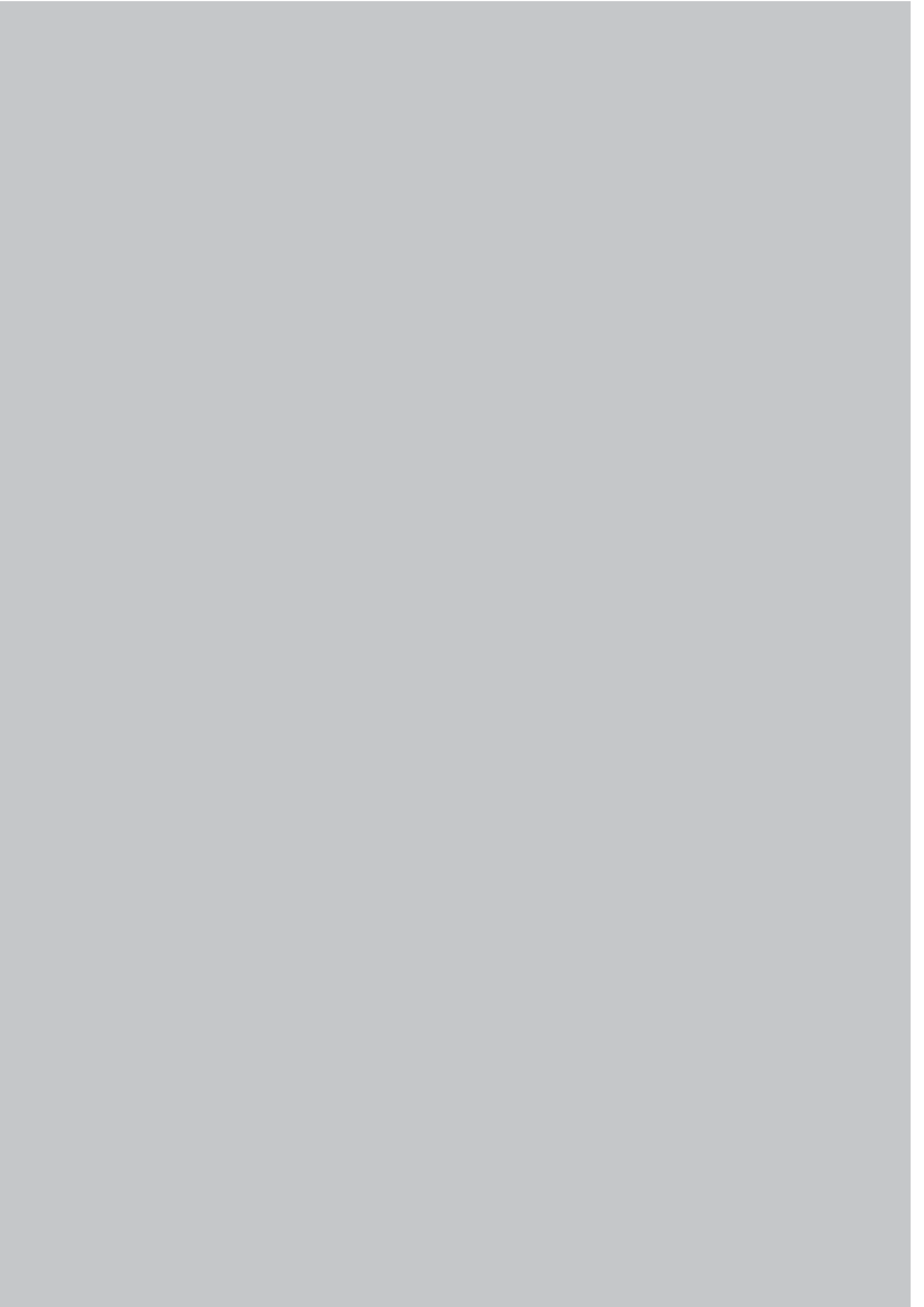


SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIONALE SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Quartalsheft



Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Juni

2/2007

25. Jahrgang

Inhalt

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

Bericht über die Geldpolitik (S. 6)

Die Weltwirtschaft zeigte sich in den ersten Monaten des Jahres 2007 in guter Verfassung. Während sich das robuste Wirtschaftswachstum in den meisten Ländern fortsetzte, verlor die amerikanische Konjunktur indessen weiter an Schwung. Die Aussichten blieben aber dank des selbst tragenden Konjunkturaufschwungs in Europa und Asien günstig. In der Politik wichtiger Zentralbanken zeigte sich das Bestreben, die Inflation in den angestrebten Zielbereichen zu halten. Die amerikanische Zentralbank führte ihre leicht restriktive Geldpolitik weiter, während die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik erneut straffte.

Auch in der Schweiz setzte sich der breit abgestützte Konjunkturaufschwung fort. Nach dem moderaten Wachstum im zweiten Halbjahr 2006 nahm das reale BIP im ersten Quartal kräftig zu, gestützt vor allem durch den privaten Konsum und die Exporte. Die gute Konjunkturlage zeigte sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Die Beschäftigung stieg erneut und die Arbeitslosigkeit bildete sich zurück.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Juni, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 2,00%–3,00% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich dieses Bandes zu halten. Mit der Anhebung des Dreimonats-Libor um weitere 25 Basispunkte stellt die SNB sicher, dass die Inflationsaussichten günstig bleiben.

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

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte von März bis Mai mit rund 160 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, vermitteln ein ungetrübbtes Konjunkturbild. Viele Gesprächspartner sahen ihre Erwartungen in den ersten Monaten des Jahres übertroffen. Verlangsamungstendenzen waren nicht in Sicht; verschiedentlich war sogar von einer Beschleunigung des Geschäftsgangs die Rede. Als Hauptsorge wurden weiterhin die massiven Preisaufschläge und Beschaffungsprobleme bei den Rohstoffen und Vorprodukten sowie vermehrt Kapazitätsengpässe genannt.

Generalversammlung der Aktionäre (S. 44)

Der Präsident des Bankrates der SNB, Hansueli Raggenbass, stellte an der 99. Generalversammlung vom 27. April das Verhältnis der SNB zu ihren Aktio-

nären in den Mittelpunkt. Die Gründung der SNB als eine durch ein eigenes Gesetz konstituierte Aktienbank mit einer einfachen Gewinnverteilungsregelung zugunsten der Kantone und des Bundes war damals ein mehrheitsfähiger Kompromiss. Hansueli Raggenbass erläuterte zuerst die wichtigsten Merkmale der SNB als Aktiengesellschaft und befasste sich dann mit der Entwicklung des Aktionariats. Er schloss mit einem Überblick über die wichtigsten Themen, welche die Aktionäre der SNB in den vergangenen hundert Jahren bewegt haben. Dazu gehören die im Vergleich zu Privatunternehmen verhältnismässig stark beschränkten Aktionärsrechte, die Diskussionen mit Vertretern der freiwirtschaftlichen Bewegung sowie die Auseinandersetzungen im Zusammenhang mit der ausserordentlichen Gewinnausschüttung an den Bund und die Goldverkäufe.

Der Präsident des Direktoriums, Jean-Pierre Roth, blickte in seinem Referat zunächst auf das Jahr 2006 zurück, das ein kräftiges Wirtschaftswachstum, begleitet von steigender Beschäftigung und sinkender Arbeitslosigkeit, brachte. Bemerkenswert ist der in den letzten Jahren erzielte Exporterfolg, der wesentlich auf die erfolgreiche Anpassung der Exportwirtschaft an das neue globale Umfeld zurückzuführen ist. Vor dem Hintergrund einer günstigen Konjunkturlage hat die SNB im Jahre 2006 die Normalisierung der Zinssätze fortgesetzt, um mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten. Die SNB agiert heute in einem vorteilhaften Umfeld. Dies war nicht immer so. Im zweiten Teil seines Referates erinnerte Jean-Pierre Roth an eine Reihe schwieriger Situationen, mit denen die SNB in ihrer hundertjährigen Geschichte konfrontiert war. Dazu gehören der 1. Weltkrieg, die Krise der Dreissigerjahre mit der Abwertung des Schweizer Frankens, der 2. Weltkrieg und schliesslich der Übergang zu flexiblen Wechselkursen als wichtigste geldpolitische Weichenstellung in den letzten hundert Jahren.

Swiss National Bank Working Papers (S. 56)

Zusammenfassungen von vier Aufsätzen: Jürg M. Blum, «Why ‹Basel II› may need a leverage ratio restriction», SNB Working Paper 2007-4; Samuel Reynard, «Maintaining low inflation: money, interest rates, and policy stance», SNB Working Paper 2007-5; Rina Rosenblatt-Wisch, «Loss aversion in aggregate macroeconomic time series», Working Paper 2007-6; Martin Brown, Maria Rueda Maurer, Tamara Pak und Nurlanbek Tynaev, «Banking sector reform and interest rates in transition economies: bank-level evidence from Kyrgyzstan», Working Paper 2007-7.

Bericht über die Geldpolitik

Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2007

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte Juni 2007 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
24	2.4 Güterpreise
27	3 Monetäre Entwicklung
27	3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen
30	3.2 Wechselkurse
31	3.3 Aktien-, Immobilien- und Rohwarenpreise
33	3.4 Geldaggregate
35	3.5 Kredite
36	4 Die Inflationsprognose der SNB
36	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
38	4.2 Inflationsprognose 2. Quartal 2007 bis 1. Quartal 2010
23	Ausländische Arbeitskräfte im Wandel
37	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 Juni 2007 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums von Mitte Juni 2007.

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

Überblick

Die Weltwirtschaft zeigte sich in den ersten Monaten des Jahres 2007 in guter Verfassung. Während sich das robuste Wirtschaftswachstum in den meisten Ländern fortsetzte, verlor die amerikanische Konjunktur indessen weiter an Schwung. Die Aussichten blieben aber dank des selbst tragenden Konjunkturaufschwungs in Europa und Asien günstig. Vor dem Hintergrund weltweit stark ausgelasteter Produktionskapazitäten nahmen jedoch die Inflationsrisiken zu. In der Politik wichtiger Zentralbanken zeigte sich das Bestreben, die Inflation in den angestrebten Zielbereichen zu halten. Die amerikanische Zentralbank setzte ihre leicht restriktive Geldpolitik trotz nachlassenden Wirtschaftswachstums fort, während die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik weiter straffte.

Die SNB passte das internationale Konjunkturszenario, das ihrer Inflationsprognose zugrunde liegt, an. Aufgrund des jüngsten Anstiegs der Erdölpreise geht sie von weltweit höheren Konsumteuerungsraten aus. Gleichzeitig revidierte sie die BIP-Prognose für die USA leicht nach unten und diejenige für Europa leicht nach oben. Mittelfristig rechnet die SNB in beiden Wirtschaftsräumen mit einem robusten Wirtschaftswachstum.

In der Schweiz setzte sich der breit abgestützte Konjunkturaufschwung im ersten Halbjahr 2007 fort. Nach dem moderaten Wachstum im zweiten Halbjahr 2006 nahm das reale BIP im ersten Quartal kräftig zu, gestützt vor allem durch den privaten Konsum und die Exporte. Die Beschäftigung erhöhte sich und die Arbeitslosenquote sank. Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten März bis Mai 2007 mit Vertretern aus verschiedenen Branchen führten, zeigten ein ungetrübtes Konjunkturbild. Als Hauptsorgen wurden die massiven Preisaufschläge und Beschaffungsprobleme bei den Rohstoffen und Vorprodukten sowie vermehrt Kapazitätsengpässe genannt.

Die SNB revidierte ihre BIP-Prognose nach oben und rechnet nun für das Jahr 2007 mit einem realen BIP-Wachstum von gegen 2,5%. Das prognostizierte BIP-Wachstum liegt damit weiterhin über dem geschätzten Potenzialwachstum. Dies widerspiegelt sich in einer starken Auslastung der Produktionskapazitäten und in einem Rückgang der Arbeitslosigkeit. Die wichtigsten Nachfrageimpulse gehen in der Prognose vom privaten Konsum aus, der von der guten Einkommens- und Beschäf-

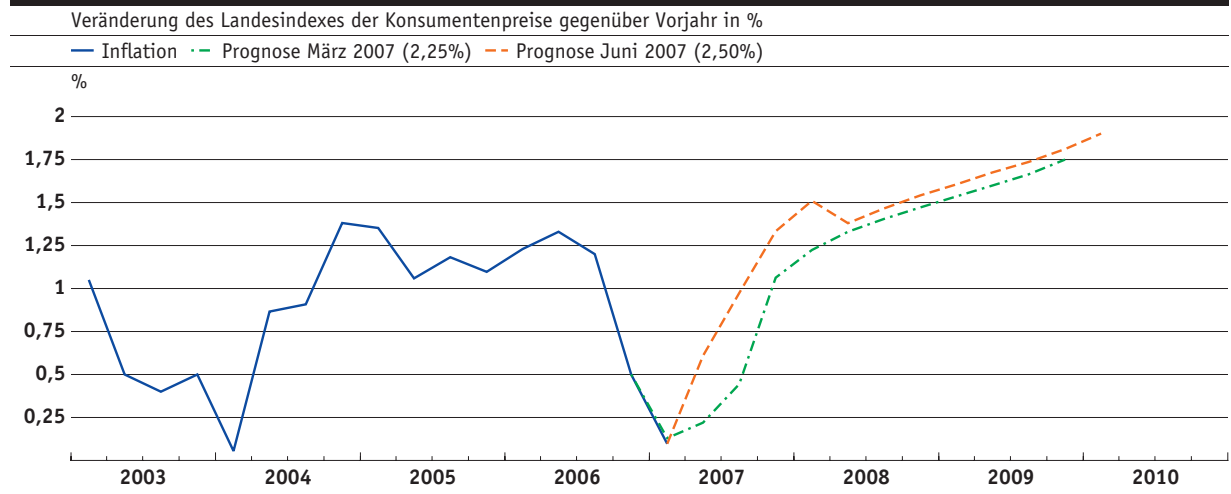
tigungsentwicklung profitieren sollte. Die Bauinvestitionen konsolidieren sich auf hohem Niveau, während die Ausrüstungsinvestitionen anziehen dürften. Angesichts der guten Weltkonjunktur bleiben die Exporte eine bedeutende Konjunkturstütze, doch wird das Exportwachstum vermutlich geringer ausfallen als im Vorjahr.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Juni, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 2%–3% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich dieses Bandes zu halten.

Gemäss der Inflationsprognose vom Juni, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 2,50% beruht, haben sich die Teuerungsaussichten gegenüber der Lagebeurteilung von März verschlechtert. Die Gründe sind die Verteuerung des Erdöls, die stärker als erwartete Konjunktur und die weitere Abschwächung des Frankens, welche die angestrebte Straffung der monetären Rahmenbedingungen zunichte machte.

Mit der Anhebung des Dreimonats-Libor um weitere 25 Basispunkte stellt die SNB sicher, dass die Inflationsaussichten günstig bleiben. Die Einschätzung der Inflationsaussichten ist jedoch mit grösseren Unsicherheiten behaftet. Zum einen wirken strukturelle Veränderungen in der Wirtschaft nach wie vor preisdämpfend. Zum anderen steigt angesichts der starken Auslastung der Produktionskapazitäten und der Wechselkursentwicklung die Gefahr, dass höhere Produktionskosten zunehmend auf die Preise überwältzt werden. Bleibt die Konjunkturdynamik unverändert oder sollte die Entwicklung des Frankens die monetären Rahmenbedingungen weiter lockern, sind weitere Zinserhöhungen in den nächsten Monaten wahrscheinlich.

Inflationsprognose März 2007 mit Libor 2,25% und Juni 2007 mit Libor 2,50%



Inflationsprognose Juni 2007, Libor 2,50%

	2007	2008	2009
Durchschnittliche Jahresinflation in %	0,8	1,5	1,7

1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Weltwirtschaft zeigte sich in den ersten Monaten des Jahres 2007 in guter Verfassung. Während sich das robuste Wirtschaftswachstum in den meisten Ländern fortsetzte, verlor die amerikanische Konjunktur indessen weiter an Schwung. Die Aussichten blieben aber dank des selbst tragenden Konjunkturaufschwungs in Europa und Asien günstig.

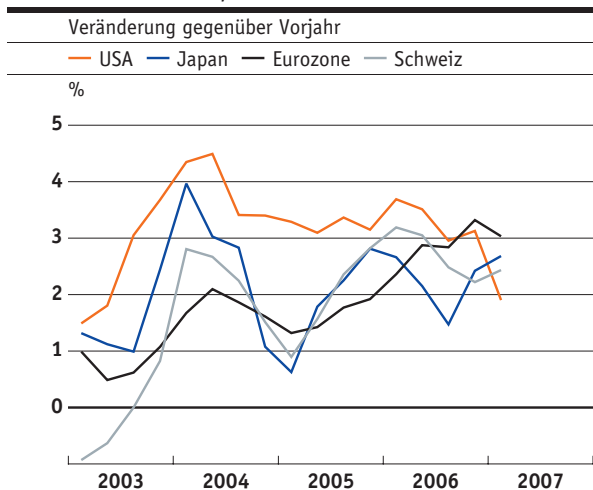
Das Vertrauen in die europäische und asiatische Konjunktur widerspiegelt sich in den BIP-Konsensusprognosen für die Eurozone und Japan, die zwischen Februar und Mai stiegen (vgl. Tabelle 1.1). Allerdings bestehen für die Weltkonjunktur auch Risiken. So nimmt angesichts der weltweit stark ausgelasteten Produktionskapazitäten die Inflationsgefahr zu. Dies gilt vor allem für den Fall weiter steigender Erdölpreise. Zudem bergen die in einigen Ländern überhitzten Immobilien- und Finanzmärkte sowie die anhaltenden Ungleichgewichte in den Ertragsbilanzen das Risiko abrupter Preisanpassungen.

Schwaches Wirtschaftswachstum in den USA

Im ersten Quartal stieg das reale BIP in den USA lediglich um 0,6% gegenüber der Vorperiode, nachdem es bereits in den vorangegangenen drei Quartalen nur moderat gestiegen war. Konjunkturdämpfend wirkte vor allem der anhaltende Konsolidierungsprozess auf dem Immobilienmarkt, der von einem starken Rückgang der Wohnbauinvestitionen begleitet war. Zudem nahmen auch die Lager und die Exporte ab. Dagegen wuchs der private Konsum erneut kräftig.

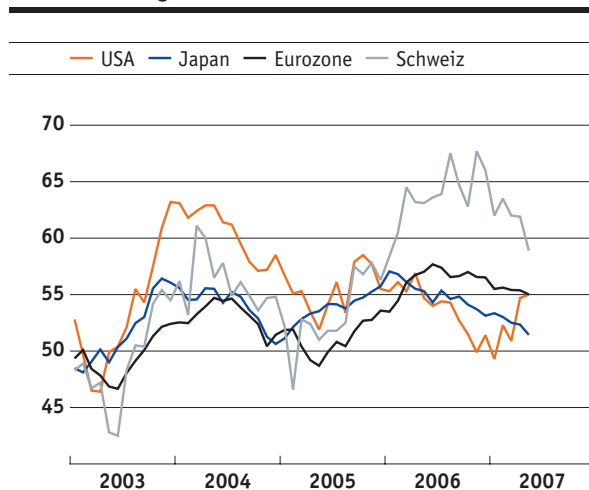
Die Chancen für eine allmähliche konjunkturelle Belebung in den USA sind indessen gut. So mehrten sich im April die Anzeichen, dass die Industriekonjunktur wieder anzieht. Angesichts der robusten Weltkonjunktur stehen auch die Aussichten für eine Erholung der Exporte günstig. Der private Konsum wird zudem weiterhin durch die steigende Beschäftigung gestützt. Demgegenüber besteht allerdings das Risiko, dass sich der Stabilisierungsprozess auf dem Wohnungsmarkt hinzieht, nachdem die Zahl der Neubaubewilligungen bis zuletzt stark gesunken ist. Auch belasten die stark erhöhten Benzinpreise den privaten Konsum. Dazu kommen Kostensteigerungen bei den Rohstoffen und Löhnen, welche das Gewinnwachstum bremsen und tendenziell auf die Investitionstätigkeit drücken. Vor diesem Hintergrund sank die BIP-Konsensusprognose für das Jahr 2007 zwischen Februar und Mai von 2,8% auf 2,1%.

Grafik 1.1
Reales Bruttoinlandprodukt



Quellen: Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO), Thomson Datastream

Grafik 1.2
Einkaufsmanager-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

Günstige Konjunktur in der Eurozone

Auch in der Eurozone schwächte sich das reale BIP-Wachstum im ersten Quartal ab. Es betrug noch 2,4%, gegenüber 3,5% in der Vorperiode. Die wichtigsten Auftriebskräfte gingen von den Investitionen aus. Der private Konsum sank dagegen gegenüber der Vorperiode als Folge der bremsenden Effekte der höheren Mehrwertsteuer in Deutschland.

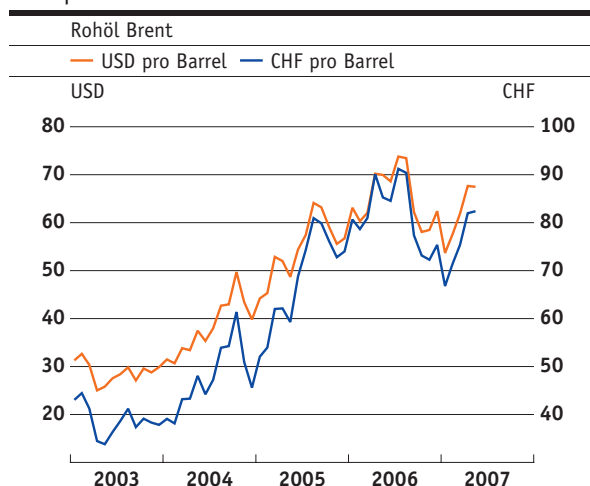
Dieser Verlangsamung steht indessen eine Reihe günstiger Faktoren gegenüber, welche der europäischen Konjunktur wieder verstärkten Auftrieb geben dürften. Dazu gehört die kontinuierliche Verbesserung der Konsumentenstimmung, die vom Rückgang der Arbeitslosenquote profitiert. Zusammen mit den steigenden Haushaltseinkommen dürfte dies den privaten Konsum auch in den nächsten Quartalen stützen. Angesichts der hohen Kapazitätsauslastung und der guten Ertragslage der Unternehmen kann auch mit einer anhaltenden kräftigen Investitionstätigkeit gerechnet werden. Tendenziell konjunkturdämpfend wirken dagegen der stärkere Euro, die höheren Erdölpreise sowie die Straffung der Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank. In einigen Ländern mehrten sich denn auch die Zeichen, dass die Bautätigkeit den Zenit erreicht hat. Die Konsensusprognose für das BIP-Wachstum 2007 stieg indessen von 2,1% im Februar auf 2,5% im Mai.

... und in Asien

In Japan fiel das reale BIP-Wachstum im ersten Quartal mit 2,4% nur halb so hoch aus wie in der Vorperiode. Während die Investitionstätigkeit nach dem starken Anstieg im Jahre 2006 nachliess, lieferten der private Konsum und die Exporte bedeutende Wachstumsbeiträge. In den nächsten Quartalen dürfte die japanische Wirtschaft auf ihrem soliden Wachstumspfad bleiben, gestützt durch die prosperierende Konjunktur in Ostasien, den Rückgang des Yenurses sowie wieder steigende Löhne. Die Konsensusprognose für das BIP-Wachstum im Jahre 2007 stieg bis Mai auf 2,2%, gegenüber 1,9% im Februar.

