



## Konjunkturtendenzen Sommer 2006

(Daten bis Ende Juni 2006)

Seite

Übersicht	In der Schweiz hat sich der Aufschwung im bisherigen Jahresverlauf weiter gefestigt. Das Wirtschaftswachstum wird 2006 voraussichtlich stärker ausfallen als bislang erwartet und sich 2007 etwas abkühlen.	2
-----------	---	---

### Weltwirtschaftliche und monetäre Rahmenbedingungen

Weltwirtschaft	Der robuste weltwirtschaftliche Aufschwung hielt auch im bisherigen Verlauf von 2006 an. Die Ölpreise sind seit Frühjahr weiter gestiegen.	3
USA	Der US-Konjunkturaufschwung verläuft ungebrochen kräftig. Bislang zeichnet sich die allgemein erwartete Verlangsamung noch nicht ab.	4
Europa	Im Euroraum beschleunigte sich die konjunkturelle Expansion im 1. Quartal, und die Binnenkonjunktur scheint sich zu beleben.	9
Asien	In Japan kam der Aufschwung weiter voran. Ungebrochen ist die Wachstumsdynamik nach wie vor in China.	11
Monetäres Umfeld	International wie in der Schweiz wurden die geldpolitischen Leitzinsen in den letzten Monaten weiter angehoben. Auch die langfristigen Zinsen stiegen an. Der US-Dollar tendierte seit April schwächer.	12

### Zur Lage der schweizerischen Wirtschaft

Bruttoinlandprodukt	Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) der Schweiz nahm im 1. Quartal 2006 im Vergleich zum Vorquartal um 0,9% zu.	16
Produktion	Produktionsseitig gingen insbesondere von der Wertschöpfung des Finanzsektors im 1. Quartal 2006 äusserst positive Impulse aus.	18
Verwendung	Eine starke Beschleunigung verzeichneten im 1. Quartal insbesondere der Aussenhandel und die Ausrüstungsinvestitionen. Die private Konsumnachfrage erwies sich nach wie vor als solide Wachstumsstütze.	21
Aussenhandel	Nach einer vorübergehenden Pause im zweiten Halbjahr 2005 setzten die Warenexporte in den ersten Monaten dieses Jahres erneut zu einem Höhenflug an.	22
Arbeitsmarkt	Am Arbeitsmarkt hat sich die positive Trendwende verstärkt. Die Beschäftigung nahm im 1. Quartal beschleunigt zu, und die Arbeitslosigkeit weiter ab.	25
Preise	Bei der Teuerung zeigten sich bislang keine Anzeichen einer Beschleunigung, sieht man von den kurzzeitigen Effekten der höheren Ölpreise ab.	27

### Aussichten der schweizerischen Wirtschaft

Rahmenbedingungen	Nach einem voraussichtlich nochmals sehr guten Jahr 2006 dürfte sich der weltwirtschaftliche Aufschwung 2007 leicht abkühlen.	28
Prognose	Die Expertengruppe des Bundes erhöht die Wachstumsprognose für das Jahr 2006 deutlich von 2,0 auf neu 2,7%. Für das Jahr 2007 wird mit einer Verlangsamung des Aufschwungs auf 1,5% gerechnet.	29
Risiken	Die grössten Risiken dürften in einer Verschlechterung der Finanzmarktbedingungen liegen. Weitere gewichtige Unsicherheitsfaktoren sind die Entwicklung des Dollars und der Ölpreise.	30

## Konjunkturtendenzen auf einer Seite

### Weltkonjunktur

Der robuste weltwirtschaftliche Aufschwung hat sich auch im bisherigen Verlauf von 2006 fortgesetzt. Nach einer kleinen Wachstumsdelle im Schlussquartal 2005 hat sich sowohl in den USA als auch in Europa die Expansion im 1. Quartal 2006 erwartungsgemäss wieder beschleunigt. Im Euroraum zeigten sich vermehrt Anzeichen für eine Belebung der Binnenkonjunktur. In Japan setzte sich der breit abgestützte Aufschwung fort, ebenso in vielen Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas.

Das internationale Wirtschaftswachstum könnte 2006 sogar nochmals leicht höher als im bereits starken Jahr 2005 ausfallen. Für das Jahr 2007 ist allerdings sowohl für die USA als auch für Europa und Asien eine leichte Konjunkturabkühlung wahrscheinlich. Zu dieser dürften die weniger günstigen Finanzmarktbedingungen beitragen, da sich der Anstieg der Geld- und Kapitalmarktzinsen fortsetzen wird und der starke Aufwärtstrend der Aktienmärkte zumindest unterbrochen scheint. Angesichts nachlassender positiver Impulse von den Finanzmärkten könnten zudem die negativen Konjunkturreffekte der im Frühjahr 2006 erneut gestiegenen und voraussichtlich hoch (bei rund 65 Dollar) bleibenden Ölpreise stärker spürbar werden als in den letzten beiden Jahren.

