

September 2006

3

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



Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

September 3/2006 24. Jahrgang

Inhalt

5	Übersicht
6	Bericht über die Geldpolitik
40	Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte
44	Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies: Zusammenfassungen
48	Geld- und währungspolitische Chronik

Übersicht

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die kräftige Expansion der Weltwirtschaft setzte sich im Sommerhalbjahr 2006 fort. Zwar verlor der lang anhaltende Aufschwung in den USA im zweiten Quartal an Dynamik, doch verstärkte sich das Wachstum im EU-Raum. Auch in Japan sowie in den meisten anderen Ländern Asiens, insbesondere in China, hielt der Konjunkturaufschwung an. Diese Entwicklung erfolgte vor dem Hintergrund stark schwankender Erdölpreise. Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass die Wachstumsspitzen in den Industrieländern inzwischen erreicht worden sind. Die konjunkturellen Aussichten bleiben aber günstig. Dies widerspiegelte sich unter anderem in den seit Juli wieder steigenden Aktienkursen und in den anhaltend optimistischen Konsensusprognosen für das Wachstum des realen BIP.

Auch in der Schweiz hielt der kräftige Konjunkturaufschwung im zweiten Quartal an. Das reale BIP stieg gegenüber der Vorperiode um 3,0% und lag damit 3,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Mit Ausnahme des staatlichen Konsums nahmen alle Nachfragekomponenten gegenüber der Vorperiode zu. Die stärksten Wachstumsbeiträge leisteten die Ausrüstungsinvestitionen und der Aussenhandel, wo moderat wachsende Exporte leicht sinkenden Importen gegenüber standen. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich weiter. Das Arbeitsvolumen nahm jedoch weniger stark zu als im ersten Quartal und auch die Arbeitslosigkeit bildete sich von April bis August leicht verlangsamt zurück. Die SNB rechnet für das Jahr 2006 mit einem BIP-Wachstum von knapp 3%. Für das Jahr 2007 erwartet sie eine Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs, wobei sich das BIP-Wachstum gegen das Potenzialwachstum hin abschwächen dürfte. In dieser Entwicklung widerspiegeln sich die bisherige graduellen Zinserhöhungen der SNB sowie die erwartete Konjunkturabflachung bei den wichtigsten Handelspartnern der Schweiz.

Die SNB hob das Zielband für den Dreimonats-Libor am 14. September um 0,25 Prozentpunkte auf 1,25%–2,25% an. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten. Die SNB passte mit der Anhebung des Zielbandes ihre Geldpolitik der Wirtschaftsentwicklung an und gewährleistet damit, dass die Inflationsaussichten günstig bleiben.

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

Die rund 150 Vertreter verschiedener Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zwischen Juni und August Gespräche führten, äusserten sich zur gegenwärtigen Wirtschaftslage und zu den Aussichten ausgesprochen zuversichtlich. Für das zweite Halbjahr 2006 sahen sie keine Verlangsamungstendenzen und für 2007 erwarteten sie eine weiterhin positive Umsatzentwicklung. Als Hauptsorge wurden weiter stark steigende Rohstoffpreise sowie die Gefahr einer Abschwächung des Dollarkurses genannt.

Swiss National Bank Working Papers (S. 44)

Zusammenfassungen von drei Aufsätzen: Urs W. Birchler und Matteo Facchinetti, «*Can bank supervisors rely on market data? A critical assessment from a Swiss perspective*», SNB Working Paper 2006-8; Petra Gerlach-Kristen, «*A two-pillar Phillips curve for Switzerland*», SNB Working Paper 2006-9; Kevin J. Fox und Mathias Zurlinden, «*On understanding sources of growth and output gaps for Switzerland*», SNB Working Paper 2006-10.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2006

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte September 2006 bekannt wurden.

Inhalt

8	Zu diesem Bericht
9	Überblick
11	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
15	2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
20	2.2 Kapazitätsauslastung
21	2.3 Arbeitsmarkt
22	2.4 Güterpreise
25	3 Monetäre Entwicklung
25	3.1 Zinsentwicklung
28	3.2 Wechselkurse
32	3.3 Aktien-, Immobilien- und Rohwarenpreise
34	3.4 Geldaggregate
36	3.5 Kredite
37	4 Die Inflationsprognose der SNB
37	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
39	4.2 Inflationsprognose 3. Quartal 2006 bis 2. Quartal 2009
29	Box: Carry Trades
38	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.

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

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom September 2006 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 14. September 2006.

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

Überblick

Die kräftige Expansion der Weltwirtschaft setzte sich im Sommerhalbjahr 2006 fort. Zwar verlor der lang anhaltende Aufschwung in den USA im zweiten Quartal an Dynamik, doch verstärkte sich das Wachstum im EU-Raum. Auch in Japan sowie in den meisten anderen Ländern Asiens, insbesondere in China, hielt der Konjunkturaufschwung an. Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass die Wachstumsspitzen in den Industrieländern inzwischen erreicht worden sind. Die konjunkturellen Aussichten bleiben aber günstig. Dies widerspiegelte sich unter anderem in den seit Juli wieder steigenden Aktienkursen und in den anhaltend optimistischen Konsensusprognosen für das Wachstum des realen BIP.

Im Hinblick auf die Inflationsprognose erarbeitet die SNB jeweils ein internationales Konjunkturszenario, das nach ihrer Einschätzung der wahrscheinlichsten Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden Jahren entspricht. Trotz der absehbaren Wachstumsverlangsamung blieb ihre Einschätzung zuversichtlich. Während sie die Annahme zur BIP-Entwicklung in den USA für 2006 geringfügig auf 3,4% senkte, belies sie das unterstellte Wachstum für die EU-Länder (EU-15) bei 2,3%. Die Annahmen für 2007 und 2008 blieben weitgehend unverändert und entsprechen in den beiden Wirtschaftsräumen einer Zunahme des BIP von rund 3% bzw. 2%, was annähernd dem jeweiligen Potenzialwachstum entspricht.

In der Schweiz hielt der kräftige Konjunkturaufschwung im zweiten Quartal an. Das reale BIP stieg gegenüber der Vorperiode um 3,0% und lag damit 3,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Das Wachstum blieb breit abgestützt. Besonders stark trugen der Industriesektor sowie die Bauwirtschaft zum Konjunkturaufschwung bei. Von den Nachfragekomponenten leisteten insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen einen bedeutenden Wachstumsbeitrag. Die gute Konjunkturlage widerspiegelte sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Das Arbeitsvolumen nahm jedoch weniger stark zu als im ersten Quartal und auch die Arbeitslosigkeit bildete sich von April bis August leicht verlangsamt zurück.

Die SNB rechnet für das Jahr 2006 mit einem BIP-Wachstum von knapp 3%. Diese Prognose beruht auf der Annahme, dass das Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr 2006 etwas geringer ausfallen wird als in der ersten Jahreshälfte. Nach-

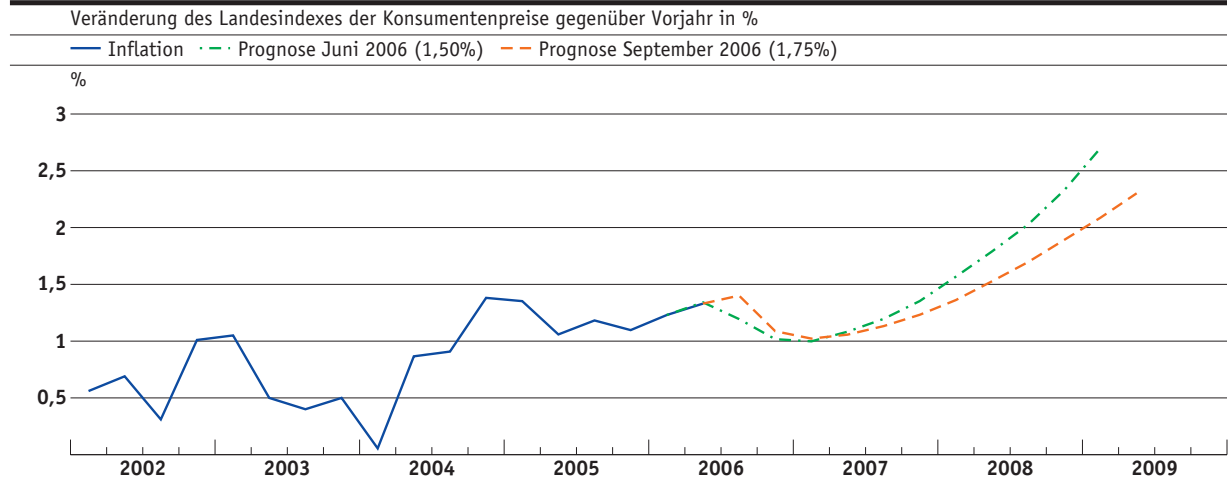
lassende Impulse werden insbesondere vom Aussenhandel und von der Bauwirtschaft erwartet. Für das Jahr 2007 rechnet die SNB mit einer Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs, wobei sich das BIP-Wachstum mit 1,8% gegen das Potenzialwachstum hin abschwächen dürfte. In dieser Entwicklung widerspiegeln sich die bisherigen graduellen Zinsanpassungen der SNB sowie die für 2007 erwartete leichte Konjunkturabflachung bei den wichtigsten Handelspartnern der Schweiz. Eine gewisse Abschwächung des Wirtschaftswachstums ist erwünscht, da die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten inzwischen annähernd voll ausgelastet sind.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom September, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 1,25%–2,25% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich dieses Bandes zu halten. Mit der Zinsanhebung passte die SNB ihre Geldpolitik der Wirtschaftsentwicklung weiter an und gewährleistet, dass die Inflationsaussichten günstig bleiben.

Gemäss der Inflationsprognose vom September, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 1,75% beruht, bleibt die Teuerung moderat. Aufgrund des breit abgestützten kräftigen Wirtschaftswachstums hat sich der Auslastungsgrad in den Unternehmen weiter erhöht. Da sich das Wirtschaftswachstum in den kommenden Quartalen verlangsamen dürfte, besteht jedoch kaum Gefahr einer preistreibenden Konjunkturüberhitzung. Auch die Geldaggregate bleiben nahezu konstant (M_3) oder schrumpfen sogar (M_1 und M_2), sodass sich auch von dieser Seite die langfristigen Inflationsaussichten verbessert haben.

Mit dem Zinsentscheid vom September setzte die SNB ihren geldpolitischen Kurs der Normalisierung fort. Verläuft die wirtschaftliche Entwicklung wie erwartet, wird sie die Anpassung ihrer Geldpolitik graduell weiterführen.

Inflationsprognose Juni 2006 mit Libor 1,50% und September 2006 mit Libor 1,75%



Inflationsprognose September 2006, Libor 1,75%

	2006	2007	2008
Durchschnittliche Jahresinflation in %	1,3	1,1	1,6

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die kräftige Expansion der Weltwirtschaft setzte sich im Sommerhalbjahr 2006 fort. Zwar verlor der lang anhaltende Aufschwung in den USA im zweiten Quartal an Dynamik, doch verstärkte sich das Wachstum im EU-Raum. Auch in Japan sowie in den meisten anderen Ländern Asiens, insbesondere in China, hielt der Konjunkturaufschwung an. Diese Entwicklung erfolgte vor dem Hintergrund stark schwankender Erdölpreise. Nachdem der Erdölpreis Anfang August mit 78 Dollar pro Fass Brent auf einen neuen Höchststand geklettert war, sank er bis Mitte September wieder auf rund 62 Dollar.

Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass die Wachstumsspitzen in den Industrieländern inzwischen erreicht worden sind. Die konjunkturellen Aussichten bleiben aber günstig. Dies widerspiegelte sich unter anderem in den seit Juli wieder steigenden Aktienkursen und in den anhaltend optimistischen Konsensusprognosen für das Wachstum des realen BIP (vgl. Tabelle 1.1). Der Internationale Währungsfonds (IWF) rechnet in seinem Halbjahresbericht vom September für das Jahr 2007 mit einem kräftigen Wachstum der Weltwirtschaft, das mit knapp 5% annähernd den Erwartungen für das Jahr 2006 entsprechen sollte. Als Hauptrisiken sieht der IWF steigende Inflationsraten als Folge

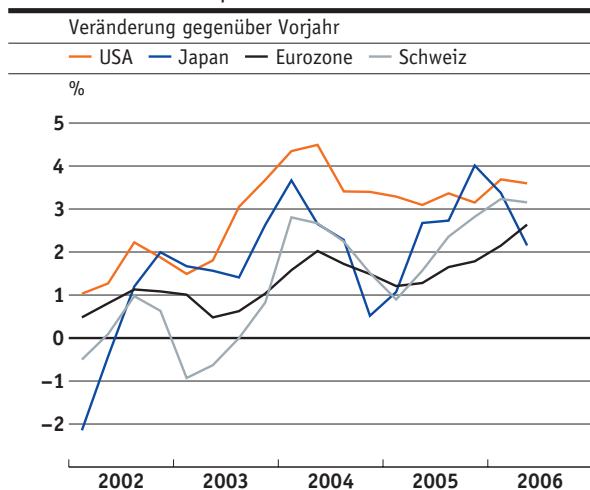
der weltweit zunehmenden Kapazitätsauslastung, die Möglichkeit eines weiteren Erdölpreisschubs sowie die Gefahr einer scharfen Korrektur am amerikanischen Immobilienmarkt.

Konjunkturelle Verlangsamung in den USA

In den USA hat die Konjunktur nach drei sehr starken Jahren an Schwung verloren. Das reale BIP stieg im zweiten Quartal um 2,9%, verglichen mit 5,6% in der Vorperiode. Das Wachstum des privaten Konsums verlangsamte sich und die Investitionen schrumpften. Dagegen gingen von den Exporten weiterhin positive Impulse aus. Während der Rückgang beim zinsempfindlichen Wohnungsbau den Erwartungen entsprach, überraschte die Kontraktion der Ausrüstungsinvestitionen.

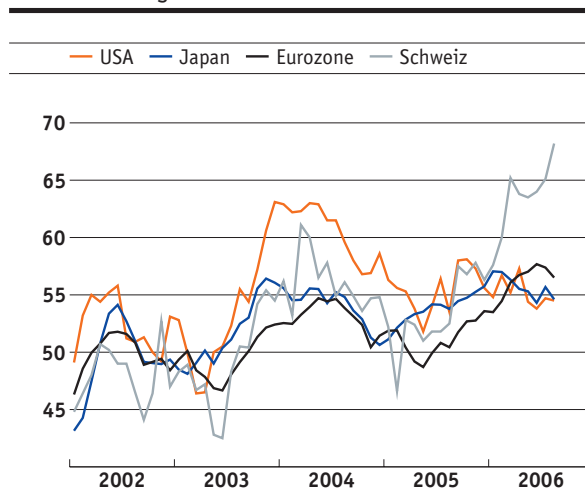
Die konjunkturelle Verlangsamung ist vor allem auf die Straffung der Geldpolitik zurückzuführen, mit der die amerikanische Zentralbank einem Anstieg der Inflationserwartungen vorbeugte. Gemäss Konsensusprognose dürfte sich das amerikanische Wirtschaftswachstum im Jahre 2007 nahe beim Potenzialwachstum von rund 3% bewegen, gegenüber schätzungsweise 3,4% im Jahre 2006. Konjunkturstützend wirken die bis zuletzt robuste Entwicklung der Einkommen sowie die tiefe Arbeitslosigkeit. Hinzu kommt der im Verhältnis zum BIP tiefe Kapitalbestand, der auf einen Aufholbedarf im Bereich der Ausrüstungsinvestitionen hindeutet.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft (seco), Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

Kräftige Belegung in Europa

In Europa hat die Konjunkturerholung in den letzten Monaten deutlich an Fahrt gewonnen. Das reale BIP der Eurozone erhöhte sich im zweiten Quartal um 3,6% gegenüber der Vorperiode, was dem stärksten Wachstum seit Anfang 2000 entsprach. Der Aufschwung stützte sich auf eine solide Binnennachfrage, während sich die ausenwirtschaftlichen Impulse abschwächten. Wachstumsraten von über 3% waren insbesondere in Frankreich, den Niederlanden, in Österreich, Deutschland und Spanien zu verzeichnen. Allerdings trugen auch Sonderfaktoren, insbesondere die Fussballweltmeisterschaft sowie Aufholeffekte beim Bau, zum kräftigen Wachstum bei.

Die Konjunkturaussichten für die Eurozone blieben positiv. Die seit einigen Monaten steigende Beschäftigung dürfte dem privaten Konsum weiteren Auftrieb geben. Hingegen ist von der leicht strafferen Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB), der in verschiedenen Ländern vorgesehenen Verschärfung der Fiskalpolitik sowie der schwächeren Nachfrage aus den USA ein konjunkturdämpfender Effekt zu erwarten. Die im August publizierte Konsensusprognose sieht eine Abschwächung des BIP-Wachstums von 2,3% im Jahre 2006 auf 1,8% im Jahre 2007.

Anhaltender Aufschwung in Asien

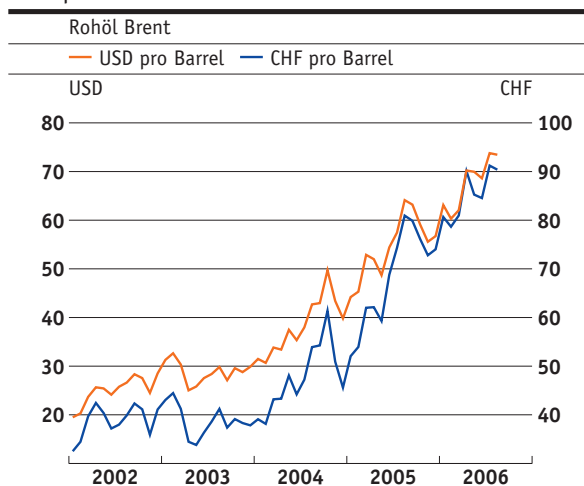
In Japan fiel das Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal schwach aus (0,8%). Dies war vor allem die Folge eines unerwarteten Einbruchs beim Wohnungsbau, der durch die Expansion des privaten Konsums und der Unternehmensinvestitionen nicht ausgeglichen werden konnte. Die Konjunkturaussichten blieben jedoch infolge der Verbesserung der Arbeitsmarktlage und des anhaltenden Aufschwungs im asiatischen Wirtschaftsraum günstig. Die Konsensusprognosen für 2006 und 2007 für 2007 lagen im August bei 2,9% bzw. 2,2%.