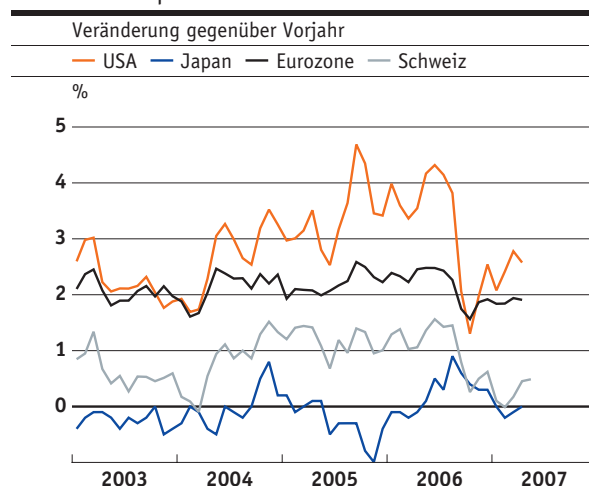
In China setzte sich das kräftige Wirtschaftswachstum fort. Das reale BIP lag im ersten Quartal 11,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand und wuchs damit im fünften aufeinander folgenden Quartal um mehr als 10%. Begünstigt durch die hohe Liquiditätsversorgung zogen die Unternehmensinvestitionen wieder an, nachdem sie im zweiten Halbjahr 2006 etwas an Schwung verloren hatten. Trotz des leicht steigenden Kurses der chinesischen Währung expandierten auch die Exporte kräftig. Die BIP-Konsensusprognose vom Mai für 2007 betrug 10%.

Grafik 1.3
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

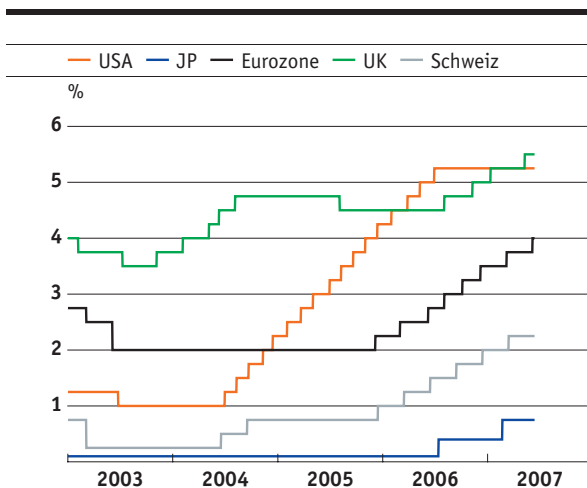
Sinkende Kernteuerung in den USA – Anstieg in Europa

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahresteuierung entwickelte sich in den grossen Industrieländern unterschiedlich. In den USA stieg die Jahresteuierung infolge steigender Preise für Benzin und Nahrungsmittel von Januar bis April um 0,5 Prozentpunkte auf 2,6%. Demgegenüber sank die Kernteuerung, welche die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, um 0,3 Prozentpunkte auf 2,4%. In der Eurozone erhöhte sich die gesamte Jahresteuierung von Januar bis April um 0,1 Prozentpunkte auf 1,9%. Die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel, Alkohol, Tabak und Energie) stieg im gleichen Zeitraum etwas stärker als die gesamte Jahresteuierung und lag im April ebenfalls bei 1,9%. Zu diesem Anstieg trugen insbesondere die durch die Anhebung der deutschen Mehrwertsteuer ausgelösten Preissteigerungen bei den Dienstleistungen bei. In Japan verharrten die Konsumentenpreise zwischen Januar und April auf ihrem Vorjahresniveau, während sich die Kernteuerung (ohne Energie und Nahrungsmittel) im negativen Bereich bewegte (-0,2%).

Wachsame Zentralbanken

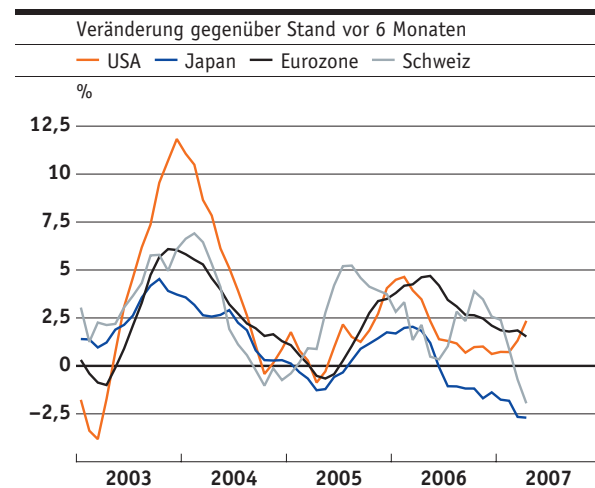
In der Politik wichtiger Zentralbanken zeigte sich das Bestreben, die Inflation in den angestrebten Zielbereichen zu halten. Die amerikanische Zentralbank setzte ihre leicht restriktive Geldpolitik trotz nachlassenden Wirtschaftswachstums fort und beliess den Tagesgeldsatz bei 5,25%. Demgegenüber straffte die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik weiter und hob den Hauptrefinanzierungssatz Anfang Juni um 0,25 Prozentpunkte auf 4,0% an. Sie begründete ihren Entscheid mit der anhaltenden Inflationsgefahr, die sowohl von der monetären als auch realwirtschaftlichen Entwicklung ausging. Auch die chinesische Zentralbank verschärfte ihre Geldpolitik mittels verschiedener Instrumente. Dabei erhöhte sie unter anderem den Mindestreservesatz von Februar bis Juni schrittweise um 1,5 Prozentpunkte auf 11,5%. Die japanische Zentralbank liess den Tagesgeldsatz unverändert bei 0,5%, nachdem sie ihn im Februar um 0,25 Prozentpunkte angehoben hatte.

Grafik 1.5
Offizielle Zinssätze



Quellen: Thomson Datastream, SNB

Grafik 1.6
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

	Wirtschaftswachstum ¹				Teuerung ²			
	Februar		Mai		Februar		Mai	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
USA	2,7	3,0	2,1	2,8	1,7	2,3	2,4	2,3
Japan	1,9	2,3	2,2	2,2	0,2	0,6	0,1	0,5
Eurozone	2,1	2,1	2,5	2,2	2,0	1,9	1,9	1,9
Deutschland	1,7	2,0	2,4	2,3	1,9	1,5	1,8	1,5
Frankreich	1,9	1,9	2,1	2,1	1,5	1,7	1,4	1,6
Italien	1,3	1,5	1,8	1,6	1,9	2,0	1,8	1,9
Vereinigtes Königreich	2,6	2,4	2,7	2,3	2,3	2,0	2,3	1,9
Schweiz	2,0	1,9	2,2	2,0	0,6	1,0	0,5	1,1

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: Consensus Forecasts, Februar 2007, Mai 2007. 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

Kräftiges BIP-Wachstum

In der Schweiz zog das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2007 an. Gemäss Schätzung des SECO stieg das reale BIP gegenüber dem vierten Quartal 2006 um 3,2% und lag damit 2,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Während der private Konsum weiter kräftig zunahm, liessen die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen leicht nach. Auch das Wachstum der Exporte verlor an Schwung. Da jedoch die Importe nach dem massiven Anstieg im vierten Quartal nur geringfügig wuchsen, leistete der Aussenhandel insgesamt einen bedeutenden Wachstumsbeitrag.

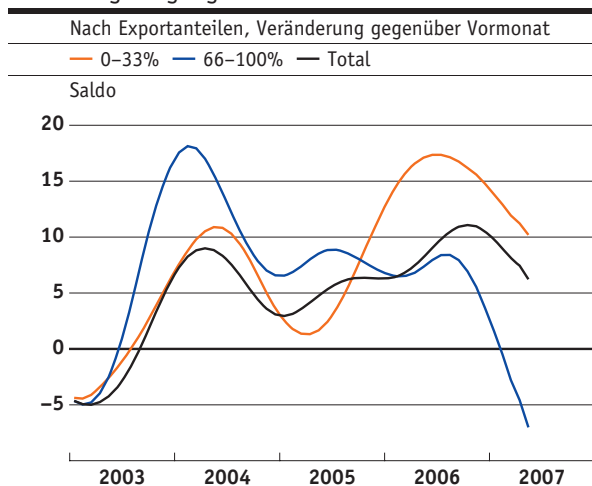
Nach Branchen gegliedert gingen die wichtigsten Impulse von den Banken, vom Transport- und Kommunikationssektor sowie vom Handel aus. Demgegenüber fiel der Wachstumsbeitrag des Gastgewerbes, der Versicherungen und der Industrie leicht negativ aus.

Anhaltend gute Industriekonjunktur

Trotz gemäss Quartalsschätzung leicht tieferer Wertschöpfung befand sich der Industriesektor weiterhin in einer sehr guten Verfassung. Sowohl der Bestellungseingang als auch die Produktion nahmen im ersten Quartal zu, wenn auch das Expansionstempo etwas nachliess. Der Auftragsvorrat bewegte sich weiterhin auf einem sehr hohen Stand. Gemäss den Angaben des Bundesamtes für Statistik (BFS) stieg die Produktion in der verarbeitenden Industrie im ersten Quartal um 7,9% und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 8,4%.

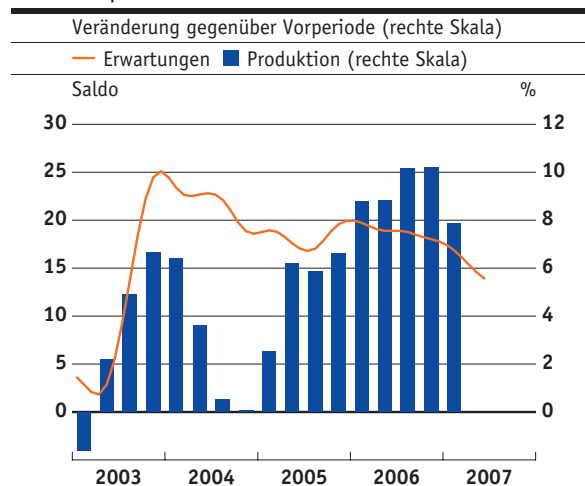
Gemäss den Umfrageergebnissen verlor der Bestellungseingang im zweiten Quartal weiter an Schwung und die befragten Unternehmen schätzten die kurzfristigen Aussichten etwas verhaltener ein als noch zu Jahresbeginn. Diese Entwicklung betraf vor allem die Exportindustrie, darunter insbesondere die Sparten Chemie und Pharma.

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

	2003	2004	2005	2006	2005			2006				2007
					2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Privater Konsum	0,8	1,5	1,3	1,9	1,2	2,7	2,7	0,6	2,3	2,2	2,7	2,8
Staatlicher Konsum	2,6	-0,8	-1,6	-0,5	-0,7	-2,6	0,1	2,4	-5,3	3,3	-1,1	0,8
Anlageinvestitionen	-1,4	4,5	3,2	3,7	15,3	-5,6	0,4	3,9	10,1	5,1	1,6	-2,6
Bau	1,8	3,9	3,5	0,1	27,2	-11,5	-4,1	-1,7	7,2	2,7	-2,4	-4,1
Ausrüstungen	-3,9	4,9	2,9	6,9	6,0	-0,3	4,4	9,0	12,5	7,1	4,9	-1,2
Inländische Endnachfrage	0,5	1,9	1,4	2,1	4,0	0,0	1,8	1,5	3,1	3,0	2,0	1,3
Inlandnachfrage	0,4	1,5	1,1	2,1	-0,4	2,2	5,6	1,1	3,2	-6,8	13,3	-5,3
Exporte total	-0,4	8,4	6,4	10,1	26,5	7,6	9,9	13,3	0,7	12,4	13,8	6,7
Waren	-0,1	7,8	5,8	11,8	34,5	-1,4	10,3	21,6	-0,0	16,1	15,9	10,7
ohne EESKA ¹	0,7	7,6	6,3	11,2	40,2	-3,5	9,6	16,7	7,5	9,4	16,4	7,5
Dienstleistungen	-1,4	10,0	8,0	5,4	7,8	35,0	8,8	-6,1	2,8	2,4	7,9	-4,0
Gesamtnachfrage	0,1	3,7	2,9	4,8	8,0	4,0	7,1	5,1	2,3	-0,4	13,4	-1,1
Importe total	1,0	7,4	5,3	9,8	19,9	4,4	18,1	11,5	1,3	-5,2	44,1	-9,8
Waren	2,2	6,4	5,5	10,6	23,2	3,9	18,5	13,6	0,2	-6,3	51,3	-11,7
ohne EESKA ¹	2,8	6,6	5,1	8,9	20,8	5,6	15,1	13,8	-0,3	-9,3	39,7	0,7
Dienstleistungen	-4,8	12,1	4,4	6,3	5,9	6,3	15,9	1,1	6,7	0,5	12,0	0,9
BIP	-0,2	2,3	1,9	2,7	3,6	3,9	2,9	2,4	2,8	1,8	2,0	3,2

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

Nach oben revidiertes BIP-Wachstum für 2007

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten März bis Mai 2007 mit rund 160 Vertretern aus verschiedenen Branchen führten, zeigten demgegenüber einen unverändert kräftigen Konjunkturaufschwung. Viele Gesprächspartner sahen ihre Erwartungen in den ersten Monaten des Jahres übertroffen. Eine Verlangsamung des Geschäftsgangs war nicht in Sicht; vielmehr war verschiedentlich von einer Beschleunigung die Rede. Als Hauptsorgen wurden weiterhin die massiven Preisaufschläge und Beschaffungsprobleme bei den Rohstoffen und Vorprodukten sowie vermehrt Kapazitätsengpässe genannt (vgl. «Die Konjunktur aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte», Juni 2007).

Die SNB revidierte ihre BIP-Prognose leicht nach oben und rechnet nun für das Jahr 2007 mit einem realen BIP-Wachstum von gegen 2,5%. Das prognostizierte BIP-Wachstum liegt damit weiterhin über dem geschätzten Potenzialwachstum. Dies widerspiegelt sich in einer anhaltend starken Auslastung der Produktionskapazitäten und in einem Rückgang der Arbeitslosigkeit. Die wichtigsten Nachfrageimpulse gehen in der Prognose vom privaten Konsum aus, der von der guten Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung profitieren sollte. Die Bauinvestitionen konsolidieren sich auf hohem Niveau, während die Ausrüstungsinvestitionen an-

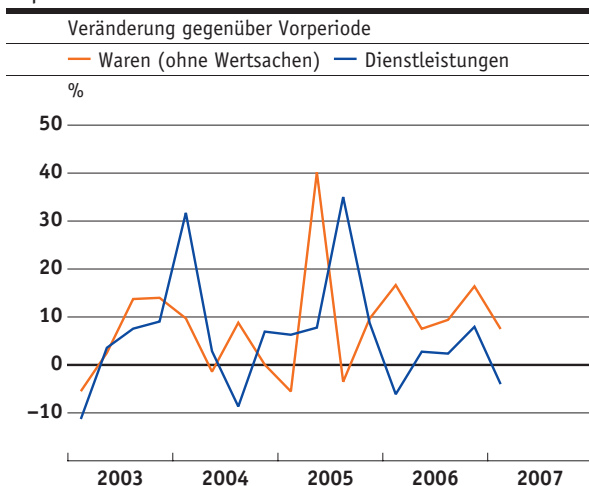
ziehen dürften. Angesichts der guten Weltkonjunktur bleiben die Exporte eine bedeutende Konjunkturstütze, doch wird das Exportwachstum vermutlich geringer ausfallen als im Vorjahr.

Verlangsamtes Export- und Importwachstum

Die für 2007 erwartete leichte Abschwächung des Exportwachstums manifestierte sich im ersten Quartal. Die realen Exporte (ohne Wertsachen) nahmen gegenüber der Vorperiode verlangsamt zu und stiegen im Vorjahresvergleich noch um 8,0%, gegenüber 9,4% im vierten Quartal 2006. Die Ausfuhren von Dienstleistungen bildeten sich gegenüber der Vorperiode leicht zurück, wobei insbesondere die Einnahmen aus dem Transithandel deutlich geringer ausfielen als im vierten Quartal.

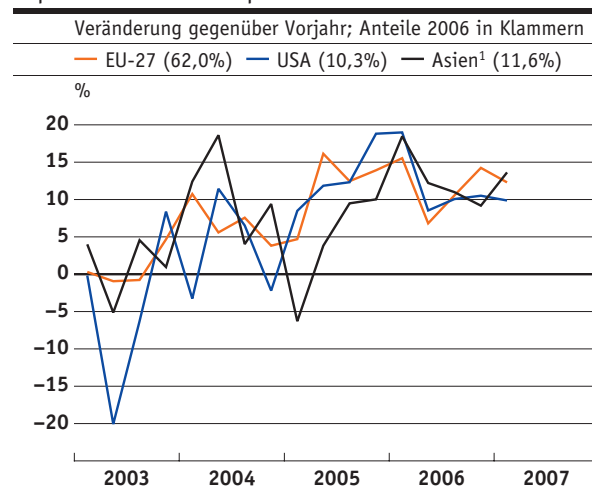
Die Warenexporte expandierten mit gut 7% halb so stark wie in der Vorperiode, wobei sich die Auftriebskräfte von den Konsum- zu den Investitionsgütern verlagerten. Innerhalb der Konsumgüter liessen vor allem die Chemie- und Pharmaxporte nach. Bei den Investitionsgütern waren es die Ausfuhren von Maschinen und Präzisionsinstrumenten, die verstärkt zulegten. Obschon sich der Franken gegenüber dem Euro weiter abschwächte, verloren die Warenlieferungen in die EU an Schwung. Auch die Ausfuhren in die USA verlangsamten sich. Demgegenüber expandierten die Exporte nach Asien kräftig. Im April schwächte sich das Wachstum der

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)

Exporte weiter ab. Da gemäss verschiedenen Umfragen auch die Bestellungen in den letzten Monaten verlangsamt zunahm, dürfte das Exportwachstum in den nächsten Monaten moderat ausfallen.

Die realen Importe (ohne Wertsachen) nahmen im ersten Quartal nur noch geringfügig zu, nachdem sie im Vorquartal massiv gestiegen waren. Im Vorjahresvergleich erhöhten sie sich um 5,9%, gegenüber 8,9% im vierten Quartal 2006. Die ausgeprägte Wachstumsverlangsamung betraf sowohl die Importe von Waren als auch von Dienstleistungen, wobei im Dienstleistungsbereich vor allem die rückläufigen Ausgaben für Bankkommissionen ins Gewicht fielen. Bei den Waren sanken die Einfuhren von Energieträgern, während jene von Investitionsgütern stagnierten und jene von Konsumgütern verlangsamt wuchsen.

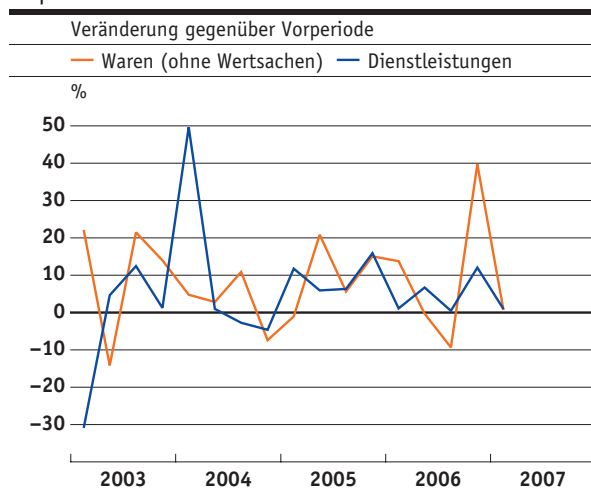
Kräftig expandierende Konsumausgaben

Der private Konsum bildete im ersten Quartal die bedeutendste Konjunkturstütze. Gegenüber der Vorperiode stieg er um 2,8% und übertraf damit den entsprechenden Vorjahresstand um 2,5%. Be-

sonders günstig entwickelte sich der Güterkonsum. Die realen Detailhandelsumsätze wuchsen gegenüber der Vorperiode um rund 6%, gestützt durch eine kräftige Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern wie Möbel, Unterhaltungselektronik und Bekleidung. Auch die Neuzulassungen von Personenwagen stiegen bis zuletzt deutlich (März). Verhaltener entwickelte sich dagegen der Binnentourismus, der als Gradmesser für den Dienstleistungskonsum gilt. Die Zahl der Hotelübernachtungen inländischer Gäste lag in den ersten drei Monaten unter dem Vorjahresstand, was teilweise auf die schlechten Schneeverhältnisse zurückzuführen sein dürfte. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH im Gastgewerbe blieben die befragten Hotelleriebetriebe hinsichtlich der kommenden Sommersaison optimistisch.

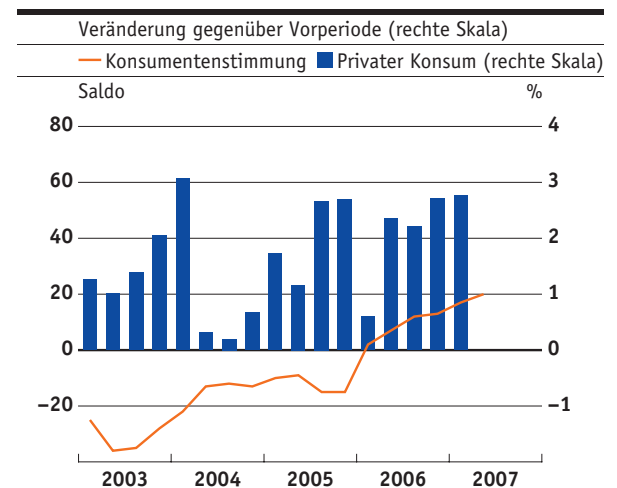
Die Aussichten für den privaten Konsum sind günstig. Die realen Arbeitnehmereinkommen dürften in diesem Jahr mit 2,9 stärker steigen als im Vorjahr, wobei der Zuwachs zu fast gleichen Teilen auf die höhere Beschäftigung und die Zunahme der Reallöhne (inklusive Bonuszahlungen) zurück-

Grafik 2.5
Importe



Quelle: SECO

Grafik 2.6
Privater Konsum



Quelle: SECO

zuführen ist. Auch der Index der Konsumentenstimmung stieg im April weiter und erreichte damit beinahe den Höchststand vom Frühling 2001. Die befragten Haushalte schätzten sowohl ihre eigenen finanziellen Perspektiven als auch die Sicherheit der Arbeitsplätze erneut besser ein als in der Vorperiode.

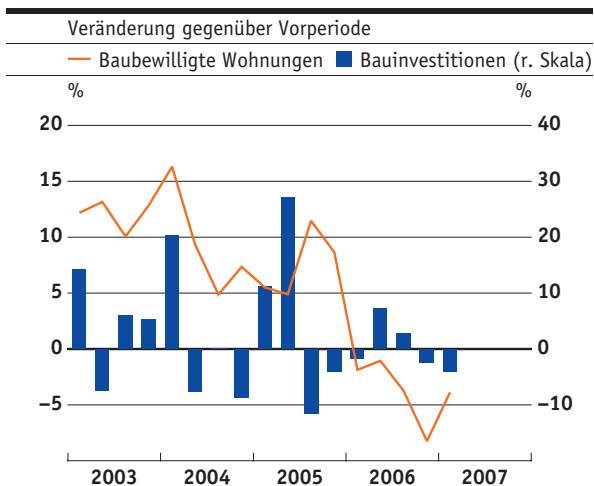
Rückläufige Bau- und Ausrüstungsinvestitionen

Die Bauinvestitionen sanken im ersten Quartal um 4,1% gegenüber der Vorperiode und übertrafen damit den Vorjahresstand noch um 0,8%. Sowohl der Wohnungs- als auch der Geschäftsbau verloren an Schwung. Für die kommenden Quartale deuten die leicht rückläufigen Wohnbaubewilligungen und der sinkende Arbeitsvorrat im Geschäftsbau auf eine verhaltene Entwicklung der Bauinvestitionen hin. Dämpfend wirken die höheren Hypothekenzinsen und Baupreise sowie – im Geschäftsbau – der anhaltend hohe Leerbestand bei den Büroflächen. Die erwartete Abflachung im Bereich des Wohnungsbaus entspricht einer Konsolidierung auf

hohem Niveau, nachdem sich die Zahl der neu erstellten Wohnungen seit dem Tiefpunkt im Jahre 2001 von jährlich 28 600 auf 41 700 im Jahre 2006 erhöht hat.