### Schweizer Wirtschaft

In der Schweiz hat sich der Aufschwung im bisherigen Jahresverlauf weiter gefestigt; so nahm das reale BIP im 1. Quartal erneut kräftig zu (+0,9% gegenüber Vorquartal bzw. +3,5% gegenüber dem Vorjahresquartal). Die Warenexporte verzeichneten seit Anfang 2006 eine ausserordentliche Dynamik, und auch die Inlandnachfrage expandiert zügig. Die deutliche Wachstumsbeschleunigung bei den Ausrüstungsinvestitionen im 1. Quartal ist ein klares Indiz für die zunehmende Zuversicht der Unternehmen. Auch auf dem Arbeitsmarkt scheint die positive Trendwende vollzogen zu sein. Die seit dem 2. Quartal 2005 festzustellende leichte Zunahme der (vollzeitäquivalenten) Beschäftigung hat sich im 1. Quartal 2006 beschleunigt, und die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit sinkt seit Spätherbst 2005 kontinuierlich (um durchschnittlich gut 2000 Personen pro Monat).

Auch für die zweite Jahreshälfte 2006 lassen die konjunkturellen Frühindikatoren für die Schweiz eine lebhaftere wirtschaftliche Dynamik erwarten. Daher revidiert die Expertengruppe des Bundes ihre Wachstumsprognose für das Jahr 2006 deutlich nach oben auf neu 2,7% (bislang 2,0%), womit das stärkste Wachstum seit dem Boomjahr 2000 (+3,6%) erreicht würde. Für das kommende Jahr wird für die Schweizer Wirtschaft nach wie vor mit einer Verlangsamung gerechnet und die bisherige Wachstumsprognose von 1,5% für 2007 beibehalten. Dies bedeutet auf den ersten Blick zwar eine deutliche Abkühlung, was indes nicht als Abschwung, sondern als Normalisierung nach dem ausserordentlich guten Jahr 2006 zu interpretieren ist. Die Verbesserung der Arbeitsmarktlage dürfte somit auch im nächsten Jahr anhalten, wenn auch in etwas geringerem Ausmass; die Arbeitslosenquote sollte nach 3,3% 2006 auf 2,8% im Jahresmittel 2007 sinken.

### Risiken

Trotz der über Erwarteten guten Konjunktorentwicklung der letzten Quartale ist der Konjunkturausblick nicht frei von Risiken. Ein erhebliches Unsicherheitspotenzial liegt nach wie vor bei den Finanzmärkten. So bleibt abzuwarten, ob nach der ausgeprägten Tiefzinsphase der letzten Jahre der Anpassungsprozess der Wirtschaftsakteure (international wie in der Schweiz) an wieder höhere Zinsen weiterhin reibungslos verläuft. Falls zudem die kurz- und langfristigen Zinsen nicht wie erwartet allmählich, sondern abrupt und deutlich anziehen würden (z.B. infolge steigender Inflationsängste in den USA), könnte dies die Konjunktur beeinträchtigen. Vor dem Hintergrund des ungebrochen hohen ausserwirtschaftlichen Defizits der USA bleibt darüber hinaus das Risiko eines starken Dollarverfalls zumindest latent bestehen. Auch ein neuerlicher Ölpreisschub wäre angesichts möglicher Produktionsstörungen keine Überraschung. Auf der andern Seite könnte allerdings der Konjunkturaufschwung weltweit und in der Schweiz auch 2007 noch kräftig bleiben, falls die durch die Belebung der Investitionen und des Arbeitsmarkts in Gang gekommene Eigendynamik die weniger günstigen Rahmenmittlerweile wettmachen würde.