Die chinesische Wirtschaft zeigte nach wie vor keine Anzeichen einer Wachstumsabflachung. Im zweiten Quartal expandierte sie im Vorjahresvergleich um mehr als 11%, womit die hohen Zuwachsraten der letzten Jahre noch übertroffen wurden. Während der Boom bei den Investitionen und den Exporten anhielt, stieg der private Konsum infolge einer dynamischen Einkommensentwicklung verstärkt an.

Anhaltender Teuerungsdruck

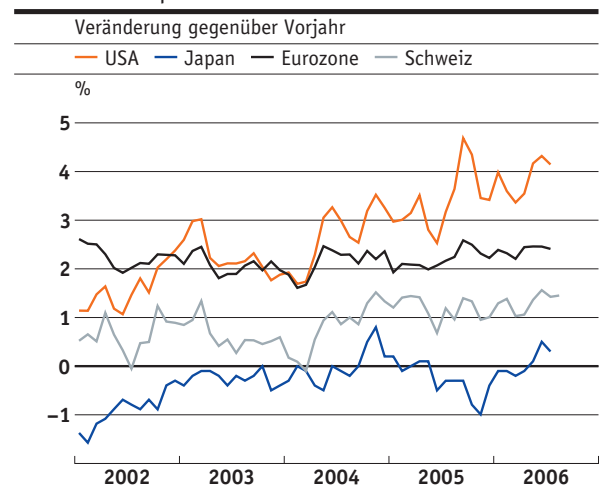
In den Industrieländern kam der Teuerungsentwicklung infolge der Preissteigerungen beim Erdöl und der zunehmenden Auslastung der Produktionskapazitäten weiterhin grosse Aufmerksamkeit

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

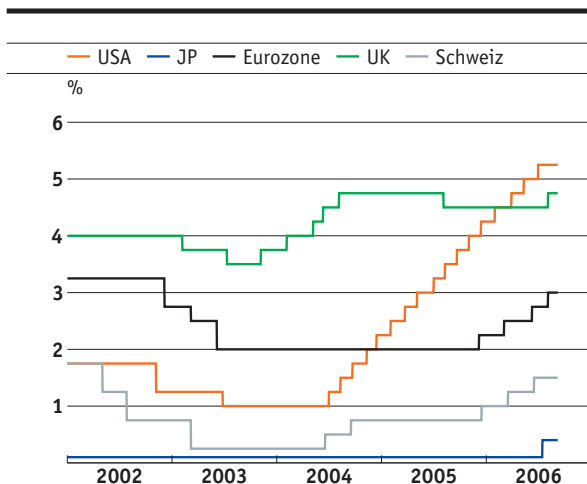
zu. In den USA stieg die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahreststeuerung von März bis Juli um 0,8 Prozentpunkte auf 4,2%. Auch die Kernteuerung, welche Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, nahm deutlich, d.h. um 0,6 Prozentpunkte auf 2,7%, zu. In der Eurozone bildete sich die Jahreststeuerung im August zwar leicht auf 2,3% zurück. Sie blieb damit aber über dem Niveau, mit dem die EZB ihr Ziel der Preisstabilität umschreibt. Die Kernteuerung bewegte sich weiterhin um 1,4%. In Japan kam die Jahreststeuerung im Juli nach einer Revision des Güterkorbes wieder nahe bei Null zu stehen (0,3%), so dass die Überwindung der Deflation weniger deutlich zum Ausdruck kam als bei der ursprünglichen Berechnungsweise.

Weitere Straffung der Geldpolitik

Die Geldpolitik der grossen Industrieländer entwickelte sich in den letzten Monaten uneinheitlich. Darin widerspiegelte sich die unterschiedliche Position der betreffenden Länder im Konjunkturzyklus. Nach 17 aufeinander folgenden Zinsschritten von jeweils 0,25 Prozentpunkten liess die amerikanische Zentralbank den Tagesgeldsatz Anfang August unverändert bei 5,25%. Sie begründete diesen Entscheid mit der sich verlangsamenden Konjunktur und den gedämpften Inflationserwartungen. Dem-

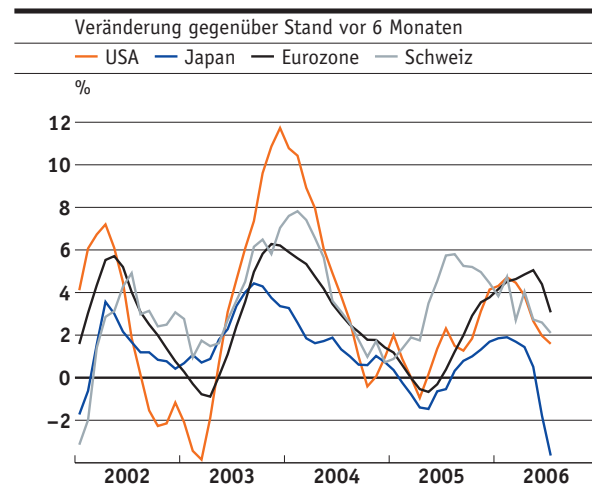
gegenüber erhöhte die EZB den Hauptrefinanzierungssatz Anfang August um einen weiteren viertel Prozentpunkt auf 3%. Sie verwies auf die mittelfristig bestehenden Inflationsrisiken, die eine Verringerung des monetären Expansionsgrades erforderten. Vor dem Hintergrund der guten Konjunkturlage erhöhte die japanische Zentralbank Mitte Juli den Tagesgeldsatz von annähernd 0% auf 0,25% und beendete damit die seit dem Jahr 2001 andauernde Nullzinspolitik.

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

	Wirtschaftswachstum ¹				Teuerung ²			
	Mai		August		Mai		August	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
USA	3,4	2,9	3,4	2,7	3,2	2,4	3,6	2,8
Japan	3,0	2,3	2,9	2,2	0,4	0,6	0,6	0,7
Eurozone	2,1	1,8	2,3	1,8	2,1	2,1	2,3	2,2
Deutschland	1,8	1,1	1,9	1,1	1,7	2,3	1,8	2,4
Frankreich	2,0	2,0	2,1	1,9	1,7	1,5	1,8	1,7
Italien	1,2	1,2	1,4	1,2	2,1	1,9	2,2	1,9
Vereinigtes Königreich	2,3	2,5	2,5	2,4	2,0	2,0	2,2	2,1
Schweiz	2,3	1,7	2,8	1,9	1,1	1,1	1,3	1,2

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: Consensus Forecasts, Mai 2006, August 2006. Bei den Konsensusprognosen handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei über 240 Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in mehr als 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandprodukts, der Preise und anderer volkswirtschaftlicher Daten. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London.

2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

Weiterhin kräftiges BIP-Wachstum

In der Schweiz hielt der kräftige Konjunkturaufschwung im zweiten Quartal an. Das reale BIP stieg gegenüber der Vorperiode um 3,0% und lag damit 3,2% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Mit Ausnahme des staatlichen Konsums nahmen alle Nachfragekomponenten gegenüber der Vorperiode zu. Die stärksten Wachstumsbeiträge leisteten die Ausrüstungsinvestitionen und der Aussenhandel, wo moderat wachsende Exporte leicht sinkenden Importen gegenüber standen. Die gute Konjunkturlage widerspiegelte sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Das Arbeitsvolumen nahm jedoch weniger stark zu als im ersten Quartal und auch die Arbeitslosigkeit bildete sich von April bis August leicht verlangsamt zurück.

Industrie und Bau als wichtige Konjunkturstützen

Auch nach Branchen gegliedert blieb das Wirtschaftswachstum breit abgestützt. Besonders stark trugen der Industriesektor sowie die Bauwirtschaft zum Wachstum bei. Dagegen nahm die Wertschöpfung

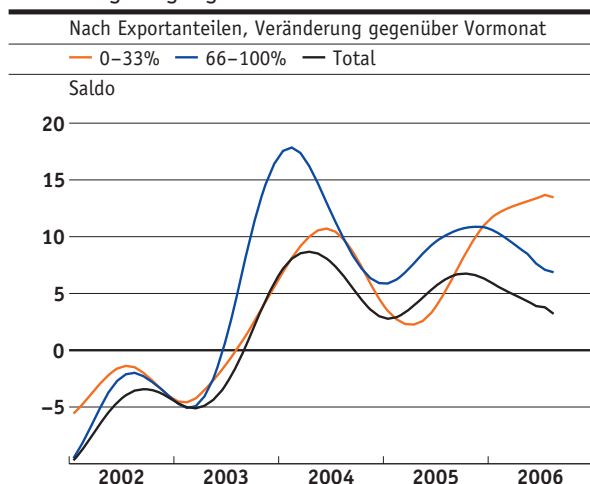
des Finanzsektors, die im ersten Quartal stark gestiegen war, abgeschwächt zu.

Die prosperierende Industriekonjunktur kam auch in der Produktionsstatistik des Bundesamts für Statistik (BFS) zum Ausdruck. Im zweiten Quartal stieg die Produktion der verarbeitenden Industrie gegenüber der Vorperiode um 7% und im Vorjahresvergleich um 4,4%. Die verschiedenen Indikatoren zum Geschäftsgang in der Industrie befinden sich im historischen Vergleich auf einem hohen Stand. Bestellungseingang und Auftragsbestand nahmen bis zuletzt zu. Zusammen mit der kräftigen Nachfrage der Unternehmen nach Rohstoffen und Vorprodukten deutet dies auf einen weiterhin hohen Produktionsrhythmus in den nächsten Monaten hin. Mittelfristig wiesen indessen die leicht schwächeren Erwartungen der Binnenindustrie auf ein nachlassendes Expansionstempo im Industriesektor hin.

Günstige Konjunkturaussichten

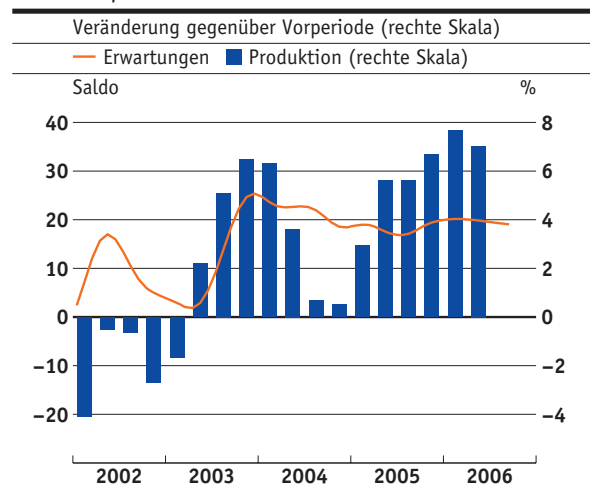
Die SNB rechnet für das Jahr 2006 mit einem BIP-Wachstum von knapp 3%. Diese Prognose beruht auf der Annahme, dass das Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr 2006 geringer ausfallen wird als in der ersten Jahreshälfte. Nachlassende Impulse werden insbesondere von der Bauwirtschaft sowie vom Aussenhandel erwartet. Die Beschäftigung dürfte jedoch weiter steigen und die Arbeitslosigkeit bis Anfang 2007 leicht unter 3% sinken. Für das Jahr 2007 rechnet die SNB mit

Grafik 2.1
Bestellungseingang in der Industrie



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF/ETH)

Grafik 2.2
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

Reales BIP und Komponenten
Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2002	2003	2004	2005	2004				2005				2006	
					3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.		
Privater Konsum	-0,0	0,8	1,5	1,3	0,2	0,6	2,3	0,6	2,8	2,5	1,2	1,6		
Staatlicher Konsum	1,7	2,6	-0,8	-1,6	-2,7	-0,9	-1,8	-0,6	-2,7	-0,6	-3,7	-4,4		
Anlageinvestitionen	0,3	-1,4	4,5	3,2	5,3	-8,0	6,9	15,3	-5,2	0,7	3,5	15,4		
Bau	2,2	1,8	3,9	3,5	0,7	-8,6	9,9	27,7	-10,9	-4,0	-2,8	7,7		
Ausrüstungen	-1,2	-3,9	4,9	2,9	9,2	-7,6	4,6	5,5	0,1	4,9	9,3	22,3		
Inländische Endnachfrage	0,2	0,5	1,9	1,4	1,0	-1,6	2,8	3,6	0,2	1,7	1,1	3,9		
Inlandnachfrage	-0,5	0,4	1,5	1,1	1,3	-1,1	1,5	-0,6	1,7	6,1	2,2	2,9		
Exporte total	-0,7	-0,4	8,4	6,4	5,4	-1,6	0,2	26,1	7,6	11,0	10,4	-0,0		
Waren	1,1	-0,1	7,8	5,8	11,7	-4,8	-1,8	33,1	-0,7	11,3	20,5	-1,6		
ohne EESKA ¹	0,4	0,7	7,6	6,3	9,2	0,9	-5,2	37,8	-3,4	11,2	17,0	4,9		
Dienstleistungen	-5,7	-1,4	10,0	8,0	-9,4	7,6	5,7	9,2	32,5	10,1	-12,8	4,4		
Gesamtnachfrage	-0,5	0,1	3,7	2,9	2,6	-1,2	1,1	7,7	3,7	7,7	5,0	1,9		
Importe total	-2,6	1,0	7,4	5,3	8,1	-6,1	0,5	19,1	3,8	20,9	9,2	-0,5		
Waren	-3,0	2,2	6,4	5,5	10,9	-6,9	-1,7	22,2	3,8	21,2	12,4	-2,2		
ohne EESKA ¹	-2,2	2,8	6,6	5,1	10,7	-7,5	-0,3	19,9	5,6	15,0	15,4	-2,5		
Dienstleistungen	-0,7	-4,8	12,1	4,4	-4,4	-2,3	11,5	5,8	3,8	19,4	-5,6	8,3		
BIP	0,3	-0,2	2,3	1,9	0,6	0,8	1,3	3,5	3,7	2,8	3,0	3,0		

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

einer Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs, wobei sich das BIP-Wachstum mit 1,8% gegen das Potenzialwachstum hin abschwächen dürfte. In dieser Entwicklung widerspiegeln sich unter anderem die für 2007 erwartete leichte Konjunkturabflachung bei den wichtigsten Handelspartnern der Schweiz. Eine gewisse Abschwächung des Wirtschaftswachstums ist erwünscht, da die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten inzwischen annähernd voll ausgelastet sind.

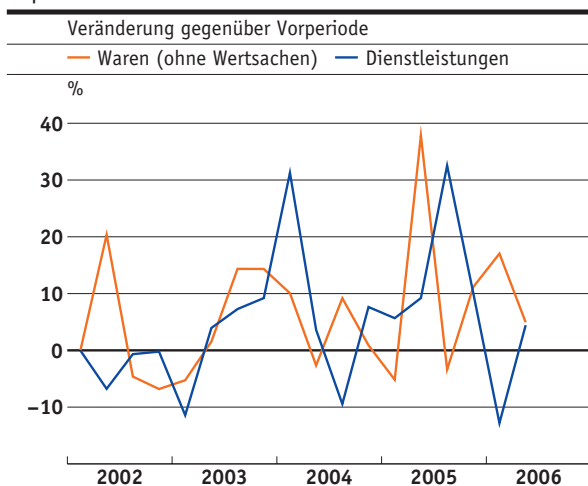
Die rund 150 Vertreter verschiedener Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zwischen Juni und August Gespräche führten, äusserten sich zur gegenwärtigen Wirtschaftslage und zu den Aussichten ausgesprochen zuversichtlich. Für das zweite Halbjahr 2006 sahen sie keine Verlangsamungstendenzen und für 2007 erwarteten sie eine weiterhin positive Umsatzentwicklung. Als Hauptsorge wurden weiter stark steigende Rohstoffpreise sowie die Gefahr einer Abschwächung des Dollarkurses genannt (vgl. «Die Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte» in dieser Ausgabe des Quartalshefts).

Vorübergehende Verlangsamung beim Aussenhandel

Obschon sich der schweizerische Aussenhandel im zweiten Quartal nicht mehr so schwungvoll wie zu Beginn des Jahres entwickelte, blieb die Grundtendenz positiv. Die Verlangsamung des Exportwachstums war auf den Warenbereich zurückzuführen, wo die Investitionsgüterexporte auf dem hohen Stand der Vorperiode stagnierten. Die Ausfuhren von Konsumgütern (vor allem aus den Bereichen Chemie und Pharma) sowie jene von Halbfabrikaten zogen dagegen an. Die Nachfrage blieb regional breit abgestützt. Während die Lieferungen in die USA und in den asiatischen Raum im Vergleich zu den ersten Monaten des Jahres verlangsamt stiegen, entwickelte sich die Nachfrage aus Deutschland, Frankreich und Österreich bis zuletzt sehr günstig. Einzig die Ausfuhren in die neuen Mitgliedsländer der EU verloren deutlich an Schwung.