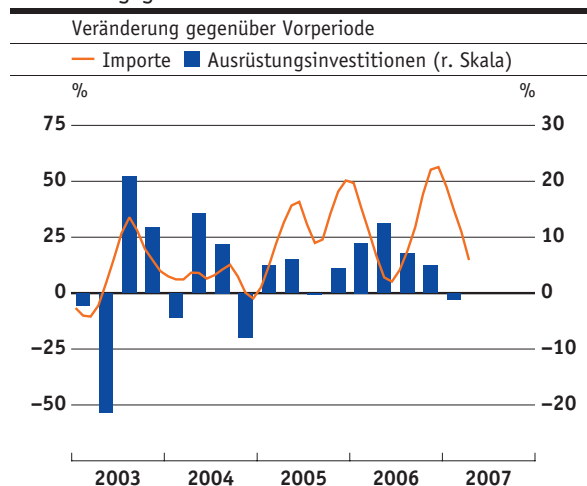
Auch die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht ab und übertrafen den Vorjahresstand noch um 5,7%. Die Investitionen in IT-Güter, wo ein beträchtlicher Nachholbedarf besteht, expandierten dabei deutlich. Dagegen nahmen die Investitionsausgaben für Maschinen und Präzisionsinstrumente ab. Angesichts der hohen Kapazitätsauslastung und der ausgezeichneten Ertragslage in der Industrie überraschte diese Flaute. Auch steht sie im Gegensatz zu den Umfrageergebnissen und den Gesprächen der SNB-Delegierten mit Unternehmen, welche auf eine steigende Investitionstätigkeit in der Industrie hindeuten. Die SNB geht deshalb davon aus, dass die Ausrüstungsinvestitionen im Laufe des Jahres auch in diesem Bereich anziehen werden.

Grafik 2.7
Bau



Quellen: BFS, SECO

Grafik 2.8
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, SECO

2.2 Kapazitätsauslastung

Weitere Zunahme der Kapazitätsauslastung

Die Auslastung der technischen Kapazitäten in der Industrie stieg im ersten Quartal gemäss der vierteljährlichen Umfrage der KOF/ETH auf 88,5% (Grafik 2.9). Gleichzeitig gab die überwiegende Mehrheit der befragten Unternehmen an, ihre Kapazitäten zu erweitern (Grafik 2.9). Nebst den technischen Kapazitäten beurteilten die Firmen die Verfügbarkeit von Arbeitskräften vermehrt als Produktionshemmnis.

Die Umfragen der KOF/ETH in den nichtindustriellen Branchen deuten darauf hin, dass die Kapazitätsauslastung auch dort weiter zunahm. Im Bausektor stieg der Nutzungsgrad der Maschinen ein weiteres Mal, im Grosshandel befanden sich die Lieferfristen auf einem historischen Höchststand und das Gastgewerbe meldete eine steigende Zimmerbelegung. Die Banken meldeten dagegen weiterhin keine Kapazitätsengpässe.

Weiterhin leichter Produktionsüberhang

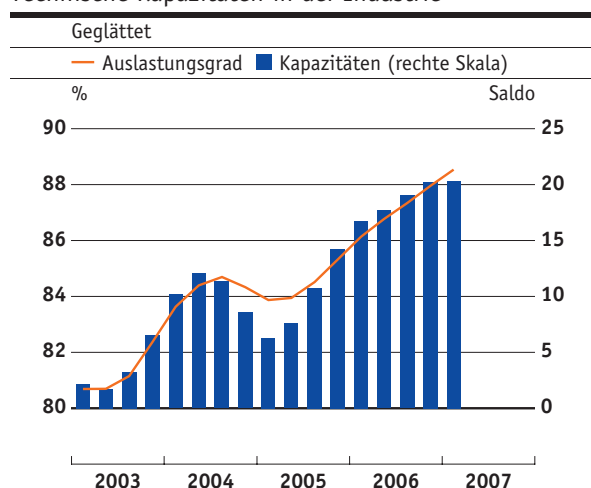
Als umfassendes Mass der Auslastung der Kapazitäten dient die Produktionslücke, welche als prozentuale Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial berechnet wird. Dieses Mass berücksichtigt nebst der Auslastung der technischen Kapazitäten auch die Anspannungssituation auf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

Im ersten Quartal nahm das reale BIP mit 3,2% deutlich stärker zu als das gemäss Produktionsfunktionsansatz geschätzte Produktionspotenzial. Damit stieg die entsprechende Produktionslücke auf 1,1%. Die beiden Filterverfahren ergaben wie in den Vorquartalen einen geringeren Produktionsüberhang als der Produktionsfunktionsansatz. Darin kommt zum Ausdruck, dass die Filtermethoden in einem grösseren Mass dazu tendieren, Veränderungen des BIP-Wachstums als dauerhaft zu interpretieren.

Der Produktionsfunktionsansatz ermöglicht eine Zerlegung des Produktionsüberhangs in die Faktoren Kapital, Arbeit und Gesamtfaktorproduktivität. Diese zeigt, dass im ersten Quartal erneut das Kapital überdurchschnittlich stark ausgelastet war. Der Beitrag der Auslastung des Faktors Arbeit war neutral, während sich die Gesamtfaktorproduktivität wie im letzten Quartal leicht unter ihrem Trend bewegte. Eine ökonomische Interpretation der Entwicklung der Gesamtfaktorproduktivität ist in der kurzen Frist allerdings schwierig, da Veränderungen der Gesamtfaktorproduktivität als Residualgrösse neben kurzfristigen Produktivitätsschwankungen auch Messfehler bei den Faktoren Kapital und Arbeit beinhalten.

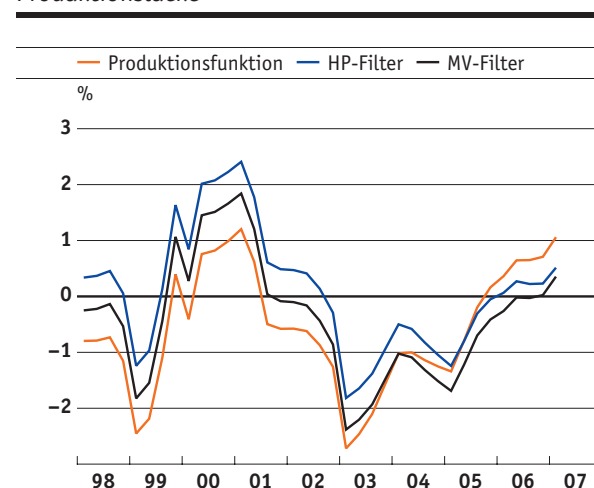
Die Produktionslücke dürfte sich in den nächsten Quartalen stabilisieren. Zum einen wird sich das BIP-Wachstum gemäss Schätzungen der SNB in Richtung Potenzialwachstum abschwächen. Zum anderen kann davon ausgegangen werden, dass das Potenzialwachstum infolge einer verstärkten Zunahme der Erwerbsbevölkerung und der Investitionstätigkeit leicht steigt.

Grafik 2.9
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10
Produktionslücke



Quelle: SNB

2.3 Arbeitsmarkt

Robustes Beschäftigungswachstum

Die gute Konjunkturlage zeigte sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Die Zahl der Beschäftigten erhöhte sich im ersten Quartal weiter, wenn auch etwas weniger stark als im vierten Quartal 2006. Gegenüber der Vorperiode nahm sie um 1,8% zu und übertraf damit den Vorjahresstand um 1,6%. Alle Sektoren trugen zum Anstieg bei. Mit einem Zuwachs von 3,3% bzw. 4,8% nahm die Beschäftigung in der Industrie und in der Bauwirtschaft stärker zu als in der Vorperiode. Demgegenüber verlangsamte sich der Stellenzuwachs im Dienstleistungssektor (1,2%); er fällt damit weiterhin moderater aus als im Konjunkturaufschwung der Jahre 1997–2001. Am stärksten bauten die Banken und Versicherungen sowie – in geringerer Masse – der Detailhandel den Personalbestand aus.

Auf Vollzeitstellen umgerechnet erhöhte sich das Arbeitsvolumen im ersten Quartal um 2,4% gegenüber der Vorperiode. Überdurchschnittlich stark stiegen die Vollzeitstellen. Demgegenüber nahm die Zahl der Stellen mit einem Arbeitspensum von weniger als 50% ab.

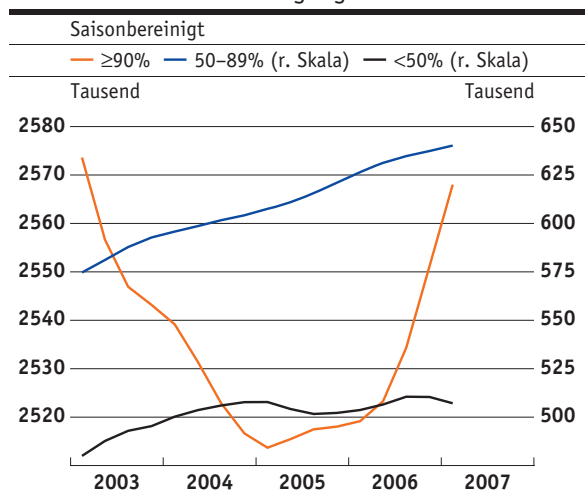
Sinkende Arbeitslosigkeit

Bereinigt um Saisoneinflüsse sank die Zahl der bei den Arbeitsämtern gemeldeten Arbeitslosen von Januar bis Mai auf 110 000 Personen und die Arbeitslosenquote verringerte sich von 3% auf 2,8%. Im gleichen Zeitraum bildete sich die Zahl der Stellensuchenden auf 170 100 Personen zurück, was einem Rückgang der Quote der Stellensuchenden um 0,3 Prozentpunkte auf 4,3% entspricht.

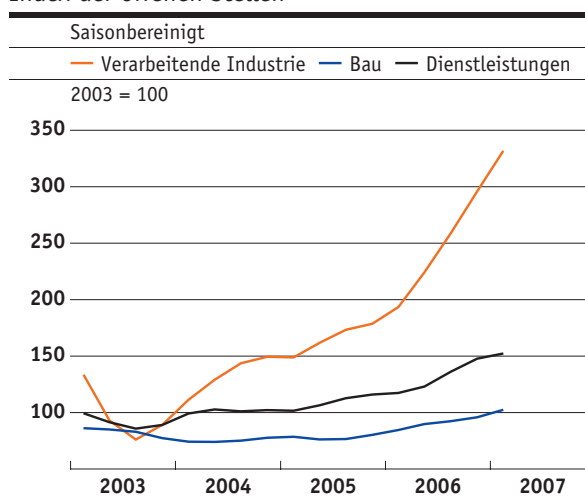
Günstige Beschäftigungsaussichten

Die Entwicklung der offenen Stellen deutet auf eine weiterhin günstige Beschäftigungsentwicklung hin. Gemäss dem vom BFS berechneten Index der offenen Stellen gilt dies vor allem für die Industrie und die Bauwirtschaft. Dagegen nahm die Zahl der offenen Stellen im Dienstleistungssektor verlangsamt zu, was vor allem auf den Rückgang des Stellenangebots im Finanzsektor zurückzuführen ist.

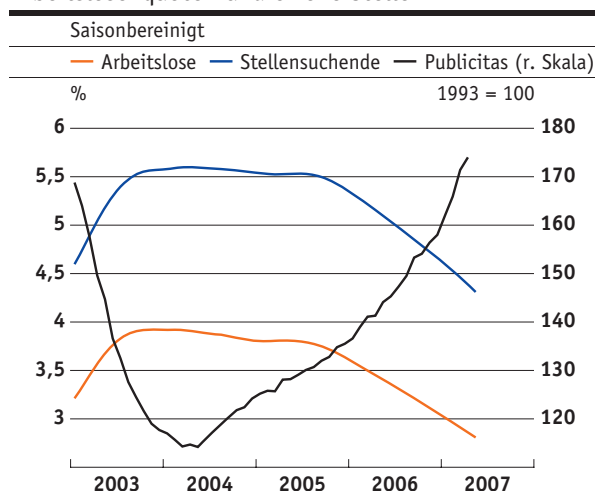
Grafik 2.11
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



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

Kräftiger Anstieg der Zahl ausländischer Erwerbstätiger

Seit Inkrafttreten der Personenfreizügigkeit mit der EU im Juni 2002 zieht die Entwicklung der ausländischen Erwerbstätigen besondere Aufmerksamkeit auf sich. Auskunft darüber gibt die Erwerbstätigenstatistik, welche das BFS jeweils gleichzeitig mit der Beschäftigungsstatistik veröffentlicht.¹ Grafik 2.14 zeigt, dass die ausländischen Erwerbstätigen im laufenden Konjunkturaufschwung in starkem Masse zum Beschäftigungswachstum beigetragen haben. Im langfristigen Vergleich ist diese Entwicklung allerdings nicht ungewöhnlich. Sowohl in der Aufschwungsphase von 1984 bis 1990 wie auch in den Jahren 2000 und 2001 übertraf der Zuwachs der ausländischen Erwerbstätigen denjenigen der inländischen Erwerbstätigen deutlich.

Ein Unterschied gegenüber den 1980er Jahren betrifft die Herkunft der ausländischen Erwerbstätigen. Während damals vor allem die Zahl der Erwerbstätigen aus Ländern ausserhalb der EU15/EFTA deutlich stieg, nahm in den letzten Jahren die Zahl der Erwerbstätigen aus dem EU15/EFTA-Raum überdurchschnittlich zu. Darin widerspiegelt sich die seit Anfang der 1990er Jahre auf die EU ausgerich-

tete schweizerische Ausländerpolitik. Diese fand im 1999 abgeschlossenen Freizügigkeitsabkommen mit der EU, das am 1. Juni 2002 in Kraft trat, ihren Abschluss (siehe auch die Box: Ausländische Arbeitskräfte im Wandel).

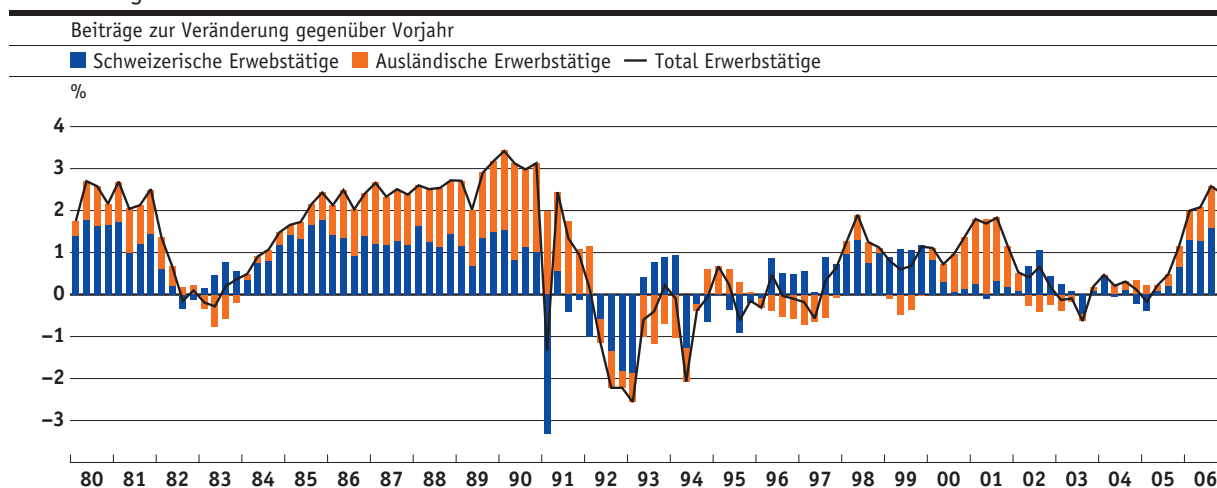
Aufhebung der Kontingente per 1. Juni 2007

Am 1. Juni 2007 ist die Umsetzung des Freizügigkeitsabkommens in eine neue Phase getreten. Die während einer Übergangszeit von fünf Jahren noch bestehenden Kontingente (Erstbewilligungen) für Arbeitnehmer und Selbstständige aus dem EU15/EFTA-Raum sowie Malta und Zypern wurden aufgehoben und die Grenzgängerregelung weiter liberalisiert. Seit diesem Zeitpunkt hat ein Bürger dieser Länder mit seinen Familienangehörigen Anspruch auf eine Aufenthaltsbewilligung, sofern er entweder über einen schweizerischen Arbeitsvertrag verfügt oder als Selbstständigerwerbender bzw. Nicht-Erwerbstätiger für seinen Lebensunterhalt aufkommen kann. Bis zum 30. April 2011 werden auch die Kontingente für die im Jahre 2005 der EU beigetretenen acht EU-Länder aufgehoben.² Danach werden nur noch die Erstbewilligungen für Arbeitskräfte aus Drittländern einer Kontingentierung unterliegen.

1 Im Unterschied zur Beschäftigungsstatistik, die über die Entwicklung der Stellen Auskunft gibt und im ersten Abschnitt von Kapitel 2 kommentiert wird, bezieht sich die Erwerbstätigenstatistik auf die erwerbstätigen Personen. Weiter umfasst die Erwerbstätigenstatistik anders als die Beschäftigungsstatistik ausser dem Industrie- und Dienstleistungssektor auch den Agrarsektor, Angestellte in Privathaushalten sowie Beschäftigte mit weniger als sechs Arbeitsstunden pro Woche. Die laufende Entwicklung des Arbeitsmarktes wird üblicherweise anhand der Beschäftigungsstatistik kommentiert, da diese eine branchenmässige Analyse ermöglicht.

2 Für die 2007 beigetretenen neuen EU-Staaten Bulgarien und Rumänien müssen Übergangsregelungen noch verhandelt werden.

Grafik 2.14
Erwerbstätige nach Herkunft



Quellen: BFS, SNB

Ausländische Arbeitskräfte im Wandel

Ausländische Arbeitskräfte spielen seit langem eine bedeutende Rolle für das schweizerische Arbeitsangebot. Im Jahre 2006 betrug ihr Anteil an der Erwerbsbevölkerung 26%. Bereits 1981 waren es 21% gewesen. Die zahlreichen Anpassungen, welche die Ausländerpolitik im Laufe der Zeit erfuhr, widerspiegeln das Bestreben von Bundesrat und Parlament, die ausländische Erwerbsbevölkerung sowohl gemäss regional- und wirtschaftspolitischen Zielen zu steuern als auch in zunehmendem Masse integrationspolitischen Anliegen Rechnung zu tragen.

Der Aufenthalt ausländischer Erwerbsspersonen wird heute durch zwei Gesetze geregelt: für die Staatsangehörigen der EU und der EFTA gilt das Abkommen über die Personenfreizügigkeit (inklusive Zusatzprotokoll für die zehn neuen EU-Mitgliedsländer) bzw. das revidierte EFTA-Übereinkommen. Für alle anderen Staatsangehörigen gilt das Bundesgesetz über Aufenthalt und Niederlassung der Ausländer (ANAG) mit der dazugehörigen Verordnung über die Begrenzung der Zahl der Ausländer (BVO).³

Von Anfang der 1960er Jahre bis zum Inkrafttreten der Personenfreizügigkeit mit der EU bildeten die in Bundesratsbeschlüssen und ab 1986 in der BVO festgelegten Höchstzahlen für erstmalige Jahresaufenthalter und Saisoniers das Hauptsteuerungsmittel für den Zugang ausländischer Erwerbssstätiger zum schweizerischen Arbeitsmarkt. Die Zuteilung der Kontingente auf die Kantone erfolgte dabei unter besonderer Berücksichtigung wirtschaftlich schwacher Regionen. Davon profitierten vor allem Branchen wie die Bauwirtschaft und der Tourismus, welche Saisoniers beschäftigten. Im Laufe der Jahre wurden die Restriktionen bezüglich der beruflichen und geografischen Mobilität stark gelockert und die Umwandlung des Aufenthaltsstatus wie auch der Familiennachzug erleichtert. Dies führte unter anderem dazu, dass der Anteil der Saisoniers seit den 1980er Jahren zugunsten der Jahresaufenthalter und Niederlassenen zurückging.

Im Jahre 1991 ging der Bund zur Anwendung von Herkunftskriterien über und führte über die Revision der BVO das so genannte Drei-Kreise-Modell ein. Der erste Kreis – mit der grosszügigsten Zulassungspolitik – umfasste den EU/EFTA-Raum; die übrigen Industrieländer (USA, Kanada, Australien usw.) bildeten den zweiten Kreis, während alle anderen Länder, darunter viele traditionelle Her-

kunftsländer von Saisoniers, dem dritten Kreis zugewiesen wurden. Im Jahre 1998 wurde dieses Drei-Kreise-Modell durch eine duale Politik abgelöst, welche nur noch Personen aus den EU- und EFTA-Staaten eine bevorzugte Stellung einräumte. Personen aus anderen Staaten erhalten seither nur noch unter restriktiven Bedingungen eine Aufenthaltsbewilligung. Die volkswirtschaftlich bedeutendste Auswirkung dieser Neuorientierung lag im steigenden Bildungsstand der zuwandernden ausländischen Arbeitskräfte. So sank insbesondere der Anteil der in den vorausgegangenen fünf Jahren zugewanderten ausländischen Erwerbssstätigen ohne Berufsausbildung von 60% im Jahre 1990 auf 37% im Jahre 2000.⁴

Mit der Einführung der vollen Personenfreizügigkeit gegenüber den alten EU-Ländern, Island, Malta, Norwegen und Zypern beginnt in der schweizerischen Arbeitsmarktpolitik eine neue Ära. Erstmals seit Anfang der sechziger Jahre unterliegt die Zuwanderung von Erwerbsspersonen – zumindest aus dem EU15/EFTA-Raum – keiner quantitativen Beschränkung mehr und wird allen ausländischen Arbeitskräften volle berufliche Mobilität eingeräumt. Diese Öffnung dürfte dazu führen, dass das Arbeitsangebot über alle beruflichen Qualifikationen hinweg elastischer wird, d.h. eine zusätzliche Nachfrage nach Arbeitskräften zu einem Anstieg der Beschäftigung bei kleinerem Lohndruck führt. Da Erwerbssstätige aus der EU bezüglich Arbeitslosenversicherung und Sozialleistungen den einheimischen Arbeitskräften gleichgestellt sind, ist in einem Konjunkturabschwung andererseits damit zu rechnen, dass sie bei einem Verlust der Arbeitsstelle häufiger als in der Vergangenheit in der Schweiz verbleiben werden.

Die bisherigen Erfahrungen deuten darauf hin, dass das Freizügigkeitsabkommen den Unternehmen die Rekrutierung qualifizierter Arbeitskräfte erleichtert und damit wesentlich zum breit abgestützten Konjunkturaufschwung der letzten Jahre beigetragen hat. Wie sich die ausländische Erwerbsbevölkerung in den kommenden Jahren entwickeln wird, hängt indessen von einer Vielzahl von Faktoren ab. Dazu gehören die relative Wirtschafts- und Lohnentwicklung in der Schweiz und in den europäischen Herkunftsländern, aber auch die Frage, ob sich die Erwerbsspersonen aus der EU dauerhaft oder nur vorübergehend in der Schweiz niederlassen werden.

³ Das Bundesgesetz über Aufenthalt und Niederlassung der Ausländer aus dem Jahre 1931 wird Anfang 2008 durch das neue Bundesgesetz über Ausländerinnen und Ausländer (AuG) abgelöst werden.

⁴ Vgl. George Sheldon (2007), «Migration, Integration und Wachstum: Die Performance und wirtschaftliche Auswirkung der Ausländer in der Schweiz», Bericht zuhanden der Eidgenössischen Ausländerkommission, April 2007.