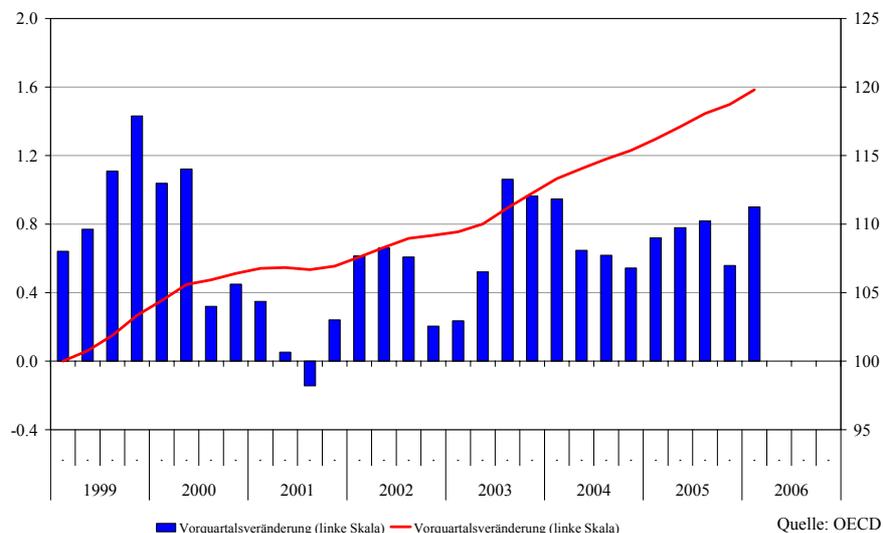
## Weltwirtschaftliche und monetäre Rahmenbedingungen

### Weltwirtschaft

Der robuste weltwirtschaftliche Aufschwung hat sich auch im bisherigen Verlauf von 2006 fortgesetzt. Nach einer kleinen Wachstumsdelle im Schlussquartal 2005 hat sich sowohl in den USA als auch in Europa die Expansion im 1. Quartal 2006 erwartungsgemäss wieder beschleunigt. Während sich in den USA der Aufschwung bereits in einem fortgeschrittenen Stadium befindet und die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten weitgehend ausgelastet sein dürften, ist die Konjunktur im Euroraum bislang nur langsam in Fahrt gekommen, wobei sich seit Anfang 2006 immerhin die Anzeichen für eine stärkere Belebung der Binnenkonjunktur gemehrt haben. In Japan setzte sich der breit abgestützte Aufschwung fort. Ausgesprochen lebhaft ist die Wachstumsdynamik in vielen Schwellenländern. Dies gilt namentlich für den asiatischen Raum mit der Wachstumslokomotive China, daneben aber auch für Lateinamerika und Russland.

**Abbildung 1: Reales Bruttoinlandprodukt im OECD-Raum**

Veränderung in % gegenüber Vorquartal sowie Niveau (1. Quartal 1999 = 100)



### Erneute Teuerungsimpulse von den Ölpreisen

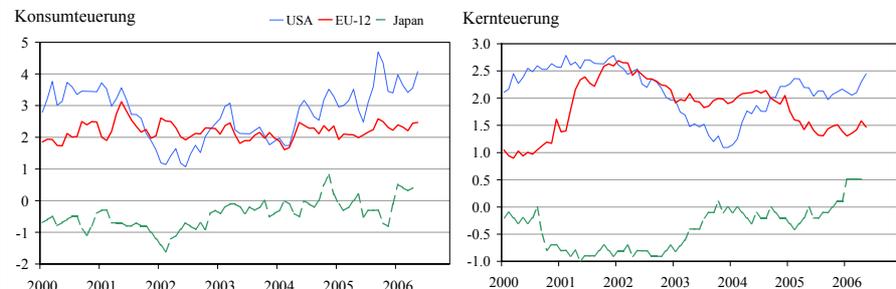
Die Teuerungsentwicklung kann weltweit nach wie vor als moderat bezeichnet werden. Zwar liegt die Konsumteuerung mit rund 3,5% in den USA und 2,5% im Euroraum derzeit relativ hoch. Dabei ist jedoch der temporäre Einfluss der hohen Ölpreise zu beachten. Deren starker Anstieg hatte im letzten Jahr die Inflation insbesondere in den USA vorübergehend deutlich nach oben getrieben. Im Frühjahr 2006 kam es beim Ölpreis zu einem erneuten Preisschub; im April stiegen die Notierungen (pro Fass Nordsee Brent) vor dem Hintergrund erhöhter geopolitischer Risiken (v.a. Konflikt USA/Iran um das iranische Atomprogramm) binnen kurzer Frist von 60 auf 75 Dollar markant an und erreichten kurzzeitig 75 Dollar, ehe sie in der Folge wieder etwas nachgaben; Anfang Juni lagen die Notierungen bei knapp 70 Dollar. Der neuerliche Ölpreisanstieg hat sich im April und im Mai auf die Teuerungsraten ausgewirkt.