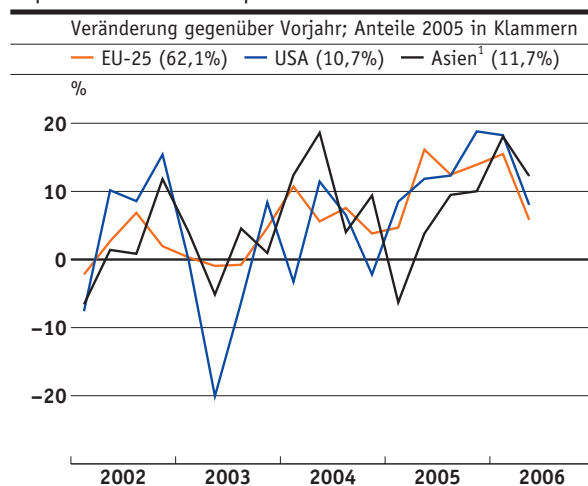
Nach dem Rückgang im ersten Quartal nahmen die Exporte von Dienstleistungen im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode wieder leicht zu. Dazu trug vor allem der Tourismussektor bei. Demgegenüber sanken die Kommissionseinnahmen der Banken.

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)

Die Warenimporte bildeten sich im zweiten Quartal leicht zurück. Bereits gegen Ende des Quartals begannen sie indessen wieder anzuziehen, vor allem infolge steigender Bezüge von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Dieser Trend setzte sich im Juli fort, verstärkt durch vermehrte Einfuhren von Konsumgütern. Die Dienstleistungsimporte stiegen gegenüber der Vorperiode wieder, wobei alle drei bedeutenden Bereiche (Tourismus, Transportdienste sowie Gebühren für Lizenzen und Patente) zum Wachstum beitrugen.

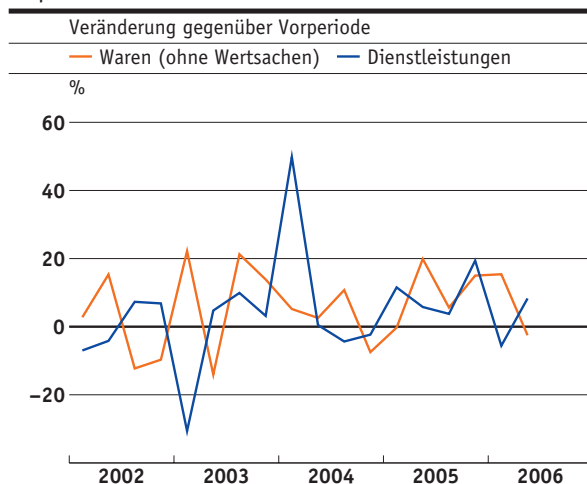
Robuster privater Konsum

Der private Konsum entwickelte sich weiterhin positiv. Auf das Jahr hochgerechnet stieg er gegenüber der Vorperiode um 1,6% und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 2,0%. Sowohl der Waren- als auch der Dienstleistungskonsum expandierten. Die realen Detailhandelsumsätze stiegen gegenüber der Vorperiode um 1,4%, nachdem sie im ersten Quartal stagniert hatten. Bei den dauer-

haften Gütern war das Bild allerdings gemischt. Während die Nachfrage insbesondere nach neuen Personenwagen kräftig geblieben ist, zeigt der Trend bei anderen Gütergruppen wie Wohnungseinrichtungen seit einigen Monaten nach unten. Im Dienstleistungsbereich entwickelte sich vor allem der Binnentourismus sehr günstig.

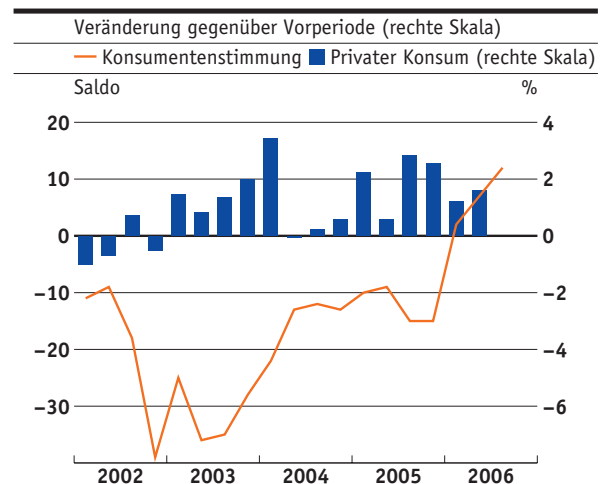
Der Index der Konsumentenstimmung erreichte im Juli den höchsten Stand seit Mitte 2001. Die befragten Haushalte schätzten sowohl die Wirtschaftslage als auch die Sicherheit der Arbeitsplätze bedeutend zuversichtlicher ein als in der Erhebung vom April. Daneben stützt auch die Einkommensentwicklung den privaten Konsum. Die SNB rechnet damit, dass die realen Arbeitnehmereinkommen im laufenden Jahr um 2% steigen und damit erneut deutlich stärker zunehmen werden als im langjährigen Durchschnitt (1,3%). Diese Prognose basiert auf der Annahme einer weiteren leichten Ausweitung der Beschäftigung und moderat steigender Real-löhne.

Grafik 2.5
Importe



Quelle: seco

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: seco

Steigende Bauinvestitionen

Die Bauinvestitionen setzten im zweiten Quartal ihren Aufwärtstrend fort, nachdem sie im Winterhalbjahr 2005/2006 teilweise witterungsbedingt geschrumpft waren. Infolge des überdurchschnittlich kräftigen Wachstums im zweiten Quartal 2005 lagen sie indessen leicht unter dem entsprechenden Vorjahresstand (-2,7%).

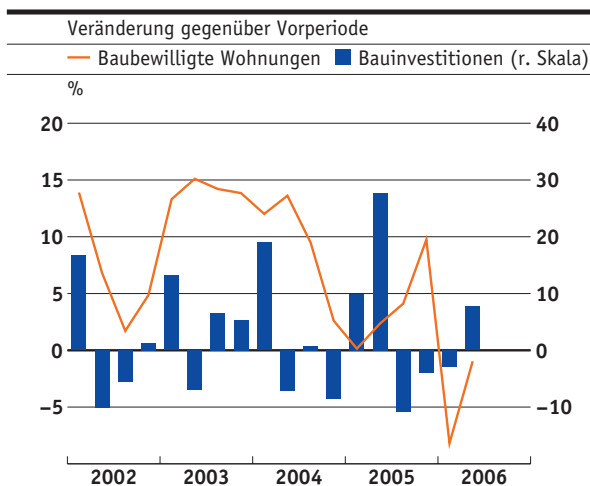
In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich das Wachstum der Bauinvestitionen verlangsamen. Dies ist vor allem auf den Wohnungsbau zurückzuführen, wo sich die Nachfrage – gemessen an den Wohnbaubewilligungen – im ersten Halbjahr zurückbildete und die Zahl der im Bau befindlichen Wohnungen im zweiten Quartal erstmals seit vier Jahren stagnierte. Infolge der erwarteten Einkommenssteigerungen und des immer noch günstigen Zinsumfeldes ist indessen nicht mit einem Einbruch zu rechnen. Vielmehr dürfte das Volumen der Wohnbauinvestitionen in den nächsten Quartalen auf hohem Niveau stagnieren. Die nachlassenden Wachstums-

impulse seitens des Wohnungsbaus dürften zum Teil durch eine höhere Nachfrage im Bereich des Geschäftsbaus und des öffentlichen Baus kompensiert werden.

Expandierende Ausrüstungsinvestitionen

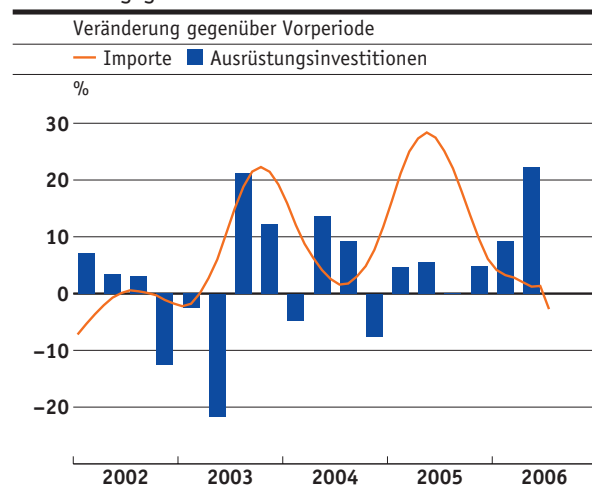
Gestützt durch die anhaltende wirtschaftliche Expansion stiegen die Ausrüstungsinvestitionen im ersten Halbjahr kräftig. Im zweiten Quartal erhöhten sie sich gegenüber der Vorperiode um gut 20% und übertrafen damit den Vorjahresstand um 8,9%. Damit nahmen die technischen Produktionskapazitäten deutlich zu. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH blieben sie in der Industrie jedoch stark ausgelastet. Zusammen mit dem weiter steigenden Bestellungseingang deutet dies auf eine weiterhin kräftige Investitionstätigkeit in den kommenden Quartalen hin.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, seco

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, seco

2.2 Kapazitätsauslastung

Geringe Zunahme der Kapazitätsauslastung

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie, die von der KOF/ETH in einer vierteljährlichen Umfrage ermittelt wird, betrug im zweiten Quartal knapp 86% und befand sich damit weiterhin deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Erstmals seit einem Jahr nahm sie indessen gegenüber der Vorperiode nur noch leicht zu. Darin widerspiegelt sich die kräftige Investitionstätigkeit, mit der die Industrie auf die starke Nachfrage und die sich abzeichnenden Produktionsengpässe reagierte.

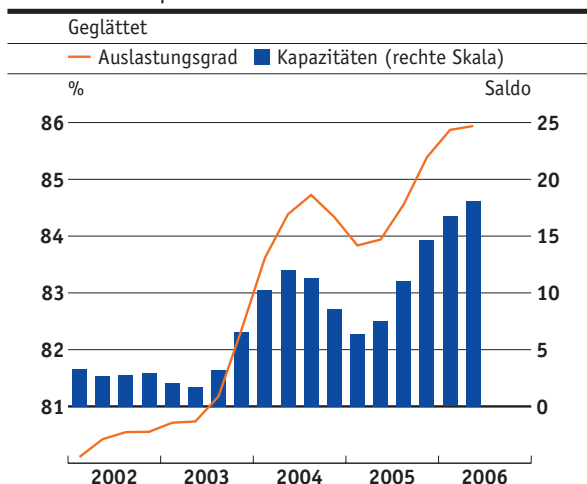
Positive Produktionslücke

Ein allgemeineres Mass der Kapazitätsauslastung in der Wirtschaft ist die Produktionslücke, die als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial der

schweizerischen Volkswirtschaft gemessen wird. Grafik 2.10 zeigt die drei Schätzungen der Produktionslücke, die auf verschiedenen Verfahren zur Schätzung des Produktionspotenzials basieren (Produktionsfunktion (PF), Hodrick-Prescott-Filter (HP) und multivariater Filter (MV)).

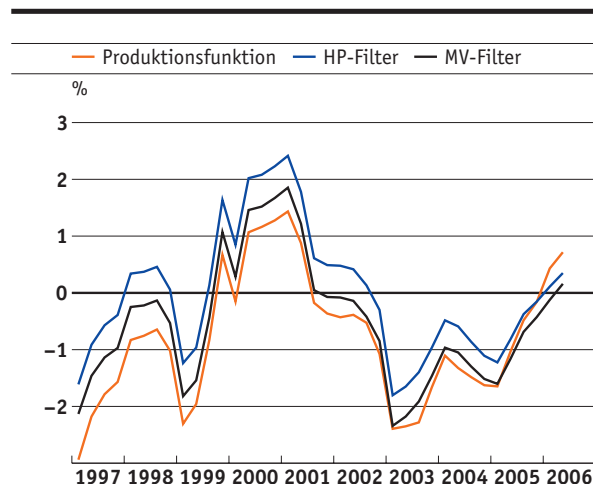
Das reale BIP wuchs im zweiten Quartal mit 3% erneut stärker als das Produktionspotenzial. Damit erhöhte sich die positive Produktionslücke leicht. In den nächsten Quartalen wird sie sich vermutlich nicht mehr stark ausweiten. Zum einen dürfte sich das Wachstum des realen BIP Richtung Potenzialwachstum abschwächen. Zum anderen kann mit einem stärker steigenden Produktionspotenzial gerechnet werden. In diese Richtung deuten die verstärkte Zunahme des Kapitalbestandes als Folge der erhöhten Investitionstätigkeit sowie das wachsende Angebot an Arbeitskräften infolge der Zuwanderung.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Verhaltene Beschäftigungsentwicklung

Nach der deutlichen Zunahme im ersten Quartal stagnierte die Zahl der Beschäftigten im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand lediglich um 0,4%. Das auf Vollzeitstellen umgerechnete Arbeitsvolumen nahm dagegen im Vergleich zum ersten Quartal und im Vergleich zum Vorjahr weiter zu (0,5% bzw. 0,6%), wenn auch weniger stark als zu Beginn des Jahres. Positiv wirkte sich der weitere Rückgang der Teilzeitbeschäftigung mit einem Arbeitspensum von weniger als 50% zugunsten der Teilzeitbeschäftigung mit einem Pensum von 50–89% und – weniger ausgeprägt – der Vollzeitbeschäftigung aus.

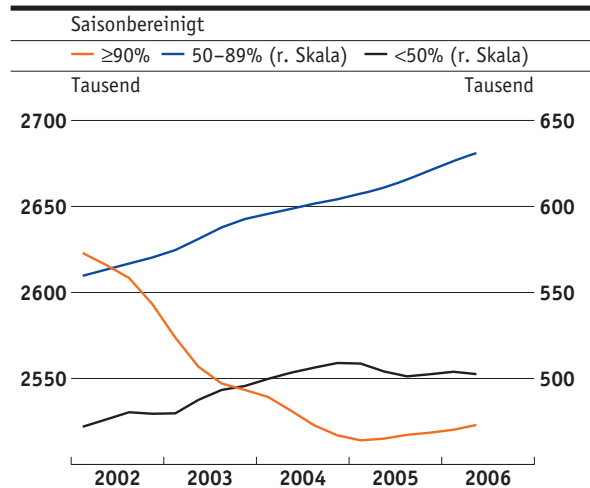
Die Stagnation der Zahl der Beschäftigten war vor allem struktureller Natur. Ins Gewicht fiel der deutliche Beschäftigungsrückgang im Dienstleistungssektor (–1,6%) als Folge des Personalabbaus in den Bereichen Bildung und Erziehung sowie der allgemeinen Verwaltung. Dazu kam der bereits seit einigen Jahren beobachtete Stellenabbau im Detailhandel (–3,8%). Im Gegensatz dazu erhöhte sich der Personalbestand im Finanzsektor um 3,7% und erreichte damit wieder den Vorjahresstand. Positiv entwickelte sich auch die Beschäftigung in der verarbeitenden Industrie, wo mit einem Anstieg von 2,7% der stärkste Zuwachs seit fünf Jahren verzeichnet wurde. In der Bauwirtschaft stieg die Beschäftigung ebenfalls (0,6%), wenn auch weniger ausgeprägt als in der Vorperiode.

Sinkende Arbeitslosigkeit und verbesserte Beschäftigungsaussichten

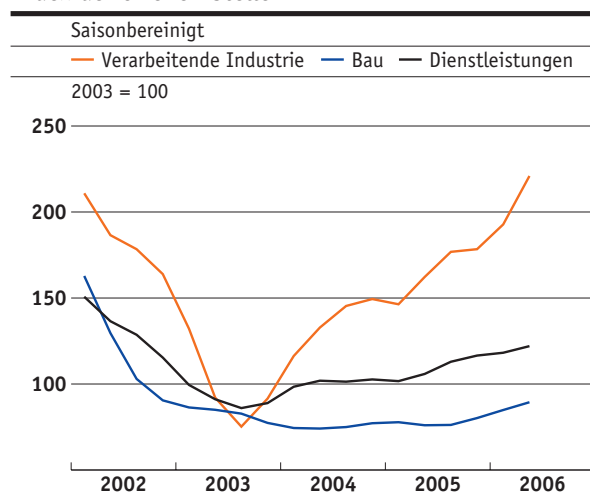
Die um Saisoneinflüsse bereinigte Arbeitslosenquote sank von 3,4% im April auf 3,1% im Juli und blieb im August auf diesem Stand. Damit waren im August noch 129 200 Personen bei den Arbeitsämtern als arbeitslos gemeldet. Die Quote der Stellensuchenden sank im gleichen Zeitraum um 0,2 Prozentpunkte auf 4,9%, was 194 200 Personen entspricht.

Wie aus den Grafiken 2.12 und 2.13 hervorgeht, stiegen sowohl die vom BFS publizierten Indizes der offenen Stellen als auch die von Publicitas gemeldete Zahl der offenen Stellen. Dabei zeigte sich, dass die Nachfrage nach Arbeitskräften im Dienstleistungssektor bis zuletzt weniger stark zunahm als in der Industrie. Ein Grund dafür ist der im dritten Sektor anhaltende Rationalisierungsprozess. Für das zweite Halbjahr kann insgesamt mit einem weiteren Anstieg der offenen Stellen und einem Rückgang der Arbeitslosenquote gerechnet werden.