2.4 Güterpreise

Zunehmender Preisdruck seitens der Produzenten- und Importpreise

Der Preisdruck, der von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerten Konsumentenpreise wirkt, nahm von Januar bis April zu. Die Jahresteuerung der inländischen Erzeugerpreise erhöhte sich von 1,7% auf 2,1%, diejenige der importierten Güter von 3,2% auf 3,4%. Nach Güterarten gegliedert, stieg vor allem der Preisauftrieb bei den Investitions- und Konsumgütern. Demgegenüber lagen die Preise der Energieträger trotz eines Anstiegs im März und April weiterhin geringfügig unter dem Vorjahresniveau. Ein leichter Preisrückgang innert Jahresfrist war auch bei den Agrargütern festzustellen.

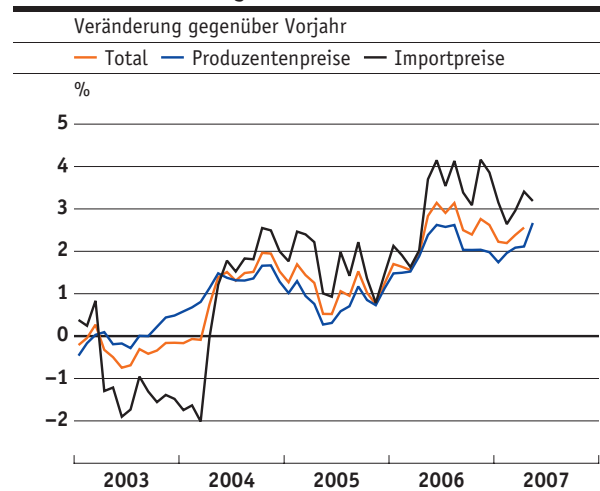
Anstieg der Teuerung auf Konsumentenstufe

Nachdem die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung im Februar auf 0,0% gesunken war, erhöhte sie sich bis Mai wieder auf 0,5%. Insgesamt verlief die Konsumteuerung über der im Quartalsheft 1/2007 publizierten Inflationsprognose der SNB von Mitte März. Ins Gewicht fielen einerseits die unerwarteten Preisaufschläge bei den im LIK erfassten Erdölprodukten und andererseits der nachlassende Preisrückgang bei den übrigen Waren.

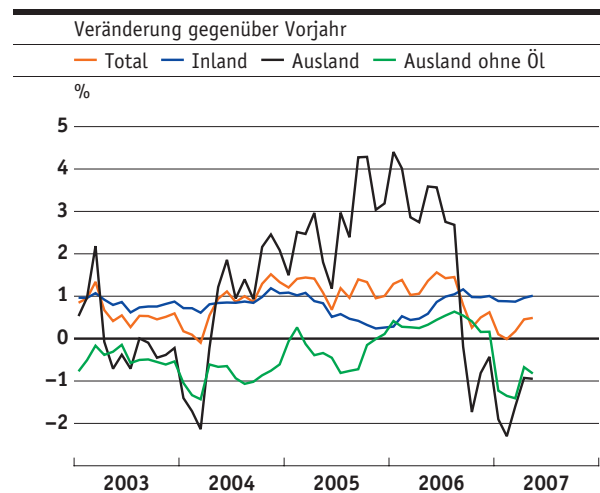
Leicht höhere Binnenteuerung

Die Teuerung der inländischen Konsumgüter nahm von Februar bis Mai um 0,1 Prozentpunkte auf 1,0% zu. Preistreibende Effekte gingen sowohl von den Waren als auch den Dienstleistungen aus. Die vierteljährlich erhobenen Wohnungsmieten verteuerten sich im Mai gegenüber Februar um 0,7%, so dass die jährliche Mietteuerung um 0,2 Prozentpunkte auf 2,5% zunahm. Bei den übrigen privaten Dienstleistungen lag die Teuerung im Mai mit 0,6% gleich hoch wie in den drei Vormonaten. Demgegenüber zog die Teuerung bei den öffentlichen Dienstleistungen von 1,4% auf 1,5% an. Die Warenpreise lagen zwar weiterhin unter dem Vorjahresstand, doch schwächte sich der Preisrückgang bis Mai auf -0,3% ab (Februar: -0,6%).

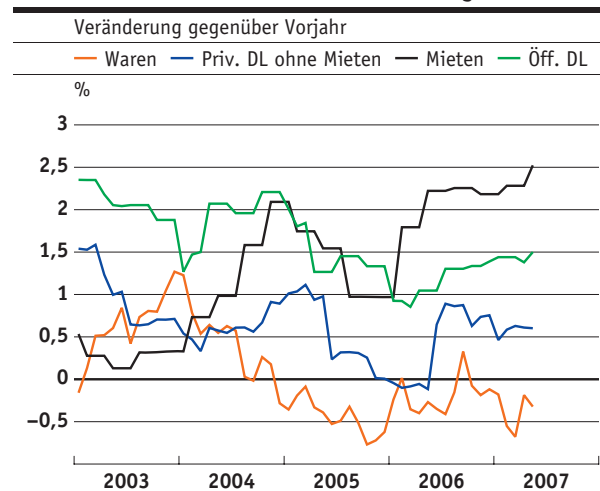
Grafik 2.15
Preise des Gesamtangebots



Grafik 2.16
LIK: In- und ausländische Güter



Grafik 2.17
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Grafik 2.15:
Quelle: BFS

Grafiken 2.16 und 2.17:
Quellen: BFS, SNB

Nachlassende preisdämpfende Effekte ausländischer Konsumgüter

Auch bei den Konsumgütern ausländischer Herkunft verringerte sich der Preisrückgang im Vorjahresvergleich. Im Mai lagen ihre Preise im Durchschnitt 0,9% unter dem Stand vor Jahresfrist, verglichen mit -2,3% im Februar. Dazu trugen in erster Linie die Preise für Treibstoff und Heizöl bei, die im Mai noch um 1,7% unter dem Vorjahresstand lagen, verglichen mit -6,9% im Februar. Ins Gewicht fielen zudem die geringeren Preisnachlässe für Bekleidung, Schuhe, Unterhaltungselektronik und Medikamente.

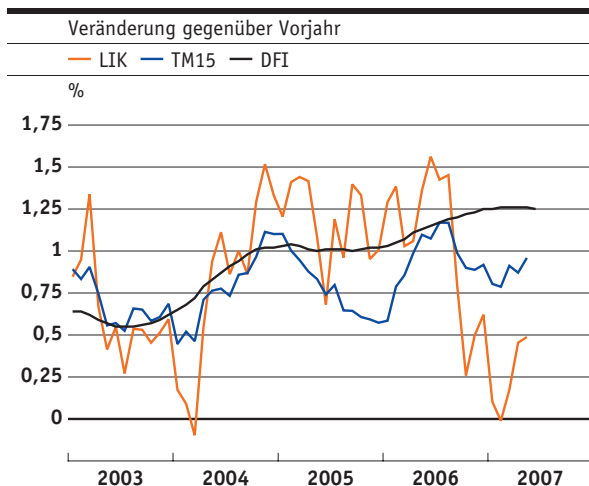
Leicht steigender Inflationstrend

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig Schwankungen, welche die Sicht auf den allgemeinen Inflationstrend verstellen können. Aus diesem Grund werden so genannte Kerninflationen berechnet, welche den zugrunde liegenden Inflationstrend 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 Güterpreise mit der höchsten und die 15% der Güterpreise mit der tiefsten Jahresänderungsrate aus dem LIK ausgeschlossen. Demgegenüber berücksichtigt die Dynamic Factor Inflation (DFI) nebst den Preisen auch realwirtschaftliche Daten, Finanzmarktindikatoren und monetäre Variablen. Die beiden Kerninflationen 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.

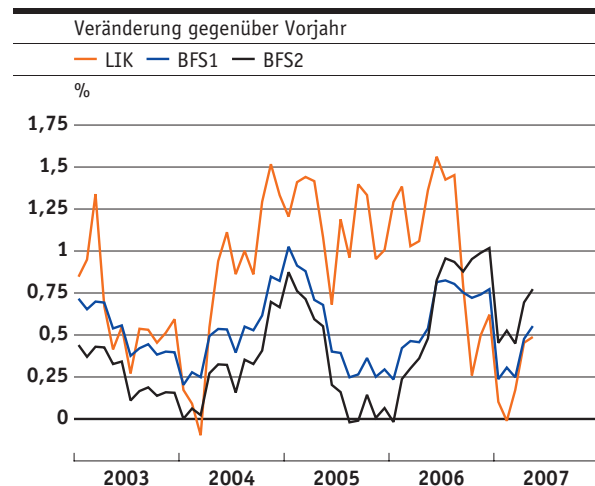
Die als getrimmtes Mittel berechnete Kerninflationenrate nahm zwischen Februar und Mai um 0,2 Prozentpunkte auf 1,0% zu. Das Bild eines leicht anziehenden, aber nach wie vor moderaten allgemeinen Inflationstrends wird von der Dynamic Factor Inflation bestätigt. Diese setzte ihren Aufwärtstrend, der Anfang 2004 eingesetzt hatte, fort und erreichte im Mai knapp 1,3%. Die beiden vom BFS berechneten Kerninflationen stiegen bis Mai um jeweils 0,3 Prozentpunkte auf 0,6% bzw. 0,8%. Die Diskrepanz zwischen den Kerninflationen des BFS und der als getrimmtes Mittel berechneten Kerninflationenrate ist darauf zurückzuführen, dass letztere die rückläufigen Preise bei Bekleidung und Schuhen, Unterhaltungselektronik und Telekommunikation aus der Berechnung ausklammert.

Grafik 2.18
Kerninflation der SNB



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.19
Kerninflation des BFS



Quelle: BFS

Landesindex der Konsumentenpreise und Komponenten
Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 2.2

	2006	2006		2007	2007			
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April	Mai
LIK total	1,1	1,2	0,5	0,1	-0,0	0,2	0,5	0,5
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,8	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0
Waren	-0,2	-0,1	-0,1	-0,5	-0,6	-0,7	-0,2	-0,3
Dienstleistungen	1,1	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,4	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Mieten	2,0	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,5
öffentliche Dienstleistungen	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,5
Ausländische Waren und Dienstleistungen	1,9	1,7	-1,0	-1,9	-2,3	-1,6	-0,9	-0,9
ohne Erdölprodukte	0,4	0,6	0,2	-1,3	-1,4	-1,4	-0,7	-0,8
Erdölprodukte	9,3	7,7	-6,3	-4,9	-6,9	-2,6	-2,3	-1,7

Quellen: BFS, SNB

3 Monetäre Entwicklung

3.1 Zinsentwicklung und Inflationserwartungen

An der Lagebeurteilung vom März 2007 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75% zu erhöhen. Sie wies darauf hin, dass sie ihre Politik der Zinsnormalisierung voraussichtlich noch weiterführen müsse, um die Preisstabilität in der mittleren Frist zu gewährleisten.

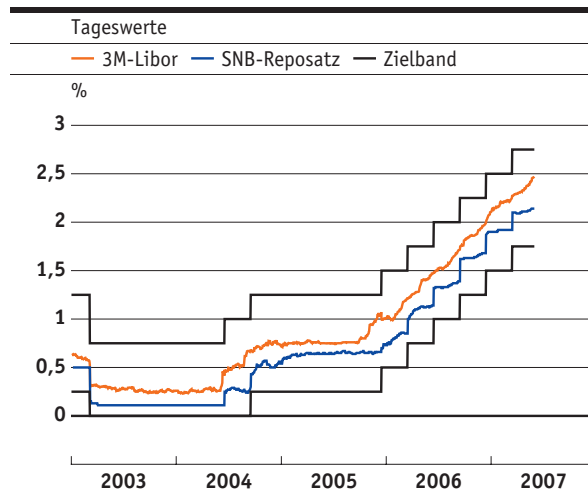
Steigende Zinsen am inländischen Geld- und Kapitalmarkt

Die Entwicklung des 3M-Libor zwischen Mitte März und Mitte Juni 2007 wies darauf hin, dass mit einer weiteren Anhebung des Zielbandes der SNB gerechnet wurde. Der 3M-Libor stieg stetig von 2,28% nach dem letzten Zinsentscheid bis auf 2,48% Mitte Juni (Grafik 3.1). Die Entwicklung der Futuresmärkte deutete ebenfalls auf eine weitere Straffung der Geldpolitik hin. So wurde der Juni-2007-Futuresvertrag bereits nach dem letzten Zinsentscheid von Mitte März zu einem Zinssatz von 2,47% gehandelt und Ende Mai leicht höher zu 2,55%, was einem Zinsschritt von 25 Basispunkten seit der letzten Lagebeurteilung entspricht (Grafik 3.2). Die Futuressätze der im September, Dezember sowie im März 2008 verfallenden Kontrakte zogen seit der letzten Lagebeurteilung an und lagen Ende Mai bei 2,83%, 3,04% bzw. 3,14%. Die Marktteilnehmer rechneten folglich mit zwei weiteren Anhebungen des Zielbandes um je 25 Basispunkte bis Ende Jahr 2007.

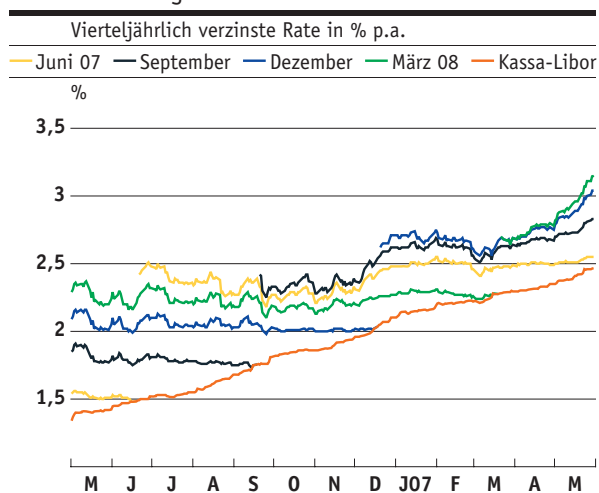
Auch die langfristigen Zinsen erhöhten sich seit der letzten Lagebeurteilung. So stieg die Rendite von zehnjährigen Bundesobligationen von durchschnittlich 2,63% im Monat März um rund 28 Basispunkte auf durchschnittlich 2,91% im Mai.

Grafik 3.3 zeigt die Zinsstruktur eidgenössischer Anleihen. Von Anfang Februar bis Anfang Mai legten insbesondere die Zinssätze mit Laufzeiten von über 15 Jahren um knapp 20 Basispunkte zu, was sich in einem leicht steileren Verlauf der Zinskurve niederschlägt. Grafik 3.4 bildet die Renditen nominaler Diskontanleihen unterschiedlicher Laufzeiten der Eidgenossenschaft ab. Die Fälligkeitsstruktur der nominalen Zinssätze wurde seit Beginn dieses Jahres ebenfalls etwas steiler.

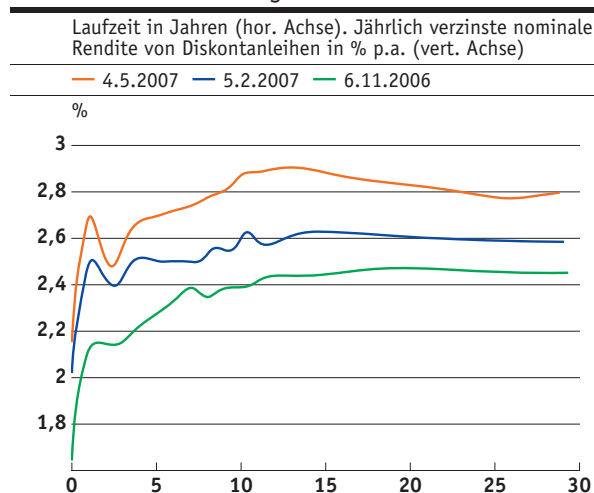
Grafik 3.1
Geldmarktsätze



Grafik 3.2
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3
Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



Grafiken 3.1, 3.2 und 3.3:
Quelle: SNB

Im Gegensatz dazu sind die Zinssätze von alten und neuen Hypotheken sowie von Spareinlagen seit der Lagebeurteilung vom März praktisch unverändert. Der Zinssatz für alte Hypotheken lag Mitte Juni bei 3,05%, derjenige für neue Hypotheken leicht darüber und jener für Spareinlagen bei 0,56%. Die Differenz aus dem Zinssatz von Althypotheken und Spareinlagen von 249 Basispunkten, ein Indikator für die traditionelle Refinanzierungsmöglichkeit der Banken, hat sich somit seit Anfang Jahr kaum verändert, liegt aber nach wie vor knapp unter dem zehnjährigen Durchschnitt von 273 Basispunkten.

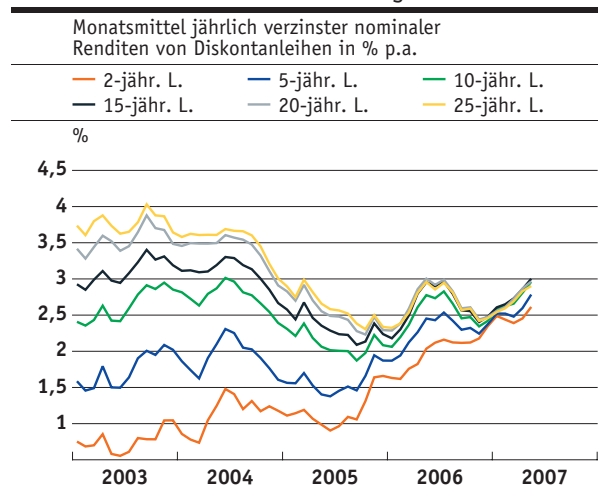
Unterschiedliche Entwicklung der ausländischen kurzfristigen Zinssätze

Seit der letzten Lagebeurteilung stieg der 3M-Libor für Euroanlagen um 24 Basispunkte auf 4,14% Mitte Juni. Die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Euro- und Frankenanlagen blieb somit praktisch unverändert. Den steigenden Zinsen für kurzfristige Anlagen in der Schweiz standen in etwa stagnierende kurzfristige Zinssätze in den USA gegenüber, da die amerikanische Zentralbank ihre Geldpolitik unverändert beliess. Damit verringerte sich die Zinsdifferenz zwischen dreimonatigen Dollar- und Frankenanlagen weiter von 3,07 Prozentpunkten Mitte März auf 2,88 Prozentpunkte Mitte Juni.

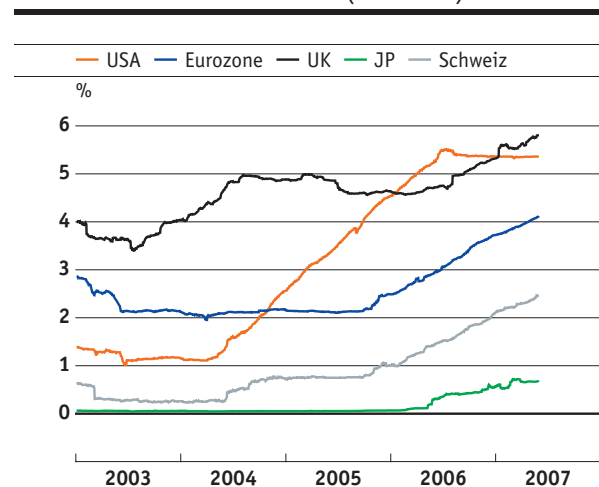
Höhere ausländische langfristige Zinsen

Im Vergleich mit den langfristigen Zinsen in der Schweiz stieg die Rendite von 10-jährigen deutschen Staatsanleihen seit der letzten Lagebeurteilung etwas stärker an, während die langfristigen US-Zinsen in geringerem Ausmass zulegten. Eine deutsche Anleihe lag im Mai durchschnittlich bei 4,29%, gegenüber 3,93% im März (Grafik 3.6). Die Rendite einer 10-jährigen US-Staatsanleihe notierte bei durchschnittlich 4,74% im Mai, gegenüber 4,56% im März. Um die Tendenz der Zinsentwicklung zu beschreiben, eignet sich ein gleitender Durchschnitt, der die kurzfristigen Bewegungen glättet. Hier wird ein gleitender Dreimonatsdurchschnitt der Rendite gewählt. Der Wert für einen bestimmten Monat entspricht dann dem Durchschnitt aus den Werten dieses Monats sowie den beiden vorangehenden Monaten. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt von Februar und Mai sank hingegen die Zinsdifferenz sowohl zwischen langfristigen Franken- und Euroanleihen als auch zwischen Franken- und Dollaranleihen.

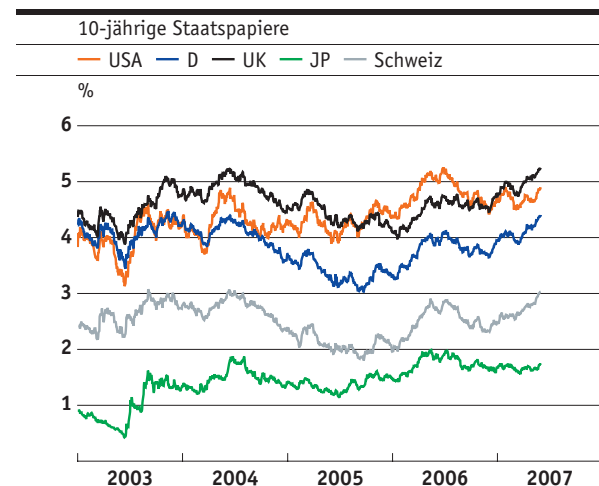
Grafik 3.4
Anleihensrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafik 3.5
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.6
Internationale Zinssätze



Grafiken 3.4 und 3.5:
Quelle: SNB

Grafik 3.6:
Quellen: Thomson Datastream, SNB

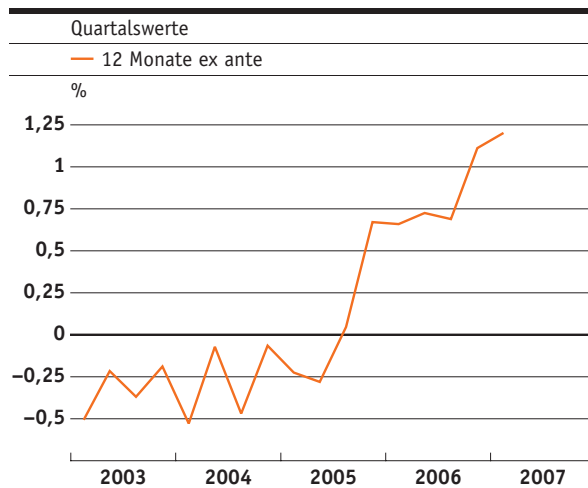
Anstieg des kurzfristigen realen Zinssatzes

Grafik 3.7 zeigt die Entwicklung des einjährigen Realzinses. Dieser ist als Differenz zwischen dem 12-monatigen Nominalzinssatz und dem über diese Laufzeit erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert, wobei die Inflationserwartungen den Durchschnitt der Prognosen verschiedener Institute widerspiegeln («Konsensusprognose»: Mai 2007).⁵ Der so gemessene Realzins lag im ersten Quartal 2007 mit 1,2% nur leicht über dem Wert des Vorquartals (1,1%), weil die anziehenden Nominalzinsen grösstenteils durch erhöhte Inflationserwartungen aufgewogen wurden. Der einjährige Realzins liegt noch immer spürbar unter dem historischen Durchschnitt von 1,6%.

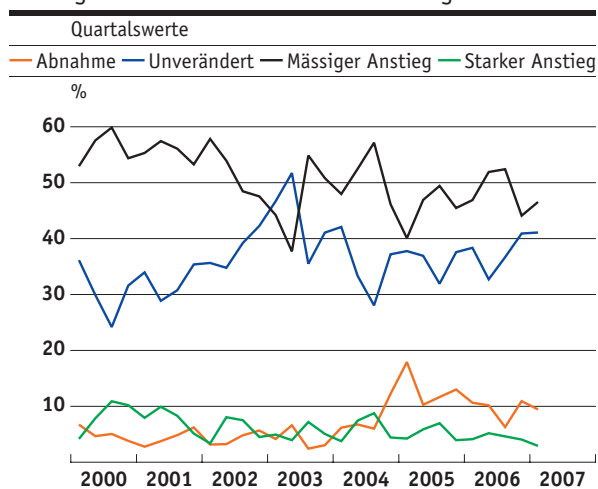
Die vom SECO im Mai veröffentlichten Daten zur Konsumentenstimmung deuten ebenfalls leicht nach oben revidierte Inflationserwartungen an. Im Vergleich zum Vorquartal hat der Anteil der Konsumenten, die in den nächsten zwölf Monaten mit mässig steigenden Preisen rechnen im Verhältnis zu denjenigen, die mit sinkenden Preisen rechnen, zugenommen (Grafik 3.8).

