4 Dezember 2006

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

Quartalsheft

Schweizerische Nationalbank
Quartalsheft

Dezember 4/2006 24. Jahrgang

Inhalt

Übersicht

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die Weltwirtschaft expandierte im zweiten Halbjahr 2006 weiterhin kräftig. Starke Wachstumsimpulse gingen vom asiatischen Raum aus, während sich das Wirtschaftswachstum in den USA und in Europa gegenüber der ersten Jahreshälfte abschwächte. Die Teuerungsraten bildeten sich in den meisten Ländern zurück. Hauptgrund war der Rohölpreis, der im September wieder auf 60 Dollar pro Fass sank. Von den Kerninflationsraten ging indessen noch keine Entwarnung aus. Die Zentralbanken hielten dementsprechend an ihrer restriktiveren Geldpolitik fest. Die Aussichten für die internationale Konjunktur blieben insgesamt günstig. Zu den Risiken gehören weiterhin die Entwicklung des Erdölpreises sowie die Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen mit der Gefahr abrupter Wechselkurskorrekturen.

Vor dem Hintergrund des günstigen weltwirtschaftlichen Umfeldes setzte sich der Konjunkturaufschwung in der Schweiz im zweiten Halbjahr fort. Zum Wirtschaftswachstum trugen sowohl die Exporte als auch die inländische Nachfrage, insbesondere der private Konsum, bei. Nach der Stagnation im zweiten Quartal nahm die Beschäftigung gegenüber der Vorperiode wieder kräftig zu und die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Die SNB rechnet für das Jahr 2006 mit einem realen BIP-Wachstum von durchschnittlich knapp 3% und für das Jahr 2007 mit einer Zunahme von rund 2%. Damit setzt sich der Konjunkturaufschwung verlangsamt fort.

Am 14. Dezember hob die SNB das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 1,50%–2,50% an. Mit diesem Schritt passte sie ihren geldpolitischen Kurs der Wirtschaftsentwicklung an und gewährleistet, dass die Inflationsaussichten auch angesichts der sehr guten Auslastung der wirtschaftlichen Ressourcen günstig bleiben.

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

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten September bis November mit rund 140 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, vermittelten das Bild einer Konjunktur in Hochform. Die Gesprächspartner sahen bis zuletzt keine Verlangsamungstendenzen; in einzelnen Fällen war sogar von einer Beschleunigung des Geschäftsgangs die Rede. Zu den besonders prosperierenden Branchen gehörten die Exportindustrie, der Tourismus, die Bauwirtschaft und die Banken. Der Detailhandel entwickelte sich dagegen verhalten. Die Aussichten für 2007 wurden optimistisch eingeschätzt. Eine Reihe von Gesprächspartnern rechnete zwar mit einem verlangsamten Umsatzwachstum, doch sahen sie darin eine unumgängliche Normalisierung.

Swiss National Bank Working Papers (S. 42)

Zusammenfassung eines Aufsatzes von Angelo Ranaldo, *«Intraday market dynamics around public information arrivals»*, SNB Working Paper 2006-11.

Bericht über die Geldpolitik

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

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

Inhalt

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 Dezember 2006 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 14. Dezember 2006.

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

Überblick

Die Weltwirtschaft expandierte im zweiten Halbjahr 2006 weiterhin kräftig. Starke Wachstumsimpulse gingen vom asiatischen Raum aus, während sich das Wirtschaftswachstum in den USA und in Europa gegenüber der ersten Jahreshälfte abschwächte. Die Teuerungsraten bildeten sich in den meisten Ländern zurück. Hauptgrund war der Rohölpreis, der im September wieder auf 60 Dollar pro Fass sank. Von den Kerninflationsraten ging indessen noch keine Entwarnung aus. Die Zentralbanken hielten dementsprechend an ihrer restriktiveren Geldpolitik fest. Die Aussichten für die internationale Konjunktur blieben insgesamt günstig. Zu den Risiken gehören weiterhin die Entwicklung des Erdölpreises sowie die Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen mit der Gefahr abrupter Wechselkurskorrekturen.

Im Hinblick auf die Inflationsprognose erarbeitet die SNB jeweils ein internationales Konjunkturszenario. Im Vergleich zu den Annahmen, die der Inflationsprognose vom September zugrunde lagen, senkte die SNB das unterstellte BIP-Wachstum für die USA im Jahre 2007 um 0,5 Prozentpunkte auf 2,9%. Sie reagierte damit auf die sich im Herbst mehrenden Anzeichen einer vorübergehenden Wachstumsschwäche. Dagegen erhöhte sie die BIP-Prognose für die EU-Länder (EU-15) leicht auf 2,3% und trug damit dem robusten Konjunkturaufschwung in Europa Rechnung. Als Reaktion auf den starken Rückgang des Erdölpreises senkte die SNB zudem den unterstellten Rohölpreis um 20 Dollar auf 58 Dollar pro Fass.

Vor dem Hintergrund des günstigen weltwirtschaftlichen Umfeldes setzte sich der Konjunkturaufschwung in der Schweiz im zweiten Halbjahr fort. Zum Wirtschaftswachstum trugen sowohl die Exporte als auch die inländische Nachfrage, insbesondere der private Konsum, bei. Nach der Stagnation im zweiten Quartal nahm die Beschäftigung gegenüber der Vorperiode wieder kräftig zu und die Arbeitslosigkeit bildete sich weiter zurück. Aus den Gesprächen der SNB-Delegierten mit Vertretern verschiedener Branchen ergab sich erneut ein sehr günstiges Konjunkturbild, und die Aussichten für das Jahr 2007 wurden optimistisch beurteilt.

Die SNB rechnet für das Jahr 2006 mit einem realen BIP-Wachstum von durchschnittlich knapp 3% und für das Jahr 2007 mit einer Zunahme von rund 2%. Damit setzt sich der Konjunkturaufschwung verlangsamt fort. Das erwartete Wirtschaftswachstum bleibt aber breit abgestützt und liegt immer noch über dem geschätzten Potenzialwachstum der schweizerischen Volkswirtschaft. Die Auslastung der Wirtschaft, die im Jahre 2006 stark zugenommen hat, dürfte damit weiterhin hoch bleiben und die Arbeitslosigkeit bis Ende 2007 weiter zurückgehen.

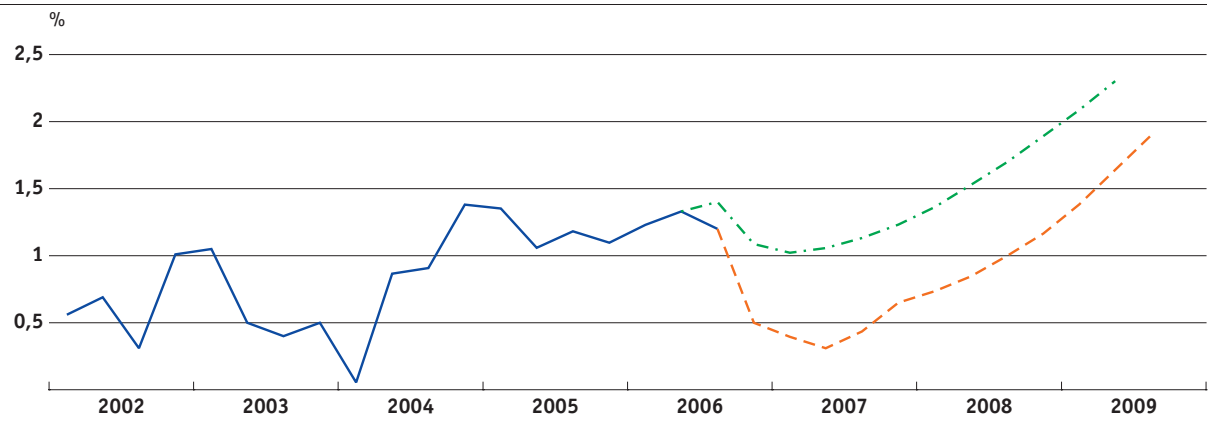
Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Dezember, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 1,50%–2,50% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich dieses Bandes zu halten. Mit der Anhebung des Zielbandes passte die SNB ihre Geldpolitik der Wirtschaftsentwicklung weiter an. Damit stellt sie sicher, dass die Inflationsaussichten auch angesichts der sehr guten Auslastung der wirtschaftlichen Ressourcen günstig bleiben.

Gemäss der Inflationsprognose vom Dezember, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 2,0% beruht, haben sich die Teuerungsaussichten verbessert. Drei Gründe stehen im Vordergrund. In der kurzen Frist führt der tiefere Erdölpreis zu einem deutlichen Rückgang der Jahresinflationsrate. Zum anderen geht von der Öffnung des schweizerischen Arbeitsmarktes und der damit einhergehenden erhöhten Flexibilität der Produktion tendenziell eine inflationsdämpfende Wirkung aus. Schliesslich wirkt die bisher erfolgte Straffung der Geldpolitik einem weiteren Anstieg der Teuerung entgegen.

Mit ihrem Entscheid, den Dreimonats-Libor um weitere 25 Basispunkte anzuheben, setzt die SNB ihren geldpolitischen Kurs der graduellen Normalisierung fort. Verläuft die wirtschaftliche Entwicklung wie erwartet, wird die SNB an dieser Strategie festhalten.

Inflationsprognose September 2006 mit Libor 1,75% und Dezember 2006 mit Libor 2,00%

Veränderung des Landesindexes der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in %



Inflationsprognose Dezember 2006, Libor 2,00%	2006	2007	2008
Durchschnittliche Jahresinflation in %	1,1	0,4	0,9

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Weltwirtschaft expandierte im zweiten Halbjahr 2006 weiterhin kräftig. Starke Wachstumsimpulse gingen vom asiatischen Raum aus, während sich das Wirtschaftswachstum in den USA und in Europa gegenüber der ersten Jahreshälfte abschwächte. Die Teuerungsraten bildeten sich in den meisten Ländern zurück. Hauptgrund war der Rohölpreis, der im September wieder auf 60 Dollar pro Fass sank. Von den Kerninflationsraten ging indessen noch keine Entwarnung aus. Die Zentralbanken hielten dementsprechend an ihrer restriktiveren Geldpolitik fest.

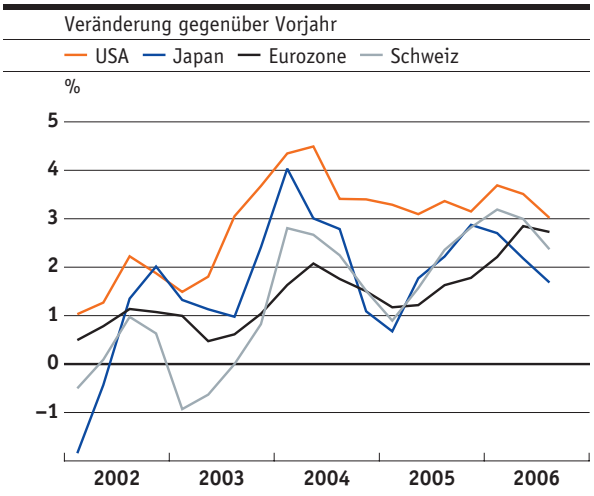
Die Aussichten für die internationale Konjunktur blieben insgesamt günstig. Dies widerspiegelte sich in der Konsensusprognose für das Jahr 2007, die lediglich für die USA tiefer ausfiel als im August. Zu den Risiken gehören weiterhin die Entwicklung des Erdölpreises sowie die Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen mit der Gefahr abrupter Wechselkurskorrekturen.

Abschwächung der US-Konjunktur

In den USA stieg das reale BIP im dritten Quartal um 2,2% gegenüber der Vorperiode, nach 2,6% im zweiten Quartal. Die Verlangsamung ist vor allem auf den Einbruch beim Wohnungsbau sowie in geringerem Mass auf den unerwarteten Rückgang der Dienstleistungsausfuhren zurückzuführen. Der private Konsum und die Unternehmensinvestitionen blieben dagegen robust.

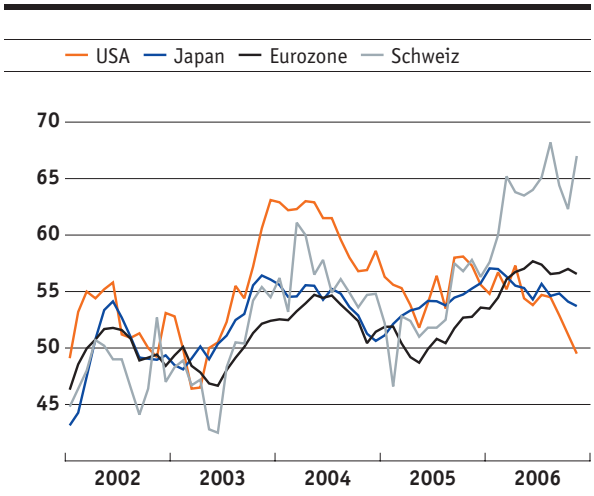
Das Wirtschaftswachstum dürfte im vierten Quartal wieder etwas höher ausfallen. In den folgenden Quartalen muss allerdings mit einem unausgeglichenen Konjunkturverlauf gerechnet werden, da sich zwei bedeutende Sektoren – der Immobiliensektor und die Automobilindustrie – zurzeit in einer schwierigen Anpassungsphase befinden. Positiv stimmt indessen das robuste Konsumklima. Seit August haben sich die meisten Indikatoren der Konsumentenstimmung verbessert. Stützend auf den privaten Konsum wirken die steigenden Löhne sowie der Rückgang der Erdölpreise. Infolge der hohen Kapazitätsauslastung, der guten Ertragslage und der günstigen Finanzierungsbedingungen blieb auch das Investitionsklima gut. Die Exporte dürften von der guten Konjunkturlage in Asien und Europa profitieren. Die Konsensusprognose für das reale BIP-Wachstum im Jahre 2007 betrug im November 2,5% und lag damit leicht unter dem Potenzialwachstum, das auf rund 3% geschätzt wird.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

Solide Konjunktur in der Eurozone

Auch in der Eurozone liess das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal nach. Das reale BIP stieg noch um 2,1%, nach 4% im zweiten Quartal. Die wichtigsten Auftriebskräfte gingen vom privaten Konsum und von den Investitionen aus, die sich in der bisherigen Aufschwungsphase verhalten entwickelten. Demgegenüber verringerten sich die Impulse aus dem Ausland. Die Abflachung war in allen drei grossen Ländern zu beobachten, vor allem aber in Frankreich, das im zweiten Quartal ein BIP-Wachstum von fast 5% ausgewiesen hatte.