### Kerninflation (noch) moderat

Abgesehen von den höheren Ölpreisen sind jedoch trotz der lebhaften Weltkonjunktur noch immer keine klaren Anzeichen für eine generelle Teuerungsbeschleunigung auszumachen. Die um die Energiepreise (sowie weitere volatile Komponenten wie unverarbeitete Nahrungsmittel) bereinigte Kernteuerung liegt in den USA und im Euroraum rund einen Prozentpunkt tiefer als die gesamte Konsumteuerung. Im Verlauf von 2005 hat sich die Kernteuerung tendenziell sogar zurückgebildet, weil der auf vielen Märkten herrschende Wettbewerbsdruck sowie eine anhaltend moderate Lohnentwicklung offenbar verhinderten, dass die höheren Ölpreise eine allgemeine Teuerungsbeschleunigung auslösen konnten (keine Zweitrundeneffekte). Seit Anfang 2006 zeigt allerdings auch die Kerninflation insbesondere in den USA eine leicht steigende Tendenz, was in jüngster Zeit das Thema Inflationsgefahr etwas in den Vordergrund gerückt hat. Angesichts des ungebremsten US-

Konjunkturaufschwungs und zunehmend ausgelasteter Kapazitäten dürften die potenziellen Inflationsrisiken zwar in der Tat zugenommen haben. Jedoch gilt es darauf hinzuweisen, dass im Vergleich der letzten Jahre die Kernteuerung in den USA mit 2,4% (im Vorjahresvergleich) im Mai noch immer als moderat zu bezeichnen ist – insbesondere vor dem Hintergrund des bereits seit geraumer Zeit kräftigen Aufschwungs – und der Anstieg der letzten Monate durchaus im Rahmen der üblichen Schwankungsbreite liegt.

**Abbildung 2: Konsumteuerung international (in % gegenüber Vorjahr)**



Quelle: OECD

Deflation in Japan wohl allmählich überwunden

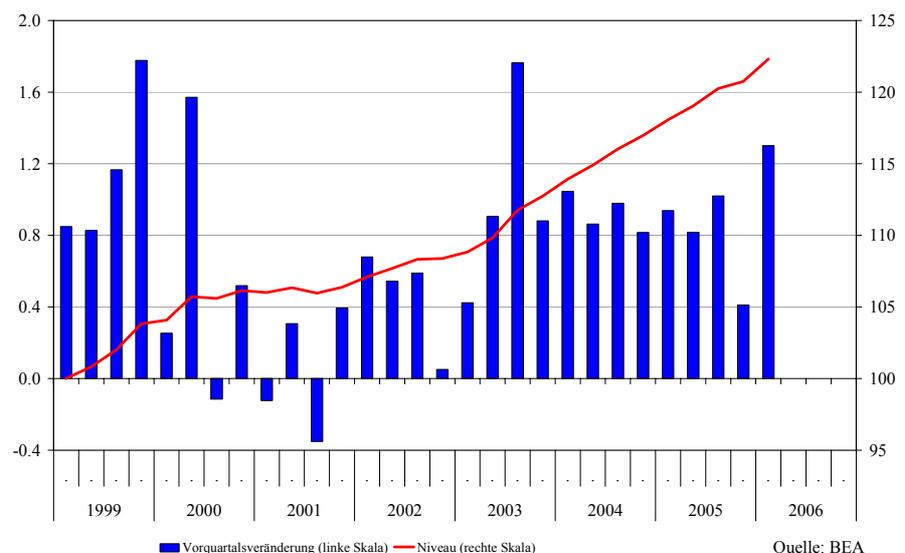
In Japan hat die wirtschaftliche Erholung der letzten Jahre dazu beigetragen, dass die jahrelange hartnäckige Deflation offenbar zusehends ausklingt. Zumindest gilt dies für die Konsumteuerung, bei der seit einigen Monaten sowohl die Gesamt- als auch die Kernrate wieder leicht im positiven Bereich liegen. Andere Preisindizes wie beispielsweise der BIP-Deflator blieben bislang allerdings noch rückläufig.

**USA**  
Kurzzeitige Delle überwunden

Die US-Wirtschaft hat die vorübergehende Wachstumsdelle des 4. Quartals 2005 zu Beginn dieses Jahres wieder wettgemacht. Im 1. Quartal 2006 stieg das reale BIP um 1,3% gegenüber dem Vorquartal (nicht annualisiert). Das beschleunigte Wachstum wurde hauptsächlich vom privaten Konsum, von den Ausrüstungsinvestitionen sowie von den Exporten getrieben. Hervorzuheben ist dabei insbesondere die private Konsumnachfrage, welche nach einer durch Sondereffekte (u.a. Auslaufen der Rabattaktionen für Autokäufe) bedingten Verschnaufpause im vergangenen Herbst im 1. Quartal wieder stark angezogen hat.