5 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

Starker Euro

Der Euro wertete sich seit der letzten Lagebeurteilung bis Mitte Juni gegenüber dem US-Dollar um rund 1% auf und übertraf im April das Ende 2004 registrierte Allzeithoch. Das im Vergleich zu den USA robustere Konjunkturmilieu in der Eurozone und geringere Anzeichen von Inflationsgefahren stützten den Euro. Auch gegenüber dem Schweizer Franken verzeichnete der Euro den höchsten Kurs seit seiner Einführung; er wertete sich trotz des positiven Konjunkturbildes in der Schweiz und einer ähnlichen Zinsentwicklung in beiden Währungsräumen zwischen Mitte März und Mitte Juni um rund 2,5% auf. Die Kursrelation des Frankens zum Euro betrug somit 1.65 Mitte Juni, gegenüber 1.61 Mitte März, während diejenige des Frankens zum Dollar bei 1.24 Mitte Juni, d.h. rund 2 Rappen höher als Mitte März, lag.

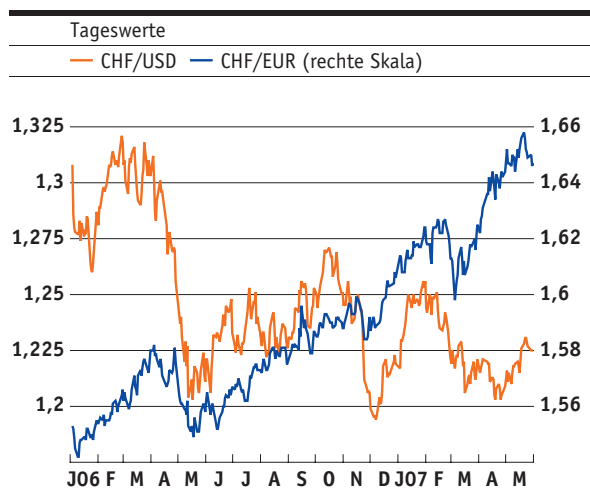
Grafik 3.10 zeigt den exportgewichteten realen Aussenwert des Frankens, der die Inflationsdifferenzen zwischen den Währungen berücksichtigt. Der Franken hat sich gegenüber dem Euro seit Anfang Jahr auch real abgeschwächt. Gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern blieb er indes praktisch stabil.

Expansivere monetäre Bedingungen

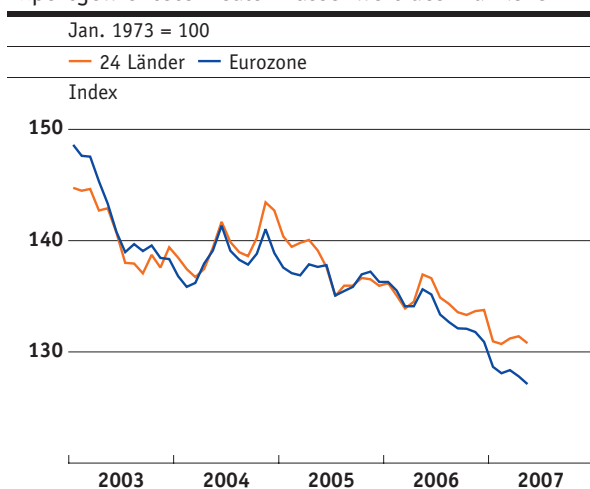
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor und den exportgewichteten nominalen Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. Der Index wird jeweils unmittelbar nach der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt. 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 lag der Index unmittelbar nach der Lagebeurteilung vom März für lediglich wenige Tage im positiven Bereich. Danach fiel er wegen des schwächeren Schweizer Frankens in den negativen Bereich und betrug Ende Mai -55 Basispunkte, was gleichbedeutend mit expansiveren monetären Bedingungen in der Schweiz ist (Grafik 3.11).

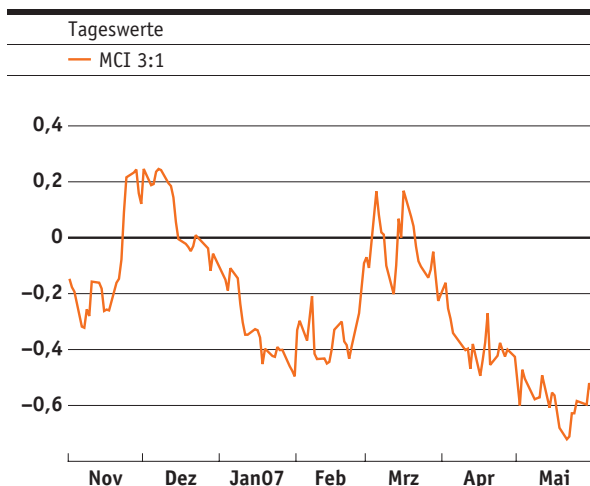
Grafik 3.9
Devisenkurse



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

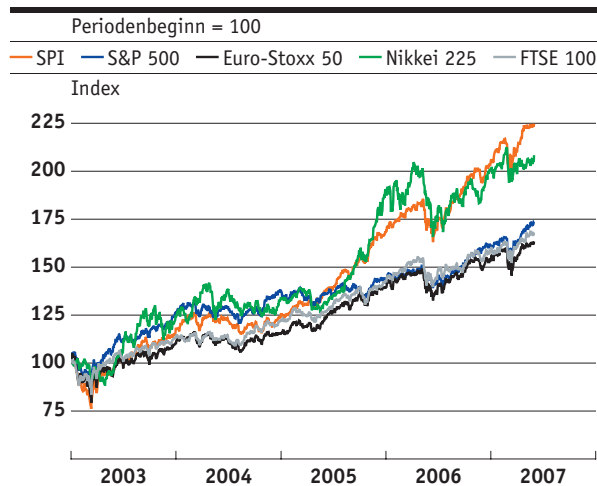
Bewegungen an den Aktien-, Immobilien- und Rohwarenmärkten lassen unter Umständen Inflationserwartungen erkennen. Auch sind Preisschwankungen auf diesen Märkten mit Vermögensänderungen verbunden, die sich wiederum auf das Sparen und Investieren der Unternehmen und Haushalte auswirken können. Seit der Lagebeurteilung vom März 2007 dürften die Aktienpreise und die Immobilien das Vermögen positiv beeinflusst haben. Dies könnte zu höherem Konsum und vermehrtem Preisdruck führen. Zusätzlich implizieren die steigenden Rohwarenpreise inklusive Rohöl leicht nach oben revidierte Inflations- und weiterhin robuste Wachstumserwartungen.

Höchststände an den Aktienmärkten

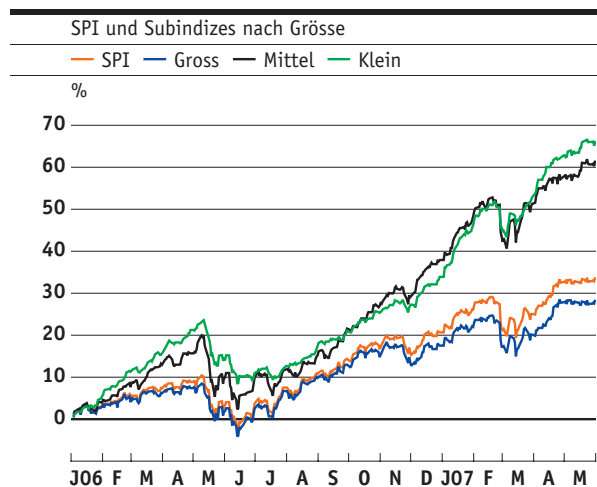
Seit der Kurskorrektur Ende Februar und einer damit verbundenen kurzen Unsicherheitsperiode mit starken Schwankungen legten die wichtigsten Aktienmärkte wieder zu und erreichten historische Höchststände. So durchbrach der Dow Jones Industrial Average Index Ende April zum ersten Mal in seiner Geschichte die Marke von 13 000 Punkten. Der amerikanische S&P 500, der europäische Euro-Stoxx 50 sowie der Swiss Performance Index (SPI) stiegen zwischen Mitte März und Mitte Juni rund 8% an. In der Schweiz partizipierten in erster Linie kleine und mittlere Unternehmen an den Kurssteigerungen. Bei den einzelnen Sektoren erzielten insbesondere die Titel im Baugewerbe und in der Industrie überdurchschnittliche Gewinne, während der Technologiesektor mit einem Wachstum von rund 1% am unteren Ende lag.

Das allgemein gute Konjunkturfeld, positive Gewinnmeldungen der Unternehmen und Dividendenzahlungen, die weltweit hohe Fusions- und Übernahmeaktivität sowie die gute Verfassung der internationalen Aktienmärkte beeinflussten den Schweizer Markt positiv. Dies bei gleichzeitig geringer Volatilität, welche als Mass für die Unsicherheit herangezogen werden kann. Im Vergleich zu Ende Februar/Anfang März bildete sich die Volatilität deutlich zurück (Grafik 3.15). Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse zeichnen ein ähnliches Bild und deuten nicht auf eine Überhitzung der Märkte hin. So lagen sie im Mai ungefähr auf dem gleichen Stand wie Anfang 1990, aber immer noch deutlich unter den Werten von Ende 2000.

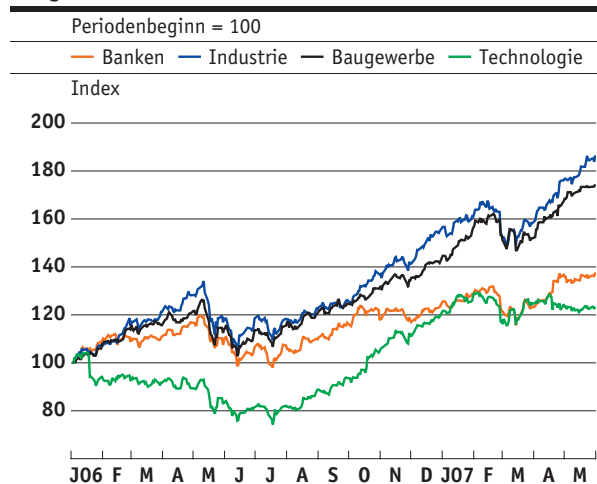
Grafik 3.12
Aktienkurse



Grafik 3.13
Performance der Schweizer Aktien



Grafik 3.14
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.12:
Quellen: Thomson Datastream, Bloomberg

Grafik 3.13:
Quelle: SWX Swiss Exchange

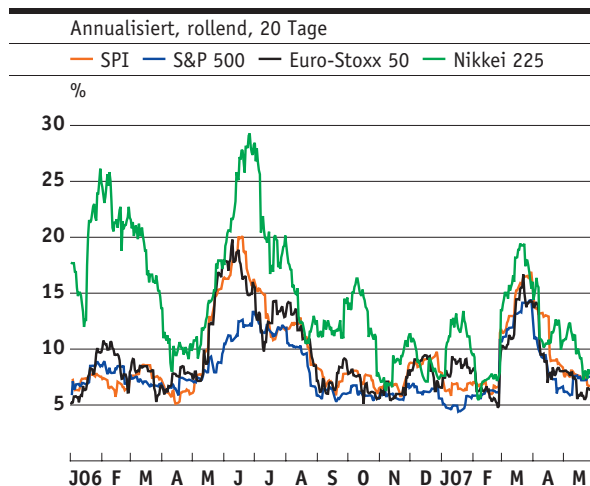
Grafik 3.14:
Quelle: Thomson Datastream

Moderate Preisentwicklung am Immobilienmarkt

Die Preise am Wohnungsmarkt stiegen im ersten Quartal 2007 leicht kräftiger als in der Vorperiode. Die Wohnungsmieten, welche das grösste Segment des Schweizer Wohnungsmarkts und mit einem Anteil von rund 20% die grösste Komponente im LIK darstellen, verteuerten sich im Vorjahresvergleich real, d.h. im Verhältnis zum LIK, erneut um 2,7%. Diese Messung bezieht sich hingegen weitgehend auf alte Wohnungen. Die Mietpreise bei Erstvermietungen nahmen mit 1,2% etwas kräftiger zu als im Vorquartal. Der Zuwachs liegt jedoch immer noch deutlich unter den Wachstumsraten der Jahre 2002 und 2003. Des Weiteren kann die Entwicklung in den Segmenten Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen betrachtet werden, deren Anteil am Gesamtmarkt jedoch geringer ist. Die Preise für Einfamilienhäuser wie auch diejenigen für Eigentumswohnungen wuchsen ebenfalls leicht stärker und lagen im ersten Quartal 2,3% bzw. 2,1% über dem Stand vor Jahresfrist. Das Angebot am Wohnungsmarkt hielt bisher mit der konjunkturell bedingt kräftigeren Nachfrage Schritt. In den nächsten Quartalen wird weiterhin mit einer moderaten Preisentwicklung gerechnet. Allerdings gibt es regionale Unterschiede. Insbesondere in der Region Genf ist ein höherer Preisdruck festzustellen.

Im gewerblichen Bereich entwickelten sich die Mieten weiterhin unterschiedlich. Gewerbliche Mieten verteuerten sich real mit 6,6% deutlicher als im vierten Quartal 2006 (3,3%), während die Mieten für Büroflächen zum vierten Mal in Folge zurückgingen (-1,5%).

Grafik 3.15
Aktienrenditevolatilität

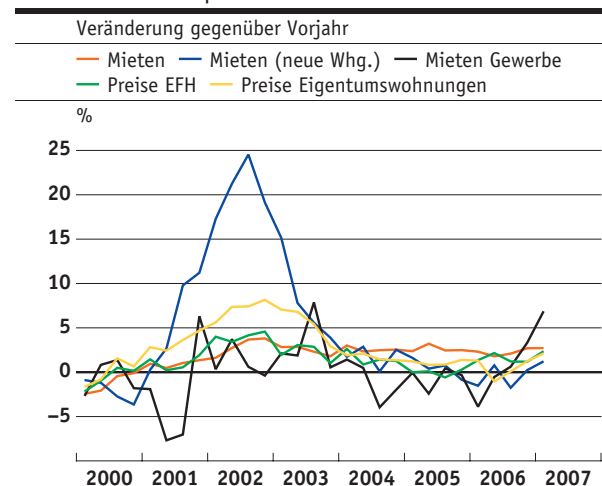


Quellen: Thomson Datastream, SNB

Rohwarenpreise im Aufwind

Im Gleichschritt mit den internationalen Aktienmärkten erhöhten sich die meisten Rohwarenpreise seit Mitte März. Der Goldman-Sachs-Commodity-Index kletterte zwischen Mitte März und Mitte Juni um rund 9%. Dies ist unter anderem auf die ansteigenden Energiepreise zurückzuführen. Lag der Rohölpreis im Januar noch bei 51 Dollar pro Fass, so verteuerte er sich von 62 Dollar seit der letzten Lagebeurteilung auf 69 Dollar pro Fass Mitte Juni, was jedoch immer noch günstiger ist als im August 2006. Auch der Goldpreis stieg zwischen Mitte März und Mitte Juni leicht an. Die Entwicklung der Rohwarenpreise reflektiert eine robuste Weltkonjunktur und leicht höhere Inflationserwartungen.

Grafik 3.16
Reale Immobilienpreise und -mieten



Quelle: Wüest & Partner

3.4 Geldaggregate

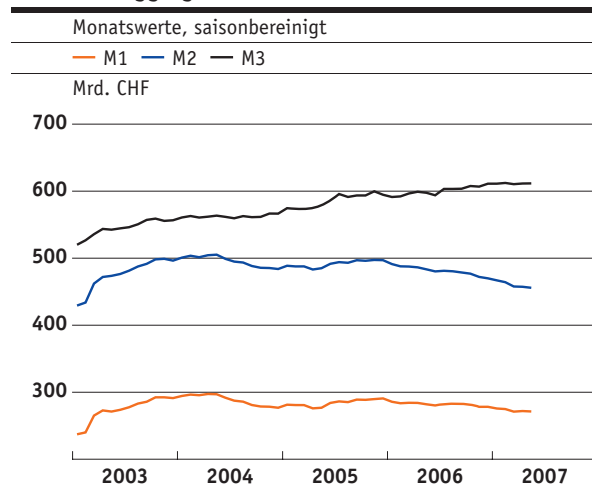
Geldmengen M1 und M2 weiterhin rückläufig

Die Straffung der Geldpolitik widerspiegelte sich auch in den Geldaggregaten. Wie Grafik 3.17 illustriert, nahmen die Geldmengen M1 (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) und M2 (M1 plus Spareinlagen) seit Anfang 2006 ab und lagen im Mai 2007 4,0% bzw. 5,8% unter dem Vorjahresstand. Das Geldaggregat M3 (M2 plus Termineinlagen) weitete sich dagegen in der gleichen Zeitspanne leicht aus und wuchs im Mai um 2,3% gegenüber dem Vorjahr. Ein weiterhin robustes Wachstum wiesen die Termineinlagen auf, während die Spar- und Sichteinlagen abermals schrumpften.

Zur Einschätzung 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 der Wirtschaft zu reichlich und es besteht die Gefahr höherer Inflationsraten in den folgenden vier bis sechs

Quartalen. Grafik 3.18 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge M3 vom berechneten Gleichgewichtswert. Um der statistischen Unsicherheit Rechnung zu tragen, wird der Geldüberhang als Band mit einer Weite von einer Standardabweichung dargestellt. Seit Anfang 2004 liegt dieses Band nahezu symmetrisch um die Nulllinie. Dies deutet darauf hin, dass gemäss diesem Indikator in den nächsten Quartalen kein Preisdruck von der monetären Seite ausgeht.

Grafik 3.17
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

Geldaggregate¹

Tabelle 3.1

	2005	2006	2006				2007	2007		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	März	April	Mai
Notenbankgeldmenge²	41,9	43,1	43,3	43,3	42,3	43,6	44,6	44,5	43,8	44,2
Veränderung ³	0,4	3,0	3,0	4,2	2,6	2,2	3,1	2,9	2,6	0,7
M1²	284,2	282,2	286,4	281,6	280,1	280,6	275,7	269,5	272,0	270,1
Veränderung ³	-1,5	-0,7	1,3	1,1	-1,5	-3,6	-3,7	-4,7	-4,3	-4,0
M2²	491,6	481,4	491,7	483,1	476,9	473,7	465,7	456,7	458,1	454,9
Veränderung ³	-0,8	-2,1	0,1	-0,7	-2,9	-4,8	-5,3	-6,2	-6,0	-5,8
M3²	585,9	600,6	595,4	597,7	600,7	608,5	613,3	609,6	613,4	611,4
Veränderung ³	4,2	2,5	3,3	2,9	1,7	2,1	3,0	2,3	2,0	2,3

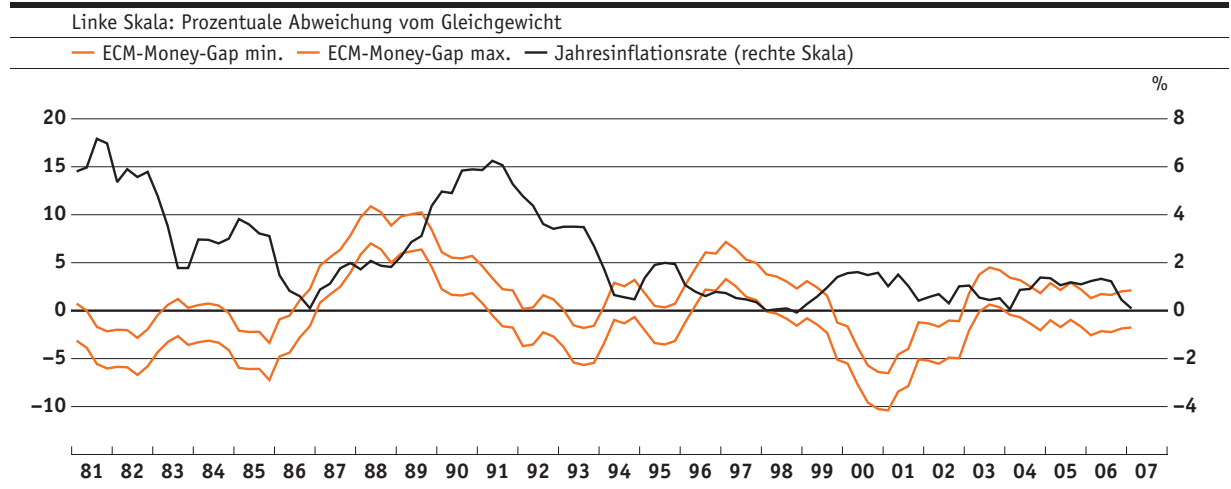
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.18
 Money-Gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

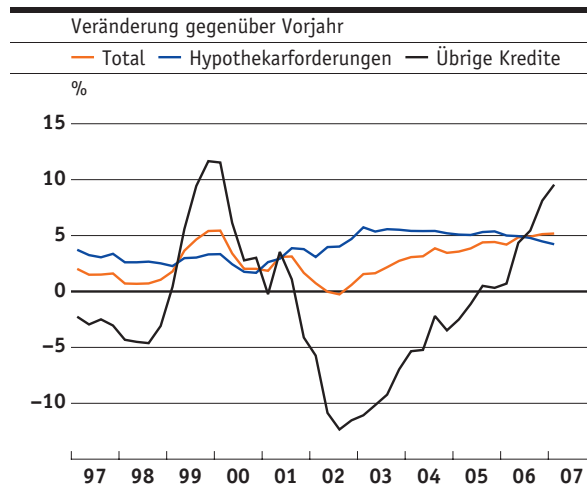
3.5 Kredite

Wiederum stärkeres Kreditwachstum

Die Kredite wiesen im ersten Quartal 2007 wie schon im Vorquartal eine Jahreswachstumsrate von leicht über 5% auf. Wachstumsraten dieser Grösse waren zuletzt Anfang 2000 zu beobachten. Aus Tabelle 3.2 ist ersichtlich, dass in letzter Zeit vor allem das Wachstum der Kredite an Unternehmen stark zugenommen hat. Demgegenüber schwächte sich das zuvor hohe Wachstum der Kredite an Haushalte seit Mitte 2006 etwas ab.

Auch nach Verwendungszweck gegliedert, fällt die Kreditvergabe unterschiedlich aus (Grafik 3.19): Die Hypothekarkredite, die rund 80% der Gesamtkredite ausmachen, expandierten wiederum weniger kräftig als noch im Vorquartal. Dies lässt sich vor allem auf das geringere Wachstum der Hypothekarkredite an Haushalte (4,9%) zurückführen, während die Hypothekarkredite an Unternehmen weiterhin nur geringfügig zunahm (0,8%). Dämpfend dürften die steigenden Zinsen gewirkt haben. Die übrigen Kredite, welche noch bis Mitte 2005 geschrumpft waren, stiegen im ersten Quartal mit 9,6% noch deutlicher an als im Vorquartal und befanden sich somit am Volumen gemessen wieder auf dem Stand vom Jahre 2002. Insbesondere dehnten sich die gedeckten Kredite verstärkt aus, während die ungedeckten Kredite weiterhin auf einem hohen Wachstumspfad verharrten. Die Banken waren somit nach wie vor vermehrt bereit, im robusten konjunkturellen Umfeld sowohl Kredite mit als auch ohne Sicherheiten zu vergeben.