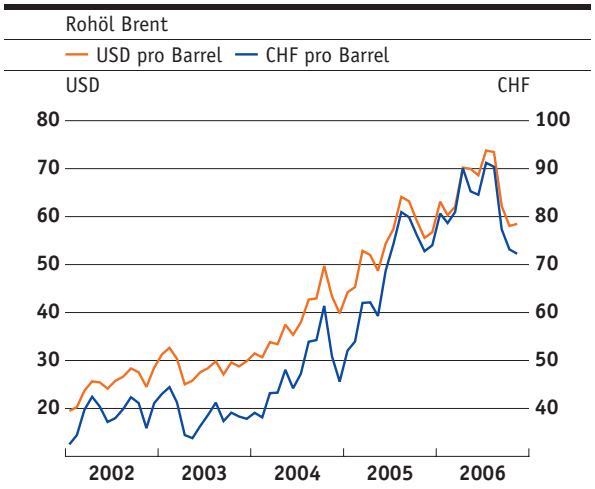
Die Konjunkturaussichten für die Eurozone blieben günstig. Die Unternehmensstimmung verbesserte sich bis zuletzt und die Nachfrage nach Arbeitskräften zog an. Dies gilt vor allem für Deutschland und Italien, wo nach einer langen Schwächephase die Beschäftigung wieder zunahm und die Arbeitslosenquote sank. Zusammen mit den tieferen Erdölpreisen dürfte dies dem privaten Konsum Auftrieb verleihen. Gleichzeitig deutete die robuste Nachfrage nach Unternehmenskrediten auf eine anhaltende kräftige Investitionstätigkeit hin. Vorübergehend dürften indessen die Erhöhung der Mehrwertsteuer in Deutschland auf Anfang 2007 und die restriktivere Fiskalpolitik in Italien das Wachstum in der Eurozone etwas dämpfen. Die Konsensusprognose für das reale BIP im Jahre 2007 belief sich im November auf 1,9% und fiel damit etwas höher aus als im August.

Exportgetriebene Wirtschaftsdynamik in Asien

In Japan fiel das reale BIP-Wachstum im dritten Quartal unerwartet schwach aus (0,8%). Hauptgrund war der teilweise witterungsbedingte deutliche Rückgang des privaten Konsums. Demgegenüber nahmen die Exporte und die Unternehmensinvestitionen weiterhin kräftig zu. Die gute Verfassung des Exportsektors, der von der starken Nachfrage aus Asien und vom tiefer bewerteten Yen profitiert, dürfte die japanische Konjunktur weiterhin stützen. Die Konsensusprognose vom November für das Jahr 2007 betrug 2%.

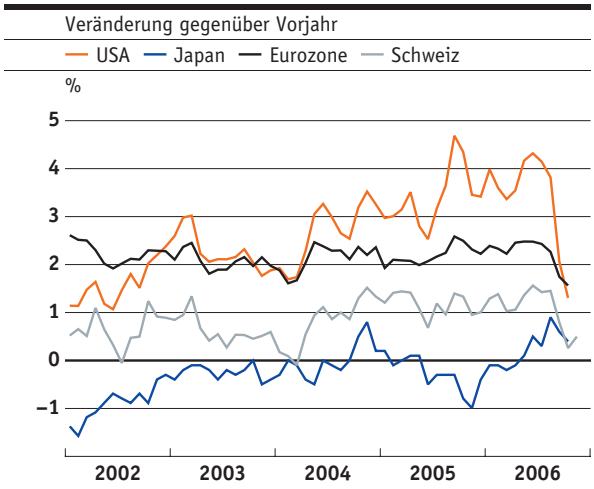
In China setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum im dritten Quartal nahezu unvermindert fort. Das reale BIP lag 10,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach 11,3% in der Vorperiode. Die wichtigsten Triebkräfte bildeten die Investitionstätigkeit und die Exporte. Im Oktober wuchsen die Industrieproduktion und die Investitionen leicht verlangsamt. Eine deutliche Wachstumsabflachung ist jedoch nicht in Sicht. Auch in den anderen Ländern Ostasiens entwickelte sich die Konjunktur günstig. Das Wirtschaftswachstum zog an, nachdem es sich im ersten Halbjahr infolge ungünstiger Wetterbedingungen, Arbeitskonflikten und einer Lagerkorrektur im ICT-Sektor abgeschwächt hatte.

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

Nachlassende Teuerung

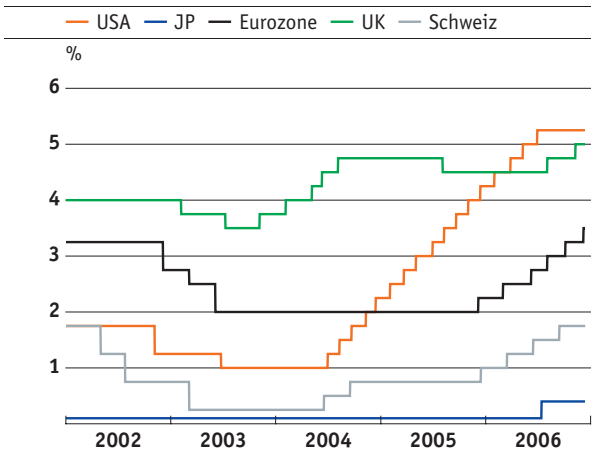
Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuerung bildete sich in den Ländern der G7 im dritten Quartal zurück. Dazu trugen in erster Linie die sinkenden Erdölpreise bei. Im September betrug die durchschnittliche Jahresteuerung 1,8%, nach 3,2% im Juni. Demgegenüber zog die Kerninflationsrate, welche die Entwicklung der Erdöl- und Nahrungsmittelpreise aus dem Index ausschliesst, weiter an. Im September erreichte sie 2,0%, was dem höchsten Stand seit November 2001 entspricht.

Die Preisentwicklung fiel in den USA und der Eurozone der Tendenz nach ähnlich aus. Die gesamte Jahresteuerung sank in den vier Monaten bis Oktober deutlich und erreichte in den USA mit 1,3% und in der Eurozone mit 1,6% den tiefsten Stand seit November 2001 bzw. Februar 2004. Hingegen verharrten die Kerninflationsraten in den USA und der Eurozone bei rund 2,7% bzw. 1,5%. In Japan sank die Jahresteuerungsrate von Juni bis September um 0,1 Prozentpunkte auf 0,6%, während die Kerninflationsrate negativ blieb (–0,5%).

Unterschiedliche Geldpolitik

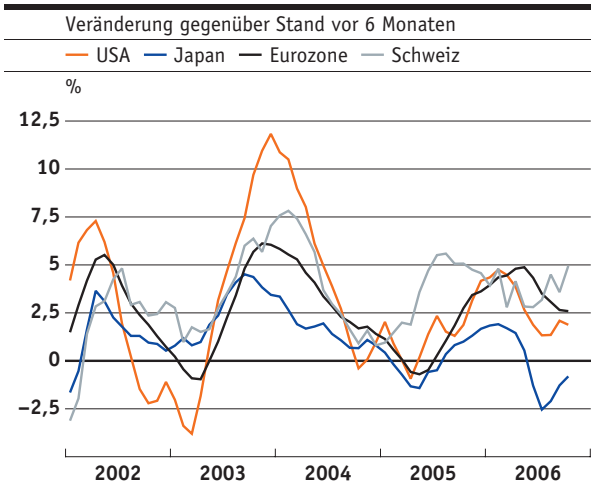
Die Geldpolitik der grossen Industrieländer entwickelte sich weiterhin unterschiedlich. Die amerikanische Zentralbank liess den Tagesgeldsatz im zweiten Halbjahr unverändert bei 5,25%, nachdem sie ihn letztmals im Juni um einen viertel Prozentpunkt angehoben hatte. Damit hielt sie an ihrer leicht restriktiven Geldpolitik fest. In der Begründung wies sie auf das trotz abgeschwächter Konjunkturdynamik immer noch bestehende Inflationsrisiko hin. Die EZB erhöhte ihren Hauptrefinanzierungssatz im Oktober und Dezember um je einen viertel Prozentpunkt auf zuletzt 3,5%. Sie begründete diesen Schritt mit den Inflationsrisiken, die von der stärkeren Konjunktur und dem kräftigen Kreditwachstum ausgehen. Auch die chinesische Zentralbank straffte ihre Geldpolitik, um dem raschen Wachstum der Kredite und Investitionen entgegenzuwirken. Im August hob sie den kurzfristigen Zinssatz (1 Jahr) leicht auf 6,12% an; im November folgte eine Erhöhung des Mindestreservesatzes um 0,5 Prozentpunkte auf 9%. Die japanische Zentralbank liess dagegen ihre Geldpolitik unverändert, nachdem sie den Tagesgeldsatz zuletzt im Juli um einen viertel Prozentpunkt auf 0,25% angehoben hatte. Sie betonte dabei insbesondere die Unsicherheiten bezüglich der Preisentwicklung.

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

Konsensusprognosen

Tabelle 1.1

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

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %
2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %
Quelle: Consensus Forecasts, August 2006, November 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

Abgeschwächtes BIP-Wachstum – steigende Beschäftigung

Auch in der Schweiz hielt der Konjunkturaufschwung im dritten Quartal 2006 an. Gemäss Schätzungen des seco stieg das reale BIP gegenüber der Vorperiode um 1,5% und lag damit 2,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Beschäftigung nahm gegenüber der Vorperiode kräftig zu und die Arbeitslosenquote bildete sich weiter zurück.

Im Vergleich zum ersten Halbjahr flachte das BIP-Wachstum ab, wobei die Wachstumsverlangsamung ausgeprägter ausfiel, als die SNB erwartet hatte. Die konjunkturellen Auftriebskräfte blieben intakt, was sich in einem kräftigen Anstieg der Gesamtnachfrage (ohne Lager) widerspiegelte. Auffallend war der deutliche Rückgang der Importe, der zu einem hohen positiven Beitrag des Aussenhandels zum BIP-Wachstum führte. Diesem stand allerdings ein ebenso hoher negativer Wachstumsbeitrag seitens der Lager gegenüber.

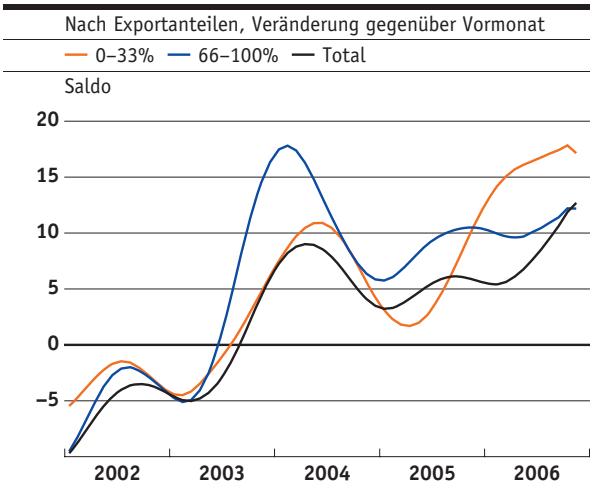
Industrie weiterhin als Wachstumsträger

Auf der Produktionsseite gehörten insbesondere die Industrie, die Versicherungen, der Immobilienhandel und der öffentliche Sektor zu den Wachstumsträgern. Während die Wertschöpfung der Bauwirtschaft leicht zurückging, verzeichnete der Bankensektor einen deutlichen Rückgang, nachdem dieser im Jahre 2005 von allen Produktionssektoren am stärksten zum BIP-Wachstum beigetragen hatte.

Die anhaltend gute Industriekonjunktur kam auch in der Produktionsstatistik des Bundesamtes für Statistik (BFS) zum Ausdruck. So erhöhte sich die Produktion der verarbeitenden Industrie im dritten Quartal um 8,6% gegenüber der Vorperiode und übertraf damit den Vorjahresstand um 8,3%. Eine Reihe weiterer Indikatoren für den Industriesektor befand sich bis zuletzt auf einem im historischen Vergleich hohen Niveau. Gemäss der monatlichen Industrieumfrage der KOF nahmen Bestellungen und Produktion bis September deutlich zu. Gleichzeitig meldeten die Unternehmen einen hohen Auftragsbestand. Vermehrt passten sie zudem die Verkaufspreise nach oben an.

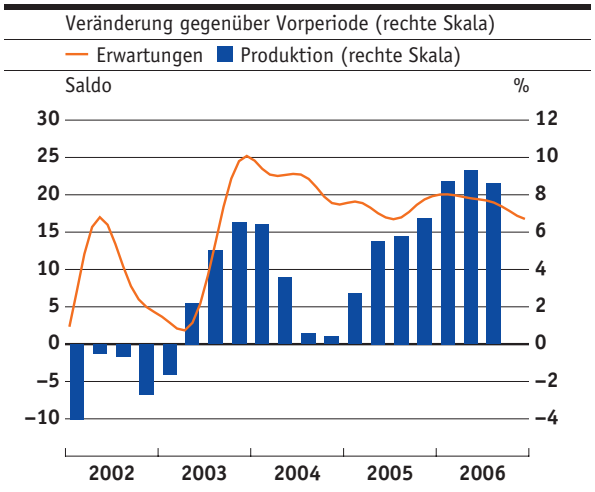
Die ersten verfügbaren Indikatoren für das vierte Quartal deuten auf eine allmähliche Verlangsamung der Industriekonjunktur hin. Das Produktionswachstum blieb aber insgesamt robust und die Unternehmen rechneten für die nächsten Monate mit einer weiterhin günstigen Entwicklung der Nachfrage und der Produktion.

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 Tabelle 2.1

Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

	2002	2003	2004	2005	2004	2005				2006		
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Privater Konsum	–0,0	0,8	1,5	1,3	0,7	2,1	0,9	2,5	2,7	1,1	2,0	2,0
Staatlicher Konsum	1,7	2,6	–0,8	–1,6	–0,1	–2,8	–0,2	–2,8	0,4	1,6	–4,7	3,0
Anlageinvestitionen	0,3	–1,4	4,5	3,2	–8,0	6,6	15,2	–4,8	0,7	3,2	15,4	–0,7
Bau	2,2	1,8	3,9	3,5	–8,3	9,4	27,8	–10,8	–3,7	–3,3	7,7	3,5
Ausrüstungen	–1,2	–3,9	4,9	2,9	–7,8	4,4	5,3	0,7	4,6	9,1	22,1	–4,0
Inländische Endnachfrage	**0,2**	**0,5**	**1,9**	**1,4**	**–1,5**	**2,4**	**3,9**	**0,1**	**2,0**	**1,6**	**4,1**	**1,5**
Inlandnachfrage	**–0,5**	**0,4**	**1,5**	**1,1**	**–1,5**	**1,2**	**–1,2**	**3,5**	**5,3**	**1,6**	**2,3**	**–6,4**
Exporte total	–0,7	–0,4	8,4	6,4	–1,2	0,3	26,2	6,9	11,5	10,6	0,4	11,6
Waren	1,1	–0,1	7,8	5,8	–4,3	–1,5	33,5	–2,0	12,2	21,2	–0,7	15,1
ohne EESKA[1]	0,4	0,7	7,6	6,3	1,3	–5,0	39,0	–5,0	11,9	17,5	6,4	7,1
Dienstleistungen	–5,7	–1,4	10,0	8,0	7,5	5,2	8,7	34,2	9,8	–13,4	3,8	2,2
Gesamtnachfrage	**–0,5**	**0,1**	**3,7**	**2,9**	**–1,4**	**0,9**	**7,3**	**4,7**	**7,4**	**4,6**	**1,7**	**–0,4**
Importe total	–2,6	1,0	7,4	5,3	–6,6	0,1	17,6	6,7	19,7	8,6	–0,1	–4,5
Waren	–3,0	2,2	6,4	5,5	–7,4	–2,2	20,7	6,8	19,8	11,7	–1,2	–5,0
ohne EESKA[1]	–2,2	2,8	6,6	5,1	–7,9	–1,3	18,6	9,0	13,6	14,1	–1,6	–8,0
Dienstleistungen	–0,7	–4,8	12,1	4,4	–2,6	11,0	4,1	6,4	19,2	–6,2	5,8	–2,3
BIP	**0,3**	**–0,2**	**2,3**	**1,9**	**0,7**	**1,3**	**3,5**	**3,9**	**2,7**	**2,8**	**2,5**	**1,5**

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

Günstige Konjunkturaussichten für 2007

Die rund 140 Vertreter verschiedener Branchen, mit denen die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zwischen September und November Gespräche führten, blieben für das Jahr 2007 optimistisch gestimmt. Fast alle rechneten mit deutlich steigenden Umsätzen. Als Hauptrisiko wurde die Entwicklung an den Rohstoffmärkten genannt (vgl. «Die Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte», S. 38, in dieser Ausgabe des Quartalshefts).