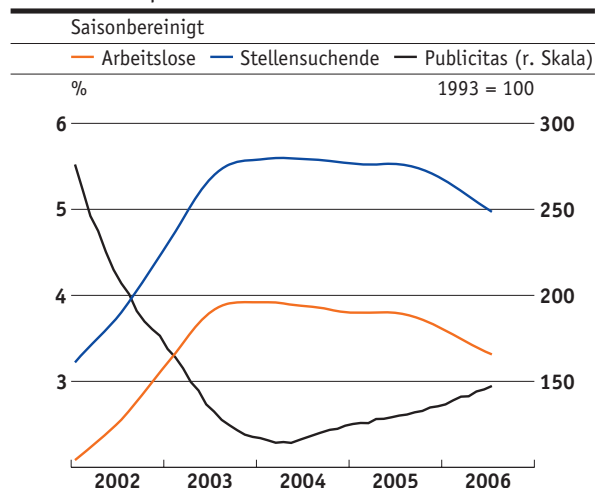
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



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: Publicitas, seco

2.4 Güterpreise

Weiterer Anstieg der Produzenten- und Importpreise

Der Teuerungsdruck, der von den vorgelagerten Produzenten- und Importpreisen auf die Verbraucherpreise ausgeht, stabilisierte sich im Juli, nachdem er zwischen April und Juni deutlich zugenommen hatte. Die Jahresteuerung der im Inland produzierten Güter erhöhte sich von April bis Juli um 0,7 Prozentpunkte auf 2,6%, diejenige der importierten Güter um 1,5 Prozentpunkte auf 3,5%. Noch stärker, nämlich von 3,2% auf 5,8%, stieg die Teuerung bei den Vorleistungsgütern, wobei vor allem die fortgesetzten Preiserhöhungen bei Metallen und Metallprodukten zu Buche schlugen.

Stabile Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung stieg im Juni um 0,2 Prozentpunkte auf 1,6%, bildete sich danach aber wieder zurück und lag im August bei 1,5%. Insgesamt nahm die Teuerung leicht stärker zu, als die SNB erwartet hatte. Der Anteil an der Jahresteuerung, der auf die Erdölprodukte (Heizöl und Treibstoffe) entfiel, sank von gut 60% auf durchschnittlich 50%. Die Konsumteuerung unter Ausschluss der Erdölkomponenten erhöhte sich zwischen Mai und August von 0,5% auf 0,9%.

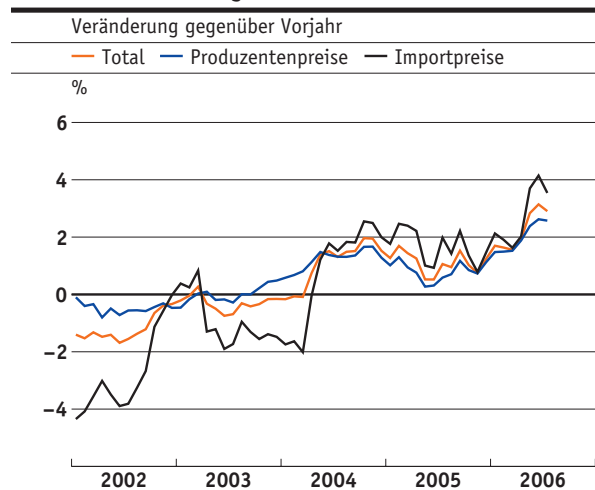
Weiter steigende Binnenteuerung

Die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen lag im August bei 1,0% und fiel damit 0,4 Prozentpunkte höher aus als im Mai. Zu dieser Entwicklung trugen alle wichtigen Gütergruppen dieser LIK-Komponente bei. So stieg der Preisindex der vierteljährlich erhobenen Wohnungsmieten im August um 0,4%, womit sich die jährliche Mietteuerung um 0,1 Prozentpunkte auf 2,3% erhöhte. Dies entspricht dem stärksten Preisanstieg seit Oktober 2001. Bei den übrigen im LIK erfassten privaten Dienstleistungen zog die Teuerung von -0,1% auf 0,9% an, vor allem als Folge von Preiserhöhungen in der Gastronomie und bei den Linienflügen sowie des abgeschwächten Preisrückgangs bei den Telekommunikationsdienstleistungen. Die Teuerung der öffentlichen Dienstleistungen stieg infolge höherer Spitaltaxen und Gebühren von 1,0% auf 1,3%, während sich der Preisrückgang bei den inländischen Waren im August, wenn auch abgeschwächt, fortsetzte (-0,2%).

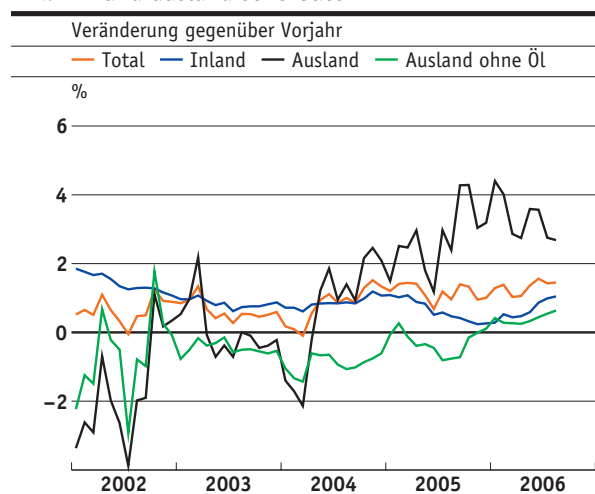
Erdölbedingter Rückgang der Importteuerung

Im Unterschied zur Binnenteuerung schwächte sich die Importteuerung ab. Im August betrug sie noch 2,7%, nach 3,6% im Mai. Ins Gewicht fiel der

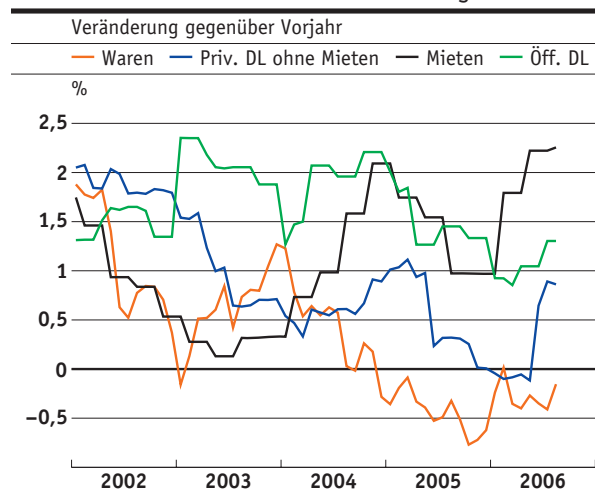
Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.15
LIK: In- und ausländische Güter



Grafik 2.16
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Grafik 2.14:
Quelle: BFS

Grafiken 2.15 und 2.16:
Quellen: BFS, SNB

im Vergleich zum Vorjahr deutlich geringere Preisanstieg bei den im LIK erfassten Erdölprodukten (Heizöl und Treibstoffe), so dass die Jahresteuierung in diesem Bereich von 20,0% im Mai auf 12,8% im August zurückging. Die Teuerung bei den übrigen importierten Gütern nahm dagegen von 0,3% auf 0,6% zu. Dazu trugen neben den höheren Preisen für Gemüse, Bekleidung und Schuhe sowie neue Automobile auch der verlangsamte Preisrückgang bei zahlreichen elektronischen Gütern bei. Teuerungsdämpfend wirkten neu die Preisabschläge bei zahlreichen importierten Medikamenten als Folge einer Vereinbarung zwischen Bund und Pharmaindustrie sowie der Einführung eines differenzierten Selbstbehalts bei Original-Präparaten und Generika.

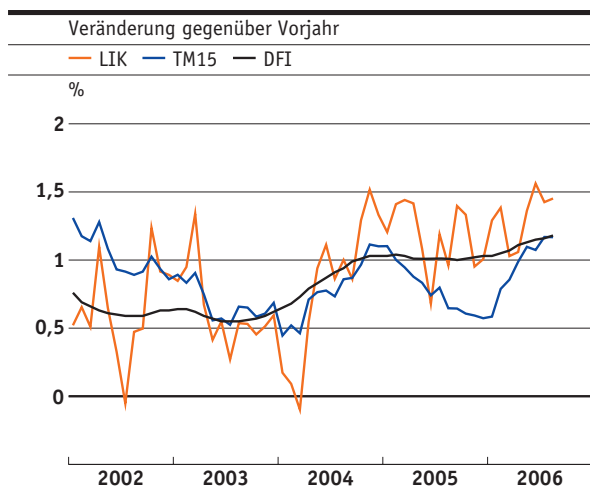
Leicht höhere Indikatoren der Kerninflation

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Schwankungen, welche die Sicht auf den allgemeinen Inflationstrend verstellen können. Aus diesem Grund werden mit Hilfe statistischer Verfahren so genannte Kerninflationen berechnet, welche die längerfristige Preisentwicklung abbilden sollen. Für die Einschätzung des Inflationstrends berechnet die SNB zwei Messgrößen der Kerninflation. Bei der Berechnung des getrimmten Mittelwertes (TM15) werden jeden Monat die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuierung aus dem Konsumentenpreisindex ausgeschlossen. Demgegenüber berücksichtigt die Dynamic Factor Inflation (DFI), welche die SNB seit Mai regelmässig publiziert, bei der

Bestimmung der längerfristigen Preistendenz neben den Preisen auch zahlreiche realwirtschaftliche Daten, Finanzmarktindikatoren und monetäre Variablen. Daneben beachtet die SNB auch die beiden Kerninflationen des BFS, die in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb ausschliessen. Bei der Kerninflation 1 (BFS1) sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 (BFS2) ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt.

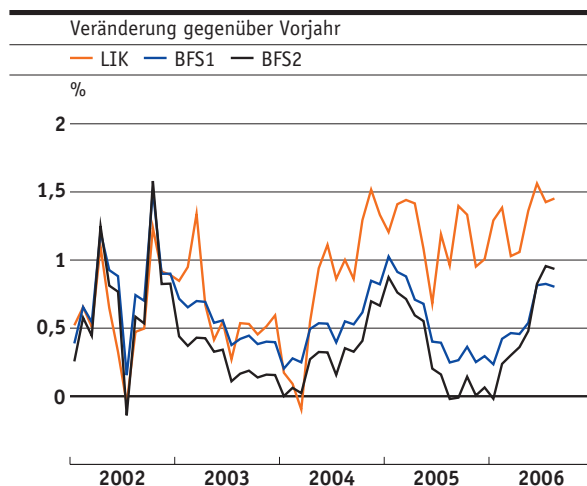
Die als getrimmtes Mittel berechnete Kernteuerung nahm zwischen Mai und August um 0,1 Prozentpunkte auf 1,2% zu. Dies widerspiegelt einen nach wie vor mässigen, aber leicht zunehmenden Inflationstrend. Ein ähnliches Bild vermittelt auch die DFI, die konstruktionsbedingt durch einen deutlich glatteren Verlauf gekennzeichnet ist als das getrimmte Mittel. Die DFI, die fast ein Jahr lang einen stabilen Inflationstrend von 1,0% signalisiert hatte, erhöhte sich zuletzt auf 1,2%. Ein leicht höherer Inflationstrend manifestierte sich auch in den zwei vom BFS berechneten Kerninflationen: Die BFS1 nahm zwischen Mai und August von 0,5% auf 0,8% zu, die BFS2 von 0,5% auf 0,9%. Die im Vergleich zum getrimmten Mittel der SNB tieferen Kerninflationen des BFS erklären sich hauptsächlich durch die rückläufigen Preise der elektronischen Güter, der Telekommunikationsdienste und einzelner Bekleidungsartikel. Diese Komponenten werden bei der Berechnung des getrimmten Mittels als inflationsdämpfende Sondereffekte ausgeklammert, während sie in den Kernraten des BFS verbleiben.

Grafik 2.17
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.18
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2005	2005	2006	2006	2006	2006	2006	2006
		4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli	August
LIK total	1,2	1,1	1,2	1,3	1,4	1,6	1,4	1,5
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,6	0,3	0,4	0,6	0,6	0,9	1,0	1,0
Waren	-0,4	-0,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2
Dienstleistungen	1,0	0,6	0,6	0,9	0,8	1,2	1,4	1,4
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,5	0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,6	0,9	0,9
Mieten	1,4	1,0	1,5	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3
öffentliche Dienstleistungen	1,5	1,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,3	1,3
Ausländische Waren und Dienstleistungen	2,7	3,5	3,8	3,3	3,6	3,6	2,8	2,7
ohne Erdölprodukte	-0,3	-0,0	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Erdölprodukte	18,5	21,0	21,4	18,1	20,0	19,3	13,6	12,8

Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

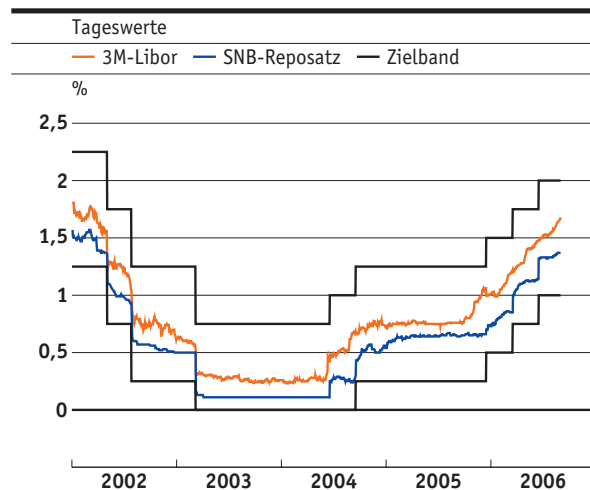
An der Lagebeurteilung vom Juni 2006 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 1,0%–2,0% zu erhöhen. Sie kündigte an, den 3M-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten. Damit passte die SNB ihre Geldpolitik der Wirtschaftsentwicklung weiter an. Gleichzeitig wies sie darauf hin, dass sie die Anhebung der kurzfristigen Zinsen graduell weiterführen wird, sofern sich der Konjunkturaufschwung wie erwartet fortsetzen sollte.

Erneute Straffung der Geldpolitik erwartet

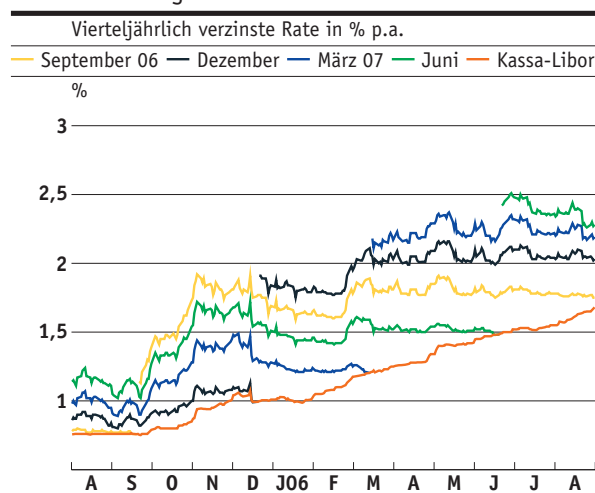
Der 3M-Libor stieg zwischen Mitte Juni und Mitte September 2006 kontinuierlich an – von 1,48% nach dem letzten Zinsentscheid bis auf 1,71% Mitte September. Die Märkte rechneten somit mit einer weiteren Anhebung des Zielbandes für den 3M-Libor. Die SNB liess diesen Anstieg zu, da er im Einklang mit der Konjunkturdynamik stand.

Die Erwartungen einer bevorstehenden Anhebung des Zielzinsbandes zeigten sich auch am Futures-Markt (Grafik 3.2). Zwischen Mitte Juni und Ende August 2006 schwankte der Zinssatz für Futures-Kontrakte mit Verfall Mitte September 2006 zwischen 1,75% und 1,83%, was einem erwarteten Zinsschritt von rund 25 Basispunkten entspricht. Die Futures-Sätze der im Dezember 2006, März und Juni 2007 verfallenden Kontrakte lagen noch höher und deuteten somit darauf hin, dass die Marktteilnehmer Ende 2006 sowie im Laufe von 2007 mit weiteren Zinsschritten nach oben rechneten.

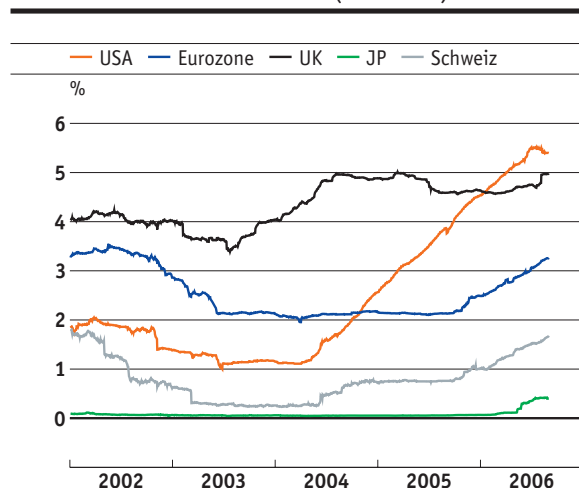
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafiken 3.1, 3.2 und 3.3:
Quelle: SNB

Unterschiedliche Entwicklung der Kurzfristzinsen

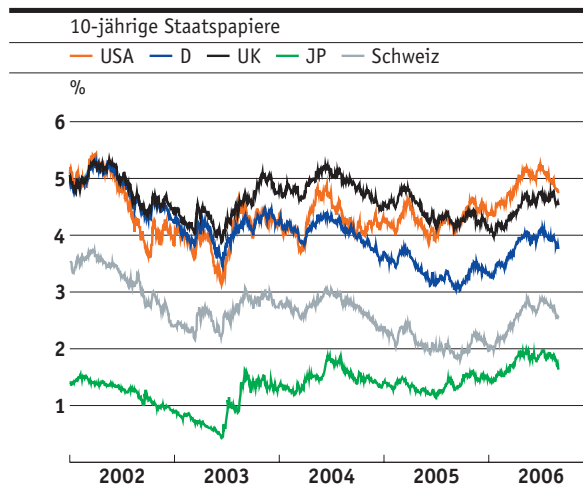
Während sich der 3M-Libor in der Schweiz zwischen Mitte Juni und Mitte September innerhalb eines unveränderten Zinszielbandes leicht nach oben bewegte, stiegen die Kurzfristzinsen im Euroraum aufgrund eines weiteren Straffungsschritts der Europäischen Zentralbank (EZB) etwas stärker an. Der 3M-Libor für Euroanlagen stieg von 2,97% Mitte Juni auf 3,32% Mitte September. Die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Franken- und Euroanlagen weitete sich somit von 1,49 Prozentpunkten Mitte Juni auf 1,61 Prozentpunkte Mitte September aus. Umgekehrt standen den leicht ansteigenden kurzfristigen Frankenanlagen praktisch unveränderte US-Kurzfristzinsen gegenüber. Dies lässt sich darauf zurückführen, dass die amerikanische Notenbank den Leitzins, nach 17 aufeinander folgenden Anhebungen um je 25 Basispunkte, Anfang August 2006 unverändert bei 5,25% belies. So verringerte sich die Zinsdifferenz zwischen Franken- und Dollaranlagen von 3,92 Prozentpunkten Mitte Juni auf 3,68 Prozentpunkte Mitte September.