**Abbildung 3: Reales Bruttoinlandprodukt in den USA**

Veränderung in % gegenüber Vorquartal sowie Niveau (1. Quartal 1999 = 100)



Quelle: BEA

Anhaltende Aufhellung am Arbeitsmarkt

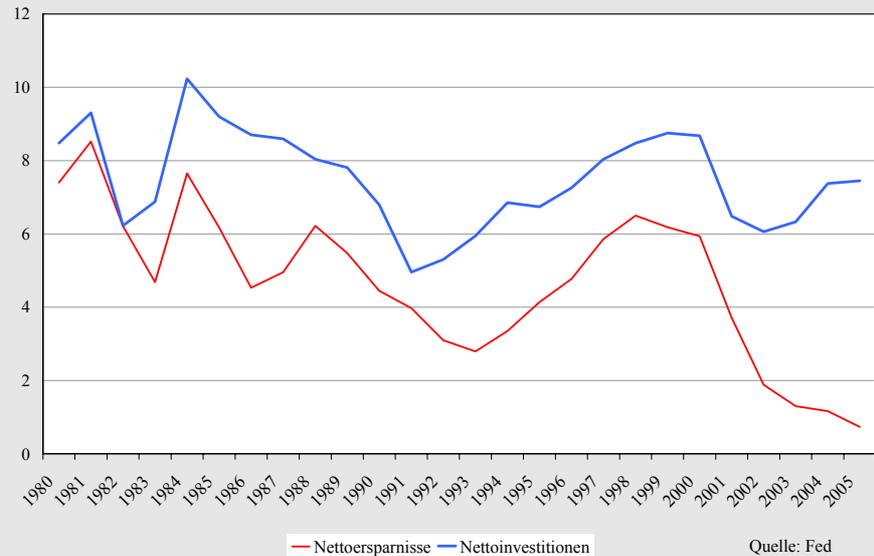
Auf dem Arbeitsmarkt hat die seit nunmehr knapp drei Jahren in Gang befindliche langsame Verbesserung angehalten. Die Beschäftigung nahm in den ersten fünf Monaten des Jahres stetig zu, und die Arbeitslosigkeit zeigte weiter rückläufige

Erwartete Wachstumsverlangsamung...	<p>Tendenz; im Mai lag die Arbeitslosenquote bei 4,7%.</p> <p>Infolge der kräftigen wirtschaftlichen Expansion der letzten Jahre ist der Konjunkturaufschwung in den USA mittlerweile weit vorangeschritten, und die Produktionslücke (die Lücke zwischen tatsächlichem und potenziellen Output, also die konjunkturelle Unterauslastung der Kapazitäten) dürfte mehr oder weniger geschlossen sein. Bei einer anhaltenden Expansion über dem Potenzialwachstum, welches in einem Bereich von 3 bis 3,5% anzusiedeln sein dürfte, wäre somit zunehmend mit Überhitzungsgefahren zu rechnen. Darüber hinaus könnte eine allmähliche Verlangsamung der Inlandnachfrage zur Verringerung beitragen. Überwiegend wird jedoch nach wie vor mit einer allmählichen Wachstumsberuhigung gerechnet. So prognostiziert etwa die OECD für die USA ein Wirtschaftswachstum von 3,5% für 2006 und 3,0% für 2007. Insbesondere beim privaten Konsum wird mit einer Verlangsamung zu rechnen, da mit steigenden Zinsen und nachlassenden positiven Vermögenseffekten die sehr tiefe, seit Mitte 2005 wieder in den negativen Bereich gesunkene Sparquote der privaten Haushalte zunehmen dürfte.</p>
... in den Frühindikatoren noch nicht sichtbar	<p>Bislang zeigen die konjunkturellen Frühindikatoren mehrheitlich allerdings noch keine bevorstehende Wachstumsabkühlung an. Die vorlaufenden Sammelindikatoren des Conference Board sowie der OECD wiesen in den Frühjahrsmonaten auf eine unverändert hohe Wachstumsdynamik in den nächsten ein bis zwei Quartalen hin. Das Geschäftsvertrauen hat sich sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor zwar nicht mehr weiter verbessert, doch liegen die entsprechenden Indizes (ISM) noch immer auf überdurchschnittlichem Niveau. Die Konsumentenstimmung hat sich gemäss dem Index des Conference Board seit Beginn dieses Jahres eher leicht verbessert.</p>
Noch keine Wende hin zu grösserer Ersparnis erkennbar	<p>Eine allmähliche Verlangsamung der lebhaften Binnenkonjunktur würde nicht nur allfälligen Überhitzungsgefahren vorbeugen, sondern könnte auch einen Beitrag zur Verminderung des hohen aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichts (Ertragsbilanzdefizit) leisten, welchem eine im historischen Vergleich sehr niedrige Ersparnis der privaten Haushalte und des öffentlichen Sektors gegenübersteht (zur Entwicklung der Ersparnis in den USA siehe den Exkurs 1). Während bei den privaten Haushalten für die nächsten Jahre zwar mit einer erhöhten Ersparnis gerechnet wird (wenngleich diese sich bislang noch nicht abzeichnet), scheint eine Rückführung der öffentlichen Defizite nicht in Sicht.</p>
<b>Exkurs 1</b>	<p><b>Aussenwirtschaftliches Rekorddefizit der USA und Ersparnis-Tiefststand</b></p>
Zusammenhang Ertragsbilanz, Ersparnis und Investitionen	<p>Das seit Jahren kontinuierlich steigende US-Ertragsbilanzdefizit – im abgelaufenen Jahr erreichte dieses mit 6,5% des BIP eine historische Höchstmarke – wird meistens aus aussenwirtschaftlicher Perspektive analysiert und kommentiert: Die USA importieren mehr Güter und Dienstleistungen als sie exportieren.</p>
Ertragsbilanzdefizit bedeutet Divergenz zwischen Sparen und Investieren („Sparlücke“)	<p>Das US-Ertragsbilanzdefizit lässt sich darüber hinaus auch aus binnenwirtschaftlicher Optik interpretieren. Aufgrund der Saldenmechanik der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung widerspiegelt der Ertragsbilanzsaldo nämlich definitionsgemäss die Differenz zwischen der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis einerseits und den Investitionen andererseits. Ein Defizit in der Ertragsbilanz bedeutet, dass die heimischen Ersparnisse nicht ausreichen, um die Anlageinvestitionen zu finanzieren, und der entsprechende Fehlbetrag (oftmals als gesamtwirtschaftliche „Sparlücke“ bezeichnet) durch Kapitalimporte aus dem Ausland (dem Gegenstück zum Defizit in der Ertragsbilanz) gedeckt wird. Umgekehrt signalisiert ein Überschuss in der Ertragsbilanz, dass die heimischen Ersparnisse die Investitionen übersteigen; der entsprechende Überschuss fliesst als Kapitalexport ins Ausland.</p> <p>Ob das wachsende aussenwirtschaftliche Ungleichgewicht der USA auf eine nachlassende Spar- oder eine anziehende Investitionstätigkeit (oder eine Kombination von beiden) zurückzuführen ist, lässt sich a priori nicht sagen. Hierfür ist es nötig, Ersparnisse und Investitionen gesondert zu betrachten. In Abbildung 4 ist daher die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis und der Anlageinvestitionen (jeweils als Quoten in Relation zum BIP) für die USA seit 1980 dargestellt. Sowohl für die Ersparnis als auch die Investitionen werden hier und im</p>