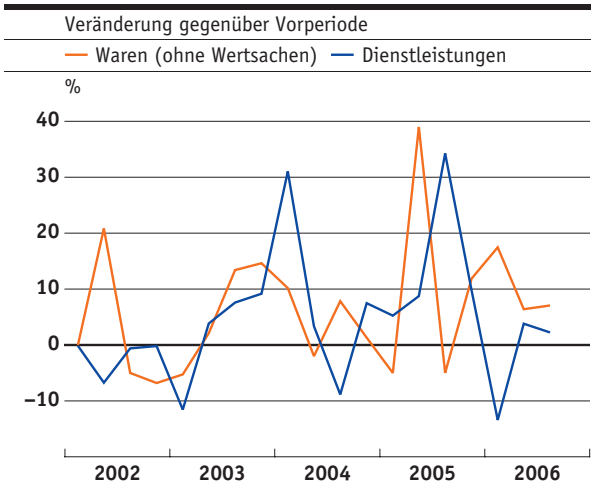
Die SNB rechnet für das Jahr 2006 mit einem realen BIP-Wachstum von durchschnittlich knapp 3,0% und für 2007 mit einer Zunahme von rund 2%. Damit setzt sich der Konjunkturaufschwung, der Mitte 2003 begonnen hatte, verlangsamt fort. Das erwartete Wirtschaftswachstum bleibt aber breit abgestützt und liegt immer noch über dem geschätzten Potenzialwachstum der schweizerischen Volkswirtschaft. Die Auslastung der Wirtschaft, die im Jahre 2006 einen hohen Stand erreicht hat, dürfte damit weiterhin hoch bleiben und die Arbeitslosigkeit bis Ende 2007 tendenziell sinken. Dank der verbesserten Beschäftigungs- und Einkommenslage dürfte insbesondere der private Konsum eine bedeutende Wachstumsstütze bleiben. Wichtige Impulse gehen aber weiterhin auch von den Exporten und den Investitionen aus.

Steigende Exporte – nachlassende Importe

Die realen Exporte von Waren und Diensten setzten im dritten Quartal ihren Aufwärtstrend fort. Während die Warenausfuhren rascher wuchsen als im Vorquartal, schwächte sich der Zuwachs bei den Dienstleistungsexporten ab, vor allem infolge sinkender Kommissionserträge der Banken. Das Wachstum der Warenexporte erfolgte auf breiter Basis, wobei die Ausfuhren von Investitionsgütern und Halbfabrikaten überdurchschnittlich stiegen. Nach Regionen gegliedert nahmen die Ausfuhren in die EU, in die USA und in die OPEC-Länder weiter deutlich zu. Allerdings verloren die Ausfuhren nach Deutschland gegen das Ende des dritten Quartals an Dynamik. Dies gilt auch für die Exporte in den asiatischen Raum (insbesondere nach Japan).

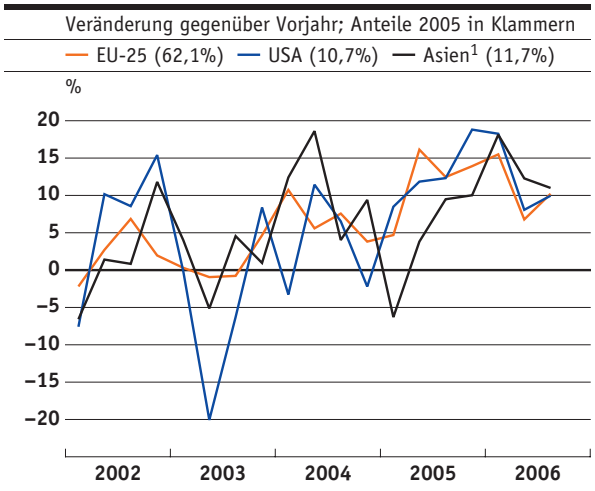
Die realen Importe von Waren und Dienstleistungen bildeten sich im dritten Quartal deutlich zurück, nachdem sie im zweiten Quartal stagniert hatten. Infolge des kräftigen Anstiegs in den Quartalen zuvor lagen sie aber immer noch knapp 4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Ins Gewicht fielen vor allem die geringeren Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Investitionsgütern. Dazu kam im September ein unerwarteter Einbruch bei den Einfuhren im Bereich Chemie und Pharma. Bereits im Oktober zogen jedoch die Importe mit Ausnahme der Einfuhren von Investitionsgütern wieder deutlich an.

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)

Robuster privater Konsum

Der private Konsum blieb im dritten Quartal eine bedeutende Konjunkturstütze. Er wuchs gegenüber der Vorperiode um 2,0% und lag damit ebenfalls 2,0% über dem Vorjahresstand. Sowohl der Waren- als auch der Dienstleistungskonsum entwickelten sich positiv. Die realen Detailhandelsumsätze stiegen im dritten Quartal um 3,7% gegenüber der Vorperiode und nahmen damit nochmals stärker zu als im zweiten Quartal. Bei den dauerhaften Konsumgütern stiegen die Verkäufe von Uhren und Schmuck gegenüber der Vorperiode besonders stark, während die Verkäufe von neuen Personenwagen nach dem kräftigen Zuwachs zu Beginn des Jahres sanken. Im Bereich des Dienstleistungskonsums verzeichnete der Binnentourismus steigende Umsätze und die Auslastung der schweizerischen Hotels erreichte den höchsten Stand seit 2001.

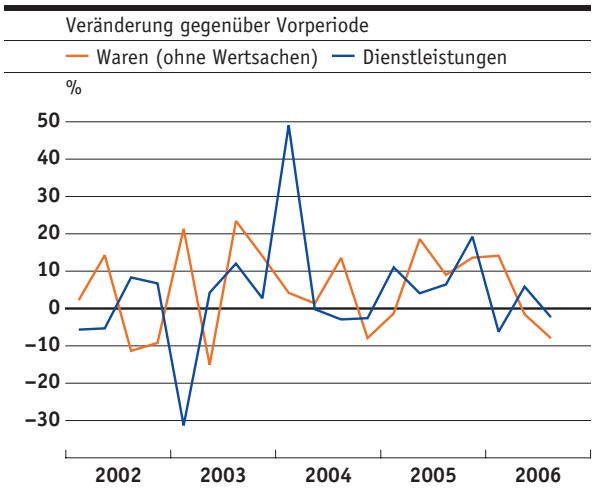
Der Index der Konsumentenstimmung, der im bisherigen Jahresverlauf stark gestiegen war, blieb im Oktober auf einem hohen Niveau. Während die Haushalte die vergangene und gegenwärtige Wirtschafts- und Arbeitsmarktlage erneut positiver einschätzten als in der Vorerhebung, blieben die Erwartungen für das kommende Jahr unverändert. Die SNB geht davon aus, dass die realen Arbeitnehmereinkommen im Jahre 2007 dank steigender Beschäftigung und höherer Reallöhne um gut 2% zunehmen werden, was ungefähr dem Einkommenszuwachs im Jahre 2006 entspricht. Der Konsum dürfte damit auch im nächsten Jahr eine wichtige Konjunkturstütze bleiben.

Steigende Bauinvestitionen

Die Bauinvestitionen stiegen im dritten Quartal um 3,5% gegenüber der Vorperiode und übertrafen den Vorjahresstand um 1%. Gemessen an der Zahl der sich im Bau befindlichen Wohnungen nahmen die Wohnbauinvestitionen weiter zu. Gleichzeitig zog der Geschäftsbau gemäss Angaben der Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) an.

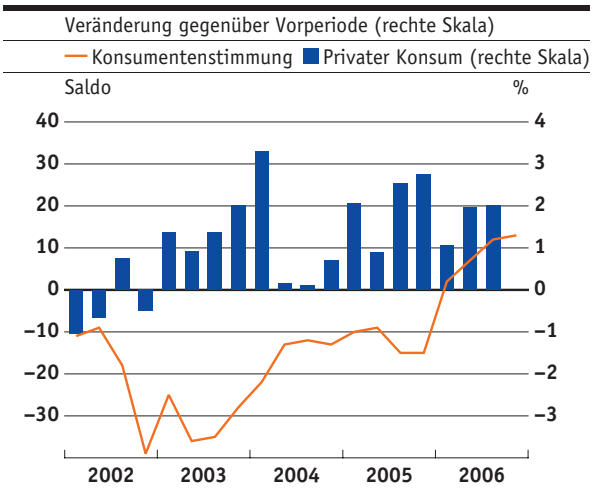
Die Baubranche befindet sich zurzeit in einer ausgezeichneten Verfassung. Sowohl das Bauvolumen als auch der Arbeitsvorrat bewegen sich auf

Grafik 2.5
Importe



Quelle: seco

Grafik 2.6
Privater Konsum



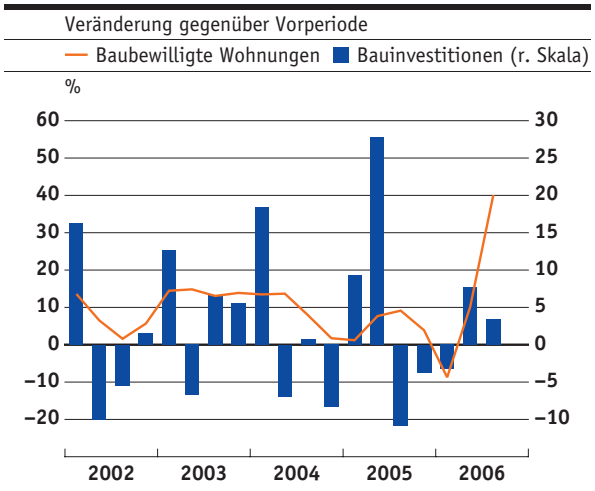
Quelle: seco

einem hohen Stand und die Beschäftigung nahm bis zuletzt zu. Gemäss dem Baupreisindex des BFS vermochten die Bauunternehmen zudem innert Jahresfrist erhebliche Preiserhöhungen durchzusetzen. Im Wohnungsbau haben sich die noch im ersten Halbjahr beobachteten Anzeichen einer Stagnation im dritten Quartal zerstreut. Die Zahl der Wohnbaubewilligungen, die seit Ende 2005 konstant geblieben war, nahm wieder zu. Triebkräfte sind die verbesserte Einkommens- und Beschäftigungslage sowie das weiterhin günstige Zinsumfeld. Gemäss der Quartalsumfrage des SBV dürfte auch der Geschäftsbau in den kommenden Quartalen expandieren, während im Tiefbau mit einer Verringerung des Bauvolumens zu rechnen ist.

Vorübergehender Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen

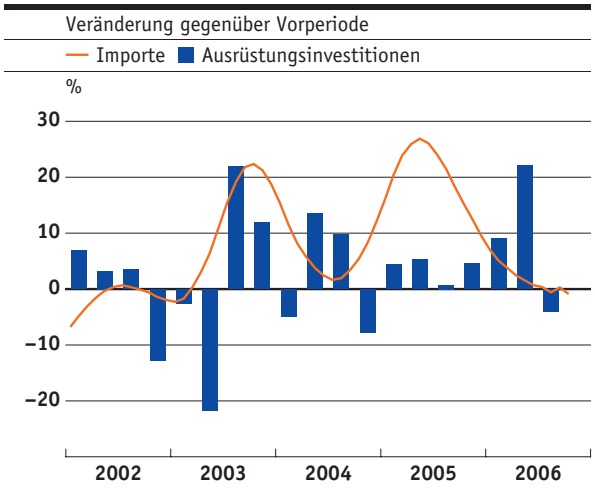
Nach dem kräftigen Anstieg im zweiten Quartal nahmen die Ausrüstungsinvestitionen im dritten Quartal leicht ab. Sie lagen aber immer noch 7,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Nach Investitionskategorien unterteilt, nahmen insbesondere die volatilen Flugzeugkäufe ab. In den kommenden Quartalen dürfte die Investitionstätigkeit der Unternehmen wieder steigen. Dafür sprechen sowohl die erwartete robuste Konjunktur als auch die hohe Kapazitätsauslastung und die gute Ertragslage der Unternehmen.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, seco

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, seco

2.2 Kapazitätsauslastung

Abgeschwächte Zunahme der Kapazitätsauslastung

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie nahm im dritten Quartal nochmals leicht auf 87,4% zu. Gemäss der vierteljährlichen Umfrage der KOF/ETH lag sie damit – wie bereits in der ersten Jahreshälfte – auf dem höchsten Stand seit über 15 Jahren. Seit dem Beginn der Erhebung im Jahre 1966 wurden nur in der Hochkonjunktur Anfang der 1970er-Jahre und in den Jahren 1989/90 höhere Auslastungsgrade gemeldet.

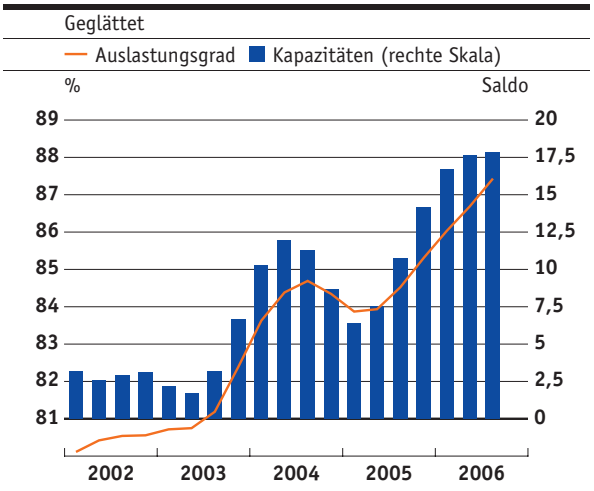
Der hohe Auslastungsgrad ist insofern beachtlich, als ein grosser Anteil der befragten Firmen bereits seit längerer Zeit eine Ausdehnung ihrer technischen Kapazitäten meldet. Auch dieser Indikator erreichte in den letzten Quartalen einen im historischen Vergleich hohen Stand. Die Erfahrung zeigt indessen, dass Ausrüstungsgüter eine gewisse Zeit brauchen, bis sie vollständig in den Produktionsprozess integriert sind. Es überrascht daher kaum, dass die Firmen die technischen Kapazitäten trotz beschleunigter Investitionstätigkeit nach wie vor als grösseres Produktionshemmnis bezeichnen als die Verfügbarkeit von Arbeitskräften.