Grafik 3.19
Bankkredite



Quelle: SNB

Bankkredite

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2005	2006	2006				2007			
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April
Total	4,1	4,8	4,2	4,8	4,9	5,1	5,2	5,2	5,3	5,1
Haushalte	6,5	6,1	6,0	6,6	5,8	5,9	5,1	5,1	5,0	5,4
Unternehmen	0,9	1,6	0,2	1,0	2,4	3,4	3,9	4,1	4,0	3,0
Hypothekarkredite	5,2	4,8	5,0	4,9	4,8	4,5	4,2	4,1	4,4	4,5
davon Haushalte	6,9	5,5	5,7	5,7	5,4	5,3	4,9	4,7	5,1	5,1
davon Unternehmen	3,1	1,2	1,8	1,5	1,3	0,7	0,8	0,7	0,9	1,3
Übrige Kredite	-0,7	4,6	0,7	4,4	5,4	8,1	9,6	10,6	9,1	8,1
davon gedeckt	2,6	2,5	3,5	4,4	0,6	1,5	7,1	9,6	3,7	5,1
davon ungedeckt	-3,1	6,3	-1,4	4,3	9,3	13,4	11,5	11,5	13,5	10,2

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 nebst 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 März-Prognose.

Weiterhin gute Weltkonjunktur trotz höherer Erdölpreise

Im Vergleich zur März-Prognose präsentiert sich das aktuelle Weltszenario in verschiedenen Punkten leicht verändert. Aufgrund des jüngsten Anstiegs der Erdölpreise ist weltweit mit erhöhten Konsumteuerungsraten zu rechnen. In Europa fällt die Revision vergleichsweise bescheiden aus, weil der erstarkte Euro dem ölpreisbedingten Kostenschub entgegenwirkt. Zudem war der Teuerungseffekt der Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland schwächer als erwartet. In den USA, wo die Inflation durch die gestiegenen Erdölpreise stärker angetrieben wird, hat sich gleichzeitig das BIP-Wachstum im ersten Quartal überraschend stark abgeschwächt. Infolgedessen wurde die Prognose für die USA insbesondere für das Jahr 2007 etwas nach unten angepasst. Demgegenüber entwickelt sich die europäische Wirtschaft dynamischer als erwartet, so dass die Annahmen zum BIP-Wachstum für das laufende Jahr erhöht 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. Der Dollar/Euro-Wechselkurs wird in der aktuellen Prognose erneut angehoben und bei einem konstanten Wert von 1.35 veranschlagt.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2007	2008	2009
Inflationsprognose Juni 2007			
BIP USA ¹	2,2	3,0	2,9
BIP EU-15 ¹	2,6	2,2	2,0
Wechselkurs USD/EUR ²	1,34	1,35	1,35
Ölpreis in USD/Barrel ²	65,2	68,0	68,0
Inflationsprognose März 2007			
BIP USA ¹	2,8	3,1	3,0
BIP EU-15 ¹	2,3	2,2	2,1
Wechselkurs USD/EUR ²	1,30	1,30	1,30
Ölpreis in USD/Barrel ²	55,0	55,0	55,0

1 Veränderung in %

2 Niveau

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 2. Quartal 2007 bis 1. Quartal 2010

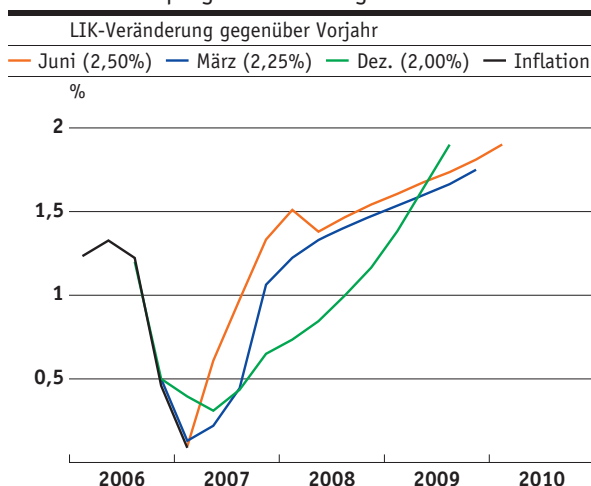
Die vierteljährlich publizierte Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Sie zeigt die künftige Preisentwicklung unter der Annahme, der 3M-Libor bleibe während des Prognosezeitraumes konstant. In Grafik 4.1 ist die Inflationsprognose vom Juni 2007 zusammen mit den Inflationsprognosen vom März 2007 und Dezember 2006 abgebildet. Die neue Prognose erstreckt sich vom zweiten Quartal 2007 bis zum ersten Quartal 2010. Sie zeigt den Inflationsverlauf bei einem konstanten 3M-Libor von 2,50%. Dieser Zinssatz entspricht dem mittleren Bereich des am 14. Juni von der SNB um 0,25 Prozentpunkte angehobenen Zielbandes für den Dreimonatssatz von 2,00% bis 3,00%. Die Prognosen vom März und Dezember beruhten noch auf einem Dreimonatssatz von 2,25% bzw. 2,00%.

Die Konjunktur in der Schweiz zeigt sich in starker Verfassung. Die wirtschaftliche Entwicklung verläuft noch besser als im März erwartet. Dazu beigetragen haben die gute Konjunktur in den Nachbarländern und die Wechselkursentwicklung. Zusam-

men mit dem Wiederanstieg der Erdölpreise führt dies auch nach der Zinsanhebung von Mitte Juni zu einer leichten Verschlechterung der Inflationsaussichten in den nächsten Monaten. Die Zinserhöhung stabilisiert die Teuerung ab Mitte des Jahres 2008 auf einem leicht höheren Niveau als im März. Die prognostizierte Inflation steigt aber danach weiterhin und nähert sich gegen Ende des Prognosehorizonts der 2%-Marke. Unter der Annahme eines konstanten 3M-Libor von 2,50% rechnet die Nationalbank für 2007 mit einer durchschnittlichen Jahresteuierung von 0,8%, für 2008 mit einer solchen von 1,5% und für 2009 mit 1,7%.

Allerdings ist die Einschätzung der Inflationsaussichten mit grösseren Unsicherheiten behaftet. Zum einen wirken strukturelle Veränderungen in der Wirtschaft nach wie vor preisdämpfend. Zum anderen steigt angesichts der starken Auslastung der Kapazitäten und der Wechselkursentwicklung die Gefahr, dass höhere Produktionskosten zunehmend auf die Preise überwältigt werden. Bleibt die Konjunkturdynamik unverändert oder sollte die Entwicklung des Frankens die monetären Rahmenbedingungen weiter lockern, sind weitere Zinserhöhungen in den nächsten Monaten wahrscheinlich.

Grafik 4.1
SNB-Inflationsprognosen im Vergleich



Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Juni 2007

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den von März bis Mai 2007 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

Zusammenfassung

Die Gespräche, welche die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte in den Monaten März bis Mai 2007 mit rund 160 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen führten, vermitteln ein ungetrübttes Konjunkturbild. Viele Gesprächspartner sahen ihre Erwartungen in den ersten Monaten des Jahres deutlich übertroffen. Verlangsamungstendenzen waren nicht in Sicht; verschiedentlich war sogar von einer Beschleunigung des Geschäftsgangs die Rede. Dabei umfasste das optimistische Stimmungsbild alle Branchen, darunter auch Firmen, die noch vor kurzem mit Problemen gekämpft hatten.

Die Kapazitäten sind allgemein sehr stark ausgelastet und die Marktlage erlaubt vermehrt Preiserhöhungen. Zwar wird investiert und zusätzliches Personal eingestellt, doch gehen die Gesprächspartner umsichtig vor, da sie früher oder später mit einer Normalisierung des Wachstumstempos rechnen. Oft wird daher versucht, das hohe Auftragsvolumen durch die Auslagerung von Produktionsteilen zu bewältigen, statt die eigenen Kapazitäten permanent auszubauen. Auch diese Zulieferer stossen indessen inzwischen oft an Kapazitätsgrenzen. Als Hauptsorgen wurden weiterhin die massiven Preisaufschläge und Beschaffungsprobleme bei den Rohstoffen und Vorprodukten sowie vermehrt Kapazitätsengpässe genannt.

1 Produktion

Industrie

Die Gesprächspartner aus der Industrie zeigten sich über das Volumen der seit Jahresbeginn eingegangenen Bestellungen sehr erfreut. In den meisten Fällen wurden die Budgetziele erreicht oder sogar übertroffen; oftmals lagen die Umsätze auch deutlich über dem Vorjahresstand, so dass sich ein neues Rekordjahr abzeichnet. Die Nachfrage blieb weiterhin breit abgestützt und eine Verlangsamung war nicht in Sicht. Die wichtigsten Impulse kommen derzeit aus der EU, insbesondere aus Deutschland, wo inzwischen neben der Investitions- auch die Konsumnachfrage angezogen hat. Während sich die Nachfrage aus Asien (insbesondere China), aber auch aus Osteuropa unverändert dynamisch entwickelte, spürten einige Gesprächspartner die konjunkturelle Verlangsamung in den USA. Vor dem Hintergrund von Kapazitätsengpässen, Lieferungsverzögerungen und steigenden Rohstoff- und Vorproduktpreisen war häufig von Überhitzung die Rede.

Die ausgezeichnete Industriekonjunktur umfasst mittlerweile alle Branchen und deren Zulieferer. Besonders dynamisch entwickelte sich der Energiebereich, der vom weltweit hohen Nachholbedarf bei Investitionen in Stromerzeugungsanlagen sowie von der wachsenden Nachfrage nach Alternativenenergien profitiert. Aber auch das breite Spektrum der Maschinenindustrie und der Konsumgüterindustrie befinden sich im Aufschwung. Nebst der boomenden Uhrenindustrie profitieren vermehrt auch Branchen wie die Textil- und die Nahrungsmittelindustrie, die teilweise auf schwierige Jahre zurückblicken, von der guten Konjunktur im In- und Ausland.

Dienstleistungen

Später als andere Branchen spürt seit einiger Zeit auch der Detailhandel den Konjunkturaufschwung. Die Vertreter aus diesem Bereich zeigten sich denn auch mit der Geschäftsentwicklung in den ersten Monaten des Jahres zufrieden. Die Konsumbereitschaft hat sich in allen Sparten, vor allem aber im Non-Food-Bereich, stark verbessert und die Umsätze lagen trotz tieferer Sortimentspreise über dem Vorjahresstand. Der Detailhandel in den Grenzgebieten profitierte von der Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro, welcher die Einkaufsströme zugunsten der inländischen Anbieter umkehrte.

Trotz ausgeprägten Schneemangels waren die Vertreter aus der Hotellerie und dem Gastgewerbe

mit der vergangenen Wintersaison zufrieden und äusserten sich bezüglich der Sommersaison optimistisch. Das schöne Frühlingswetter brachte vielerorts hohe Gästezahlen und der Buchungsstand für die Sommersaison ist viel versprechend. Allgemein meldeten die Gesprächspartner eine deutlich gestiegene Ausgabebereitschaft sowie eine längere Aufenthaltsdauer der Gäste. Dazu kommt der anziehende Seminar- und Kongresstourismus, der insbesondere dem Städtetourismus weiteren Auftrieb gibt. An gewissen Destinationen stösst die Hotellerie mittlerweile an Kapazitätsgrenzen.

Ein durchwegs positives Bild vermittelten auch die Gespräche mit anderen Dienstleistungserbringern aus dem Konsum- und Unternehmensbereich. Dazu gehören die Fluggesellschaften, welche deutlich höhere Frequenzen meldeten als vor Jahresfrist. Aber auch das übrige Transportgewerbe sowie die Beratung, der Informatikbereich, Logistikanbieter und Reiseunternehmen äusserten sich zum Geschäftsgang sehr zufrieden.

Die Vertreter des Bankensektors sprachen weiterhin von einer erfreulichen Geschäftsentwicklung. Das Vermögensanlage- und Handelsgeschäft wie auch das Hypothekengeschäft florieren. Im Hypothekbereich gelten indessen der Konkurrenzdruck unverändert als stark und die Margen als tief. Verhaltener entwickelte sich das Firmenkundengeschäft. Die Kunden verfügen oft über hohe Liquidität, die sie dazu verwenden, um Kredite zurückzubezahlen.

Bau und Immobiliensektor

Gemäss den Vertretern der Bauindustrie läuft die Konjunktur vor allem im Wohnungsbau auf Hochtouren. Die Kapazitäten im Bauhaupt- und Baunebengewerbe sind stark ausgelastet und mittlerweile lassen sich insbesondere bei Privataufträgen Preiserhöhungen durchsetzen. Eine Abkühlung der Geschäftslage ist nicht in Sicht. Gleichwohl war hin und wieder von Sättigungstendenzen, namentlich bei den Eigentumswohnungen, die Rede. Als Anzeichen gelten steigende Leerstände bei Altwohnungen sowie das Zurückstellen von Projekten. Nebst dem Wohnungsbau entwickelte sich auch der gewerblich-industrielle Bau zufriedenstellend bis gut, während die Lage im Tiefbau mehrheitlich als unbefriedigend eingeschätzt wurde. Auf den Immobilienmarkt angesprochen registrierten die Gesprächspartner eine ungebrochen kräftige ausländische Nachfrage nach Zweitwohnungen an guten Lagen. In diesem Segment setzte sich denn auch der Preisauftrieb weiter fort.

2 Arbeitsmarkt

Viele Unternehmen erhöhten den Personalbestand in den letzten Monaten. Besonders gesucht sind Bankfachleute und technisches Fachpersonal. Einige Gesprächspartner scheuten indessen davor zurück, den Personalbestand dauerhaft auszuweiten und griffen auf temporäre Mitarbeiter zurück.

Die Einschätzung bezüglich der Verfügbarkeit von Arbeitskräften variiert beträchtlich. Einige Gesprächspartner erachteten den Mangel an Fachkräften als gravierend. Gemäss anderen gestaltet sich die Rekrutierung von Fachpersonal zwar nicht leicht, doch liessen sich die gesuchten Qualifikationen finden. Die Möglichkeit, Mitarbeiter in der EU zu rekrutieren, stellt eine erhebliche Erleichterung dar. Im Zuge der konjunkturellen Erholung ist allerdings auch dort geeignetes Personal knapper geworden.

Auf das Thema Lohnentwicklung angesprochen, spürten viele Gesprächspartner einen steigenden Lohndruck. Dieser scheint indessen angesichts der guten Geschäftsentwicklung und Ertragslage kaum Sorge zu bereiten. Verschiedene Gesprächspartner gaben auch an, die Mitarbeiter mit Bonuszahlungen am guten Geschäftsgang teilnehmen zu lassen.

3 Preise, Margen und Ertragslage

Die meisten Gesprächspartner sprachen von einer guten bis sehr guten Ertragslage. Bei den Industrieunternehmen drücken indessen die stark gestiegenen Preise für Rohstoffe und Vorprodukte (insbesondere Edelmehle) auf die Margen. Namentlich Unternehmen, die einer starken Konkurrenz ausgesetzt sind, können die höheren Kosten weiterhin nur mit Mühe auf die Verkaufspreise überwälzen. Bei diesen Unternehmen sind indessen konstante Verkaufspreise auch ein Mittel, um Kundentreue zu honorieren.

Über alle Branchen hinweg gesehen, scheint sich der Preissetzungsspielraum dank der guten Konjunkturlage vergrössert zu haben. Zu den Ausnahmen gehört der Detailhandel, namentlich die Grossverteiler und deren Zulieferer, wo die Preise unter Druck blieben und weitere Preissenkungen auf dem Sortiment geplant sind.

Die Erstarkung des Euro gegenüber dem Franken kommt den Gesprächspartnern aus der Exportindustrie gelegen. Verschiedentlich wurde er dazu genutzt, um die Frankenpreise anzuheben und dadurch insbesondere die gestiegenen Rohstoffpreise aufzufangen. Unternehmen, die vorwiegend in den Dollarraum exportieren, äusserten sich teilweise besorgt zum Dollarkurs.

Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Hansueli Raggenbass, Präsident des Bankrats
Gehalten in Bern am 27. April 2007

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre,
Meine Damen und Herren,
Liebe Gäste

Ich heisse Sie herzlich willkommen zu unserer 99. Generalversammlung, zweifellos einer der Höhepunkte in unserem Jubiläumsjahr.

Ja, Sie haben richtig gehört: Es ist tatsächlich erst die 99. Generalversammlung (und nicht die 100ste). Dies liegt nicht etwa daran, dass unserem Archiv ein Zählfehler unterlaufen ist, sondern hat damit zu tun, dass der Bundesrat 1907 auf Antrag des Bankrats beschlossen hatte, die erste ordentliche GV nicht wie vermutet im Jahr 1908, sondern erst im Jahr 1909 stattfinden zu lassen. Die erste Geschäftsperiode dauerte somit rund anderthalb Jahre.

Wie dem auch sei: Unsere heutige Generalversammlung markiert den 100. Geburtstag unseres Instituts. Die Versammlung ist damit zugleich ordentlich, aber auch etwas ausserordentlich. Ich freue mich, diesen Tag mit Ihnen – den «Shareholdern» der Nationalbank, wie es neudeutsch heisst – begehen zu können. Ihnen will ich auch meine heutigen Ausführungen widmen und auf die Bedeutung und Entwicklung des Aktionariats der SNB eingehen.

Ausgestaltung als Aktiengesellschaft

Das Verhältnis der Nationalbank zu ihren Aktionären war immer ein ganz besonderes: zunächst einmal, weil es doch recht aussergewöhnlich ist, dass eine Zentralbank überhaupt Aktionäre hat. In der internationalen Zentralbanken-Landschaft bilden nämlich die als Aktienbanken ausgestalteten Institute heute die Ausnahme. Die meisten Zentralbanken sind staatliche Institute oder Anstalten. Sodann ist auf der Welt fast einzigartig, dass selbst Privatpersonen Aktien der Zentralbank erwerben können.

Ich gehe deshalb zuerst der Frage nach, weshalb die SNB als Aktiengesellschaft konzipiert ist. Anschliessend werde ich kurz die Entwicklung unseres Aktionariats skizzieren, die SNB-Aktie etwas genauer unter die Lupe nehmen und am Schluss einen Blick auf die von den Aktionären an den verschiedenen Generalversammlungen aufgeworfenen Fragen und Anliegen werfen.

Die Entstehung unseres Instituts war bekanntlich kein Sonntagsspaziergang, sondern das Resultat eines schwierigen politischen Prozesses. Insgesamt vierzehn Jahre dauerte der Streit um die Gründung der Nationalbank: von 1891, als dem Bund in der Verfassung das Notenmonopol übertragen wurde, bis 1905, als National- und Ständerat das Nationalbankgesetz schliesslich verabschiedeten.

Über den Nutzen einer Zentralisierung des Notenwesens war man sich zwar schnell einig. Keineswegs einfach war hingegen, die finanziellen Interessen der Kantone genügend zu berücksichtigen und die Spaltung zwischen den Anhängern einer Staatsbank und den Verfechtern einer Privatbank zu überwinden. Hier ging es um den Entscheid, welche Rechtsform das Noteninstitut haben sollte.

Am Schluss des Hin und Her präsentierte sich ein gutschweizerischer, mehrheitsfähiger Kompromiss mit einer durch ein eigenes Gesetz konstituierten Aktienbank und einer einfachen Gewinnverteilungsregelung: zwei Drittel zu Gunsten der Kantone, ein Drittel für den Bund.

Dieser Kompromiss brachte es mit sich, dass einerseits die Kantone bzw. deren Kantonalbanken sowie die früheren Emissionsbanken zu Aktionären der Nationalbank gemacht wurden. Vom Grundkapital von damals 50 Millionen Franken, eingeteilt in 100 000 Namenaktien, waren zwei Fünftel für die Kantone im Verhältnis ihrer Wohnbevölkerung und ein Fünftel für die vormaligen Emissionsbanken im Verhältnis ihrer effektiven Notenemission reserviert.

Andererseits sollten Privataktionäre Aktien unseres Instituts erwerben können – nicht zuletzt als Ausdruck der Verankerung dieser Institution im Volk. Die restlichen zwei Fünftel der Aktien wurden somit zur öffentlichen Zeichnung aufgelegt, wobei gemäss der Gesetzesvorgabe bei der Zuteilung der Aktien in erster Linie die kleineren Zeichnungen zu berücksichtigen waren.

Der Nominalbetrag der Aktie wurde auf 500 Franken festgesetzt, um die Beteiligung an der Kapitalzeichnung für jedermann leicht zu gestalten und eine auf allen Schichten der schweizerischen Bevölkerung ruhende Grundlage der Zentralbank zu schaffen. Die damals für eine Aktie einzuzahlenden 250 Franken – die Hälfte des Nennwertes – entsprechen heute einem Realwert von rund 3000 Franken.

Die Neue Zürcher Zeitung vermerkte im Juni 1906 pathetisch: «Nicht nur der Kapitalist, sondern auch der kleine Sparer will bei der Zeichnung dabei sein und es ist jedenfalls eine weise und im besten Sinne demokratische Bestimmung, dass das Gesetz vorzugsweise die kleinen Zeichner berücksichtigt. Dadurch wird die Nationalbankaktie «demokratisiert» und es kann das Institut im breiten Volke Wurzeln fassen.»

Die Zeichnung erwies sich als grosser Erfolg: Das für Private vorgesehene Kapital wurde mehr als dreimal überzeichnet. Die NZZ hatte diese grosse Nachfrage erahnt und schrieb in ihrer Ausgabe vom 5. Juni 1906: «Zwei Momente sind es aber, die eine

sehr starke Beteiligung an der Zeichnung voraussehen lassen: Das Bewusstsein einerseits, gepaart mit einem gewissen Stolz, bei einer Schöpfung wie der eidgenössischen Nationalbank mitzuwirken, und andererseits ein absolut sicheres, gut verzinsliches Anlagepapier mit Rentencharakter zu erhalten.»

Dem Grundsatz der möglichst breiten Aktienstreuung wurde weitestgehend Rechnung getragen: Unmittelbar nach der Zeichnung hielten die allermeisten der insgesamt rund 12 000 Privataktionären zwischen einer und fünf Aktien. Die SNB-Aktien wurden sodann von Anbeginn weg an der Börse gehandelt.

Die aktienrechtliche Struktur galt als vorrangiges Element zur Sicherung der Unabhängigkeit der Notenbank und als solche hat sie sich grundsätzlich bewährt. Dies galt insbesondere in der Gründerzeit, in der die Unabhängigkeit einer Zentralbank noch lange nicht eine derartige Selbstverständlichkeit darstellte wie heutzutage.

Mit einem nicht ganz ernst zu nehmenden Vorschlag plädierte einer unserer Aktionäre vor Jahren dafür, dass die SNB-Aktionäre eigentlich Eintritt zur Generalversammlung bezahlen müssten statt eine Dividende entgegenzunehmen. Schliesslich sei die Möglichkeit der Teilnahme an der SNB-GV ein weltweit derart einzigartiges Privileg ...

Aktionäre der Nationalbank sind – und in diesem Punkt hatte der erwähnte Redner durchaus Recht – nicht mit Aktionären anderer Gesellschaften zu vergleichen. Das Aktienkapital der SNB steht seit langem in keinem angemessenen Verhältnis mehr zum Geschäftsumfang unseres Instituts. Dem Aktienkapital kommt deshalb – angesichts der viel höheren Bilanzsumme und der Höhe der Rückstellungen – keine risikotragende Funktion mehr zu. Die primäre Bedeutung des Aktionariats besteht deshalb – heute wie früher – darin, die Autonomie der Nationalbank zu gewährleisten. Zu Recht wird daher gesagt, die Aktionäre der SNB seien die Treuhänder der Notenbankunabhängigkeit.

Entwicklungen im Aktionariat

Wie hat sich das Aktionariat nun in der 100-jährigen Geschichte der SNB entwickelt?

In unserem Geschäftsbericht wird das Aktionariat in die Kategorien Privataktionäre, Kantone, Kantonalbanken und andere öffentlich-rechtliche Körperschaften eingeteilt. Zusätzlich aufgeführt sind hier jeweils die sogenannten Dispoaktien, d. h. jene Titel, die zwar an der Börse bereits verkauft, aber im Aktienregister noch nicht auf einen neuen Aktionär eingetragen sind.