Folgenden immer Nettowerte verwendet.<sup>1</sup>

**Abbildung 4:** Gesamtwirtschaftliche Ersparnis und Investitionen in den USA

Jahreswerte, in % des BIP, netto



Ausweitung der Lücke zwischen Ersparnis und Investitionen in den USA ...

Seit Anfang der achtziger Jahre lag in den USA die Ersparnis praktisch immer unter den Investitionen, was mit dem nahezu permanenten aussenwirtschaftlichen Defizit korrespondiert. Auffällig ist die Entwicklung der letzten Jahre (2002 bis 2005), in denen sich die Lücke zwischen gesamtwirtschaftlicher Spar- und Investitionsquote deutlich ausgeweitet hat. Nachdem sich in den achtziger und neunziger Jahren beide Reihen zumeist in die gleiche Richtung entwickelt hatten, waren die jüngsten Jahre durch gegenläufige Tendenzen gekennzeichnet. So hat sich die Investitionstätigkeit nach dem rezessionsbedingten Einbruch der Jahre 2002 und 2003 wieder erholt; die Investitionsquote befand sich mit 7,6% im Jahr 2005 in etwa auf dem Durchschnittswert der vergangenen 25 Jahre.

... vor allem durch stark gesunkene Ersparnis bedingt

Ganz anders stellt sich das Bild für die gesamtwirtschaftliche Sparquote dar. Diese ist in den letzten Jahren weiter stark gesunken und fiel 2005 auf ein historisches Minimum von 0,7%. Das heisst, dass die Zunahme des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks (nämlich die Nettoinvestitionen) nahezu ausschliesslich durch ausländische Kapitalzuflüsse finanziert wurde.