Positive Produktionslücke

Als umfassenderes Mass der Auslastung der Wirtschaft dient die Produktionslücke, die als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial berechnet wird. Dieses Mass berücksichtigt neben der Industrie auch die anderen Wirtschaftssektoren und neben der Auslastung der technischen Kapazitäten auch die Anspannungssituation auf dem Arbeitsmarkt. Grafik 2.10 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die auf verschiedenen Verfahren zur Bestimmung des Produktionspotenzials basieren (Produktionsfunktion, Hodrick-Prescott-Filter (HP) und multivariater Filter (MV)).

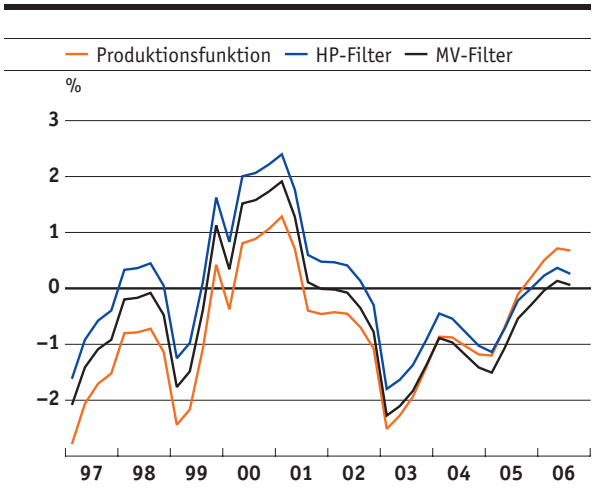
Gemäss diesen Schätzungen liegt das reale BIP seit dem vierten Quartal 2005 (Produktionsfunktion, HP-Filter) bzw. seit dem zweiten Quartal 2006 (MV-Filter) über dem Produktionspotenzial. Alle drei Schätzungen deuten überdies darauf hin, dass sich das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal nur noch geringfügig vom Wachstum des Produktionspotenzials unterschied. Die Produktionslücke veränderte sich deshalb gegenüber dem Vorquartal nur wenig.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Kräftiger Beschäftigungsanstieg

Die Zahl der Beschäftigten nahm im dritten Quartal kräftig zu, nachdem sie in der Vorperiode annähernd stagniert hatte. Gegenüber der Vorperiode stieg sie um 1,8% und lag damit 1,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Beschäftigung in der Industrie stieg auch im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode überdurchschnittlich stark (3,5%). Eine deutliche Zunahme verzeichneten aber auch die Bauwirtschaft (1,4%) und der Dienstleistungssektor (1,4%). Innerhalb des Dienstleistungsbereichs vergrösserten insbesondere die Banken und der Immobilienbereich den Personalbestand. Demgegenüber setzte sich der Stellenabbau im Detailhandel, wenn auch verlangsamt, fort.

Grafik 2.11 zeigt die Entwicklung der Beschäftigung gemäss Beschäftigungsgrad. Alle drei Beschäftigungskategorien profitierten von der steigenden Nachfrage nach Arbeitskräften, wobei insbesondere die Vollzeitbeschäftigung deutlich anzog. Auf Vollzeitstellen umgerechnet erhöhte sich das Arbeitsvolumen im dritten Quartal um 1,6% und übertraf den Vorjahresstand um 1,1%.

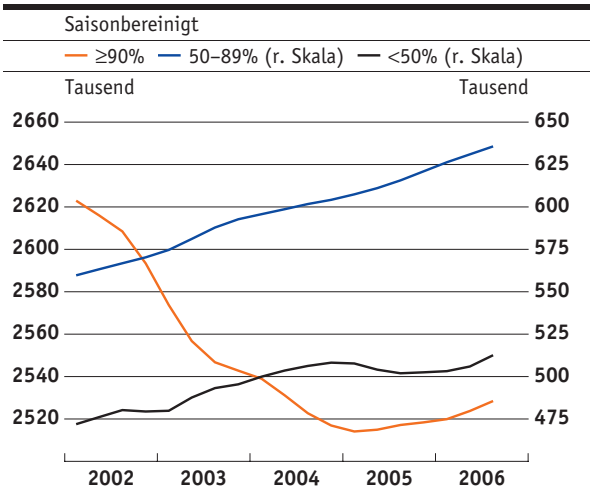
Weiter sinkende Arbeitslosigkeit – mehr offene Stellen

Die um Saisoneinflüsse bereinigte Arbeitslosenquote sank von Juli bis November um 0,3 Prozentpunkte auf 3,1%. Damit waren im November noch 122 600 Personen bei den Arbeitsämtern als arbeitslos gemeldet. Die Quote der Stellensuchenden sank im gleichen Zeitraum ebenfalls um 0,3 Prozentpunkte auf 4,7%, was 186 600 Personen entspricht.

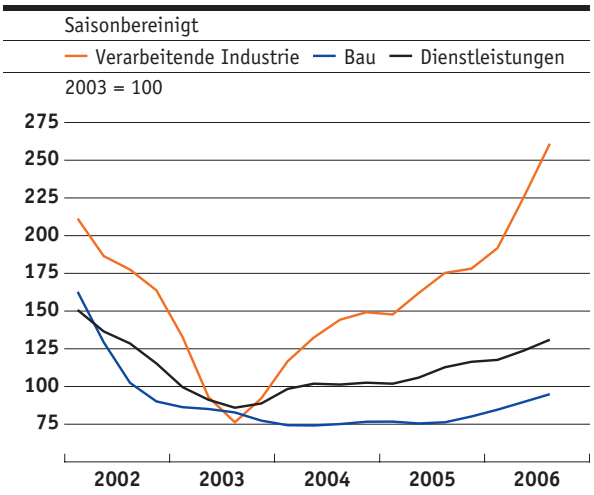
Die Zunahme der Zahl der Beschäftigten fiel mit 49 000 Personen innert Jahresfrist stärker aus als der Rückgang der Zahl der Stellensuchenden (–28 000 Personen). Die Differenz erklärt sich durch den Anstieg der Partizipationsrate der schweizerischen Arbeitskräfte, die Einwanderung von Arbeitskräften sowie eine höhere Zahl von Grenzgängern.

Wie aus den Grafiken 2.12 und 2.13 hervorgeht, stieg die Zahl der offenen Stellen sowohl gemäss der vom BFS publizierten Statistik als auch nach den Angaben von Publicitas. Dabei nahm die Nachfrage nach Arbeitskräften im Industriesektor weiterhin stärker zu als im Dienstleistungssektor. Innerhalb des Dienstleistungssektors erhöhte der Finanzsektor das Stellenangebot überdurchschnittlich stark. In den nächsten Quartalen dürfte damit die Beschäftigung weiter steigen und sich die Arbeitslosenquote zurückbilden.

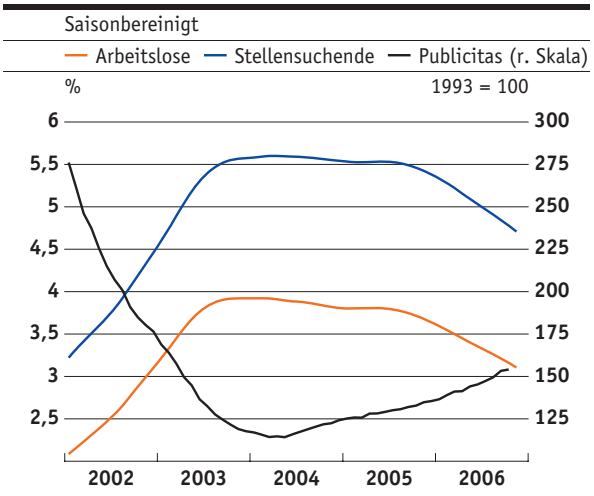
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



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

Geringerer Teuerungsdruck beim Gesamtangebot

Der Preisdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerten Verbraucherpreise ausgeht, schwächte sich zwischen Juli und Oktober ab. Die Jahresteuerung der im Inland produzierten Güter sank von 2,6% auf 2,0%, diejenige der importierten Güter von 3,5% auf 3,1%. Der beobachtete Rückgang war grösstenteils auf die Preise der Energieträger zurückzuführen, die im Oktober 2,7% unter dem Stand vor Jahresfrist lagen, dies nach einem Anstieg von 10,5% im Juli. Bei den Vorleistungs-, Investitions- und Konsumgütern setzte sich der Preisauftrieb dagegen fort.

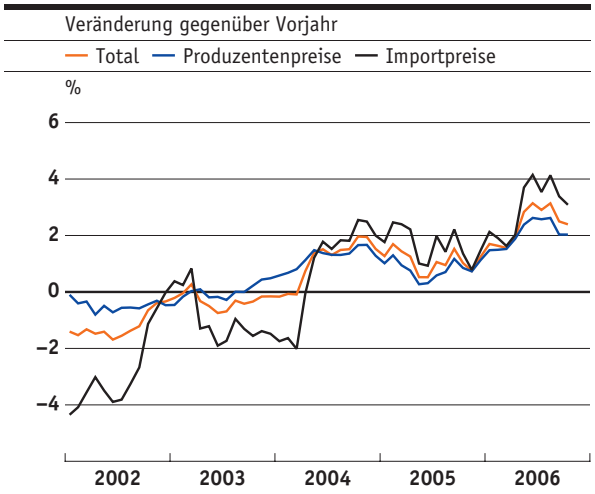
Tiefere Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung sank von August bis Oktober um 1,2 Prozentpunkte auf 0,3%, was dem tiefsten Wert seit März 2004 entspricht. Im November stieg sie auf 0,5%. Insgesamt verlief die Teuerung unter der Inflationsprognose der SNB von Mitte September, die von einem unverändert hohen Erdölpreis (78 USD pro Fass) ausgegangen war. Die Konsumteuerung unter Ausschluss der im LIK erfassten Erdölkomponenten betrug im November 0,8% und lag nur 0,1 Prozentpunkte tiefer als im August.

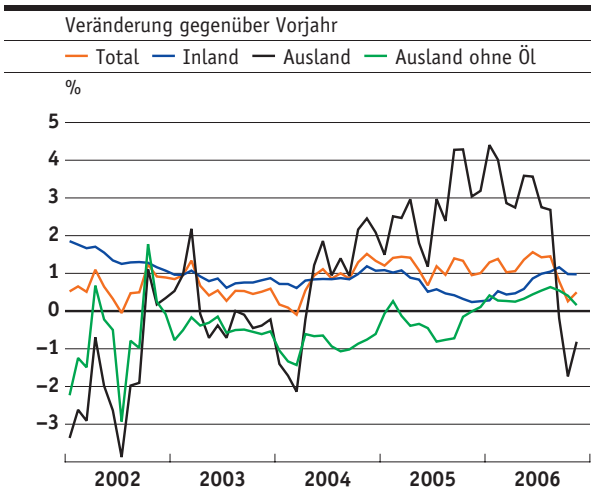
Stabilisierung der Binnenteuerung

Die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen betrug im November wie bereits im August 1,0%. Damit stabilisierte sich die Binnenteuerung, nachdem sie seit Jahresbeginn kontinuierlich gestiegen war. Bei den inländischen Waren setzte sich der Preisrückgang im Vorjahresvergleich praktisch unverändert fort (November: –0,2%), wobei sich vor allem zahlreiche verarbeitete Nahrungsmittel (u. a. Schokolade und Teigwaren) weiter verbilligten. Der Preisindex der vierteljährlich erhobenen Wohnungsmieten nahm im November gegenüber August um 0,5% zu, so dass sich die jährliche Mietteuerung um 0,1 Prozentpunkte auf 2,2% abschwächte. Auch bei den übrigen privaten Dienstleistungen lag die Teuerung im November mit 0,7% tiefer als im August (0,9%), dies vor allem als Folge tieferer Preise in der Gastronomie, Hotellerie und im Luftverkehr. Bei den Telekom-Dienstleistungen schwächte sich der Preisrückgang weiter ab (November: –2,2%). Das Preisniveau der öffentlichen Dienstleistungen blieb dagegen stabil, so dass die Teuerung bei 1,3% verharrte.

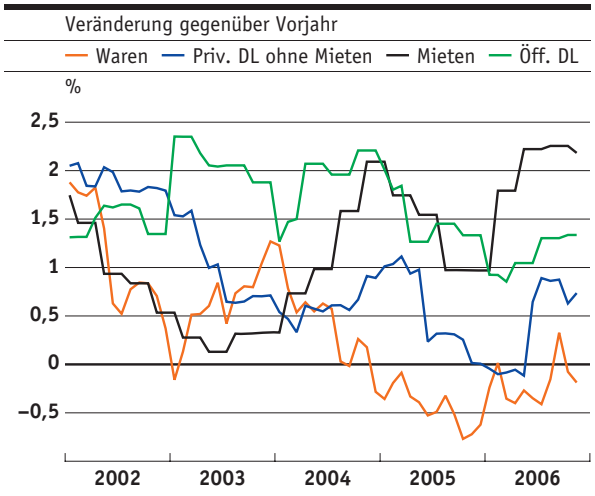
Grafik 2.14
Preise des Gesamtangebots



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

Sinkende Importpreise

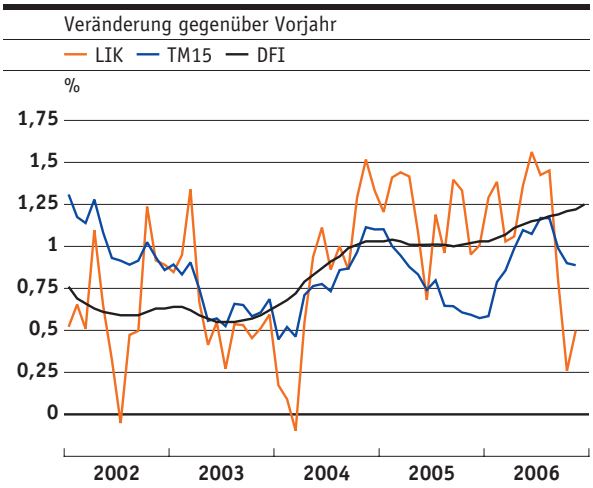
Die Teuerung der importierten Waren und Dienstleistungen sank von 2,7% im August auf –0,8% im November, vor allem infolge des ausgeprägten Preisrückgangs bei den im LIK erfassten Erdölprodukten (Heizöl und Treibstoffe). Zwischen August und November verbilligten sich diese um 12,3% und lagen damit zuletzt –5,2% unter dem Vorjahrestand. Bei den übrigen importierten Gütern ging die Teuerung von 0,6% auf 0,2% zurück. Preisdämpfend wirkten der stärkere Preisrückgang bei der Unterhaltungselektronik sowie die Preisabschläge bei Medikamenten.