Rückgang der langfristigen Zinsen

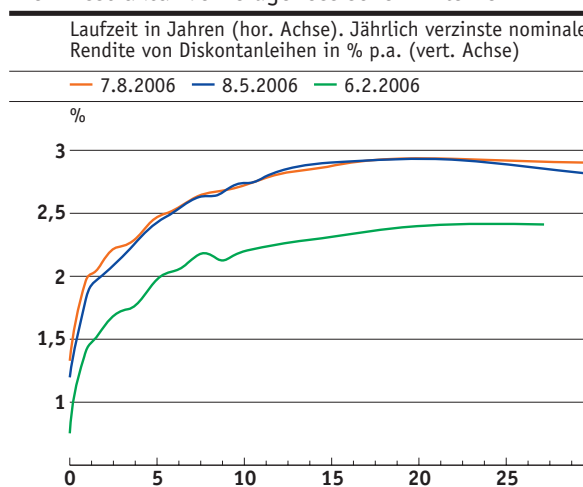
Die langfristigen Renditen setzten ihren Aufwärtstrend der ersten Hälfte von 2006 nicht weiter fort (Grafik 3.4). Die Rendite einer 10-jährigen Bundesobligation sank im Vergleich zum Juni um 18 Basispunkte und notierte Mitte September bei 2,47%. In den ersten beiden Quartalen war sie jeweils noch um rund 27 Basispunkte gestiegen. Allerdings deutet die Abflachung der langfristigen Renditen in der Schweiz nicht auf ein verschlechtertes Konjunkturmilieu hin. Die allgemeine Entwicklung an den internationalen Obligationenmärkten scheint hierfür eher ausschlaggebend zu sein. So lag die Rendite einer 10-jährigen US-Staatsanleihe Mitte September bei 4,78%, d. h. 32 Basispunkte tiefer als Mitte Juni, während die Rendite einer deutschen Staatsanleihe im gleichen Zeitraum um rund 13 Basispunkte auf 3,89% Mitte September fiel.

Grafik 3.6 zeigt die Renditen von nominalen Diskontanleihen unterschiedlicher Laufzeiten der Eidgenossenschaft. Daraus kann entnommen werden, dass sich die Renditen am kurzen Laufzeitenende leicht erhöhten, während sie sich am langen Laufzeitenende verringerten. Dies widerspiegelt sich auch im abgeflachten Verlauf der Zinskurve (Grafik 3.5).

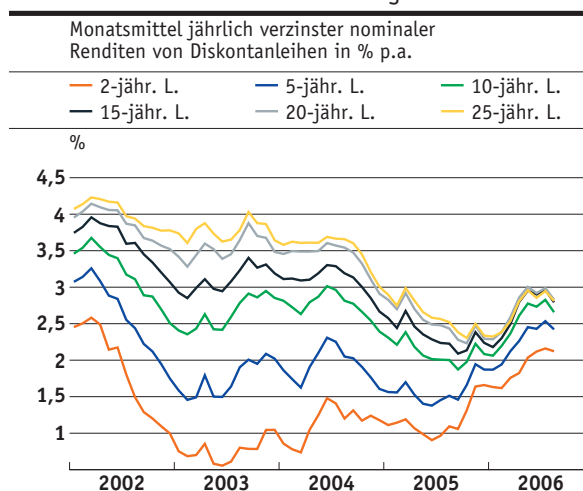
Grafik 3.4
Internationale Zinssätze



Grafik 3.5
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.6
Anleihsrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.4:
Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafiken 3.5 und 3.6:
Quelle: SNB

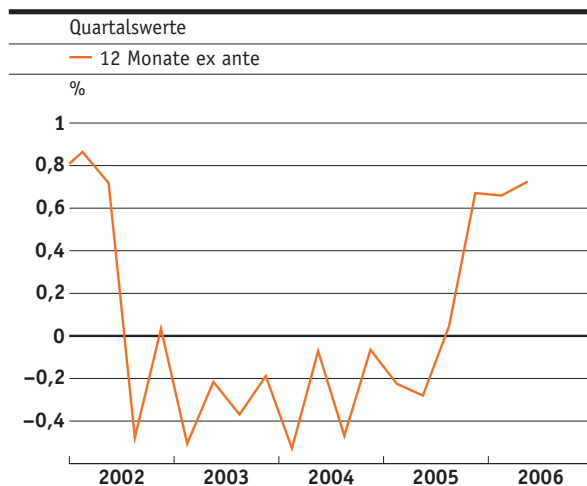
Weiterhin positive kurzfristige Realzinssätze

Grafik 3.7 zeigt die Entwicklung des einjährigen Realzinses. Dieser ist als Differenz zwischen dem 12-monatigen Nominalzinssatz und dem über die Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen dem Durchschnitt der Prognosen verschiedener Institute entsprechen («Konsensusprognose»: Mai 2006).¹ Der so gemessene reale Jahreszinssatz war im zweiten Quartal 2006 zum dritten Mal in Folge positiv und lag mit 0,75% aber nur ganz leicht über dem Wert vom ersten Quartal 2006. Der Anstieg der Nominalzinsen wurde grösstenteils durch höhere kurzfristige Inflationserwartungen kompensiert. Der einjährige Realzins liegt noch deutlich unter dem historischen Durchschnitt von 1,6%.

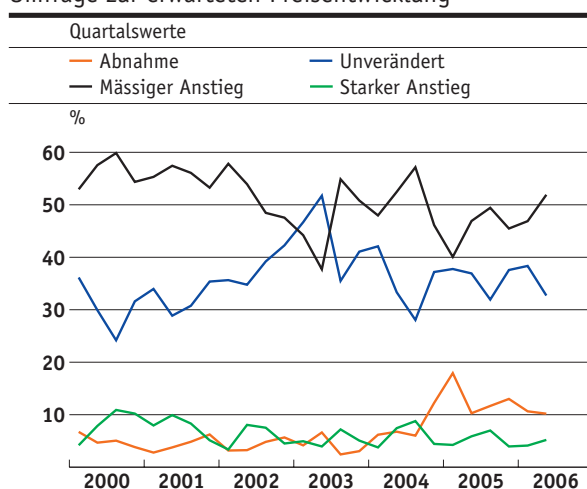
Ein leichtes Ansteigen der kurzfristigen Inflationserwartungen widerspiegelt sich auch in den vom Staatssekretariat für Wirtschaft (seco) im Juli veröffentlichten Daten zur Konsumentenstimmung. Im Vergleich zur Umfrage vom April hat sich der Anteil der Konsumenten, die in den nächsten 12 Monaten mit einem Anziehen der Preise rechnen, wiederum leicht erhöht (Grafik 3.8).

1 Vgl. Tabelle 1.1

Grafik 3.7
Geschätzter Realzinssatz



Grafik 3.8
Umfrage zur erwarteten Preisentwicklung



Grafik 3.7:
Quelle: SNB

Grafik 3.8:
Quellen: seco, SNB

3.2 Wechselkurse

Schwächerer Franken

Seit der Lagebeurteilung vom Juni 2006 wertete sich der Euro gegenüber dem US-Dollar leicht auf. Zu dieser Entwicklung trugen möglicherweise zum einen die Verbesserung der Konjunkturaussichten in der Eurozone und ein weiteres Anheben des Leitzinses durch die EZB, zum anderen schwächere Konjunkturzahlen in den USA und eine erwartete Zinspause der US-Notenbank bei. Der Franken fiel gegenüber dem US-Dollar in der Berichtsperiode um rund 1,7% und gegenüber dem Euro um rund 2,2%. Mitte September notierte der Dollar bei CHF/USD 1.252, gegenüber 1.231 CHF/USD an der Lagebeurteilung vom Juni. Die Kursrelation des Frankens zum Euro betrug 1.588 Mitte September, gegenüber 1.554 Mitte Juni. Im Mai und Juni 2006 waren die Devisenmärkte sehr volatil, getrieben von hohen Ölpreisen und der Krise im Iran. Auch Carry-Trade-Geschäfte und deren Auflösung könnten die kurzfristigen Schwankungen begünstigt haben (vgl. dazu die Box auf Seite 29). Der Schweizer Franken gewann trotz des unsicheren Umfelds entgegen seiner historischen Rolle als «sicherer Hafen» nicht an Stärke.

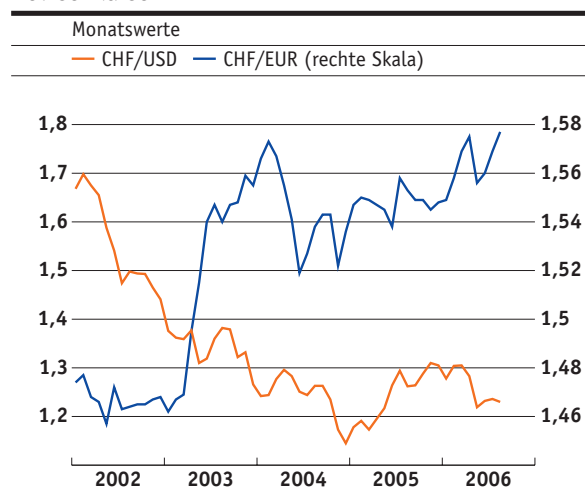
Der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens, der die Inflationsdifferenzen zwischen den Währungen berücksichtigt, sank in den letzten drei Monaten sowohl gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern und noch ausgeprägter im Vergleich zur Eurozone (Grafik 3.10).

Expansivere monetäre Bedingungen

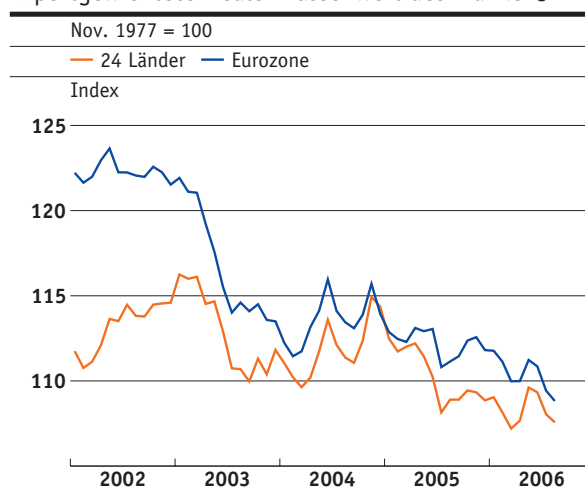
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor und den nominalen handelsgewichteten Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. Um der Unsicherheit hinsichtlich der Bedeutung von Zins und Wechselkurs Rechnung zu tragen, werden die beiden Variablen im MCI auf zwei unterschiedliche Arten gewichtet (5:1 und 3:1). Der Index wird jeweils 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).

Gemessen am Verlauf des MCI waren die monetären Bedingungen in der Schweiz Ende August expansiver als an der letzten Lagebeurteilung, was die Abschwächung des Schweizer Frankens widerspiegelt (Grafik 3.11). Der MCI lag bei -9 Basispunkten (bei einer 5:1-Gewichtung) bzw. -28 Basispunkten (bei einer 3:1-Gewichtung).

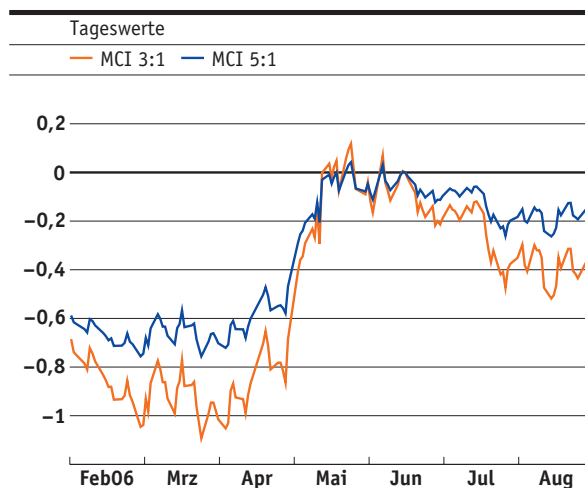
Grafik 3.9
Devisenkurse



Grafik 3.10
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.11
MCI nominal



Grafiken 3.9, 3.10 und 3.11:
Quelle: SNB

Box: Carry Trades

Im Mai und Juni 2006 war die Volatilität an den Devisenmärkten hoch. Die Finanzpresse führte die hohen Schwankungen unter anderem auf Carry Trades und deren Auflösung zurück. Ferner wurde ein auf dem Franken lastender Verkaufsdruck mit dem Carry-Trade-Geschäft in Verbindung gebracht.

Eine notwendige Bedingung, dass Carry Trades im Markt durchgeführt werden, ist deren Rentabilität. Im Folgenden wird gezeigt, dass Carry Trades in Verbindung mit dem Schweizer Franken profitabel, jedoch auch riskant sein können.

Bei Carry Trades handelt es sich im Wesentlichen um eine Handelsstrategie, bei welcher der Investor eine bestimmte Währung mit vergleichsweise niedrigen kurzfristigen Zinsen (z. B. 3M-Libor) verkauft, d.h. eine Short-Position eingeht, und diese Mittel in eine Währung mit höheren kurzfristigen Zinsen investiert (Long-Position). Der Händler versucht dabei, Zinsdifferenzen zwischen den beiden Währungen auszunutzen. Carry Trades bergen allerdings das Risiko einer Abwertung (Aufwertung) der Anlagewährung (Finanzierungswährung). Gemäss der ungedeckten Zinsparität (UIP) sollte für diese Form der Arbitrage kein Raum bestehen, denn Ungleichgewichte in der Zinsdifferenz sollten sofort über den Wechselkurs ausgeglichen werden.

Ein kurzes Beispiel soll den Mechanismus verdeutlichen: Ein Schweizer Investor verdient mit einer Anlage in den USA mehr als mit einer vergleichbaren Anlage in der Schweiz, solange der US-Zinsvorteil nicht durch eine Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Schweizer Franken wettgemacht wird. Verfolgt eine Mehrheit der Anleger diese Strategie, kann dies zu einem beträchtlichen Kapitalexport aus der Schweiz in die USA führen. Dadurch kommt es einerseits zu einem Rückgang (Anstieg) der Zinsen in den USA (in der Schweiz) und andererseits zu einer Aufwertung (Abwertung) des US-Dollar (Schweizer Franken). Gemäss der UIP müsste ein Gleichgewichtszustand sofort wieder hergestellt werden: Die erwartete Rendite in einer Fremdwährung (bewertet in der inländischen Währung) sollte zu jedem Zeitpunkt der Rendite auf einer vergleichbaren Anlage in der inländischen Währung entsprechen. Demzufolge sollte eine sinkende Zinsdifferenz zu einer Abwertung (Aufwertung) des US-Dollar (Schweizer Franken) führen.

Wir gehen im Folgenden in drei Schritten vor, um die Rentabilität von Carry Trades zu untersuchen. Zuerst wird mittels einer Regressionsanalyse geschätzt, ob die UIP in der kurzen bis mittleren Frist gilt. Trifft dies zu, wären Carry Trades keine attrak-

tive Strategie, da Vorteile in der Zinsdifferenz sofort über den Währungsmechanismus neutralisiert würden. Sollte dies nicht der Fall sein, wird in einem weiteren Schritt anhand einer nicht-parametrischen Analyse untersucht, ob Carry Trades auch unter Berücksichtigung des Risikos profitabel sind. Zuletzt wird der Frage nachgegangen, ob der Schweizer Franken in den letzten beiden Jahrzehnten eher eine Finanzierungs- oder eine Anlagewährung war und ob Carry Trading mit dem Schweizer Franken gegenwärtig eine attraktive Strategie sein könnte.

Die Analyse, um die UIP zu schätzen, basiert auf einer einfachen Kleinstquadrat-Regression (mit Newey-West-Standardfehlern):

$$r_{t+1} = \alpha + \beta(\text{Spread}_t) + \epsilon_{t+1},$$

wobei r_{t+1} der Wechselkursrendite (in Schweizer Franken gegenüber Fremdwährung) vom Zeitpunkt t bis $t+1$ und der Spread der Zinsdifferenz (3M-Libor in Schweizer Franken minus 3M-Libor in Fremdwährung) in t entspricht. Für die folgenden Länder sind Daten und Finanzinstrumente über eine angemessene Stichprobenperiode (Januar 1986–Mai 2006) verfügbar: Australien, Kanada, Dänemark, Eurozone (Deutschland bis zur Einführung des Euro), Grossbritannien, Japan, Norwegen, Schweden und die USA. Die oben beschriebene Regression wird mit monatlichen und halbjährlichen Daten durchgeführt.