Zu Beginn setzte sich das Aktionariat der Nationalbank aus über 12 300 Aktionären zusammen. Das Total der Aktionäre sank im Laufe der letzten 100 Jahre kontinuierlich auf heute noch rund 2300.

Die Gruppe der Kantone war im Betrachtungszeitraum – erwartungsgemäss – die beständigste Aktionärskategorie. Ihr Anteil am Aktionariat lag immer bei knapp 40%. Der durchschnittliche Aktienbesitz beträgt rund 1600 Stück. Die beiden wichtigsten Aktionäre dieser Gruppe sind seit vielen Jahren die Kantone Zürich und Bern mit Anteilen von 6,6% bzw. 5,2%.

Die Anzahl der Kantonal- bzw. Emissionsbanken mit SNB-Aktienbesitz sank von knapp 40 auf 24. Der durchschnittliche Aktienbesitz pro Aktionär dieser Kategorie stieg von gut 500 im Jahr 1907 auf gut 600 Stück heute. Der Aktienanteil dieser Gruppe macht 15% aus. Die wichtigsten Aktionäre dieser Gruppe sind die Kantonalbanken der Kantone Bern und Zürich.

Andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, d. h. Städte und Gemeinden, Legate, Stiftungen, Fürsorgefonds und Gemeindeinstitute, gewisse Versicherungen und Pensionskassen führen wir erst seit 1952 explizit als eigene Kategorie in unserem Aktionariat. Ihre Anzahl bewegte sich seither zwischen 30 und 60. Ihr aktueller Anteil am Aktienbesitz beträgt heute etwa 1%.

Die grössten Veränderungen gab es bei den Privataktionären: Ihre Zahl sank von über 12 200 bei der Emission auf 2200 Ende letzten Jahres. Das Total der Aktien in den Händen von Privaten sank von anfänglich rund 45 000 auf etwa 32 000 im letzten Jahr. Entsprechend sank der Anteil der Privaten am Aktionariat von 45% auf aktuell 32%. Gleichzeitig stieg die durchschnittlich von einem Aktionär gehaltene Anzahl Aktien von drei auf etwa 15 Stück an.

Die sogenannten Dispoaktien werden in unserer Aktionärs-Übersicht seit 1987 ausgewiesen. Seither ist ihre Zahl kontinuierlich angestiegen, was darauf zurückzuführen ist, dass einerseits mit der Einführung des neuen Aktienrechts keine Beschränkung auf den bisherigen Aktionärskreis mehr möglich war, insbesondere können auch ausländische Aktionäre unserem Aktionariat angehören. Andererseits hat das Handelsvolumen in unseren Aktien tendenziell zugenommen. Die höhere Zahl von Dispoaktien ist der Hauptgrund für die erwähnte geringere Anzahl der auf Privataktionäre eingetragenen Aktien.

Aufgeteilt auf die drei Landesteile ergeben sich folgende Anteile der auf Schweizer Privat-

personen eingetragenen Aktien: Deutschschweiz 77%, Romandie 21%, Tessin 2%. Die Repräsentation nach Landesteilen entspricht damit in etwa der Bevölkerungsverteilung.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Aktionariat in den vergangenen 100 Jahren zahlenmässig abgenommen und eine verstärkte Konzentration und Internationalisierung des Aktienbesitzes stattgefunden hat. Insgesamt blieb aber die Aktionärsstruktur verhältnismässig stabil, vor allem was die öffentlich-rechtlichen Aktionäre angeht. Wir zählen aber auch einige Privataktionäre zu den langjährigen Begleitern der Nationalbank.

SNB-Aktie als Anlageinstrument

Wer gut schlafen will, kauft Anleihen, und wer gut essen will, kauft Aktien, besagt ein gängiges Börsensprichwort.

Wie Sie wissen, weist die Nationalbankaktie eine gesetzlich festgelegte Maximaldividende von 6% auf, und zwar seit 1921, zuvor lag der Satz bei 4%. Das Papier bietet also eine fixe, vom Geschäftsgang der Bank unabhängige Dividende und eine überdurchschnittliche Sicherheit. Die SNB-Aktie ist deshalb keine normale Aktie. Sie ist gewiss kein Risikopapier und auch keine Wachstumsaktie. Zweifellos existieren dynamischere Titel und höher rentierende Anlagen.

Mindestens zum Teil ist eine Investition in das SNB-Papier deshalb mit einer gewissen Liebhaberei zu erklären. Man muss – wie ein früherer Finanzminister einmal sagte – «Spass an dieser Aktie haben, denn die Dividende ist begrenzt und es gibt sicher nie eine interessante Übernahme, bei welcher man irgendeinen Kapitalgewinn machen kann.»

Als Anlageobjekt ist die SNB-Aktie eher mit einer Bundesobligation vergleichbar als mit einem echten Beteiligungspapier. Seit Jahren pendelt sich der Kurs so ein, dass in etwa eine Rendite resultiert, die der Durchschnittsrendite von Bundesobligationen entspricht. Einzig Ende der 1990er Jahre gab es infolge von Spekulationen um den Goldbestand starke Bewegungen in den Nationalbank-Aktien. Seither verlief der Kurs wieder verhältnismässig stabil. Den jüngsten Kursanstieg würde ich der allgemeinen Börsenhausse und – vielleicht – einem «Jubiläumseffekt» zuschreiben.

Dass nur die Obligationäre gut schlafen können, trifft also im Fall der SNB nicht zu: Die Kursentwicklung der SNB-Aktie dürfte Sie alle, verehrte Aktionärinnen und Aktionäre, sicher gut schlafen lassen (hoffentlich aber nicht während unserer Generalversammlung). Immerhin kann ich Ihnen

versprechen, dass wir heute dafür sorgen, dass Sie im Anschluss an die Generalversammlung auch wie «richtige» Aktionäre gut essen können.

Anliegen der Aktionäre

Ich werfe als letztes Kapitel meiner Ausführungen einen Blick auf die wichtigsten Themen, die Sie – unsere Aktionäre – in den vergangenen 100 Jahren bewegt haben. Während einige dieser Themen die aktuellen Probleme der jeweiligen Epoche widerspiegeln, kamen andere Anliegen immer wieder auf.

Vor allem in der Anfangszeit und bis in die 1950er Jahre wirkten die Auseinandersetzungen aus der Gründungszeit nach. Viel zu reden gab die Frage, ob der Wirtschaft Geld privat oder staatlich zur Verfügung gestellt werden soll. Immer wieder fanden – mitunter heftige – Diskussionen mit den Protagonisten der freiwirtschaftlichen Bewegung statt. In den letzten Jahren und Jahrzehnten schlugen sie indes versöhnlichere Töne gegenüber der Nationalbank an und lobten ausdrücklich die auf die Wahrung der Preisstabilität ausgerichtete Politik der Bank.

Die im Vergleich zu Privatunternehmen verhältnismässig stark beschränkten Aktionärsrechte gaben damals wie in neuerer Zeit Anlass zu intensiven Diskussionen an unserer Generalversammlung. Immer wiederkehrende Themen waren die Höhe der Dividende und die Gewinnverteilungsregelung. Ebenso kamen hie und da Vorstösse betreffend die Stimmrechtsbeschränkung der Privataktionäre.

Zu den Themen von gesamtwirtschaftlicher Bedeutung, die verschiedene Aktionäre zur Stellungnahme bewogen, gehörten in jüngerer Vergangenheit die ausserordentliche Gewinnausschüttung an den Bund und die Goldverkäufe. Die in diesem Zusammenhang zum Ausdruck gebrachte Sorge um die Unabhängigkeit der Bank gipfelte trefflich in der Warnung eines Aktionärs: «Wenn in der Volkswirtschaft die Begehrlichkeit die Leistungsfähigkeit übersteigt, dann kommt der Ruf nach dem Manna der Nationalbank.»

Andere Themen, über die wir hier diskutiert haben, waren die Höhe und Zusammensetzung der Devisenreserven, der Ruf nach einer Ertragssteigerung auf den Aktiven (u.a. durch den Kauf von Aktien), der Wechselkurs des Frankens, die Bedeutung der Teuerungskämpfung, die Höhe der Zinssätze, insbesondere der Hypothekar- und Mietzinsen oder allgemeiner ausgedrückt, die Sorge um Auswüchse am Immobilienmarkt. Phasenweise dominierten Bedenken über den Fortbestand der

Schweiz als Werkplatz unsere Aussprachen. All diese Themen wurden von der Nationalbank in der einen oder anderen Form aufgenommen und thematisiert.

Hie und da erfolgte auch ein Ruf nach mehr Ethik in der Wirtschaft. Es wurde auf die Gefahren von Globalisierung und Deregulierung der Märkte hingewiesen. Während einige befürchteten, das Aufkommen des elektronischen Zahlungsverkehrs könnte das Geld und die Nationalbank bald überflüssig machen, warnten andere vor den negativen Auswirkungen der Einführung des Euro. Diese kurze Übersicht zeigt, wie vielfältig die Themen waren, über die sich die Aktionäre Gedanken machten.

Dass die Generalversammlung dabei hie und da einer «monetären Landsgemeinde» glich, tat dem Wert dieser urdemokratischen Institution keinen Abbruch. Etliche Redner traten – zuverlässig wie ein Uhrwerk – Jahr für Jahr an der Generalversammlung auf. Viele von ihnen erlangten derart eine gewisse Berühmtheit, andere galten gar als berüchtigt. Ihre Auftritte waren häufig amüsant, manchmal provokant und nicht selten echt herausfordernd.

Wir erachten die allgemeine Aussprache mit den Aktionären als ausgesprochen bereichernd. Dies wurde auch immer wieder von der Notenbankleitung betont. Die allgemeine Aussprache ermöglicht es, unsere Politik in der Öffentlichkeit darzustellen und zu erläutern.

Dank

Ein Jubiläum ist immer auch – und damit komme ich zum Schluss – ein Moment, um Danke zu sagen. Am heutigen Anlass gilt mein spezieller Dank Ihnen, sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre. Die Nationalbank genießt in der Schweizer Bevölkerung grosses Vertrauen. Und Sie, werte Aktionäre, untermauern dieses Vertrauen zusätzlich mit Ihrem finanziellen, zeitlichen und verbalen Engagement. Dabei gehören – wie ich dargestellt habe – einige von Ihnen seit vielen Jahren, teilweise Jahrzehnten zu den Aktionären der SNB. Für diese Treue und für Ihr Interesse an den Geschäften und der Politik unseres Instituts danke ich Ihnen. Möge die Nationalbank auch die nächsten 100 Jahre auf die breite Verankerung in unserer Bevölkerung zählen dürfen!

Referat anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums
Gehalten in Bern am 27. April 2007

Sehr geehrter Herr Bankratspräsident,
Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre,
Liebe Gäste

Hundert Jahre sind vergangen, seit die Nationalbank ihre Schalter öffnete und ihre ersten Geschäfte tätigte. Jahr für Jahr hatte der Präsident des Direktoriums die Ehre, Ihnen die Wirtschaftslage zu präsentieren und den geldpolitischen Kurs der Bank zu erläutern. Es bereitet mir besondere Freude, diese Tradition heute weiterzuführen, denn das Jahr 2006 ist für unsere Wirtschaft besonders günstig verlaufen: Das Wachstum hat sich beschleunigt und liegt nun über dem langfristigen Trend; die Beschäftigung hat zugenommen, was zu einer graduellen Abnahme der Arbeitslosigkeit geführt hat; die Preiserhöhungen sind moderat geblieben, und die Teuerungsrate hat sich deutlich unter der Marke von 2% bewegt, ist also in dem Bereich geblieben, den wir mit Preisstabilität gleichsetzen. Dazu kommt, dass die Aussichten für das Wachstum, die Beschäftigung und die Geldwertstabilität auch für das laufende Jahr äusserst positiv sind.

Dynamischer Aussenhandel

Die erfreuliche Entwicklung der Schweizer Wirtschaft hat manchen Beobachter überrascht, der sich an die mageren Resultate der Neunzigerjahre und die schlechten Erfahrungen zu Beginn des neuen Jahrtausends erinnert. Dabei ist sie die logische Folge einer ganzen Anzahl besonders günstiger Einflüsse.

An erster Stelle möchte ich die bemerkenswerte Fähigkeit des Privatsektors erwähnen, sich den Herausforderungen zu stellen, welche die Globalisierung der Märkte mit sich bringt. Dank der Restrukturierungsbemühungen in der Exportindustrie hat sich unser Aussenhandel sehr erfreulich entwickelt. Innerhalb der letzten zehn Jahre sind unsere Ausfuhren um über 80% gestiegen. Sie sind fünf Mal schneller gewachsen als das Bruttoinlandprodukt. Zum traditionellen Überschuss im Dienstleistungshandel kommt nun ein Überschuss im Warenverkehr. Der starke Anstieg bei der Ausfuhr von Produkten mit grosser Wertschöpfung wie Elektronikartikel, Uhren sowie chemische und pharmazeutische Erzeugnisse widerspiegelt den Erfolg einer Strategie, die sich hohe Qualitätsstandards und anspruchsvolle technologische Inhalte zum Ziel gesetzt hat. Hinzu kommt die Ausweitung der Dienstleistungsexporte, hauptsächlich im Finanzbereich und im Tourismus. Insgesamt ist der Saldo

unserer Waren- und Dienstleistungsbilanz in zehn Jahren von 17 Milliarden auf 37 Milliarden Franken gestiegen oder von 4,6% auf 8,3% des Bruttoinlandprodukts (BIP). Die Globalisierung hat die Expansion unserer Wirtschaft im Ausland offensichtlich keineswegs beeinträchtigt; sie hat im Gegenteil zu einer Ausweitung der Märkte beigetragen, die unsere Unternehmen zu nutzen wissen.

Die Dynamik im Aussenhandel ist hauptsächlich auf die gute Verfassung der Weltwirtschaft zurückzuführen, die sich in den letzten Jahren sehr erfreulich entwickelt hat. In den USA hat es zwar in letzter Zeit Anzeichen einer Abschwächung gegeben, doch die unveränderte Dynamik der Konjunktur in Asien und die Erholung des Wachstums in Europa lassen für 2007 auf ein günstiges internationales Umfeld schliessen.

Unsere Exporte haben nicht nur von den positiven Impulsen der Weltwirtschaft profitiert, sondern auch von aussergewöhnlichen Verhältnissen auf dem Devisenmarkt. Die Einführung des Euro hat die Währungssituation in Europa stabilisiert und den Schweizer Franken gegen spekulative Beeinträchtigungen, wie wir sie früher kannten, abgeschirmt. Unsere Währung ist heute viel weniger volatil als in den Neunzigerjahren; dies ist für den Aussenhandel durchwegs positiv. Zwar hat der US-Dollar in den vergangenen Jahren etwas an Boden verloren, doch der Euro liegt wieder etwa auf demselben Niveau wie im Jahre 1999. Da die Inflation in der Schweiz deutlich geringer ausgefallen ist als bei unseren wichtigsten Handelspartnern, ist der reale, gegenüber 24 Ländern exportgewichtete Wechselkursindex des Frankens in den letzten fünf Jahren um fast 10% gesunken. Die Wettbewerbsfähigkeit unserer Exporteure hat sich dadurch zusätzlich verbessert.

Es wäre jedoch übereilt davon auszugehen, dass die Schwächeneigung des Frankens unbegrenzt anhalten werde. Der jetzige Zustand ist in mancher Hinsicht paradox, denn die Währungen der Länder mit den tiefsten Inflationsraten – also der Franken und der Yen – haben gegenüber Währungen von Ländern nachgegeben, in denen die Teuerungsaussichten weniger günstig sind. Offenbar haben die kurzfristigen Faktoren an den Märkten Oberhand, wie das aktuelle oder erwartete Zinsgefälle. Die Märkte lassen dabei die Fundamentaldaten der betreffenden Volkswirtschaften weitgehend ausser Acht und scheinen die Möglichkeit abrupter Kursanpassungen nicht zu fürchten. Eine solche spekulative Haltung ist zwangsläufig mit Risiken verbun-

den. Aus der Vergangenheit wissen wir, dass eine Wende auf dem Devisenmarkt oft überraschend eintritt, dass sich Stärke- und Schwächephasen des Frankens abwechseln können und dass der Franken in Zeiten der Unsicherheit zu Überreaktionen neigt. Vorsicht ist also geboten. So müssen unsere Exporteure die Wechselkursrisiken jederzeit im Griff haben, auch in einer Zeit geringer Volatilität. Es käme niemandem in den Sinn, seine Brandversicherung zu kündigen, nur weil sein Haus in den letzten Jahren nie gebrannt hat.

Erfreuliche Entwicklung der Inlandnachfrage

Die Dynamik im Aussenhandel hat sich selbstverständlich auf die Investitionstätigkeit und den Konsum im Inland und ganz besonders auf die Beschäftigung ausgewirkt.

Der positive Einfluss auf die Ausrüstungsinvestitionen und die Beschäftigung ist primär die Folge einer immer stärkeren Auslastung der Produktionskapazitäten. In der Industrie ist die Auslastung der Produktionskapazitäten seit 2002 ununterbrochen gestiegen und hat nun ein historisch hohes Niveau erreicht. Die Unternehmen waren sich der Nachhaltigkeit des Aufschwungs 2005 noch nicht ganz sicher gewesen, wurden im letzten Jahr aber zuversichtlicher und erweiterten ihre Investitionspläne für Ausrüstungsgüter erheblich. Gleichzeitig schafften sie vermehrt Arbeitsplätze, vor allem Vollzeitstellen. Dies hat zu einem rascheren Rückgang der Arbeitslosigkeit und einer erhöhten Beschäftigung ausländischer Arbeitskräfte geführt.

Nach den Unsicherheiten der Vorjahre stand 2006 somit ganz klar im Zeichen der Konsolidierung des Konjunkturzyklus. Die aktuellen Aussichten zeigen eine Fortsetzung dieser Tendenz: Die Auftragsbestände sind hoch und die Unternehmer bleiben zuversichtlich. Damit dürfte die Arbeitslosigkeit in den kommenden Monaten weiter abnehmen.

Im Bausektor ist die Lage weniger von der ausländischen Konjunktur als vom finanziellen Umfeld abhängig. Der Wohnungsbau hat von den niedrigen Zinsen der letzten Jahre stark profitiert. Im Jahr 2006 sind 41 000 neue Wohnungen auf den Markt gekommen, fast doppelt so viele wie zu Beginn des Jahrzehnts. Die demographische Entwicklung und die höheren Einkommen haben, zusammen mit günstigen Finanzierungsbedingungen, zu einer grossen Nachfrage geführt, und doch gibt es inzwischen erste Anzeichen einer Sättigung. So wird bei den Hypothekarkrediten eine graduelle

Abflachung der Wachstumsrate beobachtet. Aller Voraussicht nach wird der Wohnungsbau dieses Jahr weiter an Schwung verlieren. Hingegen dürfte sich die Lage im gewerblich-industriellen Bau nochmals verbessern.

Die Zunahme bei der Beschäftigung und den Einkommen hat sich positiv auf die Ausgaben der privaten Haushalte ausgewirkt. Im Gegensatz zu den Vorjahren hat sich der Konsum mit einem Wachstum von etwa 2% im letzten Jahr zu einer Stütze der Konjunktur entwickelt. Es ist zu erwarten, dass der weitere Rückgang der Arbeitslosigkeit in den nächsten Monaten diesen Prozess festigt.

Insgesamt hat die Schweizer Wirtschaft 2006 ein reales Wachstum von rund 3% verzeichnet; dies ist das beste Resultat seit dem Jahr 2000. Unsere Wirtschaft hat von der guten Nachfrage aus dem In- und Ausland profitiert. Sie konnte dabei auf eine grössere Flexibilität der inländischen Produktion zählen, die sich aus der Öffnung des Arbeitsmarktes für Staatsangehörige unserer Nachbarländer ergab – ohne dass dadurch die inländische Beschäftigung bedroht wurde. In den letzten zwölf Monaten sind knapp 60 000 Arbeitsplätze geschaffen worden, so viele wie seit 2001 nicht mehr, und die Zahl der Arbeitslosen ist um 22 000 zurückgegangen.

Die Restrukturierungsbemühungen der Unternehmen, die Steigerung der Produktivität und die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes haben die Voraussetzungen für ein stärkeres Wachstum geschaffen. Der beschwerliche Weg der Reformen und der Öffnung hat somit zu ersten Erfolgen geführt. Diesen Weg müssen wir weitergehen. Nur so können wir sicherstellen, dass unser Produktionspotenzial deutlich und nachhaltig steigt. Dies wird uns helfen, unsere Sozialversicherungen zu sanieren und den Herausforderungen zu begegnen, die uns unsere älter werdende Bevölkerung stellt.

Weitere geldpolitische Normalisierung

In einem günstigen wirtschaftlichen Umfeld hat die Nationalbank letztes Jahr die im Juni 2004 begonnene graduelle Normalisierung der Zinssätze fortgesetzt. An den vierteljährlichen geldpolitischen Lagebeurteilungen sind wir jeweils zum Schluss gekommen, dass eine erneute Anpassung des Libor im Interesse der Gewährleistung der mittelfristigen Preisstabilität erforderlich sei. Der Dreimonatszinssatz ist folglich seit Januar 2006 um 1,25 Prozentpunkte angehoben worden.

Mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1,1% ist 2006 wiederum ein Jahr der Preis-

stabilität gewesen, das dreizehnte in Folge. Aus heutiger Sicht bleibt die Lage günstig, denn die Inflationserwartungen sind moderat und der im letzten Jahr beobachtete Rückgang der Erdölpreise beeinflusst die Indizes positiv. Allerdings verfolgen wir die Entwicklung aufmerksam, da in unserer Volkswirtschaft die Produktionsfaktoren nun fast vollständig ausgelastet sind und der Franken auf dem Devisenmarkt an Wert verloren hat, was unsere Importe tendenziell verteuert. Wir werden auch in Zukunft weitere Zinserhöhungen in dem Ausmass tätigen, das für die Erhaltung der mittelfristigen Preisstabilität notwendig ist.

Risiken

Die gegenwärtige Dynamik der Weltwirtschaft deutet auf eine günstige Entwicklung im Jahr 2007 hin. In den USA gibt es zwar Anzeichen von Schwäche, doch diese dürfte nur vorübergehend sein. In Europa nahm der Aufschwung 2006 überraschende Ausmasse an. Die nun erwartete Verlangsamung dürfte sich in Grenzen halten. Die Einschätzung der konjunkturellen Risiken für 2007 fällt folglich ziemlich günstig aus.

Von den Erdölpreisen geht selbstverständlich weiterhin eine gewisse Unsicherheit aus. Das fortgesetzte Wachstum der Weltwirtschaft und die Erfahrungen der letzten Jahre zeigen, dass der Erdölmarkt angesichts des Mangels an zusätzlichen Produktions- und Raffineriekapazitäten rasch ausser Kontrolle geraten kann. Man muss also von der Möglichkeit ausgehen, dass neue Anspannungen auftreten könnten.

Auf den Finanzmärkten beobachten wir ungewöhnliche Verhältnisse mit einer geringen Volatilität und tiefen Risikoprämien für Anlagen. Dies könnte sich plötzlich ändern.

Wir müssen also wachsam bleiben, denn abrupte Veränderungen der Finanzmarktdaten – der Börsen- sowie der Wechselkurse – wirken sich unmittelbar auf die Entwicklung unserer Wirtschaft aus, da diese gegenüber dem Ausland stark geöffnet und auf die Erbringung von Finanzdienstleistungen spezialisiert ist.

Ein historisch günstiges Umfeld

Eine Schweizer Wirtschaft nahe der Vollbeschäftigung, Preisstabilität seit mehreren Jahren, eine offene und liberale Wirtschaftsordnung, in der man die geldpolitischen Instrumente wirkungsvoll einsetzen kann: Die Schweizerische Nationalbank agiert heute in einem vorteilhaften Umfeld. In

unserem Jubiläumsjahr sollten wir uns auch in Erinnerung rufen, dass unsere Vorgänger oft mit viel schwierigeren Situationen fertig werden mussten.