Uneinheitliche Signale der Kerninflationsraten

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig Schwankungen, welche die Sicht auf den allgemeinen Inflationstrend verstellen können. Aus diesem Grund werden so genannte Kerninflationsraten berechnet, welche die längerfristige Preisentwicklung abbilden sollen. Die SNB berechnet zwei Messgrössen der Kerninflation, die in Grafik 2.17 abgebildet sind. Beim getrimmten Mittelwert (TM15) werden jeden Monat die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuerung aus dem Konsumentenpreisindex ausgeschlossen. Demgegenüber berücksichtigt die Dynamic Factor Inflation (DFI) neben den Preisen auch realwirtschaftliche Daten, Finanzmarktindikatoren und monetäre Variablen. Die beiden Kerninflationsraten des BFS schliessen in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus (Grafik 2.18). 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.

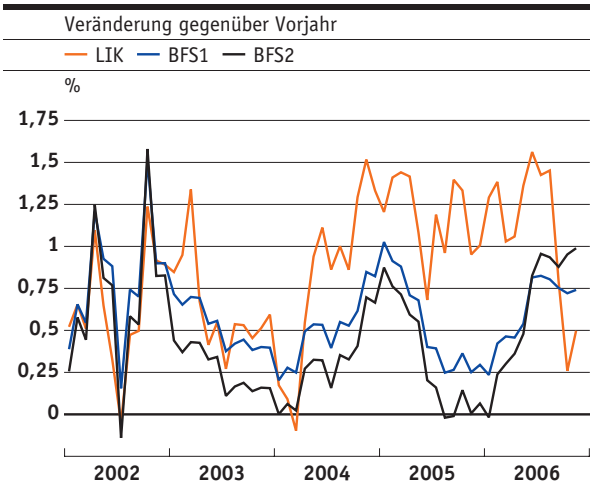
Die als getrimmtes Mittel berechnete Kernteuerung sank zwischen August und November um 0,3 Prozentpunkte auf 0,9%, nachdem sie seit Anfang Jahr kontinuierlich gestiegen war. Im Unterschied dazu deutete die Dynamic Factor Inflation auf einen stabilen Inflationstrend von 1,2% hin. Ein uneinheitliches Bild des Inflationstrends ergaben auch die beiden vom BFS berechneten Kerninflationsraten: Die Kerninflation 1 fiel im November mit 0,7% um 0,1 Prozentpunkte tiefer aus als im August, während die Kerninflation 2 seit August von 0,9% geringfügig auf 1,0% zunahm.

Grafik 2.17
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.18
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten Tabelle 2.2

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	2005	2006			2006			
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober	November
LIK total	**1,2**	**1,2**	**1,3**	**1,2**	**1,5**	**0,8**	**0,3**	**0,5**
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,6	0,4	0,6	1,1	1,0	1,2	1,0	1,0
Waren	–0,4	–0,2	–0,3	–0,1	–0,2	0,3	–0,1	–0,2
Dienstleistungen	1,0	0,6	0,9	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,5	–0,1	0,2	0,9	0,9	0,9	0,6	0,7
Mieten	1,4	1,5	2,1	2,2	2,3	2,3	2,3	2,2
öffentliche Dienstleistungen	1,5	0,9	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Ausländische Waren und Dienstleistungen	2,7	3,8	3,3	1,7	2,7	–0,2	–1,7	–0,8
ohne Erdölprodukte	–0,3	0,3	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4	0,2
Erdölprodukte	18,5	21,4	18,1	7,7	12,8	–2,2	–10,0	–5,2

Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung

An der Lagebeurteilung vom September 2006 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 1,25%–2,25% zu erhöhen. Sie kündigte an, den 3M-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten. Gleichzeitig wies sie darauf hin, dass mit weiteren Zinsanhebungen zu rechnen sei, falls die konjunkturelle Entwicklung wie erwartet verlaufen sollte.

Weitere Straffung der Geldpolitik erwartet

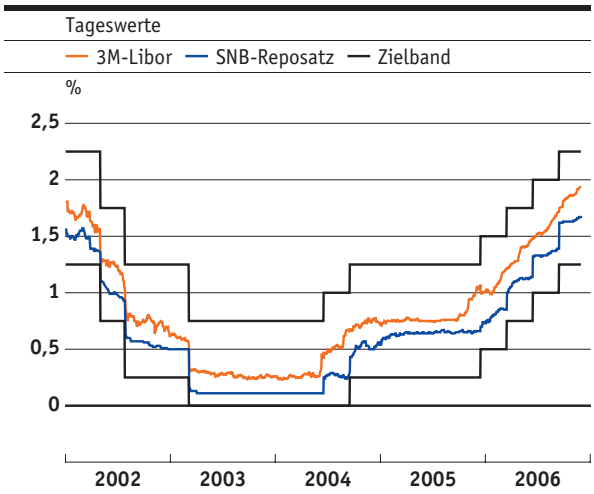
Der 3M-Libor stieg zwischen Mitte September und Mitte Dezember 2006 kontinuierlich an – von 1,75% nach dem letzten Zinsentscheid bis auf 1,99% Mitte Dezember. Im Hinblick auf die Lagebeurteilung vom Dezember rechneten die Märkte somit mit einer neuerlichen Anhebung des Zielbandes für den 3M-Libor.

Die Erwartungen einer bevorstehenden Erhöhung des Zielzinsbandes zeigten sich auch am Futures-Markt (Grafik 3.2). Ende November 2006 lag der Zinssatz für Futures-Kontrakte mit Verfall Mitte Dezember bei 2,01%, was einem erwarteten Zinsschritt von 25 Basispunkten entspricht. Die Futures-Sätze der im März und Juni 2007 verfallenden Kontrakte bildeten sich seit der letzten Lagebeurteilung leicht zurück und lagen Ende November bei 2,21%, beziehungsweise 2,33%. Die Marktteilnehmer gingen also weiterhin von einer Anhebung des Zielzinsbandes im ersten Halbjahr 2007 aus.

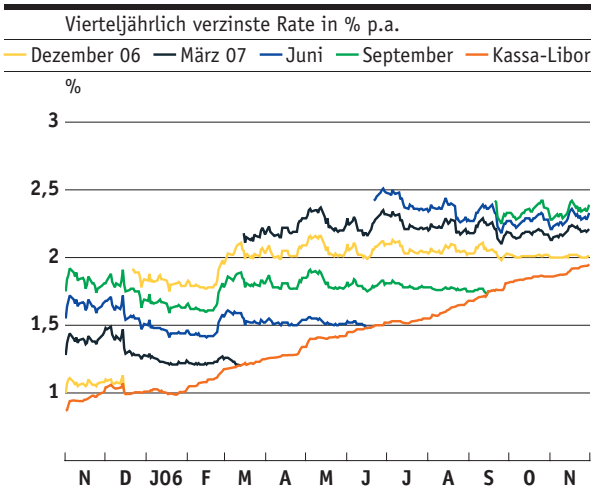
Auch international ansteigende Kurzfristzinsen

Während sich der 3M-Libor in der Schweiz zwischen Mitte September und Mitte Dezember innerhalb des Zinszielbandes leicht nach oben bewegte, stiegen die Kurzfristzinsen im Euroraum aufgrund weiterer Straffungsschritte der Europäischen Zentralbank (EZB) stärker an. Der 3M-Libor für Euroanlagen erhöhte sich von 3,34% Mitte September auf 3,68% Mitte Dezember. Die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Franken- und Euroanlagen weitete sich somit von 1,59 Prozentpunkten Mitte September auf 1,69 Prozentpunkte Mitte Dezember aus. Umgekehrt standen den leicht ansteigenden kurzfristigen Frankenanlagen praktisch unveränderte US-Kurz-

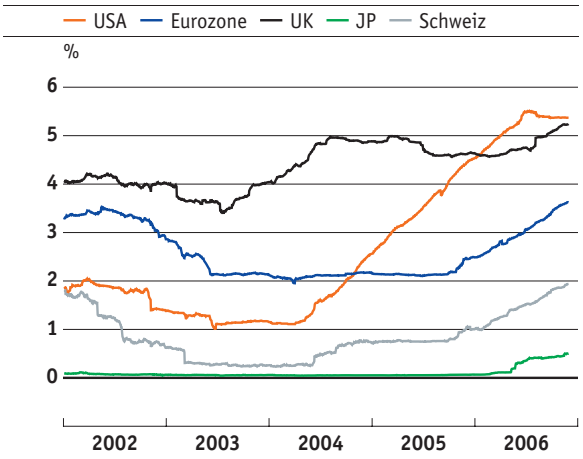
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafiken 3.1, 3.2 und 3.3:
Quelle: SNB

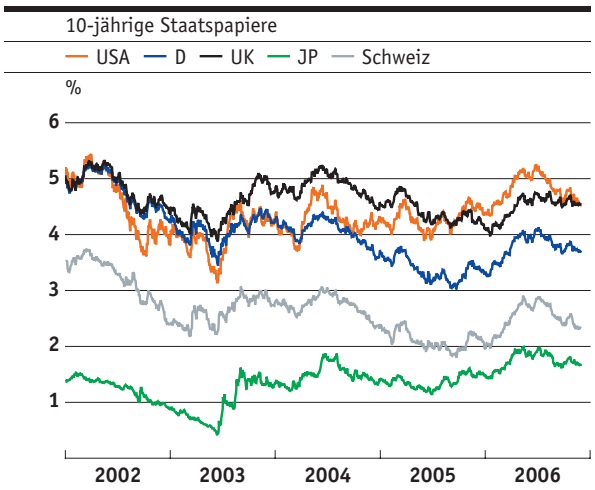
fristzinsen gegenüber, da die amerikanische Notenbank den Leitzins seit Anfang August 2006 unverändert bei 5,25% beliess. So verringerte sich die Zinsdifferenz zwischen Franken- und Dollaranlagen weiter von 3,64 Prozentpunkten Mitte September auf 3,37 Prozentpunkte Mitte Dezember.

Erneuter Rückgang der langfristigen Zinsen

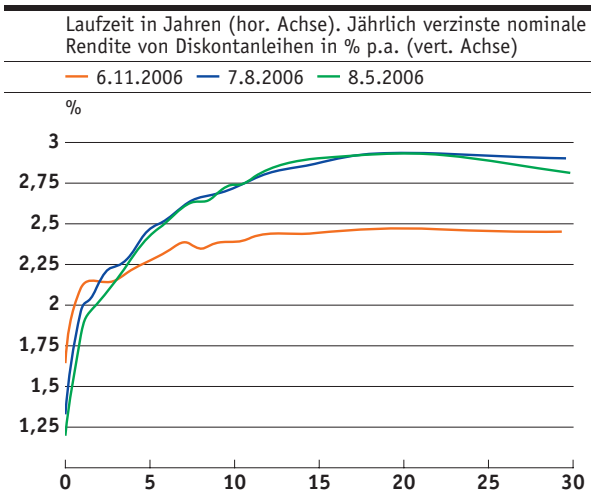
Im Gegensatz zu den anhaltend steigenden kurzfristigen Zinsen waren die langfristigen Zinsen seit der letzten Lagebeurteilung rückläufig. Die Rendite einer 10-jährigen Bundesobligation sank im Vergleich zu Mitte September um 6 Basispunkte und notierte Mitte Dezember bei 2,44%. Damit verringerte sie sich wie schon im Vorquartal abermals, nachdem sie im ersten Halbjahr 2006 stark angestiegen war. An den internationalen Obligationenmärkten war eine ähnliche Entwicklung zu verzeichnen. So lag die Rendite einer 10-jährigen US-Staatsanleihe Mitte Dezember bei 4,49%, d. h. 31 Basispunkte tiefer als Mitte September, während die Rendite einer deutschen Staatsanleihe im gleichen Zeitraum um 7 Basispunkte auf 3,80% 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 ebenfalls im abgeflachten Verlauf der Zinskurve (Grafik 3.5). Der flachere Verlauf der Zinskurve, welcher auch an den internationalen Obligationenmärkten zu beobachten war, könnte zum einen auf eine erwartete Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zurückzuführen sein. Zum anderen könnten aber auch die gesunkenen Rohwarenpreise die Inflationsängste gedämpft haben.

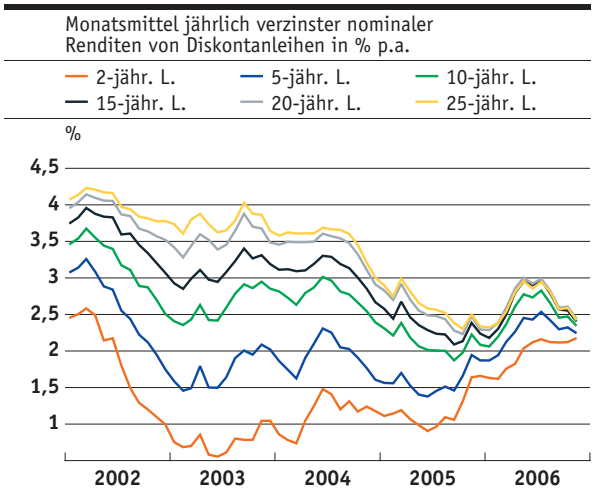
Grafik 3.4
Internationale Zinssätze



Grafik 3.5
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafik 3.6
Anleihensrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.4:
Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafiken 3.5 und 3.6:
Quelle: SNB

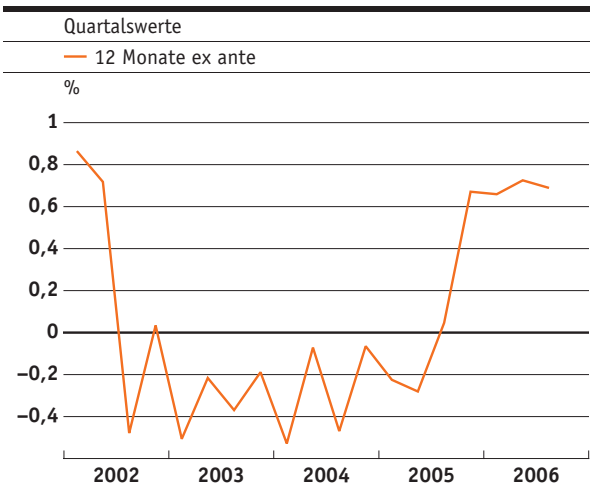
Weiterhin positive kurzfristige Realzinssätze

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 den Durchschnitt der Prognosen verschiedener Institute widerspiegeln («Konsensusprognose»: Oktober 2006).[1] Der so gemessene Realzins, der über längere Zeit negativ war, lag im dritten Quartal 2006 zum vierten Mal in Folge praktisch unverändert bei rund 0,7%. Die leicht anziehenden Nominalzinsen wurden durch etwas erhöhte kurzfristige Inflationserwartungen kompensiert. Der einjährige Realzins liegt noch deutlich unter dem historischen Durchschnitt von 1,6%.

