation sowie zu den laufenden und erwarteten zukünftigen realen Grenzkosten. Der Zeithorizont, über den Erwartungen gebildet werden, wird endogen bestimmt und ist abhängig vom Niveau der Gleichgewichtsinflation und der Einschätzung der zukünftigen Preisanpassungskosten durch die Firmen. Diese strukturelle Gleichung wird als «State-Dependent Phillips Curve» (SDPC) bezeichnet.

Im Unterschied zur NKPC lässt die SDPC zu, dass die Inflation der Vorperioden die laufende Inflation beeinflusst. Sie liefert damit für vorwärtsschauende, rational handelnde Wirtschaftssubjekte eine Erklärung für die Persistenz der Inflation. Dies ist eine interessante Eigenschaft, da neuere empirische Evidenz für verschiedene Länder darauf hindeutet, dass eine hybride NKPC, die als zusätzliche erklärende Variable die Inflation der Vorperiode einbezieht, die Inflationsdynamik besser beschreibt als die ursprüngliche, rein vorwärtsschauende NKPC. Spezifikationen mit verzögerten Inflationsraten als zusätzlichen erklärenden Variablen sind von verschiedenen Autoren hergeleitet worden. All diese Studien basieren jedoch auf zeitabhängigen Preissetzungsannahmen.

Das Papier untersucht in einem weiteren Schritt, ob eine hybride NKPC (NKPC mit der Inflation der Vorperiode als zusätzliche erklärende Variable) die Inflationsdynamik einer realistisch kalibrierten Volkswirtschaft mit zustandsabhängigem Preissetzungsverhalten adäquat beschreiben kann. Zu diesem Zweck werden mit Hilfe des Modells mit zustandsabhängigem Preissetzungsverhalten Datenreihen generiert und zwar für verschiedene Kalibrierungen der Preisanpassungskosten sowie für tiefe und hohe Gleichgewichtsniveaus der Inflation. Diese Daten werden dann verwendet, um eine hybride NKPC zu schätzen. Die Güte der NKPC-Spezifikation wird anhand der geschätzten Koeffizienten und der Korrelationen zwischen der simulierten Inflation und der von der hybriden NKPC vorausgesagten Inflation beurteilt.

Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass die hybride NKPC für einen weiten Bereich möglichen Preissetzungsverhaltens vor allem in einem Umfeld mit tiefen Inflationsraten eine gute reduzierte Form der Inflationsdynamik liefert. Der Erklärungsgehalt der hybriden NKPC entspricht weitgehend den Resultaten aus Schätzungen mit Daten aus der realen Welt, die in der empirischen Literatur ausgewiesen werden. Dieses Resultat kann so interpretiert werden, dass die hybride NKPC eine gute Annäherung an die Inflationsdynamik, die aus den realistischeren Modellen des Preissetzungsverhaltens hervorgeht, liefert. Eine strukturelle Interpretation ihrer Parameter ist aber nicht zulässig.

Unverändertes Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank liess am 16. Juni im Anschluss an die vierteljährliche Lagebeurteilung vom Juni das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 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 und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Copyright

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet
Belegexemplare erwünscht

Abonnemente, Einzel Exemplare 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

Internet

<http://www.snb.ch>