So sah sich die junge Nationalbank, kaum waren die Probleme hinsichtlich des Banknotenmonopols gelöst, schon 1914 mit der Finanzierung der vom Ersten Weltkrieg verursachten Militärausgaben und nach dem Krieg mit den Schwierigkeiten der Normalisierung konfrontiert. Die sozialen Unruhen von 1918 und die hohe Inflation nach dem Krieg wurden als schmerzliches Versagen der Geldpolitik empfunden. Dieses Scheitern prägte lange Zeit die Geisteshaltung der Nationalbank und war weitgehend für die rigide Politik der nachfolgenden Jahrzehnte verantwortlich.

Es war auch der Grund dafür, dass sich die Nationalbank nach dem Krieg so stark um die Wiedereinführung der Regeln des Goldstandards bemühte. Die Goldparität der Vorkriegszeit wurde 1924 wiederhergestellt. Doch nach einigen ziemlich guten Jahren verschlechterte sich die Wirtschaftsentwicklung wieder und mündete in die Krise der Dreissigerjahre. Die Abwertungen des Pfundes 1931 und des US-Dollars 1933 waren die ersten Ereignisse, die den Zusammenbruch des Goldstandards signalisierten. Nach der Abwertung des französischen Franc 1936 sahen sich die Bundesbehörden dazu veranlasst, ihrerseits die Parität des Schweizer Frankens aufzugeben.

Die Herausforderungen, die mit der Führung einer Kriegswirtschaft verbunden sind, stellten sich einige Jahre später erneut. Das Kapitel des Zweiten Weltkriegs – mit seinen Zweifeln, Ängsten und Fehleinschätzungen – wurde in den letzten Jahren von Historikern weitgehend aufgearbeitet. Auch innerhalb der Nationalbank haben wir uns mit diesem schwierigen Abschnitt unserer Geschichte auseinandergesetzt, um ihn besser zu verstehen.

Die Nachkriegszeit war geprägt vom starken Willen, ein neues Kapitel aufzuschlagen und eine Wiederholung der Fehler, die zum wirtschaftlichen Protektionismus vor dem Krieg geführt hatten, zu vermeiden. Zudem galt es, die daniederliegende Wirtschaft wieder aufzubauen. Es begann eine Phase intensiver Reorganisation der internationalen Währungsordnung. Die nach wie vor wirtschaftlich und politisch isolierte Schweiz schloss sich diesem Prozess an, ohne Mitglied der Bretton-Woods-Institutionen zu sein. Die allmähliche Liberalisierung des Zahlungsverkehrs und des Handels führte zwar rasch zu einer Phase des Wohlstands, aber auch zu Ungleichgewichten im internationalen Währungs-

system. Inflation und spekulative Kapitalbewegungen waren in den Sechzigerjahren an der Tagesordnung, und das Währungsgeschehen wurde von zahlreichen Abwertungen, vor allem in Europa, gestört.

Die Aufhebung der Goldkonvertibilität des US-Dollars im Jahre 1971 war der Vorbote für den Zusammenbruch des nach dem Krieg festgelegten Systems fester Wechselkurse. Angesichts eines massiven Zuflusses von spekulativen Geldern sah sich die Nationalbank 1973 gezwungen, die Stabilisierung des Schweizer Frankens aufzugeben. Der Übergang zu einem dauerhaften Floating des Schweizer Frankens war sicherlich die wichtigste geld- und währungspolitische Weichenstellung der ersten hundert Jahre unserer Geschichte.

Seither hat die Nationalbank lernen müssen, mit flexiblen Wechselkursen zu operieren und eine unabhängige Geldpolitik zu führen. Dies ging nicht ohne Schwierigkeiten vonstatten, denn das internationale Umfeld war oft instabil, was phasenweise zu einer starken Überbewertung des Frankens führte. In den Achtzigerjahren begann sich eine grössere geldpolitische Disziplin durchzusetzen, und der Kampf gegen die Inflation wurde zusehends zu einem allgemeinen Anliegen. Die internationale Währungsordnung fand jedoch erst gegen Ende der Neunzigerjahre wieder allmählich eine gewisse Ruhe, als das Vorhaben der Währungsintegration in Europa Form annahm und die Geldpolitik sich zunehmend auf die Wahrung der Preisstabilität ausrichtete.

Dieser kurze Abriss der ersten hundert Jahre unserer Geschichte macht deutlich, wie stark sich die Verhältnisse von einer Periode zur andern änderten. Es gilt deshalb all diejenigen zu würdigen, die sich vor uns unter oft schwierigen Bedingungen dafür einsetzten, dass die Nationalbank ihren Auftrag erfüllen konnte. Sie waren es, die dank ihrer umsichtigen Führung der Geschäfte unseres Landes zahlreiche Währungskrisen abwendeten, die manch andere europäische Staaten erfassten. Ihrer Zielstrebigkeit ist es zu verdanken, dass die Nationalbank mit Entschlossenheit eine stabilitätsorientierte Geldpolitik führen konnte.

Unsere Generation profitiert in hohem Mass von diesem Erbe. Dank dem Mut und den Opfern unserer Vorgänger haben wir heute eine florierende Wirtschaft und eine gesunde Währung.

Auch den Behörden und der Bevölkerung gilt unsere Anerkennung. Wir sind für das Vertrauen, das Bundesrat und Parlament uns entgegenbringen,

dankbar. Die Bundesverfassung, die unsere Unabhängigkeit garantiert, gibt uns die Mittel, uns vorbehaltlos für die geldpolitische Stabilität einzusetzen. Die politischen Behörden können darauf zählen, dass wir unsere Handlungsfreiheit mit dem alleinigen Ziel nutzen, die uns vom Gesetzgeber anvertrauten Aufgaben zu erfüllen.

Obwohl wir uns um eine klare Kommunikation bemühen, sind unsere Entscheidungen für die Bevölkerung manchmal schwer nachvollziehbar – wir sind uns dessen bewusst. Wir schätzen deshalb das Vertrauen, das uns von der Bevölkerung entgegengebracht wird, ganz besonders. Es ermutigt uns, das in Art. 99 der Bundesverfassung verankerte Mandat zu erfüllen, nämlich eine Geld- und Währungspolitik zu führen, die dem Gesamtinteresse des Landes dient.

Liebe Aktionärinnen und Aktionäre, unser Dank geht schliesslich auch an Sie alle. Als Vertreterinnen und Vertreter der Kantone, der Kantonalbanken, der Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts und als private Aktionäre haben Sie die Nationalbank seit ihrer Gründung 1907 die Treue gehalten. Sie waren während allen – manchmal bewegten – Phasen ihrer Geschichte an ihrer Seite. Wir danken Ihnen für Ihre Unterstützung!

Ihre Anwesenheit bürgt für unsere Unabhängigkeit. Sie ist besonders wichtig, damit wir die geld- und währungspolitische Stabilität unseres Landes erfolgreich bewahren können.

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/Ökonomische Publikationen 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.

Why «Basel II» may need a leverage ratio restriction

Jürg M. Blum

Working Paper 2007-4

Die neue internationale Eigenkapitalvereinbarung für Banken (Basel II) bezweckt eine stärkere Ausrichtung der regulatorischen Eigenkapitalanforderung am tatsächlichen Risiko der Banken. Die erhöhte Risikosensitivität soll durch die grössere Berücksichtigung von bankinternen Risikomessverfahren als Input-Faktoren für die Kapitalberechnungen erreicht werden. Trotz der verbesserten Risikosensitivität wird teilweise gefordert, eine zusätzliche «Leverage Ratio», also eine risikounabhängige Mindestquote für das Verhältnis von Eigenkapital zu Bilanzaktiva vorzugeben. Die Banken wehren sich vehement gegen die Einführung einer Leverage Ratio mit dem Argument, dass eine solche die Vorteile der neuen Eigenkapitalvereinbarung zunichte mache. Angesichts dieser Kontroverse wird in dieser Studie ausgeführt, weshalb eine Leverage Ratio eine notwendige Voraussetzung für ein wirkungsvolles Basel II sein könnte.

Den Aufsichtsbehörden stehen nur begrenzte Informationen zu den Risiken der Banken zur Verfügung. Sie müssen sich daher auf die Meldungen der Banken zu ihren eigenen Risiken stützen. Die Banken ihrerseits sind sich bewusst, dass die Meldung eines hohen Risikos zu einem hohen Eigenmittelerfordernis führt. Sie könnten deshalb versucht sein, ein zu tiefes Risiko anzugeben. Um eine korrekte Meldung des Risikos herbeizuführen, ist es notwendig, dass die Aufsichtsbehörden Banken, welche ihre Risiken nicht wahrheitsgetreu melden, bestra-

fen. Haben die Bankenaufseher jedoch nur begrenzte Möglichkeiten, fehlbare Banken zu ermitteln oder zu bestrafen, besteht für die Banken weiterhin ein Anreiz, ein zu tiefes Risiko anzugeben. In diesem Fall trägt eine zusätzliche Leverage Ratio zur wahrheitsgetreuen Risikomeldung bei, indem sie die Vorteile verringert, welche die Banken durch Falschmeldung erzielen können. Erstens setzt die Leverage Ratio eine Obergrenze für den Put-Optionswert, welcher aufgrund der beschränkten Haftung der Banken besteht. Da Banken bei einer Leverage Ratio mehr Eigenmittel investiert haben, tragen sie einen grösseren Teil der Verlustrisiken selber. Zweitens stehen den Aufsichtsbehörden erweiterte Bestrafungsmöglichkeiten für fehlbare Banken zur Verfügung. Aufgrund der beschränkten Haftung wird die Höhe der Strafe, die verhängt werden kann, durch den Kapitalbestand der Banken begrenzt. Die Festlegung einer Untergrenze für das Kapital garantiert folglich eine Minimalhöhe für allfällige Strafen gegen Banken. Die Wirkung ist in beiden Fällen dieselbe: die erwarteten Gewinne der fehlbaren Banken werden reduziert. Wird eine genügend hohe Leverage Ratio festgelegt, liegt eine wahrheitsgetreue Risikomeldung im eigenen Interesse der Banken. Je besser die Möglichkeiten der Aufsichtsbehörden sind, fehlbare Banken zu ermitteln und zu bestrafen, je tiefer ist die erforderliche Leverage Ratio. Bei sehr effektiven Möglichkeiten kann eine Leverage Ratio sogar überflüssig werden. Im anderen Extremfall, also falls die Aufsichtsbehörden keine Möglichkeit haben, unehrliches Verhalten der Banken zu ermitteln oder zu bestrafen, reduziert sich die optimale Eigenmittelregulierung auf eine einfache Leverage Ratio ohne zusätzliche risikosensitive Anforderungen.

Maintaining low inflation: money, interest rates, and policy stance

Samuel Reynard
Working Paper 2007-5

Dieses Arbeitspapier erörtert die Eignung von Geldaggregaten zur Beurteilung des geldpolitischen Kurses anhand von Daten über die Schweiz, die USA und das Euro-Währungsgebiet. Diese monetäre Analyse wird dem «Mainstream» der geldpolitischen Analyse gegenübergestellt, die auf eine Berücksichtigung der Geldmengen verzichtet.

Zunächst wird gezeigt, dass kurzfristige Zinssätze zur Beurteilung des geldpolitischen Kurses, d. h. der Differenz zwischen dem Dreimonats-Zinssatz und dem aus der Taylor-Regel abgeleiteten Zinssatz, keine nützlichen Informationen über die zukünftige Inflation liefern. Die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze gegenüber einem «neutralen» Zinssatz bietet mit anderen Worten keine hilfreichen Hinweise für die zu erwartenden Inflationsraten.

Monetäre Entwicklungen liefern hingegen qualitative und quantitative Informationen über die künftigen Preis- und Outputentwicklungen. Dabei müssen zwei Faktoren berücksichtigt werden. Zum einen müssen Geldaggregate anhand von Gleichgewichtszinssätzen korrigiert werden. Die Wirtschaftssubjekte erhöhen nämlich bei abnehmender Inflation und sinkenden Zinsen ihre realen Geldbestände und umgekehrt. Zum anderen ist der Tatsache Rechnung zu tragen, dass in den untersuchten Volkswirtschaften die Preisniveaus im Gegensatz zu den Geldmengen nicht zurückgingen. Diese asymmetrischen Preisbewegungen erschweren die Verwendung der Wachstumsraten für die Geldmengen zur Einschätzung von Inflationsrisiken. Daher sind Analysen von Geldmengen- und Preisniveaus für die Geldpolitik in der kurzen Frist erforderlich.

Es wird häufig behauptet, die langfristige Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation sei nur auf die Geldnachfrage zurückzuführen und für den die Notenbanken interessierenden Zeithorizont ohne Bedeutung. Zudem wird argumentiert, kurzfristige Änderungen der Geldaggregate würden aufgrund von Geldnachfrageschocks oder von Reaktionen der Geldpolitik auf sonstige wirtschaftliche Schocks die kurzfristige

Beziehung zwischen Geldmenge und Inflation verschleiern. Ein weiteres Argument ist, dass eine erfolgreiche Inflationszielstrategie die Verbindung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation aufhebt. Das vorliegende Papier zeigt nun auf, dass auf jede signifikante monetäre Entwicklung eine entsprechende Preis- und Outputbewegung folgt. Die Bedingung ist, dass die Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen die Änderungen der gleichgewichtigen Umlaufgeschwindigkeit und das asymmetrische Preisverhalten berücksichtigt. Zudem sind keine signifikanten Preisänderungen zu beobachten, denen nicht eine entsprechende monetäre Entwicklung vorangeht. Folglich führte eine erfolgreiche Inflationszielstrategie zu einem gleichen Anstieg von Geldmenge (bereinigt um den Potenzialoutput) und Preisen. Die Untersuchung zeigt damit, dass monetäre Entwicklungen für die Beurteilung von Inflationstrends und deren Schwankungen hilfreich sind. Auch liefern sie frühzeitige Informationen über die Inflationsentwicklung.

Im zweiten Teil der Untersuchung werden monetäre Regelmässigkeiten zur Einschätzung von Phillips-Kurven für Prognosen und zur Interpretation der jüngsten Inflationsbewegungen herangezogen. Es zeigt sich, dass Geldaggregate ein früheres und zuverlässigeres Signal für die Inflation sind als Produktionslücken. Zudem kann der seit den 1990er-Jahren festzustellende schwächere Zusammenhang zwischen Produktionslücken und Inflation auf die häufigeren Phasen restriktiver Geldpolitik im Sinne niedriger Geldmengen im Verhältnis zu den Preisniveaus sowie die Preisstarrheit gegen unten zurückgeführt werden. Dies hatte negative Produktionslücken bei relativ stabilen und niedrigen Inflationsraten zur Folge. Dabei werden die Auswirkungen eines niedrigen Inflationsziels unter Vernachlässigung der Geldaggregate deutlich. Da bei einer expansiven Geldpolitik Preiserhöhungen, bei einer restriktiven Geldpolitik jedoch keine Preissenkungen zu verzeichnen sind, während der Output von den monetären Entwicklungen symmetrisch mit Zeitverzögerung beeinflusst wird, birgt die Fokussierung auf ein niedriges Inflationsziel ohne Berücksichtigung der Geldaggregate für die Geldpolitik das Risiko, im Durchschnitt zu restriktiv zu sein.

Loss aversion in aggregate macroeconomic time series

Rina Rosenblatt-Wisch
Working Paper 2007-6

Wachstumsmodelle versuchen im Allgemeinen, Antworten auf Fragen des langfristigen Wachstums zu geben, etwa wodurch die Wachstumsrate des Pro-Kopf-Einkommens bestimmt wird oder wie die Sparquote das langfristige Wachstum beeinflusst. Wieso wachsen Länder überhaupt und wie ist es möglich, dass wir über längere Zeiträume ein erhöhtes Wachstum beobachten, was in der Regel einen Einfluss auf die soziale und politische Entwicklung eines Landes hat?

Um diese Fragen zu beantworten, wird die Volkswirtschaft zumeist als Modell abgebildet, in dem Haushalte ihren Nutzen und Unternehmen ihren Gewinn maximieren. Diese beiden Akteure lassen sich unter gewissen Bedingungen im so genannten Ansatz des sozialen Planers zusammenfassen. Der soziale Planer maximiert den Nutzen eines repräsentativen Agenten über dessen Lebenshorizont. In klassischen Modellen weist der repräsentative Agent meistens eine Nutzenfunktion auf, die sich beispielsweise über absolute Konsumwerte mit abnehmendem Grenznutzen definiert. Diese klassische Definition des Homo oeconomicus ist allerdings durch Ideen, die im Bereich der Psychologie fest verankert sind und aus diesem Gebiet abgeleitet wurden, empirisch und experimentell in Frage gestellt worden. Die Prospect-Theorie von Kahneman und Tversky postuliert unter anderem, dass eine Person nicht in absoluten Kategorien denkt oder Entscheidungen trifft, sondern ihren Nutzen vielmehr aus Gewinnen und Verlusten relativ zu einem Referenzpunkt zieht. Ferner ist der Schmerz über einen Verlust doppelt so stark wie die Freude über einen Gewinn gleicher Grösse. Diese so genannte Verlustaversion wurde in zahlreichen Experimenten nachgewiesen und basiert vor allem auf individuellem Verhalten und Entscheidungen unter Unsicherheit.

Es stellt sich damit die Frage, ob das Konzept der Verlustaversion auch auf aggregierter Ebene gilt. Der empirische Nachweis von Verlustaversion könnte Auswirkungen auf makroökonomische Modellierungen haben, insbesondere bei den Annahmen zum Verhalten des repräsentativen Agenten. Im vorliegenden Arbeitspapier wird daher ein Wachstumsmodell mit einem repräsentativen Agenten entworfen, der Nutzen aus Differenzen im Konsum zieht (positives und negatives Wachstum im Konsum anstatt absoluter Werte). Darüber hinaus zeichnet sich der Agent durch Verlustaversion aus: Verluste im Konsum wiegen schwerer als der Nutzen aus entsprechenden Zunahmen. Zur Beurteilung dieses Modells wurde getestet, ob sich Verlustaversion in aggregierten makroökonomischen Zeitreihen wie Konsumdaten nachweisen lässt. Die Daten beziehen sich auf die USA und decken den Zeitraum von Anfang 1955 bis Ende 2004 ab.

Die Schätzungen deuten darauf hin, dass auf aggregierter Ebene in der Tat Verlustaversion auszumachen ist. In allen Schätzergebnissen finden sich signifikante Anhaltspunkte, dass Verluste schwerer wiegen, als Gewinne gleicher Grösse Nutzen stiften. Bei bestimmten Parameterkonstellationen kommt man sogar nahe an den von Tversky und Kahneman experimentell nachgewiesenen Verlustaversionskoeffizienten von 2,25 heran, was bedeutet, dass der Schmerz eines Verlusts etwa doppelt so hoch empfunden wird wie die Freude über einen Gewinn in gleicher Höhe. Diese Ergebnisse schlagen eine Brücke zwischen den Erkenntnissen von Kahneman und Tversky und der makroökonomischen Wachstumstheorie.

Banking sector reform and interest rates in transition economies: bank-level evidence from Kyrgyzstan

**Martin Brown, Maria Rueda Maurer,
Tamara Pak und Nurlanbek Tynaev
Working Paper 2007-7**

Im letzten Jahrzehnt haben die meisten Länder Osteuropas und der früheren Sowjetunion Reformen eingeleitet, die darauf zielen, die Grösse, Stabilität und Effizienz ihres jeweiligen Finanzsektors zu erhöhen. Die Bankenaufsicht wurde gestärkt, um das Vertrauen in den Bankensektor wiederherzustellen. Darüber hinaus wurde der Finanzsektor liberalisiert, um den Wettbewerb zu verstärken und die Effizienz der Finanzintermediation zu steigern. In diesem Arbeitspapier werden die Ergebnisse dieser Finanzsektorreformen in Kirgistan, einem der Transformationsländer, untersucht.

Das Papier analysiert die Entwicklung der Depositen- und Kreditzinssätze im Zeitraum von 1998 bis 2005. Um den Einfluss der Reform des Bankensektors vom Rückgang der inländischen Zinssätze aufgrund makroökonomischer Stabilisierungsmassnahmen zu trennen, werden die Bankzinsen mit in- und ausländischen Marktsätzen sowie Indikatoren für die Transaktionskosten, das Kreditrisiko, die Kapitalkosten und die Eigentümerstruktur verglichen.

Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass das gestiegene Vertrauen in den Bankensektor erheblich zum Rückgang der Depositen- und Kreditzinssätze beigetragen hat. Dagegen haben die gesunkenen Kreditrisiken, Transaktionskosten und Kapitalkosten die Kreditzinsen nicht massgeblich gesenkt. Den Untersuchungsergebnissen zufolge haben sowohl Sparer als auch Schuldner von der Liberalisierung des kirgisischen Finanzsektors profitiert. Einerseits scheint die Präsenz von ausländisch beherrschten Instituten das Vertrauen in den Bankensektor gestärkt zu haben, was zu niedrigeren Depositenätzen führte. Andererseits zeigen die Ergebnisse, dass die ausländischen Banken deutlich tiefere Kreditzinssätze erheben als die inländischen Banken. Schliesslich zeigt sich, dass die Wettbewerbsintensität im kirgisischen Bankensektor gering ist und trotz Restrukturierung des Bankwesens nicht zugenommen hat. Daher spiegeln die Bankzinsen die dank makroökonomischer Stabilisierungsmassnahmen gesunkenen Marktzinssätze nicht in vollem Umfang wider.

Zielband für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte am 14. Juni 2007 im Anschluss an die vierteljährliche geldpolitische Lagebeurteilung das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 2,00%–3,00%. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

Revision der Nationalbankverordnung

Am 1. Juli 2007 trat die revidierte Verordnung zum Nationalbankgesetz (Nationalbankverordnung, NBV) in Kraft. Die Nationalbankverordnung war im März 2004 vom Direktorium erlassen und zusammen mit dem Nationalbankgesetz am 1. Mai 2004 in Kraft gesetzt worden. Sie enthält Ausführungsbestimmungen zu drei Bereichen des Nationalbankgesetzes, nämlich zu den Statistikbefugnissen der SNB, zu den Mindestreservevorschriften und zur Überwachung von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen. Die Nationalbankverordnung hat sich insgesamt gut bewährt. In den drei Jahren seit Erlass der Verordnung ergab sich gleichwohl in allen drei Bereichen ein gewisser Anpassungsbedarf.

Im *Statistikkapitel* wurde der Anhang, in dem die einzelnen statistischen Erhebungen aufgeführt werden, überarbeitet und auf Elemente beschränkt, die nach Art. 5 Abs. 1 der NBV zwingend sind. Damit sollen häufige Teilrevisionen der Verordnung vermieden werden. Im *Mindestreservekapitel* wurde die Anwendung der Sanktionsbestimmung, insbesondere die Berechnung des Strafzinses, präzisiert und eine Mindestgebühr von CHF 500 festgelegt. Im *Systemüberwachungskapitel* wurden Bestimmungen über die Mindestanforderungen sowie deren Überprüfung und Durchsetzung angepasst. Neu muss ein Betreiber von systemrelevanten Einrichtungen seine Verfahren und technischen Konzepte nicht mehr mindestens jährlich, sondern nur noch periodisch durch eine externe Stelle überprüfen lassen. Ausserdem wurde die Vorschrift, wonach der Systembetreiber die Wirksamkeit und Durchsetzbarkeit vertraglicher Grundlagen regelmässig durch spezialisierte Gutachter prüfen muss, sofern ausländisches Recht anwendbar ist, gelockert. Schliesslich muss ein Systembetreiber Änderungen der vertraglichen Grundlagen, welche systemisch relevante Teile betreffen, der SNB nicht mehr zur Genehmigung vorlegen, sondern die SNB nur noch informieren.

Herausgeberin

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, Einzel Exemplare 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