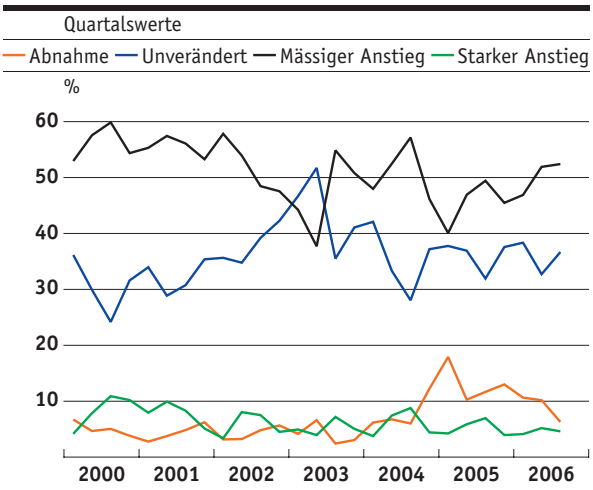
Auch die vom Staatssekretariat für Wirtschaft (seco) im Oktober veröffentlichten Daten zur Konsumentenstimmung zeichneten weiterhin ein Bild gemässigter Inflationserwartungen. Über die Hälfte der Befragten war wiederum der Meinung, dass die Preise in den nächsten zwölf Monaten nur leicht ansteigen werden. Der Anteil derjenigen, die mit stark anziehenden Preisen rechneten, war unverändert sehr gering.

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 Dollar

Seit der Lagebeurteilung vom September 2006 wertete sich der Euro gegenüber dem US-Dollar auf. Der Schweizer Franken blieb gegenüber dem Euro in der Berichtsperiode praktisch stabil. Mitte Dezember notierte der Dollar folglich schwächer bei CHF/USD 1.202, gegenüber 1.256 Mitte September. Die Kursrelation des Frankens zum Euro betrug 1.594 Mitte Dezember, gegenüber 1.595 Mitte September.

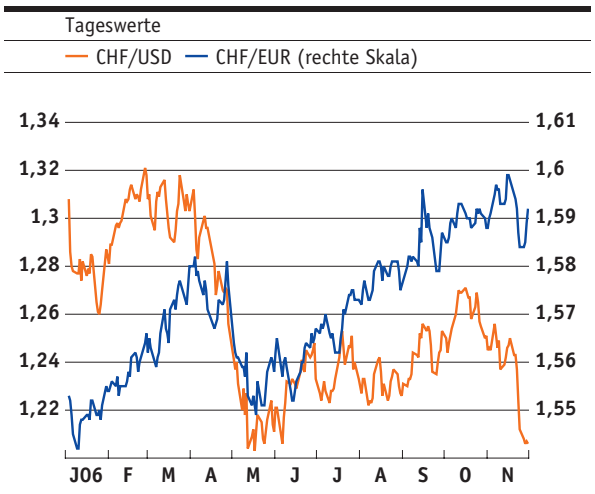
Auch der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens, der die Inflationsdifferenzen zwischen den Währungen berücksichtigt, stabilisierte sich seit September. Dies gilt sowohl gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern als auch gegenüber der Eurozone (Grafik 3.10).

Restriktivere monetäre Bedingungen

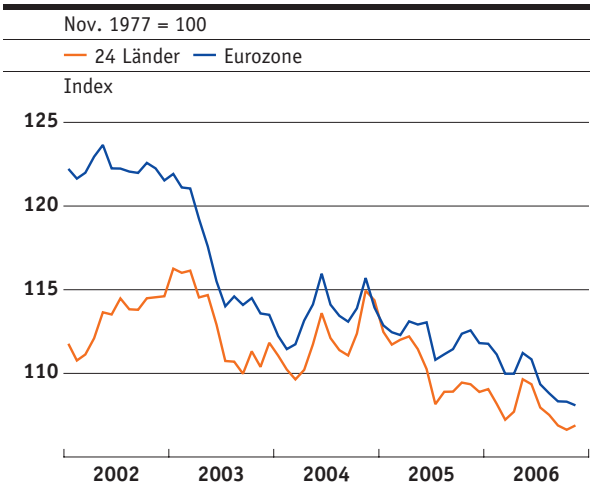
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor und den exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. Der Index wird jeweils unmittelbar nach der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt. 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).

Bei einer Gewichtung der Veränderungen des 3M-Libor und des exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens im Verhältnis 3:1 waren die monetären Bedingungen in der Schweiz Ende November restriktiver als unmittelbar nach der Lagebeurteilung vom September (Grafik 3.11). Fluktuierte der MCI noch bis Mitte November um die Nulllinie, so lag er Ende November bei rund 30 Basispunkten, was eine leichte Höherbewertung des Schweizer Frankens an den Devisenmärkten und steigende kurzfristige Zinsen widerspiegelte.

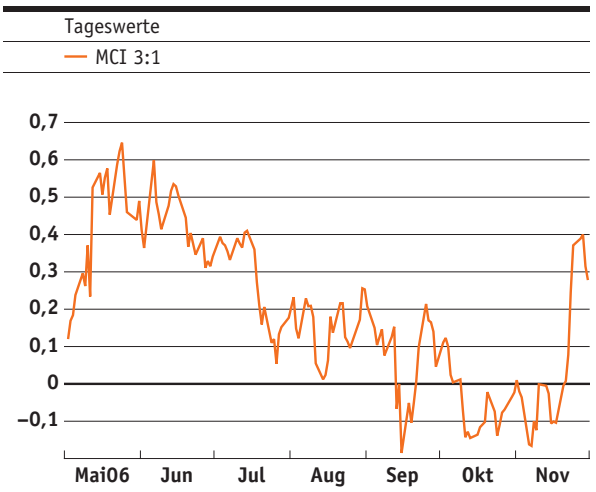
Grafik 3.9
Devisenkurse



Grafik 3.10
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.11
MCI nominal



Grafiken 3.9, 3.10 und 3.11:
Quelle: SNB

3.3 Aktien-, Immobilien- und Rohwarenpreise

Die Entwicklungen an den Aktien-, Immobilien- und Rohwarenmärkten können Signale bezüglich der zukünftigen Inflationserwartungen aussenden. Auch können Preisschwankungen auf diesen Märkten zu Vermögenseffekten führen. Seit der Lagebeurteilung vom September dürften die Aktienmärkte, die Immobilien sowie die Edelmetalle das Vermögen positiv beeinflusst haben. Die Inflationserwartungen waren weiterhin moderat und könnten aufgrund gesunkener Rohölpreise zusätzlich gedämpft worden sein.

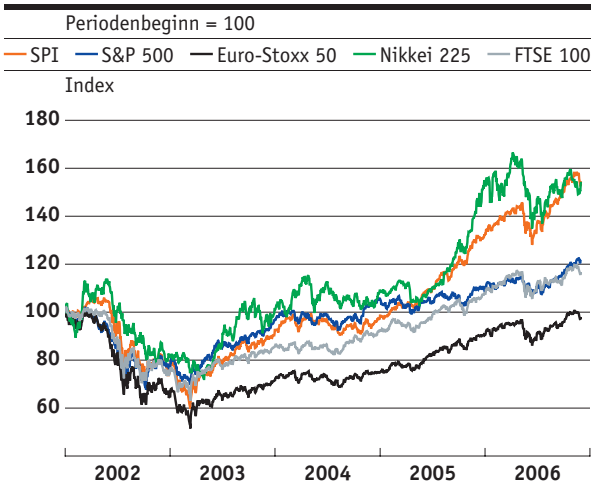
Anstieg der Aktienkurse

Die Aufwärtsbewegung der Aktienkurse setzte sich von September bis Dezember weiter fort. Die meisten internationalen Aktienmärkte waren zwischenzeitlich nahe oder bei ihrem Allzeithoch. Der amerikanische S&P 500 erhöhte sich zwischen Mitte September und Mitte Dezember um rund 7%, während der europäische Euro-Stoxx 50 rund 5% zulegte. Der Swiss Performance Index (SPI) lag mit einer Zuwachsrate von rund 6% im Mittelfeld, gestützt durch sämtliche Sektoren (Grafik 3.13). Bemerkenswert war insbesondere die Erholung des Technologiesektors, der im ersten Halbjahr 2006 noch eine negative Performance aufgewiesen hatte.

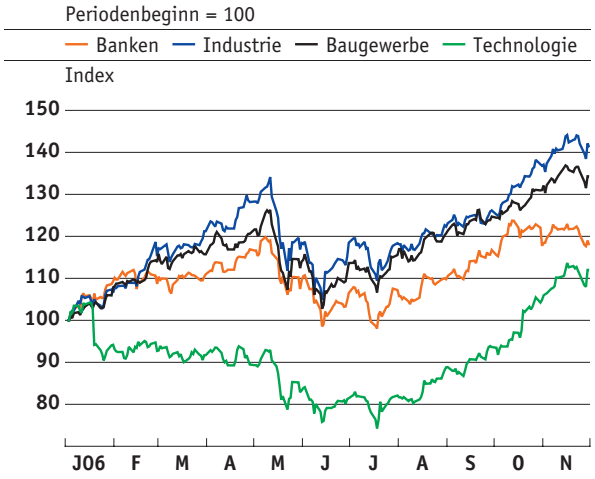
Der Anstieg des SPI von Januar bis Mitte Dezember 2006 (17%) ist vergleichbar mit den Gewinnen in den Jahren 2003 (20%) und 2005 (30%). Stützend wirkten neben dem robusten Konjunkturumfeld die hohen Unternehmensgewinne sowie die Bemühungen verschiedener Unternehmen, ihre Bilanz zu verbessern. Zudem trieben Fusionen und Übernahmen bzw. Übernahmeangebote die Kurse nach oben.

Grafik 3.14 zeigt die Volatilität der Aktienrenditen, die ein Mass für die Unsicherheit ist. Nachdem sie im Mai und Juni stark angestiegen war, bildete sie sich im Berichtszeitraum weiter zurück und erreichte praktisch dasselbe tiefe Niveau von Anfang Jahr 2006.

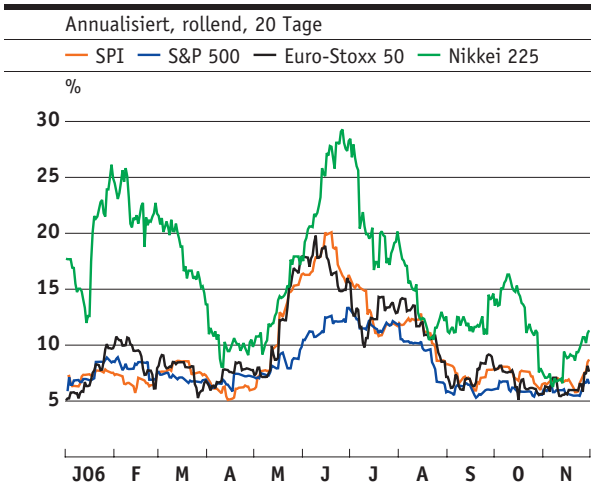
Grafik 3.12
Aktienkurse



Grafik 3.13
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.14
Aktienrenditevolatilität



Grafik 3.12:
Quellen: Thomson Datastream, Bloomberg

Grafik 3.13:
Quelle: Thomson Datastream

Grafik 3.14:
Quellen: Thomson Datastream, SNB

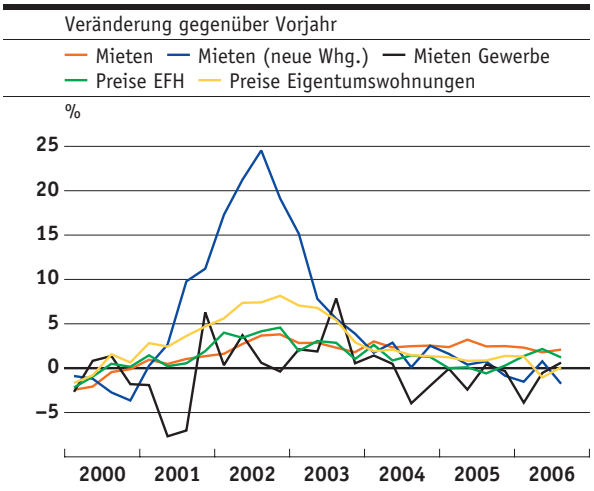
Immobilienmarkt weiterhin stabil

Für die Einschätzung der Preisentwicklung am Häusermarkt werden insbesondere die Wohnungsmietpreise herangezogen, da sie das grösste Segment des Schweizer Häusermarkts darstellen. Auch sind die Mietpreise mit rund 20% die grösste Komponente im LIK. Des weiteren kann die Entwicklung in den Segmenten Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen betrachtet werden, deren Anteil am Gesamtmarkt jedoch geringer ist. Die Wohnungsmietpreise verteuerten sich im dritten Quartal 2006 real, d. h. im Verhältnis zum LIK, um 2,1%, gegenüber 1,8% im Vorquartal. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich die Messung weitgehend auf alte Wohnungen bezieht. Nachdem die Mietpreise neuer Wohnungen im zweiten Quartal noch leicht gestiegen waren, verringerten sie sich nun um 1,7%. Während die Preise für Einfamilienhäuser im dritten Quartal 1,2% über dem Stand vor Jahresfrist lagen, waren diejenigen für Eigentumswohnungen praktisch unverändert. Im gewerblichen Bereich entwickelten sich die Mieten unterschiedlich. Während sie für gewerbliche Bauten leicht wuchsen, nachdem sie in den letzten drei Quartalen geschrumpft waren, nahmen die Mieten für Büroflächen zum zweiten Mal in Folge ab. Allgemein deutet die Entwicklung am Immobilienmarkt auf einen unverändert moderaten Preisdruck hin. Allerdings sind regionale Unterschiede erkennbar.

Sinkender Ölpreis

Die Rohwarenpreise lagen gemäss Goldman-Sachs-Commodity-Index Anfang November leicht unter dem Stand von Anfang Jahr 2006 und von Mitte September 2006. Danach zogen sie an, sodass der Gesamtindex bis Mitte Dezember 3% zulegte. Die Metallpreise entwickelten sich in ähnlicher Weise. Demgegenüber registrierten die Edelmetalle zwischen Mitte September und Mitte Dezember Zuwachsraten von 10%. Im Vergleich zu Anfang Jahr stiegen sie gar um 23%. Der Rohölpreis war wiederum volatil und sank in der Berichtsperiode zwischenzeitlich auf 56 Dollar pro Fass, was einem tieferen Preis als zu Beginn des Jahres 2006 entsprach.