Gemäss der UIP ist ein signifikantes positives² Beta zu erwarten. Die Grundidee ist, dass das Land mit höheren (tieferen) Zinsen eine Abwertung (Aufwertung) der Währung erfahren sollte. Die Ergebnisse, die im Einklang mit der Literatur stehen³, zeigen deutlich, dass die UIP sowohl mit Monats- als auch mit Halbjahresdaten abgelehnt wird (vgl. Tabelle 3.1). Diese Abweichung von der UIP lässt die Möglichkeit offen, Carry-Trade-Strategien sogar über relativ lange Anlagehorizonte durchzuführen. Tiefe R-Quadrate lassen zudem auf einen schwachen Zusammenhang zwischen Zins- und Wechselkursbewegungen schliessen.

2 Hätten die Zinsanleihen die gleiche Laufzeit wie die Wechselkursrenditen, so wäre ein Beta von 1 zu erwarten. Der Spread ist hier jedoch über den 3M-Libor definiert, sodass lediglich die Aussage eines positiven Betas möglich ist.

3 Vgl. z.B. Froot, Kenneth A. und Thaler, Richard H. 1990. Anomalies: Foreign Exchange. *Journal of Economic Perspectives* 4(3): 179–192.

Nun stellt sich die Frage, ob Carry Trades unter Berücksichtigung der eingegangenen Risiken rentabel sind. Dazu werden nachfolgend, den Standpunkt eines Schweizer Investors betrachtend, einfache Handelsstrategien in Monatsintervallen analysiert. Die Transaktionskosten werden dabei nicht berücksichtigt. Sind die Zinsen auf dem 3M-Libor-Markt in einem anderen Land höher, nimmt der Investor Mittel auf dem Schweizer 3M-Libor-Markt auf und investiert sie im entsprechenden ausländischen Markt und umgekehrt. Am Ende des Anlagehorizonts erhält er einen bestimmten Betrag (Kapital und Zinsen), den er in Schweizer Franken wechselt, und tilgt seine Schuld.

Die Performance von Carry Trades gemäss dieser Handelsstrategie ist insgesamt positiv. Grafik 3.12 zeigt die (annualisierte) Renditeverteilung von Carry Trades für die betrachteten Währungen insgesamt während des gesamten Stichprobenzeitraums. Sie deutet an, dass Carry Trading eine profitable Strategie (vgl. insbesondere Durchschnitt und Schiefe) darstellte, aber nicht ohne Risiko war (vgl. Standardabweichung und Kurtosis). Der Tabelle 3.2 können die durchschnittlichen Renditen und Performance-Indikatoren (vgl. insbesondere die relativ hohen Sharpe Ratios) für jede einzelne Währung zum Schweizer Franken entnommen werden.

Zuletzt wird untersucht, ob der Schweizer Franken eher eine Finanzierungs- oder eine Anlage-

währung ist. Dazu werden die historischen Zinsdifferenzen und die Volatilität der Währungspaare verglichen. In Tabelle 3.3 sind diese Daten für verschiedene Stichprobenperioden aufgeführt. Es zeigt sich, dass einige Zinsdifferenzen von April 2006 bis Mai 2006 vergleichsweise gross waren, vor allem in Bezug auf die angelsächsischen Länder (insbesondere Australien, die USA und Grossbritannien). Demzufolge erscheint der Schweizer Franken als attraktive Finanzierungswährung. Allerdings weist die Rendite dieser Währungspaare auch eine vergleichsweise hohe Volatilität auf, auch wenn sie jüngst unter dem langjährigen Durchschnitt lag.

Schlussbemerkungen

Anhand historischer Daten wurde die Rentabilität von Carry Trades mit Schweizer Franken analysiert. Dabei wurden z. B. Transaktionskosten, Liquidität und allgemeine Friktionen nicht berücksichtigt, welche sich auf die Handelbarkeit und Rentabilität von Carry-Trade-Strategien negativ auswirken könnten. Unter Ausklammerung dieser Faktoren zeigt die vorliegende Studie, dass der Schweizer Franken eine attraktive Finanzierungswährung über längere Anlagehorizonte war. Carry Trades sind jedoch hohen Wechselkursrisiken ausgesetzt. Die SNB hat bereits mehrfach betont, dass diese Risiken trotz der gegenwärtig geringen Volatilität des Frankens weiter bestehen.

Regressionsanalyse

Tabelle 3.1

Währung	Alpha	Wahrscheinlichkeit	Beta	Wahrscheinlichkeit	R ²
AUD	-0,026	0,064	-0,007	0,128	0,029
CAD	-0,026	0,156	-0,012	0,041	0,050
DKK	0,004	0,451	0,002	0,075	0,015
EUR	-0,007	0,198	-0,003	0,443	0,010
GBP	-0,033	0,102	-0,007	0,116	0,042
JPY	0,017	0,223	-0,012	0,346	0,029
NOK	-0,012	0,292	-0,001	0,495	0,012
SEK	-0,045	0,021	-0,012	0,041	0,091
USD	-0,020	0,265	-0,007	0,272	0,040

Quellen: Thomson Datastream, SNB

Statistische Auswertung und Performance-Indikatoren für die einzelnen Währungspaare

Tabelle 3.2

Renditen aus 3M-Libor-Geschäft bei Portfolioanpassungen alle 6 Monate in CHF

	CHF AUD	CHF CAD	CHF DKK	CHF EUR	CHF JPY	CHF NOK	CHF SEK	CHF GBP	CHF USD	Alle Renditen
Durchschnitt	0,090	0,070	0,040	0,020	0,050	0,070	0,020	0,080	0,060	0,055
Standardabweichung	0,200	0,210	0,080	0,060	0,170	0,130	0,130	0,160	0,200	0,152
Sharpe Ratio ¹	0,420	0,330	0,470	0,400	0,300	0,540	0,180	0,470	0,290	–
Schiefe	0,825	0,108	0,227	0,369	-0,523	0,973	-0,122	0,547	0,359	0,794
Kurtosis	4,065	3,227	3,909	3,347	3,743	4,667	3,183	4,322	2,624	4,812

¹ Die Sharpe Ratio ist definiert als die annualisierte Rendite geteilt durch die annualisierte Standardabweichung der Rendite
Quellen: Thomson Datastream, SNB

Statistische Auswertung für die einzelnen Währungspaare

Tabelle 3.3

Zinsdifferenz (ausländischer 3M-Libor – CHF 3M-Libor), in Prozentpunkten

	AUD	CAD	DKK	EUR	JPY	NOK	SEK	GBP	USD
Durchschnitt 1986–Mai 2006	4,264	1,936	2,389	1,204	-1,263	5,545	2,657	4,033	1,641
Durchschnitt 1990–1999	2,706	1,876	2,565	1,372	-1,609	3,753	3,283	3,606	1,125
Durchschnitt 2000–Mai 2006	3,884	2,029	1,848	1,605	-1,309	4,880	1,520	3,276	1,784
Durchschnitt April 2006–Mai 2006	4,358	2,781	1,632	1,508	-1,182	1,532	0,719	3,343	3,787

Standardabweichung der Währungsrenditen

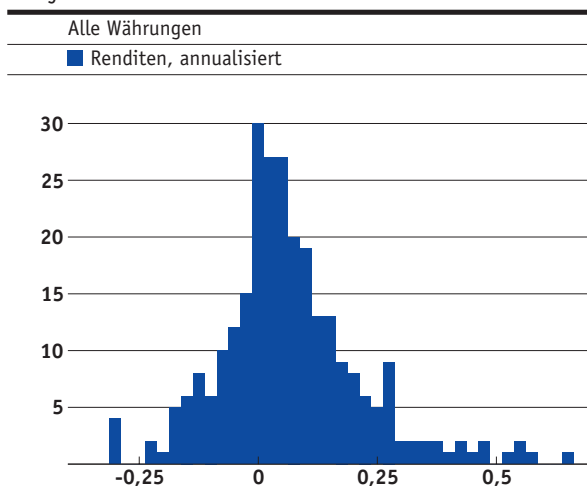
Standardabweichungen der monatlichen Wechselkursveränderungen, annualisiert, in %

	CHF AUD	CHF CAD	CHF DKK	CHF EUR	CHF JPY	CHF NOK	CHF SEK	CHF GBP	CHF USD
Standardabweichung 1986–Mai 2006	12,7	12,3	4,1	3,6	10,6	6,6	7,3	8,5	11,7
Standardabweichung 1990–1999	14,4	13,0	4,6	3,9	11,8	6,8	8,6	9,0	11,6
Standardabweichung 2000–Mai 2006	10,1	9,7	3,0	3,0	10,4	5,5	5,4	7,0	10,1
Standardabweichung April 2006–Mai 2006	9,3	7,2	3,7	6,7	8,4	6,6	4,6	7,9	10,1

Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 3.12

Carry-Trade-Renditen



Quellen: Thomson Datastream, SNB

3.3 Aktien-, Immobilien- und Rohwarenpreise

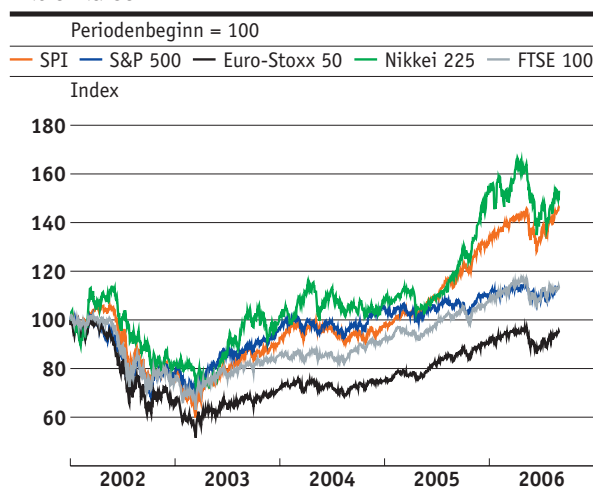
Die Preisentwicklungen an den Aktien-, Immobilien- und Rohwarenmärkten können Signale bezüglich der zukünftigen Inflationserwartungen beinhalten. Auch können durch Preisschwankungen Vermögenseffekte auftreten, die es frühzeitig zu erkennen gilt.

Erholung an den Aktienmärkten

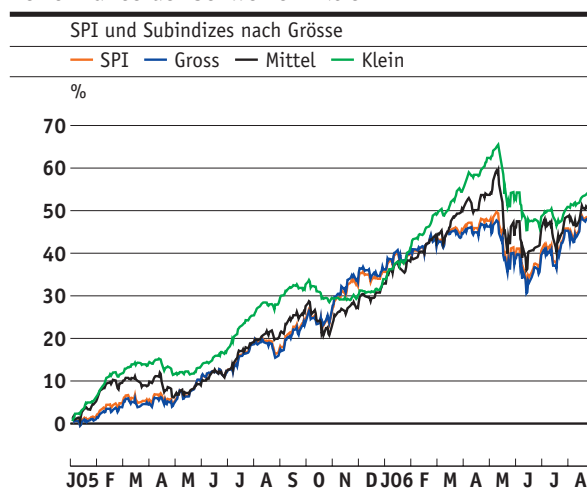
Nach einer Korrektur im Mai und Juni 2006 legten die meisten Aktienmärkte zu. Der amerikanische S&P 500 erhöhte sich zwischen Mitte Juni und Mitte September 2006 um 4,8% und der europäische Euro-Stoxx 50 um 8,6%. Nachdem der Swiss Performance Index (SPI) zwischen Mitte Mai und Mitte Juni rund 7% verloren hatte, erholte er sich im Berichtszeitraum überdurchschnittlich (11,4%) und erreichte ein Allzeithoch. Stützend wirkten das robuste Konjunkturmilieu und die guten Unternehmensgewinne. Sämtliche Sektoren und Unternehmen unterschiedlicher Grösse waren an der günstigen Entwicklung beteiligt (Grafiken 3.14 und 3.15). Am stärksten nahmen die Bewertungen im Baugewerbe- und Technologiesektor zu. Letzterer wies sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal 2006 noch eine negative Performance auf. Im Allgemeinen legten die Titel grosser Unternehmen am meisten zu, nachdem diese aber auch überdurchschnittlich viel zwischen Mitte Mai und Mitte Juni eingebüsst hatten. Zwischen Mitte Juni und Mitte September verzeichneten sie Zuwachsraten von 11,8%, während sich die kleinen und mittleren Unternehmen um 7,5% bzw. 9,8% erhöhten.

Grafik 3.16 zeigt die Volatilität der Aktienrenditen, welche ein Zeichen der Unsicherheit darstellt. Nachdem diese im Mai und Juni 2006 stark angestiegen war, bildete sie sich seit der letzten Lagebeurteilung wieder zurück. Allerdings blieb sie höher als zu Jahresbeginn.

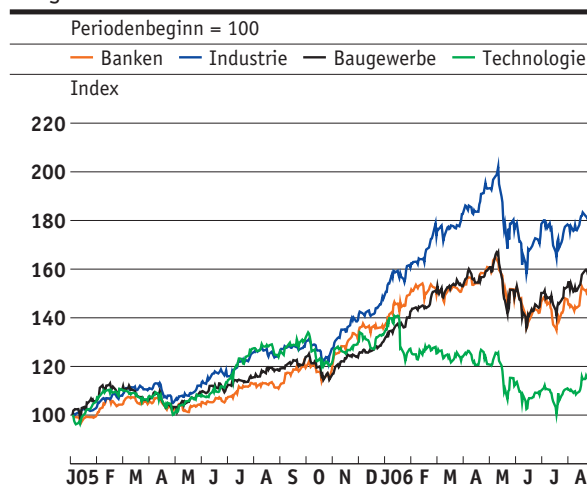
Grafik 3.13
Aktienkurse



Grafik 3.14
Performance der Schweizer Aktien



Grafik 3.15
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.13:
Quellen: Thomson Datastream, Bloomberg

Grafik 3.14:
Quelle: SWX Swiss Exchange

Grafik 3.15:
Quelle: Thomson Datastream

Stabiler Immobilienmarkt

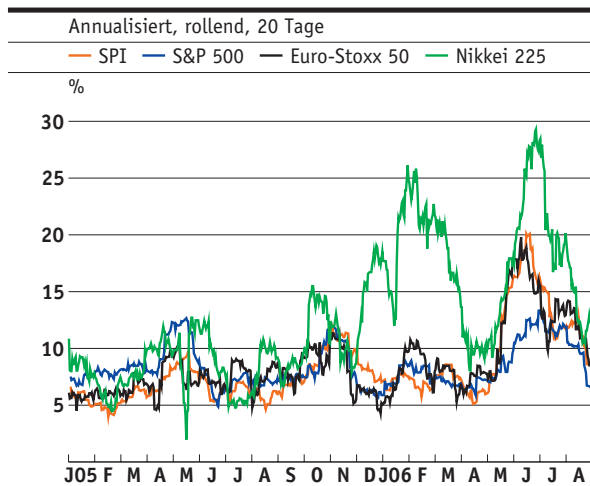
Die Entwicklung am Immobilienmarkt deutet auf einen unverändert moderaten Preisdruck in diesem Sektor hin. Im zweiten Quartal 2006 lagen die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen real, d. h. im Verhältnis zum LIK, 0,5% über dem Stand vor Jahresfrist. Die Wohnungsmieten verteuerten sich im gleichen Zeitraum um 1,8%, gegenüber 2,3% im Vorquartal. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich die Messung weitgehend auf alte Wohnungen bezieht. Die Mieten neuer Wohnungen stiegen moderat um 0,8%, nachdem sie während zweier Quartale gefallen waren. Zum dritten Mal in Folge sanken die Mieten für gewerbliche Bauten (-0,5%). Die Wachstumsraten der Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen sowie insbesondere der Mieten neuer Wohnungen lagen weit unter denjenigen von Anfang 2002 bis Mitte 2003.

Schwankende Rohwarenpreise

Die Rohwarenpreise stiegen von Mitte Juni bis Anfang August 2006 gemäss Goldman-Sachs-Commodity-Index um rund 6%. Danach setzte eine Gegenbewegung ein, sodass der Gesamtindex Mitte September sogar unter dem Stand von Mitte Juni 2006 lag. Demgegenüber registrierten die Edelmetalle in der Berichtsperiode positive Zuwachsraten von über 5%.

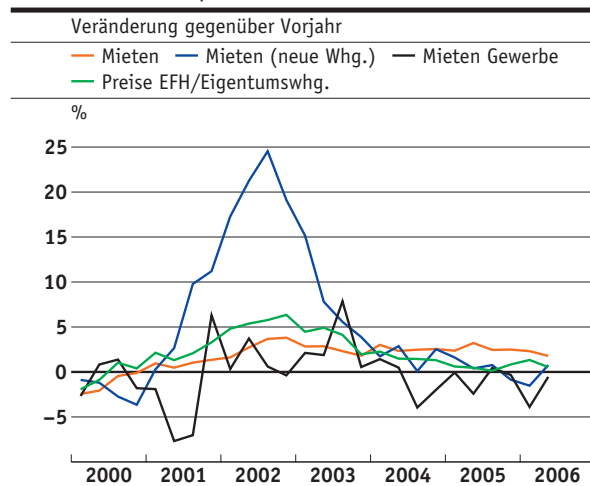
Allgemein waren die Rohwarenpreise, ähnlich wie die Aktien- und Devisenmärkte, starken Schwankungen unterworfen. Dies deutet auf Unsicherheiten der Marktteilnehmer hin. Die Krise im Nahen und Mittleren Osten könnte zum Preisauftrieb sowie zur Erhöhung der Volatilität beigetragen haben.