Grafik 3.15
Reale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

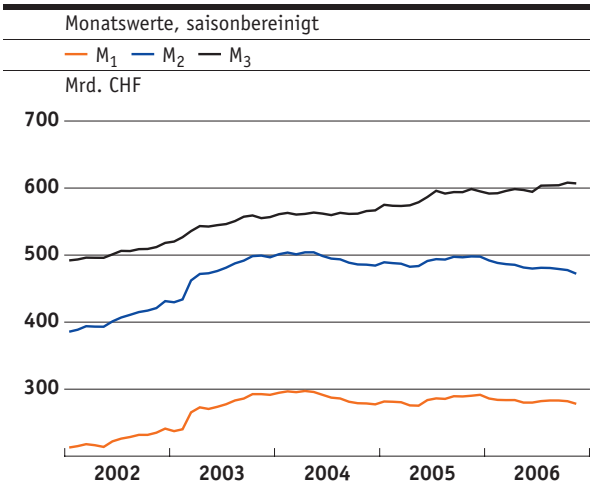
3.4 Geldaggregate

Geldmengenentwicklung signalisiert keine Inflationsgefahren

Im November lagen die Geldmengen M_1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) und M_2 (M_1 plus Spareinlagen) 4,2% bzw. 5,2% unter dem Vorjahresstand. Wie Grafik 3.16 zeigt, befinden sich die Geldaggregate M_1 und M_2 damit wieder auf dem Stand von Mitte 2003. Die Geldmenge M_3 (M_2 plus Termineinlagen) stieg dagegen mit einer Jahreswachstumsrate von 1,4%. Während die Termineinlagen weiterhin kräftig wuchsen (34,7%), verringerten sich 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 3.17 zeigt die prozentualen 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. 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 3.16
Monetäre Aggregate



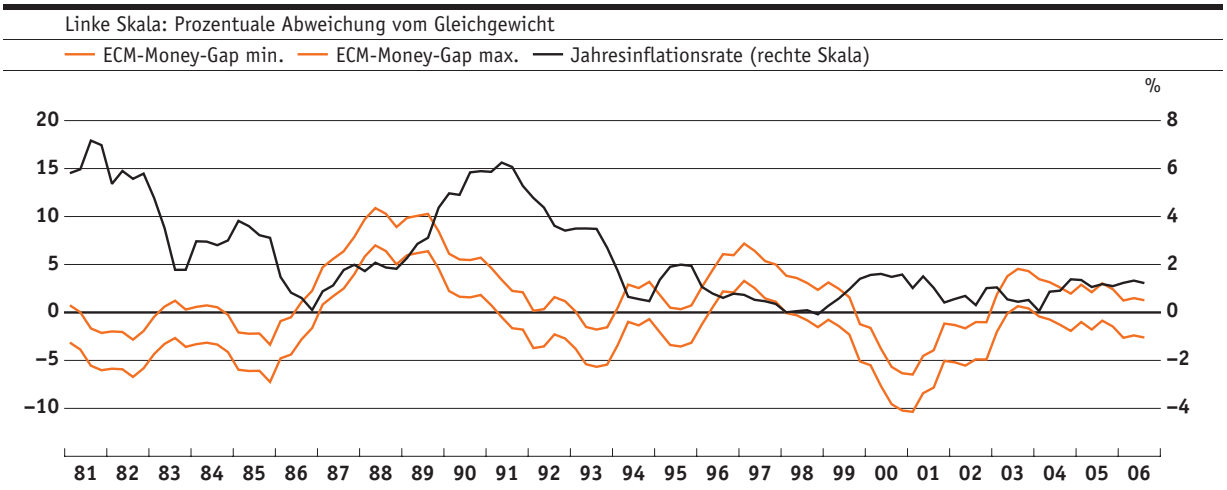
Quelle: SNB

Geldaggregate[1] Tabelle 3.1

	2004	2005	2005 3. Q.	2005 4. Q.	2006 1. Q.	2006 2. Q.	2006 3. Q.	September	Oktober	November
Notenbankgeldmenge[2]	**41,7**	**41,9**	**41,2**	**42,7**	**43,3**	**43,3**	**42,3**	**42,2**	**42,5**	**42,7**
Veränderung[3]	*3,2*	*0,4*	*0,3*	*2,0*	*3,0*	*4,2*	*2,6*	*2,5*	*2,5*	*2,4*
M_1[2]	**288,5**	**284,2**	**284,3**	**290,9**	**286,4**	**281,6**	**280,1**	**280,3**	**281,7**	**281,6**
Veränderung[3]	*5,5*	*–1,5*	*0,8*	*4,3*	*1,3*	*1,1*	*–1,5*	*–2,2*	*–2,4*	*–4,2*
M_2[2]	**495,6**	**491,6**	**491,2**	**497,5**	**491,7**	**483,1**	**476,9**	**475,3**	**475,9**	**474,8**
Veränderung[3]	*4,3*	*–0,8*	*0,6*	*2,5*	*0,1*	*–0,7*	*–2,9*	*–3,6*	*–3,8*	*–5,2*
M_3[2]	**562,5**	**585,9**	**590,6**	**595,9**	**595,4**	**597,7**	**600,7**	**600,8**	**607,0**	**608,7**
Veränderung[3]	*3,2*	*4,2*	*5,9*	*5,5*	*3,3*	*2,9*	*1,7*	*1,7*	*2,4*	*1,4*

1 Definition 1995
2 Niveau in Mrd. Franken
3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %
Quelle: SNB

Grafik 3.17
Money-Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

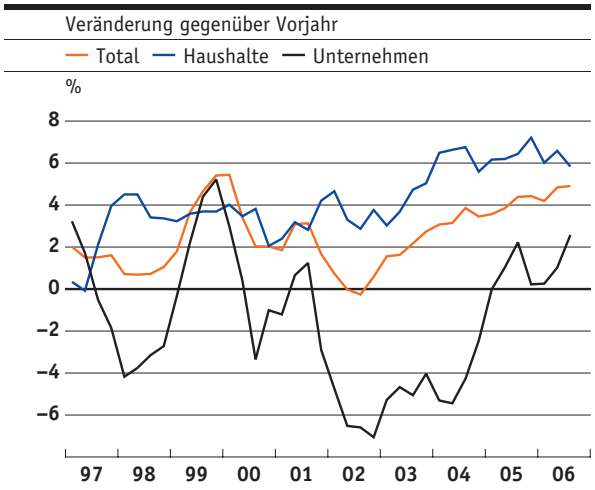
3.5 Kredite

Stabiles Kreditwachstum

Vor dem Hintergrund niedriger und zum Teil negativer Wachstumsraten der Geldaggregate hat sich das Kreditwachstum im dritten Quartal stabilisiert. Die Jahreswachstumsrate betrug 4,9%, verglichen mit 4,8% im Vorquartal. Grafik 3.18 zeigt, dass sich insbesondere das Wachstum der Haushaltskredite mit 5,8% gegenüber 6,6% im Vorquartal verlangsamt hat, während Unternehmenskredite schneller expandierten (2,6% gegenüber 1,0%).

Tabelle 3.2 bildet die Kreditentwicklung nach dem Verwendungszweck ab. Die Hypothekarkredite, die mit über 80% den Grossteil der gesamten Bankkredite ausmachen, wuchsen mit 4,8% praktisch gleich schnell wie im Vorquartal (4,9%). Dabei expandierte das Wachstum bei den Haushalten wiederum deutlich, wenn auch etwas geringer als noch im Vorquartal, während die Unternehmenshypotheken weiterhin nur bescheiden zunahmen (1,5%). Die übrigen Kredite, die bis Mitte 2005 geschrumpft waren, erhöhten sich um 5,4%, wobei dies auf die kräftige Ausdehnung von ungedeckten Krediten zurückzuführen ist. Diese expandierten um 9,3%, gegenüber 4,3% im Vorquartal und negativen Wachstumsraten vom dritten Quartal 2001 bis ins erste Quartal 2006. Das rasche Wachstum der ungedeckten Kredite deutet auf die gestiegene Bereitschaft von Banken hin, im gegenwärtigen positiven Wirtschaftsumfeld grössere Risiken einzugehen.

Grafik 3.18
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2004	2005	2005		2006					
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober
Total	**3,4**	**4,1**	**4,4**	**4,4**	**4,2**	**4,8**	**4,9**	**4,8**	**4,7**	**4,9**
Haushalte	6,4	6,5	6,4	7,2	6,0	6,6	5,8	6,1	5,1	5,6
Unternehmen	–4,4	0,9	2,2	0,2	0,2	1,0	2,6	1,7	3,5	3,2
Hypothekarforderungen	5,4	5,2	5,3	5,4	5,0	4,9	4,8	4,8	4,6	4,6
davon Haushalte	6,4	6,9	6,9	6,9	5,7	5,7	5,4	5,5	5,1	5,3
davon Unternehmen	–1,7	3,1	3,9	2,8	1,8	1,5	1,5	1,3	1,7	1,4
Übrige Kredite	–4,1	–0,7	0,5	0,3	0,7	4,4	5,4	4,9	5,2	6,0
davon gedeckt	3,1	2,6	3,5	4,0	3,5	4,4	0,6	0,3	1,5	0,2
davon ungedeckt	–8,7	–3,1	–1,8	–2,4	–1,4	4,3	9,3	8,7	8,2	10,6

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 Dezember-Prognose.

Tiefere Erdölpreise und uneinheitliches Konjunkturbild

Das weltwirtschaftliche Umfeld hat sich im Vergleich zur Lagebeurteilung vom September in zwei Punkten verändert. Zum einen ist das Erdöl deutlich günstiger geworden, wovon weltweit dämpfende Wirkungen auf die Konsumteuerung ausgehen. Zum anderen hat sich die Konjunktur in den USA stärker als erwartet abgeschwächt, während sich die Lage in Europa dynamischer präsentiert als im September angenommen. Dementsprechend wurde die Prognose für die Jahre 2006 und 2007 für die USA leicht nach unten angepasst, während die Annahmen zum BIP-Wachstum in Europa für die nächsten Jahre nach oben revidiert wurden. 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. Für den Dollar/Euro-Wechselkurs wird weiterhin von einem konstanten Wert von 1.27 ausgegangen.

Annahmen für die Inflationsprognosen Tabelle 4.1

	2006	2007	2008
Inflationsprognose Dezember 2006			
BIP USA [1]	3,3	2,9	3,2
BIP EU-15 [1]	2,7	2,3	2,2
Wechselkurs USD/EUR [2]	1,25	1,27	1,27
Ölpreis in USD/Barrel [2]	64,9	58,0	58,0
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

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 Auftrags hat die SNB in einem dreiteiligen geldpolitischen Konzept präzisiert. Erstens versteht die SNB unter Preisstabilität einen Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) von weniger als 2% pro Jahr. Damit berücksichtigt sie die Tatsache, dass der LIK die effektive Teuerung leicht überzeichnet. Gleichzeitig lässt sie zu, dass die Teuerung im Konjunkturzyklus etwas schwankt. Zweitens fasst die SNB ihre Beurteilung der Lage und des geldpolitischen Handlungsbedarfs vierteljährlich in einer Inflationsprognose zusammen. Diese Prognose zeigt unter der Annahme eines konstanten kurzfristigen Zinssatzes die von der SNB erwartete LIK-Entwicklung über die nachfolgenden drei Jahre. Drittens legt die SNB ihr operationelles Ziel in Form eines 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 4. Quartal 2006 bis 3. Quartal 2009

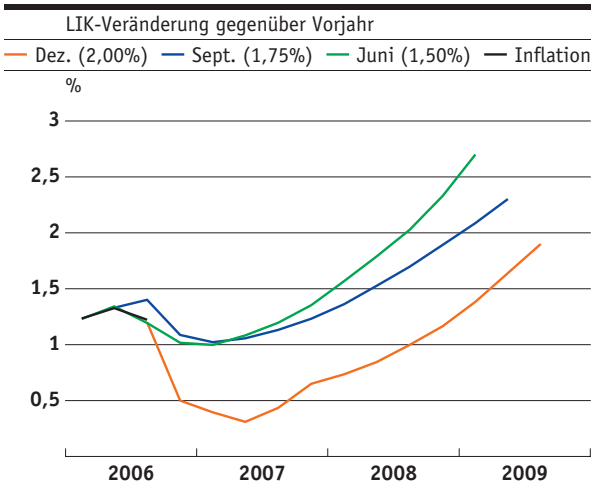
Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Grafik 4.1 zeigt die Inflationsprognose vom Dezember 2006 zusammen mit den Inflationsprognosen vom September und Juni. Die neue Prognose erstreckt sich vom vierten Quartal 2006 bis zum dritten Quartal 2009. Sie zeigt den Inflationsverlauf bei einem konstanten 3M-Libor von 2,00%. Dieser Zinssatz entspricht dem Mittelwert des am 14. Dezember von der SNB um 25 Basispunkte angehobenen Zielbandes für den Dreimonatssatz von 1,50% bis 2,50%. Die Prognosen vom September und Juni beruhten noch auf einem Dreimonatssatz von 1,75% bzw. 1,50%.

Trotz einer weiterhin sehr guten Auslastung der wirtschaftlichen Ressourcen erwartet die SNB in der kurzen Frist eine deutlich tiefere Teuerung als im September. Der Grund ist der Rückgang des Erdölpreises in den Monaten August und September. Die Abschwächung des Teuerungsbeitrags der im LIK enthaltenen Erdölprodukte wirkt sich bis zum dritten Quartal 2007 aus (Basiseffekt). Die für 2007 erwartete Jahresteuerung beträgt noch 0,4%, nach 1,1% im Jahr 2006. Wie die Grafik 4.1 zeigt, liegt die erwartete Teuerung auch in der mittleren Frist tiefer als bei der Einschätzung im September. Die Aussichten für die Konjunktur haben sich seither zwar nicht verändert – die SNB rechnet weiterhin mit einer positiven wirtschaftlichen Entwicklung, wenn auch die Dynamik etwas nachlassen wird. Infolge des ölpreisbedingten Rückgangs der Inflation beginnt jedoch der Teuerungsdruck von einem tieferen Niveau aus zu steigen als im September.

Die längerfristigen Inflationsaussichten haben sich ebenfalls weiter verbessert. Die Wiederaufnahme der geldpolitischen Normalisierung im Dezember 2005, die durch die Zinserhöhung vom Dezember 2006 fortgeführt wird, trägt zu einer angemessenen Geldausstattung bei. Dies widerspiegelt sich in der Entwicklung der Geldmenge M_3, die nur noch mässig wächst. Aus diesem Grunde ist auch eine Verlangsamung des Kreditwachstums zu erwarten. Die moderatere Geldmengen- und Kreditentwicklung bewirkt, dass sich das Wirtschaftswachstum abschwächt und sich die Wirtschaft im Einklang mit den langfristigen Wachstumsmöglichkeiten entwickelt. Dadurch wird eine übermässige Beanspruchung der volkswirtschaftlichen Ressourcen verhindert und inflationären Tendenzen entgegengewirkt.

Wie aber die Inflationsdynamik erkennen lässt, wirkt ein 3M-Libor von 2,00% noch expansiv. Verläuft die wirtschaftliche Entwicklung wie erwartet, wird daher die Nationalbank ihren Kurs der graduellen Normalisierung der Zinsen fortsetzen.

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 Dezember 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 September bis November 2006 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten September bis November mit rund 140 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, vermitteln das Bild einer Konjunktur in Hochform. Die Gesprächspartner sahen bis zuletzt keine Verlangsamungstendenzen; in einzelnen Fällen war sogar von einer Beschleunigung des Geschäftsgangs die Rede. Zu den besonders prosperierenden Branchen gehörten die Exportindustrie, der Tourismus, die Bauwirtschaft und die Banken. Der Detailhandel entwickelte sich dagegen verhalten. Die Aussichten für 2007 wurden optimistisch eingeschätzt. Eine Reihe von Gesprächspartnern rechnete zwar mit einem verlangsamten Expansionsrhythmus, doch sahen sie darin eine unumgängliche Normalisierung.

Begünstigt durch die allgemein gute Ertragslage nahm die Investitionsbereitschaft zu. Investitionsprojekte werden jedoch nach wie vor sorgfältig geprüft, wobei auch Alternativen wie die Auslagerung von Produktionsteilen ins Auge gefasst werden. Eine vorsichtige Haltung herrschte auch weiterhin bei Festanstellungen vor. Als Hauptsorge wurden die zunehmenden Beschaffungsprobleme bei den Rohstoffen genannt.

1 Produktion

Industrie

Die meisten Vertreter aus der Exportindustrie meldeten einen anhaltend robusten Bestellungseingang und volle Auftragsbücher, die oft bis weit in das nächste Jahr eine hohe Auslastung sichern. Die Nachfrage blieb breit abgestützt. Hervorgehoben wurde die gute Geschäftsentwicklung im EU-Raum, namentlich in Deutschland und in den osteuropäischen Ländern. Positiv entwickelte sich auch die Nachfrage aus Asien, Lateinamerika und den USA. Allerdings spürten die Anbieter von Produkten für die amerikanische Bau- und Automobilindustrie eine deutliche Verlangsamung des Bestellungseingangs. Viele Gesprächspartner sprachen von Lieferengpässen bei den Vorprodukten, die wiederum längere Lieferfristen bei ihren Kunden nach sich zogen. Besorgt zeigten sie sich über die Entwicklung an den Rohstoffmärkten. Neben den Preissteigerungen bei wichtigen Rohmaterialien wie Metallen, Stahl und Holz kamen vor allem die wachsenden Schwierigkeiten, die erforderlichen Mengen in nützlicher Frist überhaupt zu erhalten, zur Sprache.

Die gute Geschäftslage erstreckte sich über alle Branchen. Die Energietechnik profitierte von der stark gestiegenen Investitionsbereitschaft der Petrochemie und der Elektrizitätswirtschaft. Aber auch die Vertreter aus Metallindustrie, Medizinaltechnik, Zivilluftfahrt und dem breiten Segment der Maschinenindustrie waren mit der Umsatzentwicklung zufrieden. Einen ausgezeichneten Geschäftsgang meldeten ausserdem die Anbieter von teuren Konsumgütern, darunter die Uhrenindustrie sowie das Luxussegment in den Bereichen Nahrungsmittel, Bekleidung und Modeaccessoires.

Dienstleistungen

Die Vertreter aus Tourismus und Gastgewerbe blickten auf eine erfolgreiche Sommersaison zurück. Dank des schönen Herbstwetters gelang es, den verregneten August mehr als wettzumachen. Dabei entwickelten sich sowohl die Gästezahlen als auch die Ausgaben pro Gast erfreulich. Für den Städtetourismus war 2006 bis anhin ein Rekordjahr. Im Hinblick auf die bevorstehende Wintersaison herrschte allgemein Zuversicht, da der Buchungsstand bereits im Herbst hoch war.

Eine gute bis ausgezeichnete Geschäftsentwicklung meldeten auch die Reisebranche und der Transportsektor, darunter vor allem der Luftverkehr. Die Auslastung der Flüge sowie die Einnahmen pro Passagierkilometer nahmen deutlich zu. Positiv äusserten sich auch die Anbieter von unternehmensbezogenen Dienstleistungen. Während sich die allgemeine Unternehmensberatung schon seit einiger Zeit im Aufwind befindet, spürten nun auch die Vertreter der ICT-Branche eine deutlich gestiegene Investitionsbereitschaft, bei einem allerdings anhaltend starken Druck auf die Preise.

Die Gesprächspartner aus dem Bankensektor sahen keine Anzeichen einer Konjunkturabflachung. Das Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft entwickelte sich erfreulich, getrieben unter anderem durch die Erholung der Börse. Trotz höherer Zinsen expandierte das Hypothekargeschäft, wobei der Druck auf die Margen unverändert stark war. Gemäss den meisten Gesprächspartnern verbesserte sich das Firmenkundengeschäft. Die Ertragslage der Firmenkunden wurde als sehr gut beurteilt, was zu einer verbesserten Bonität des Kreditportefeuilles führte. Infolge der reichlichen Liquidität bezahlten viele Firmenkunden Bankkredite zurück. Bei den Kundengeldern war eine Verlagerung zu höher verzinsten Anlageformen spürbar. Die Entwicklung im Immobiliensektor wurde weiterhin unterschiedlich eingeschätzt. Einige Gesprächspartner sahen Überhitzungstendenzen, andere betonten, dass zwar sehr viele Wohnungen gebaut würden, diese aber rasch verkauft oder vermietet werden könnten.

Auch bezüglich des privaten Konsums gehen die Einschätzungen auseinander. Während sich die Exponenten aus konsumnahen Dienstleistungen über die Geschäftsentwicklung zufrieden äusserten, schätzten die Vertreter des Detailhandels die Lage mehrheitlich als verhalten ein. Zwar sind Frequenzen und Kaufbereitschaft gestiegen, doch blieb die Umsatzentwicklung volatil. Zudem entwickelte sich die Nachfrage je nach Preissegment sehr unterschiedlich. Allgemein tendierten die Umsätze im Tief- und im Hochpreissegment klar nach oben, während sich das mittlere Preissegment schleppend entwickelte. Bei den Grossverteilern drückten die Preissenkungen bei Nahrungsmitteln und anderen Gütern des täglichen Bedarfs auf die nominalen Umsätze. Trotz der teilweise schwierigen Geschäftslage sahen die meisten Gesprächspartner dem Weihnachtsgeschäft aber zuversichtlich entgegen, nachdem sich die Umsätze im November erfreulich entwickelt hatten.

Bau

Die Gesprächspartner aus der Bauwirtschaft beurteilten den Auslastungsgrad und den Arbeitsvorrat als gut bis ausgezeichnet. Hauptmotor blieb der Wohnungsbau; bedeutende Impulse gehen aber mittlerweile auch vom Geschäfts- und Tiefbau sowie von der kräftigen Renovationstätigkeit aus. Dank der guten Auftragsentwicklung waren die Unternehmen teilweise in der Lage, Aufträge selektiv anzunehmen. Die Aussichten wurden optimistisch beurteilt. Keiner der Gesprächspartner rechnete in naher Zukunft mit einer Trendwende. Einige wenige sprachen von Sättigungstendenzen im Neuwohnungsbau und wiesen dabei insbesondere auf die schwindenden Baulandreserven hin.

2 Arbeitsmarkt

Viele Unternehmen haben den Personalbestand erhöht. In den meisten Fällen erfolgte der Ausbau aber in kleinen Schritten und erst nach eingehender Prüfung des längerfristigen Personalbedarfs. Produktionsspitzen wurden in der Regel durch die Beschäftigung temporärer Arbeitskräfte bewältigt. In den wenigen Fällen, in denen der Personalbestand stark ausgebaut wurde, handelte es sich um Betriebe, die neu in ausländischen Märkten expandierten. Die Personalvermittler sprachen von einer gestiegenen Fluktuationsrate namentlich beim mittleren und oberen Management. Die Rekrutierung von technischem Fachpersonal blieb schwierig, vor allem im Bereich von Führungskräften. Auch der Arbeitsmarkt im deutschen und französischen Grenzgebiet ist diesbezüglich mittlerweile ausgetrocknet.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Die meisten Gesprächspartner sprachen von einer deutlichen Verbesserung der Ertragslage. Zwar bestand vor allem bei den exportorientierten Firmen weiterhin ein Druck auf die Preise, doch scheint dieser tendenziell kleiner geworden zu sein. Eine Reihe von Unternehmen war in der Lage, die höheren Kosten für Energie und Rohstoffe zu überwälzen oder durch eine gezielte Akquisition von Kunden bzw. Bearbeitung von Märkten die Margen zu verbessern. Für 2007 wurden vielerorts Preiserhöhungen als unumgänglich erachtet, um die gestiegenen Kosten aufzufangen. Die Vertreter der Bauwirtschaft sahen weiterhin nur begrenzt Möglichkeiten, die Preise anzuheben und meldeten teilweise eine Verschlechterung der Ertragslage als Folge höherer Lohn- und Materialkosten. Im Gegensatz dazu signalisierten die Auftraggeber oft deutlich gestiegene Baupreise. In dieser unterschiedlichen Einschätzung widerspiegelt sich möglicherweise die Tatsache, dass kaum mehr Rabatte gewährt werden, was von den Baufirmen nicht unbedingt als eine Anhebung der Preise empfunden wird.

Die Unternehmen rechneten für das Jahr 2007 mit stärkeren Lohnerhöhungen als im Vorjahr, wobei meistens Lohnsteigerungen im Bereich von 2% bis 2,5% genannt wurden. Dabei waren zwischen den Branchen keine nennenswerten Unterschiede zu erkennen.

Der gegenwärtige Eurokurs von rund 1,60 Franken bietet für die meisten Gesprächspartner klare Vorteile und ermöglicht teilweise erhebliche Margengewinne. Die Unternehmen bleiben indessen vorsichtig und kalkulieren mit einem deutlich tieferen Eurokurs. Mit einer gewissen Sorge wird die Entwicklung des Dollar verfolgt.

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 (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.

Intraday market dynamics around public information arrivals

Angelo Ranaldo
Working Paper 2006-11

Diese Studie untersucht, wie sich firmenspezifische Nachrichten in Echtzeit auf den Order Flow, d. h. die Summe der käufer- und verkäuferinitiierten Transaktionen, und die Aktienhandelsaktivitäten an der Pariser Börse auswirken und vermittelt somit einen Einblick in die dynamische Beziehung zwischen Echtzeit-Nachrichten und Order Flows. Zum einen geht es um die Frage, ob die Veröffentlichung von Informationen die Marktliquidität verbessert oder verschlechtert. Diese Frage ist insbesondere für eine Marktstruktur relevant, bei der die Teilnehmer freiwillig Liquidität bereitstellen, wie z. B. in aktionsbasierten (elektronischen) Märkten (order-driven markets). Zum anderen soll die Untersuchung neuen Aufschluss über die Preisfindung im Zusammenhang mit spezifischen Informationen geben. Im Vordergrund steht die Frage, ob Marktteilnehmer mit limitierten Aufträgen, d. h. Aufträgen, Wertpapiere zu einem im Voraus genannten Kurs zu kaufen oder zu verkaufen, während des Preisbildungsprozesses eine höhere Entschädigung für die Bereitstellung von Liquidität verlangen. Sie analysiert zudem, ob Informationsasymmetrien vor oder nach einer Nachricht festgestellt werden können.

Ein spezielles Merkmal der Studie betrifft den Typus und das Timing der untersuchten Nachrichten. Die Studie zieht sämtliche firmenspezifischen Meldungen mit ein, die über das «Reuters alert system» in Echtzeit an die Handelsbildschirme der Händler geleitet werden und welche die für die Entscheidungen eines Händlers relevante Informationsmenge ausmachen. Neben den Markt- und Unternehmensinformationen wie die Zusammensetzung von Marktindizes, Ausgabe von Unternehmensanleihen oder Aktien, Fusionen und Akquisitionen etc. gehören dazu auch Firmenstatements, Interviews, Pressespiegel, Forschungsarbeiten von Analysten etc.

Bei der Frage, wie sich Gewinnankündigungen und andere firmenspezifische Meldungen auf die Märkte auswirken, kristallisieren sich zwei Ergebnisse heraus. Erstens zeigt sich, dass der Markt nicht nur von Gewinnankündigungen, sondern vom gesamten Informationsfluss beeinflusst wird. Das zweite, wichtigere Ergebnis besagt, dass typische firmenspezifische Echtzeit-Nachrichten und Gewinnankündigungen sich auf den Handel unterschiedlich auswirken. Wie in der Literatur beschrieben wird, führen firmenspezifische Nachrichten zu einer Ausweitung des Bid-Ask-Spread und der Volatilität, während Gewinnankündigungen die Liquidität und den Handel fördern. Diese Resultate lassen darauf schliessen, dass Liquiditätsanbieter den Informationsinhalt von Echtzeit-Nachrichten rasch wahrnehmen und darauf effizient reagieren. Meldungen, die keine relevanten Informationen enthalten, bewirken einen erhöhten Wettbewerb bei der Bereitstellung von Liquidität, was zu einem engeren Bid-Ask-Spread und einer zunehmenden Markttiefe führt. Beeinflussen neue Informationen die Preise stärker, dann führt dies sofort dazu, dass grössere Handelsvolumen ausgelöst werden, welche Marktliquidität absorbieren. Selbst bei übermässigen Preisverzerrungen füllen neue limitierte Aufträge die (elektronischen) Bücher, und die Liquiditätsversorgung bleibt hoch. Diese Ergebnisse deuten deshalb auf eine den Marktbedingungen und dem Echtzeit-Informationsfluss dynamisch angepasste Liquiditätsversorgung hin.

Der zweite wichtige Beitrag dieser Studie ist die Analyse des Preisfindungsprozesses und des Risikos asymmetrischer Informationen rund um die Veröffentlichung von firmenspezifischen Nachrichten. Dazu wird ein strukturelles Modell zur Schätzung der Transaktionskostenkomponenten verwendet, welches zwar Preisabstufungen berücksichtigt, jedoch auch auf die anhaltenden Auswirkungen des Handelsprozesses empfindlich reagiert. Dieses Modell geht weiter als einige der bestehenden Preisbildungsmodelle, welche auf dem autoregressiven Prozess des Order Flow basieren. Bei der Schätzung von Transaktionskostenkomponenten im Rahmen von öffentlichen Meldungen zeigen sich kaum Probleme der Negativauslese (adverse selection) und auch keine zusätzliche Kompensation für die Bereitstellung von Liquidität. Wenn sich aber eine Meldung in der Preisentwicklung stark bemerkbar macht, erhöhen sich gleichzeitig auch die Kostenkomponenten. Dies kann als Zeichen von Negativauslese und höherer Kompensation für Liquiditätsanbieter gedeutet werden.

Insgesamt liefert diese Studie empirische Ergebnisse über die Qualität des offenen Orderbuch-Systems mit limitierten Aufträgen. Es wird gezeigt, dass zwischen dem Bestellungs- und Informationsfluss eine dynamische Beziehung besteht. Ein weiteres Resultat ist, dass eine auf freiwilliger Liquiditätsbereitstellung basierende Marktstruktur zusätzliche Liquidität genau dann zur Verfügung stellen kann, wenn sie notwendig ist, d. h. wenn Informationen publik werden. Selbst wenn Meldungen ernsthafte Preisverzerrungen verursachen, bleibt die Liquiditätsversorgung gewährleistet, und die Kosten von Negativauslese und Auftragsabwicklung bilden sich auf ihr normales Niveau zurück.

Geld- und währungspolitische Chronik

Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte am 14. Dezember 2006 im Anschluss an die vierteljährliche Lagebeurteilung das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 1,5%–2,5%. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

Inhaltsverzeichnis 24. Jahrgang, 2006

Herausgeberin
Schweizerische Nationalbank
Volkswirtschaft
Börsenstrasse 15
Postfach
8022 Zürich

Gestaltung
Weiersmüller Bosshard Grüninger WBG, Zürich

Satz und Druck
Neidhart + Schön AG, Zürich

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
www.snb.ch

ISSN 1423–3789