Grafik 3.16
Aktienrenditevolatilität



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 3.17
Reale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

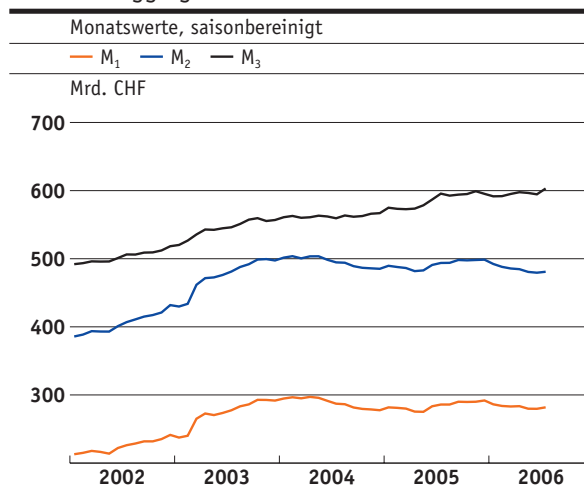
Geldmengen auf konstantem Niveau

Im August lagen die Geldmengen M_1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) und M_2 (M_1 plus Spareinlagen) 1,3% bzw. 2,8% unter dem Vorjahresstand. Wie Grafik 3.18 zeigt, befinden sich die Geldaggregate M_1 und M_2 9 Mrd. CHF bzw. 19 Mrd. CHF unter ihrem Stand von Anfang 2006. Die Geldmenge M_3 (M_2 plus Termineinlagen) blieb demgegenüber nahezu konstant. Dies ist auf zwei gegenläufige Entwicklungen zurückzuführen. Während die Termineinlagen stiegen (25,6%), schrumpften die Spareinlagen und in etwas geringerem Ausmass die Sichteinlagen, was auf Portfolioumschichtungen in einem Umfeld steigender Zinsen hindeutet.

Zur Beurteilung möglicher Inflationsgefahren aufgrund einer zu grosszügigen Liquiditätsversorgung der Wirtschaft kann ein Geldüberhang geschätzt werden. Hierzu gibt es verschiedene Möglichkeiten. Im vorliegenden Fall wird das ECM-Konzept verwendet (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation», Bericht über die Geldpolitik 1/2005, S. 33). Die Gleichgewichtsgeldmenge als Mass für eine angemessene Geldversorgung der Volkswirtschaft wird mit Hilfe des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung bestimmt. Liegt die effektive Geldmenge über dieser Gleichgewichtsgeldmenge, so ist die Liquiditätsausstattung zu reichlich und es besteht die Gefahr höherer Inflationsraten in den folgenden vier bis sechs Quartalen. Grafik 3.19 zeigt die pro-

zentualen Abweichungen der Geldmenge M_3 vom berechneten Gleichgewichtswert. Um der statistischen Unsicherheit Rechnung zu tragen, wird der Geldüberhang als Band mit einer Weite von einer Standardabweichung dargestellt. Die nachlassende Dynamik der Geldmengenentwicklung bewirkt zusammen mit einem Anstieg der realen Aktivität ein Sinken des Geldüberhangs. Da sich die Nulllinie weiterhin zwischen dem oberen und dem unteren Geldüberhang befindet, geht gemäss diesem Indikator von der monetären Seite in den nächsten Quartalen kein Preisdruck aus.

Grafik 3.18
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Geldaggregate¹

Tabelle 3.4

	2004	2005	2005			2006		2006		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
Notenbankgeldmenge²	41,7	41,9	41,6	41,2	42,7	43,3	43,3	43,4	42,3	42,3
Veränderung ³	3,2	0,4	-0,2	0,3	2,0	3,0	4,2	4,8	2,7	2,6
$M_1$²	288,5	284,2	278,7	284,3	290,9	286,4	281,6	279,2	279,3	279,4
Veränderung ³	5,5	-1,5	-5,7	0,8	4,3	1,3	1,1	-1,3	-1,4	-1,3
$M_2$²	495,6	491,6	486,7	491,2	497,5	491,7	483,1	478,9	477,4	476,5
Veränderung ³	4,3	-0,8	-3,3	0,6	2,5	0,1	-0,7	-2,3	-2,6	-2,8
$M_3$²	562,5	585,9	581,0	590,6	595,9	595,4	597,7	594,0	600,0	600,4
Veränderung ³	3,2	4,2	3,1	5,9	5,5	3,3	2,9	1,3	1,3	1,9

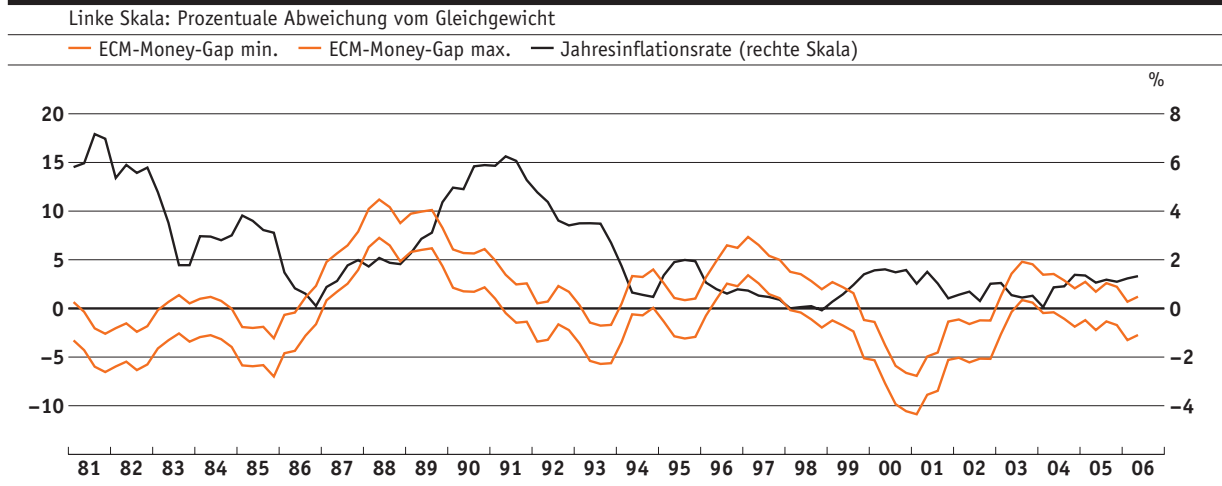
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.19
 Money-Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

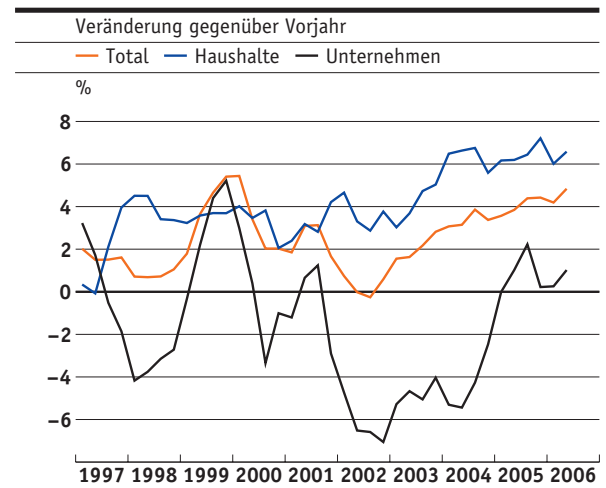
3.5 Kredite

Stärkeres Kreditwachstum

Im Gegensatz zu den Geldmengenaggregaten erhöhten sich die Kredite im zweiten Quartal 2006. Die Bankkredite expandierten im Vorjahresvergleich um 4,8%, gegenüber 4,2% im ersten Quartal. Grafik 3.20 zeigt, dass dieses Wachstum sowohl auf die gestiegene Kreditvergabe an Haushalte als auch an Unternehmen zurückzuführen ist. Die Kredite an Haushalte nahmen im zweiten Quartal auf Vorjahresbasis um 6,6% und diejenige an Unternehmen um 1,0% zu. Die entsprechenden Raten hatten im ersten Quartal noch bei 6,0% und 0,2% gelegen.

Informationen zum Verwendungszweck der Kredite können Tabelle 3.5 entnommen werden. Die Hypothekarkredite, die mit über 80% den Grossteil der gesamten Bankkredite ausmachen, wuchsen im zweiten Quartal um 4,9%, gegenüber 5,0% im Vorquartal. Dabei lag das Wachstum bei den Haushalten unverändert bei 5,7%, während die Hypothekarkredite an Unternehmen lediglich um 1,5% und damit etwas schwächer als noch im Vorquartal expandierten. Die übrigen Kredite, die bis Mitte 2005 für mehrere Jahre geschrumpft waren, legten im zweiten Quartal um 4,4% zu. Dies insbesondere dank des kräftigen Wachstums der ungedeckten Kredite (4,3%). Diese hatten vom dritten Quartal 2001 bis ins erste Quartal 2006 abgenommen. Die jüngste Zunahme deutet auf ein robustes Konjunkturfeld hin.

Grafik 3.20
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.5

	2004		2005			2006		2006		
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli
Total	3,4	4,1	3,8	4,4	4,4	4,2	4,8	4,9	4,8	5,2
Haushalte	6,4	6,5	6,2	6,4	7,2	6,0	6,6	6,9	6,2	6,3
Unternehmen	-4,4	0,9	1,0	2,2	0,2	0,2	1,0	0,6	1,4	2,5
Hypothekarforderungen	5,4	5,2	5,1	5,3	5,4	5,0	4,9	5,0	5,0	5,0
davon Haushalte	6,4	6,9	6,8	6,9	6,9	5,7	5,7	5,7	5,8	5,7
davon Unternehmen	-1,7	3,1	3,1	3,9	2,8	1,8	1,5	1,8	1,2	1,6
Übrige Kredite	-4,2	-0,7	-1,1	0,5	0,3	0,7	4,4	4,7	3,9	6,2
davon gedeckt	3,0	2,6	-0,4	3,5	4,0	3,5	4,4	2,7	4,9	0,2
davon ungedeckt	-8,8	-3,1	-1,6	-1,8	-2,4	-1,4	4,3	6,3	3,1	10,9

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 ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den 3M-Libor eines der drei Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB.

4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Die Inflationsprognosen der SNB sind in ein internationales Konjunkturszenario eingebettet. Es stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Tabelle 4.1 enthält die wichtigsten exogenen Annahmen sowie die entsprechenden Annahmen der Juni-Prognose.

Weltkonjunktur weiterhin robust

In den USA fiel das BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2006 schwächer aus als erwartet. Dieser Rückgang wird jedoch weitgehend auf Sondereffekte zurückgeführt. Die SNB passte die Prognose für die Jahre 2006 und 2007 für die USA nur leicht nach unten an. In Europa entwickelte sich die Konjunktur in der ersten Hälfte des Jahres wie erwartet positiv. Die Annahmen zum BIP-Wachstum wurden für 2007 und 2008 geringfügig nach unten revidiert. Mittelfristig wird in beiden Wirtschaftsräumen weiterhin mit einem robusten Wachstum gerechnet, welches bis zum Ende des Prognosezeitraums gegen das Potenzial von rund 3% (USA) und 2% (EU) tendiert. Die Annahme zum Erdölpreis wurde wiederum nach oben angepasst und entsprechend auf das ausländische Preisniveau übertragen. Für den Dollar/Euro-Wechselkurs wird neu von einem konstanten Wert von 1.27 ausgegangen (Vorprognose 1.23).

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2006	2007	2008
Inflationsprognose September 2006			
BIP USA ¹	3,4	3,0	3,2
BIP EU-15 ¹	2,3	2,1	2,1
Wechselkurs USD/EUR ²	1,25	1,27	1,27
Ölpreis in USD/Barrel ²	72,0	78,0	78,0
Inflationsprognose Juni 2006			
BIP USA ¹	3,5	3,3	3,2
BIP EU-15 ¹	2,3	2,2	2,2
Wechselkurs USD/EUR ²	1,22	1,23	1,23
Ölpreis in USD/Barrel ²	68,5	71,0	71,0

1 Veränderung in %

2 Niveau

Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

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

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

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

4.2 Inflationsprognose 3. Quartal 2006 bis 2. Quartal 2009

Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Grafik 4.1 zeigt die Inflationsprognose vom September 2006 zusammen mit den Inflationsprognosen vom Juni und März. Die neue Prognose erstreckt sich vom dritten Quartal 2006 bis zum zweiten Quartal 2009. Sie zeigt den Inflationsverlauf bei einem konstanten 3M-Libor von 1,75%. Dieser Zinssatz entspricht dem Mittelwert des am 14. September von der SNB um 25 Basispunkte angehobenen Zielbandes für den Dreimonatssatz von 1,25% bis 2,25%. Die Prognosen vom Juni und März beruhten noch auf einem Dreimonatssatz von 1,50% bzw. 1,25%.

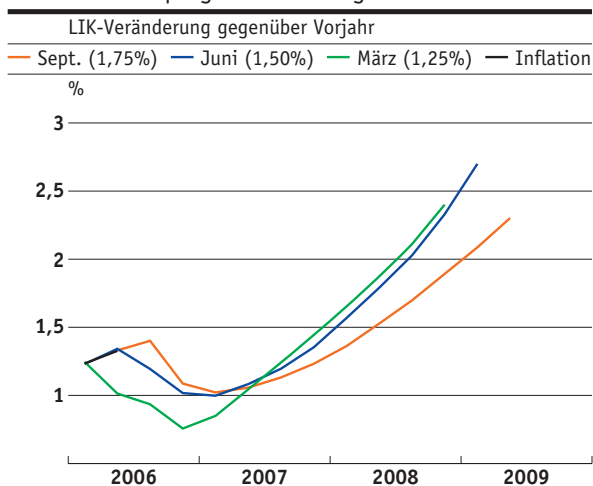
Die SNB rechnet in der kurzen Frist mit einer etwas höheren Teuerung als im Juni. Der Grund ist, dass die Ressourcen etwas stärker ausgelastet sind, als vor drei Monaten erwartet worden war. Die Teuerung bleibt aber mässig und sinkt bis zum ersten Quartal 2007 um rund 0,4 Prozentpunkte auf rund 1%. Der erwartete Teuerungsrückgang ergibt sich als Folge eines sich abschwächenden Teuerungsbeitrags der im LIK enthaltenen Heizölprodukte (Basisseffekt). Die durchschnittliche Jahresinflation für dieses Jahr wird auf 1,3% prognostiziert.

Wie Grafik 4.1 zeigt, liegt die erwartete Teuerung ab dem zweiten Quartal 2007 tiefer als bei der Inflationsprognose vom Juni. Aufgrund der nach wie vor positiven konjunkturellen Entwicklung dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke geschlossen sein. Da sich das Wirtschaftswachstum in den kommenden Quartalen verlangsamen dürfte, besteht aber kaum Gefahr einer preistreibenden Konjunkturüberhitzung im nächsten Jahr.

In der längeren Frist haben sich die Inflationsaussichten sogar verbessert, was zum einen auf die bisherigen Zinserhöhungen zurückzuführen ist und zum andern auf die neue Datenlage. So waren die Geldmengen M_1 und M_2 seit November 2005 rückläufig, während das Aggregat M_3 ungefähr auf dem damals erreichten Niveau verblieb. Eine weniger expansive Geldpolitik dämpft zunächst das Wirtschaftswachstum und über dieses, mit einer zeitlichen Verzögerung, auch das Preisniveau. Die erneute Straffung der Geldpolitik im September trägt zu einer weiteren Verbesserung der Inflationsaussichten für die Jahre 2008 und 2009 bei.

Wie die Inflationsdynamik erkennen lässt, ist aber ein 3M-Libor von 1,75% noch zu expansiv, was sich in einem allmählichen Anstieg des Teuerungsdrucks widerspiegelt. Verläuft die wirtschaftliche Entwicklung wie erwartet, wird daher die Nationalbank die Anpassung ihrer Geldpolitik graduell weiterführen.

Grafik 4.1
SNB-Inflationsprognosen im Vergleich



Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom September 2006

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 Juni bis August 2006 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Aus den Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 150 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich für die Monate Juni bis August 2006 ein ungetrübtes Konjunkturbild. Für das zweite Halbjahr 2006 sahen die Gesprächspartner keine Verlangsamungstendenzen und für 2007 erwarteten sie eine weiterhin positive Umsatzentwicklung. Zu den besonders prosperierenden Branchen gehörten die Exportindustrie (inkl. Tourismus), die Bauwirtschaft sowie die Banken. Trotz verbesserter Konsumentenstimmung entwickelte sich der Detailhandel dagegen weiterhin verhalten.

Die Investitionsbereitschaft nahm deutlich zu, wobei vermehrt das Ziel, die Kapazitäten auszuweiten oder die Stellung auf dem Markt durch Akquisitionen zu stärken, im Vordergrund stand. Dank der guten Ertragslage konnten die Investitionsvorhaben zumeist mit eigenen Mitteln finanziert werden. Häufig kam der Mangel an qualifiziertem Personal zur Sprache, der einer raschen Ausweitung der Kapazitäten entgegensteht. Als Hauptsorge wurden die auf breiter Front steigenden Rohstoff- und Energiepreise sowie die Gefahr einer Abschwächung des Dollarkurses genannt.

1 Produktion

Industrie

Die meisten Vertreter aus der Exportindustrie meldeten bis zuletzt stark steigende Bestellungen, einen hohen Arbeitsvorrat und voll ausgelastete Kapazitäten. In vielen Fällen lagen die Umsätze im bisherigen Jahresverlauf deutlich über den bereits optimistischen Vorgaben, so dass sich verschiedentlich ein Rekordjahr abzeichnet. Häufig war auch von Produktionsengpässen und steigenden Lieferfristen die Rede; einige Gesprächspartner sprachen von Überlastung und Überhitzung. Unvermindert dynamisch entwickelte sich die Nachfrage aus Asien (insbesondere China), aber auch aus Lateinamerika, während verschiedentlich eine leichte Verlangsamung des Bestellungseingangs aus den USA beobachtet wurde. Klar im Aufwind war die Nachfrage aus den EU-Ländern, vor allem aus Deutschland. Einige Gesprächspartner äusserten allerdings Zweifel an der Nachhaltigkeit der deutschen Konjunkturerholung, vor allem im Hinblick auf die bevorstehende Erhöhung der deutschen Mehrwertsteuer.

Der Aufschwung war in nahezu allen Branchen und Unternehmen spürbar. In den wenigen Fällen, in denen sich die Geschäfte flau entwickelten, waren unternehmensspezifische oder strukturelle Probleme im Spiel. Besonders stark expandierten weiterhin die verschiedenen Sparten der chemischen Industrie, die Kunststoffindustrie, die Medizinaltechnik sowie die Metall- und Uhrenindustrie. Einen Wachstumsschub verzeichneten die Anbieter im Bereich Energietechnik (Wärme-/Kältetechnik) und Verkehr. Vom Aufschwung profitierte aber auch die Konsumgüterindustrie, wobei diesem Bereich insbesondere der weltweit florierende Luxusgüterkonsum zugute kam.

Dienstleistungen

Nach der eher verhaltenen Entwicklung zu Beginn des Jahres äusserten sich die Gesprächspartner aus Tourismus und Gastgewerbe zur Sommersaison sehr zufrieden, auch wenn die schlechte Witterung im August das Bild teilweise etwas trübte. Die Umsätze lagen sowohl in den alpinen Destinationen als auch in den Städten deutlich höher als vor Jahresfrist. Erfreulich war die starke Zunahme der Zahl ausländischer Gäste, die mit einer längeren durchschnittlichen Aufenthaltsdauer und steigenden Ausgaben pro Gast einher ging. Als Gründe für diese positive Entwicklung wurden neben der verbesserten Wirtschaftslage im EU-Raum die qualitative Verbesserung des Angebots sowie das günstige Kursverhältnis des Frankens zum Euro genannt.

Im Hinblick auf die bevorstehende Wintersaison herrschte allgemein Zuversicht.

Ein weitgehend positives Stimmungsbild zeichneten auch die Gesprächspartner aus anderen Dienstleistungsbranchen. Dazu gehörten die Beratungsbranche, der Luftverkehr, Reisebüros und Transportunternehmen. Hingegen hinterliessen die Aussagen von Vertretern der IT-Branche einen gemischten Eindruck. Nach einem guten Jahresbeginn entwickelten sich die Geschäfte mehrheitlich verhalten, wobei Sonderfaktoren wie die Verzögerung bei der Einführung einer neuen Software möglicherweise eine Rolle spielten. Erneut erwähnt wurde auch der in dieser Branche herrschende harte Preiswettbewerb.

Die Gesprächspartner aus dem Bankensektor äusserten sich zum Geschäftsverlauf wiederum sehr zufrieden. Das Hypothekengeschäft entwickelte sich trotz höherer Zinsen weiterhin lebhaft bei unverändert starkem Wettbewerb unter den Anbietern. Die meisten Gesprächspartner sahen auch eine Belebung beim Firmenkundengeschäft und beurteilten die Geschäfts- und Stimmungslage bei ihren Kunden als sehr gut. Der ausgeprägte Kursrückgang an den Aktienbörsen im Mai und Juni beeinträchtigte das Kommissionsgeschäft kaum. Vermehrt ein Thema waren die Risiken im Falle weiter steigender Zinssätze.

Im Grundtenor verhalten fielen die Gespräche mit Vertretern des Detailhandels aus. Auch hier hat sich die Geschäftsentwicklung in der Einschätzung der Grossverteiler innerhalb Jahresfrist zwar verbessert; von einer euphorischen Stimmung konnte indessen nicht die Rede sein. Trotz höherer Ausgabenbereitschaft traten die Konsumenten weiterhin sehr preisbewusst auf und bevorzugten insbesondere bei Produkten des täglichen Bedarfs die von den Grossverteilern geschaffenen Billiglinien. Die Gesprächspartner aus anderen Sparten des Detailhandels waren dagegen mit der Umsatzentwicklung mehrheitlich zufrieden, vor allem die Anbieter im Hochpreissegment.

Bau

Ähnlich wie in der Industrie herrschte in der Bauwirtschaft weiterhin Hochstimmung. Verschiedentlich war sogar von Übertreibungen die Rede. Hauptmotor blieb der Wohnungsneubau; günstig entwickelte sich aber auch das Renovationsgeschäft. Nur vereinzelt war von einer bevorstehenden Abflachung und einer vorsichtigeren Haltung der Investoren die Rede. Viele sprachen dagegen von einer Belebung beim Büro- und Industriebau sowie einer zunehmenden Nachfrage der öffentlichen Hand, insbesondere der Gemeinden.

2 Arbeitsmarkt

Infolge der starken Nachfrage erhöhte eine Reihe von Gesprächspartnern in den letzten Monaten die Belegschaft oder beabsichtigte zumindest dies zu tun. Wie bereits bei der letzten Gesprächsrunde wurde regelmässig auf die Schwierigkeiten, auf dem einheimischen Arbeitsmarkt gut qualifizierte Fachkräfte zu finden, hingewiesen. Dies gilt vor allem für technische Berufe sowie für Baufachleute. Die Möglichkeit, Arbeitskräfte aus den EU-Ländern zu rekrutieren, bringt zwar Erleichterung; gleichwohl nannte eine Reihe von Gesprächspartnern die Personalknappheit als bedeutendes Produktionshemmnis.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Trotz des guten Geschäftsgangs und der vielerorts aufgetretenen Kapazitätsengpässe war bei vielen Gesprächen weiterhin von einem Druck auf die Preise die Rede, am ausgeprägtesten bei Unternehmen, die stark der ausländischen Konkurrenz ausgesetzt waren. Dies begrenzte die Überwälzung der gestiegenen Rohstoff- und Energiepreise. Allerdings gab es auch in diesem Bereich Unternehmen, welche die Kostensteigerungen an ihre Kunden weitergeben konnten. Dank hoher Umsätze entwickelte sich die Ertragslage im Allgemeinen sehr gut. Kostenkontrolle und Produktivitätssteigerungen blieben indessen wichtig. Einen tendenziell vergrösserten Preiserhöhungsspielraum meldeten die Gesprächspartner aus dem Dienstleistungssektor, wo eine Reihe von Anbietern die Preise anhoben.

Hauptsorge bildete weiterhin die Entwicklung der Rohstoff- und Energiepreise, aber auch eine allfällige Abschwächung des Dollarkurses. Kaum Sorge bereitete dagegen die Lohnentwicklung. Im Hinblick auf die Lohnrunde 2007 rechneten einige Gesprächspartner mit einem stärkeren Lohnanstieg als im Vorjahr. Verschiedentlich kam zum Ausdruck, dass die Gefahr stark steigender Lohnkosten nicht zuletzt infolge der Öffnung des Arbeitsmarktes gegenüber der EU als klein erachtet wird.

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.

Can bank supervisors rely on market data? A critical assessment from a Swiss perspective

Urs W. Birchler und Matteo Facchinetti
Working Paper 2006-8

Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden stehen nur unvollständige Informationen zu den tatsächlichen Risikoprofilen der Banken zur Verfügung. Marktdaten – z. B. die Rendite-Spreads von Anleihen oder die Aktienkursvolatilität – können zum Teil fehlende Informationen liefern. Ausserdem ist es möglich, Indikatoren zur Systemstabilität aus einer Reihe von Markt- und Buchhaltungsdaten sowie makroökonomischen Indikatoren zu erstellen.

Die Qualität von Marktdaten hängt von zwei Faktoren ab: (i) Haben Investoren Zugang zu relevanten Informationen? (ii) Sind die Märkte genügend effizient, um Informationen der Investoren in die Preise einzubauen? Die Autoren leiten vier praktische Kriterien zur Messung der Qualität von Marktdaten ab: Marktvollständigkeit, Qualität der Preisinformationen, Resistenz gegenüber Blasen und Störungsfreiheit.

Diese praktischen Voraussetzungen für eine Verwendung von Marktdaten für Aufsichtszwecke sind in der Schweiz grösstenteils erfüllt. Aussagekräftige Marktdaten stehen für verschiedene Banken zur Verfügung; obwohl diese Banken eine

zahlenmässige Minderheit darstellen, decken sie den Grossteil des Bankensystems ab. Empirische Ergebnisse (bestätigt durch Studien aus anderen Industrieländern) lassen darauf schliessen, dass Marktinformationen tatsächlich eine Ergänzung zu Aufsichtsinformationen darstellen.

Eine Einschränkung in Bezug auf die Daten für die Schweiz besteht hinsichtlich der Kantonalbanken: Die Rendite-Spreads ihrer Anleihen sowie ihre Bonität werden auf Grund der Staatsgarantie für Kantonalbanken verzerrt. Bei der Interpretation von Daten der Grossbanken ist ebenfalls Vorsicht geboten, da gewisse Investoren diese Banken eventuell als «too big to fail» betrachten.

Auch aus theoretischen Gründen gibt es bei der Verwendung von Marktdaten für Aufsichtszwecke Vorbehalte. Insbesondere werden die Preise auf Grund der Erwartung des Marktes, dass die Aufsichtsbehörden auf diese Preise reagieren, endogen. Diese in der bisherigen Literatur kaum berücksichtigte Tatsache gefährdet die Aussagekraft der Preise.

Trotz dieser Probleme werden Marktdaten in Zukunft wahrscheinlich eine Rolle bei der Aufsicht spielen. Aufgrund der öffentlichen Verfügbarkeit der Daten können die Aufsichtsbehörden sogar unter Druck geraten, auf Marktpreise zu reagieren. Es ist nicht klar, ob dieser Druck der Aufsichtsbehörde hilft, den optimalen Zeitpunkt für korrigierende Interventionen zu finden.

A two-pillar Phillips curve for Switzerland

Petra Gerlach-Kristen
Working Paper 2006-9

Die Phillips-Kurve erfasst die Determinanten der Inflation. Empirische Versionen der Phillips-Kurve beinhalten typischerweise die verzögerte Inflation sowie ein Mass für die Wirtschaftsaktivität (z.B. die Outputlücke), das anzeigt, ob sich die Wirtschaft in einer Phase der Rezession oder Hochkonjunktur befindet. Monetäre Variablen, wie beispielsweise die Wachstumsraten von M_2 oder M_3 , werden in empirischen Phillips-Kurven üblicherweise nicht berücksichtigt, obwohl sie laut Theorie die Inflation beeinflussen sollten. Anscheinend werden monetäre Variablen nicht mit einbezogen, da ihr Einfluss auf die Inflation im Rahmen der Phillips-Kurve mit herkömmlichen ökonometrischen Methoden nicht nachweisbar ist.

Die Schweizerische Nationalbank hat die Bedeutung des Geldmengenwachstums für den Inflationsverlauf seit langem hervorgehoben. Das neue geldpolitische Konzept, das im Januar 2000 eingeführt wurde, kombiniert ökonometrische Inflationsmodelle mit monetären und realen Indikatoren zur Beurteilung des Teuerungsdrucks. Diese Strategie gleicht dem Zwei-Säulen-Konzept der Europäischen Zentralbank, die sich bei der Inflationsanalyse auf eine monetäre und eine reale Säule stützt.

Diese Studie zeigt zuerst auf, dass das Geldmengenwachstum in einer einfachen Phillips-Kurve tatsächlich keinen Einfluss auf die Inflation in der Schweiz zu haben scheint. Eine mögliche Erklärung dafür liegt in der hohen Volatilität der monetären Aggregate, die durch verschiedene andere Faktoren, die nicht mit dem Inflationsdruck in Zusammenhang stehen (z.B. Portfolioumschichtungen), bedingt sein kann. Es scheint deshalb plausibel, dass sich nur längerfristige Wachstumstrends der Geldmenge auf die Inflation auswirken. Um diese Möglichkeit einzuschätzen, werden in der Studie kurzfristige Schwankungen aus den Daten zum Geldmengenwachstum «herausgefiltert». Der resultierende Geldmengentrend weist eine viel stärkere Glättung auf als die ursprüngliche Reihe und hat zusammen mit der Outputlücke einen starken Einfluss auf die Inflation in der Schweiz. Die Analyse bestätigt also die Einschätzung, dass die Inflation in der Schweiz sowohl von monetären als auch von realen Faktoren abhängt. Sie lässt auch darauf schliessen, dass monatliche Schwankungen des Geldmengenwachstums kaum auf unmittelbar bevorstehende Inflationsentwicklungen hindeuten. Der langfristige Wachstumstrend der Geldmenge ist vielmehr für das durchschnittliche Inflationsniveau ausschlaggebend.

On understanding sources of growth and output gaps for Switzerland

Kevin J. Fox und Mathias Zurlinden
Working Paper 2006-10

Diese Studie untersucht die Leistungsergebnisse der schweizerischen Volkswirtschaft im Zeitraum 1980–2001. Dazu werden verschiedene Indexzahlentechniken zur Zerlegung des nominellen und realen Wirtschaftswachstums sowie der nominellen und realen Produktionslücken angewendet. Die verschiedenen Zerlegungen ergänzen sich gegenseitig und geben zusammen ein ziemlich umfassendes Bild der Wirtschaftsentwicklung im Untersuchungszeitraum. Alle Zerlegungen sind exakt und komplett.

Die grundlegende Zerlegung basiert auf einer BIP-Funktion. Das Wachstum des nominellen BIP wird in die Wachstumsbeiträge der inländischen Preise, der Terms-of-Trade, der Gesamtfaktorproduktivität, und der Inputs der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital zerlegt. Durch Deflationierung des nominellen BIP-Wachstums mit den inländischen Preisen ergibt sich das Wachstum der realen Nettoproduktion. Die Wachstumsbeiträge der Terms-of-Trade und der Gesamtfaktorproduktivität werden ihrerseits dazu verwendet, einen Wohlfahrtsindex zu konstruieren. Zu konventionellen Zerlegungen des Wirtschaftswachstums (growth accounting) gibt es zwei hauptsächliche Unterschiede. Erstens ist der Ausgangspunkt das nominelle und nicht das reale BIP, so dass die Zerlegung nicht nur die quantitativen Beiträge, sondern auch die Beiträge aus den Preisveränderungen einschliesst. Zweitens werden die Terms-of-Trade explizit berücksichtigt und wird damit der Offenheit eines Landes Rechnung getragen, was sich im Falle der Schweiz als bedeutend herausstellt. Als Alternative wird eine Zerlegung vorgenommen, die auf einer Einkommensfunktion basiert. Dabei wird das Wachstum des nominellen Einkommens in die Beiträge aus Veränderungen der Preise

der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital, des inländischen Absorptionsvolumens, der Exporte und der Importe zerlegt. Schliesslich werden alle Methoden auf die nominellen und realen Produktionslücken (statt auf das nominelle und reale Wirtschaftswachstum) angewendet. Dies rückt die zyklischen Schwankungen der Schweizer Volkswirtschaft in den Brennpunkt. Ausgangspunkt ist die nominelle Produktionslücke, die als Trendabweichung des nominellen BIP definiert ist. Diese Lücke wird zerlegt in die jeweiligen Trendabweichungen der Komponenten aus der BIP-Funktion bzw. der Einkommensfunktion.

Die Resultate der auf der BIP-Funktion basierenden Zerlegung des Wirtschaftswachstums zeigen, dass steigende inländische Preise etwa die Hälfte des nominellen BIP-Wachstums von 1980 bis 2001 erklären, so dass die andere Hälfte dem Wachstum der realen Nettoproduktion zugeschrieben werden kann. Den grössten Beitrag zum Wachstum der realen Nettoproduktion leistete das Wachstum des Kapitalinputs, gefolgt vom Produktivitätswachstum und der Verbesserung der Terms-of-Trade. Der Beitrag aus dem Wachstum des Arbeitsinputs war demgegenüber sehr gering. Wird die Periode 1980–2001 in zwei Zeitabschnitte von ungefähr gleicher Länge unterteilt, so zeigen die Ergebnisse, dass die Wachstumsbeiträge der Faktoren Arbeit und Kapital sowie der Terms-of-Trade in der zweiten Periode allesamt kleiner waren als in der ersten. Das Wachstum der Gesamtfaktorproduktivität nahm demgegenüber leicht zu. Die Darstellung der Wachstumsbeiträge in kumulierter Form macht zudem deutlich, dass die Produktivität das reale Wirtschaftswachstum zunächst noch gebremst hatte, bevor sie begann, einen positiven kumulierten Beitrag zum BIP-Wachstum zu liefern, der am Ende des Beobachtungszeitraums jenen der Terms-of-Trade übertraf.

Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte am 14. September 2006 im Anschluss an die vierteljährliche Lagebeurteilung das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 1,25%–2,25%. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

Ablehnung der KOSA-Initiative

In der eidg. Abstimmung vom 24. September 2006 wurde die Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» (KOSA-Initiative; vgl. Quartalsheft 4/2005, S. 53) mit 41,7% Ja gegen 58,3% Nein deutlich abgelehnt. Lediglich die Kantone Basel-Stadt, Genf und Tessin verzeichneten knappe Ja-Mehrheiten. Die Nationalbank nahm vom Ausgang der Abstimmung mit Befriedigung Kenntnis. Sie kann nun ihre stabilitätsorientierte Geldpolitik unter unveränderten Voraussetzungen weiterführen.

Herausgeber

Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Gestaltung

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

Satz und Druck

Neidhart + Schön AG, Zürich

Copyright

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet
Belegexemplare erwünscht

Abonnemente, Einzelexemplare und Adressänderungen

Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8,
Postfach, CH-8022 Zürich, Fax: +41 44 631 81 14,
E-Mail: library@snb.ch.

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>