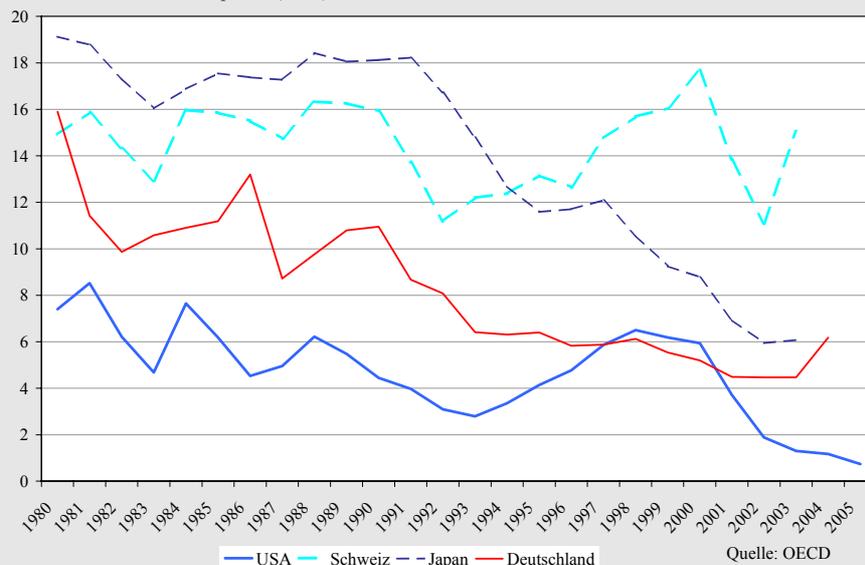
US-Ersparnis auch im internationalen Vergleich tief

Wie Abbildung 5 verdeutlicht, liegt die gesamtwirtschaftliche Sparquote in den USA auch im internationalen Vergleich (hier gegenüber der Schweiz, Deutschland und Japan) auf einem tiefen Niveau. Dies gilt allerdings nicht erst seit einigen Jahren, sondern war seit 1980 eigentlich immer der Fall. Die Schweiz verfügt im internationalen Vergleich traditionell über eine hohe gesamtwirtschaftliche Ersparnis. Dasselbe galt lange auch für Japan, wo die gesamtwirtschaftliche Sparquote in den neunziger Jahren – in hohem Masse wohl bedingt durch die massiven staatlichen Haushaltsdefizite – stark gesunken ist.

<sup>1</sup> Die Nettowerte unterscheiden sich von den Bruttowerten um die Abschreibungen (die nutzungsbedingten Wertminderungen des Kapitalstocks). Daher fallen die gesamtwirtschaftliche Bruttosparquote bzw. die Bruttoinvestitionsquote systematisch höher aus als die betreffenden Nettowerte. Für volkswirtschaftliche Analysen erscheint die Nettobetrachtung geeigneter, weil sie einerseits (für die Investitionen) den effektiven Zuwachs der Produktionskapazitäten zeigt und andererseits (für die Ersparnis) die kalkulatorischen Abschreibungen nicht als Sparen im herkömmlichen Sinn interpretiert werden können. Ein praktisches Problem bei der Nettobetrachtung besteht allerdings in der schwierigen Messung der Abschreibungen auf aggregierter gesamtwirtschaftlicher Ebene, was auch bei internationalen Vergleichen ein Problem darstellt.

**Abbildung 5: Gesamtwirtschaftliche Sparquoten im internationalen Vergleich**

Gesamtwirtschaftliche Ersparnis (netto) in % des BIP



Sektorale Sparquoten

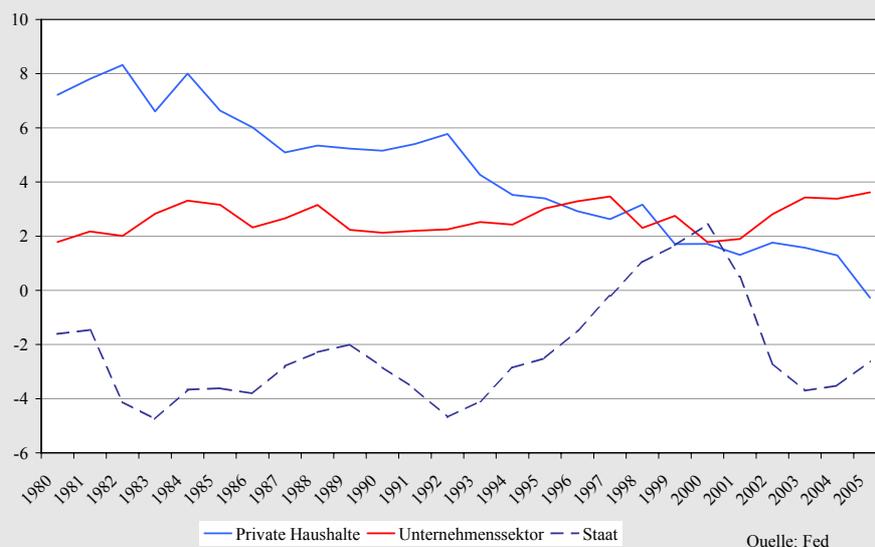
Um den markanten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis in den USA in den letzten Jahren näher zu beleuchten, ist es von Interesse, die Entwicklung nach einzelnen Sektoren zu betrachten. Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis ergibt sich als Summe der Ersparnisse von drei Sektoren:

- Private Haushalte: Ihre Ersparnis ist jener Teil des verfügbaren Einkommens, welcher nicht in den Konsum fließt.
- Private Unternehmen: Ihre Ersparnis besteht definitionsgemäss aus den unverteilt (nicht ausgeschütteten) Gewinnen.
- Staat: Seine Ersparnis ergibt sich aus seinen Einnahmen abzüglich des Staatskonsums.

In Abbildung 6 ist die Entwicklung der sektoralen Ersparnisse (wiederum als Quoten in % des BIP) seit 1980 zu sehen.

**Abbildung 6: US-Sparquoten nach Sektoren**

Sektorale Ersparnisse (netto) in % des BIP



Verantwortlich für den Sparrückgang sind der Staat...

Daraus wird klar ersichtlich, dass zum einen der Staat eine zentrale Rolle für das Absinken der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis in den letzten Jahre spielte. Nachdem der Staatssektor zum Ende der neunziger Jahre, massgeblich bedingt durch

<p>... und die privaten Haushalte</p>	<p>den finanzpolitischen Konsolidierungskurs der Ära Clinton, im historischen Vergleich ausnahmsweise vorübergehend sogar einen Sparüberschuss verzeichnen konnte, fiel die staatliche Ersparnis in den anschliessenden Jahren infolge der expansiven Fiskalpolitik der Bush-Regierung wieder rasch in die roten Zahlen; die staatliche Sparquote sank zwischen 2000 und 2003 um rund sechs Prozentpunkte (von +2% auf -4%), ehe sie sich in den beiden letzten Jahren wieder leicht erhöhte.</p>
<p>Unternehmensersparnis gestiegen...</p>	<p>Neben dem Staat trugen auch die privaten Haushalte erheblich zum gesamtwirtschaftlichen Ersparnisrückgang bei. Ihre bereits niedrige Sparquote<sup>2</sup> sank in den letzten Jahren noch weiter und war im Jahresdurchschnitt 2005 sogar leicht negativ. Betrachtet man den Zeitraum der letzten 25 Jahre, zeigt die Sparquote der privaten Haushalte allerdings schon seit langem einen fallenden Trend. Dies wird von zahlreichen Ökonomen mit dem im Zeitablauf gestiegenen Vermögen (in Relation zum Einkommen) der privaten Haushalte erklärt.<sup>3</sup> In den letzten Jahren wirkten insbesondere steigende Immobilienpreise und rekordtiefe Zinsen konsumstimulierend (und entsprechend spardämpfend).</p>
<p>... und höher als die Unternehmensinvestitionen</p>	<p>Einzig der Unternehmenssektor stützte über die letzten Jahre die gesamtwirtschaftliche Ersparnis. Seine Sparquote (unverteilte Gewinne/BIP), welche im langfristigen Vergleich gegenüber denen der privaten Haushalte und des Staates eine relativ hohe Stabilität aufweist, erholte sich im Zuge des jüngsten Aufschwungs von knapp 2% 2001 auf gut 3,5% 2005.</p>
<p>Makroökonomische Beurteilung der US-Sparlücke umstritten...</p>	<p>Die Ersparnis des Unternehmenssektors überstieg in den vergangenen vier Jahren sogar seine Investitionen, so dass die Unternehmen per saldo zu Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Sparlücke beitrugen. Eine plausible Erklärung für dieses in den letzten Jahren in vielen Ländern zu beobachtende Phänomen, dass die Unternehmen per saldo mehr sparen als investieren, dürfte in den Nachwehen des geplatzten New Economy-Booms liegen. So dürften viele Unternehmen darum bestrebt gewesen sein, zunächst ihre Bilanzen zu sanieren anstatt ihre Gewinne gleich wieder voll zu investieren</p>
<p>... aber Ausmass birgt Risiken</p>	<p>Ob die rekordtiefe gesamtwirtschaftliche Ersparnis in den USA zur Besorgnis Anlass gibt, ist umstritten. Eine Befürchtung wäre, dass sich die geringe heimische Ersparnis auf die Dauer – insbesondere bei nachlassenden ausländischen Finanzzuflüssen – negativ auf die Investitionstätigkeit auswirken und so das Wachstumspotenzial der Wirtschaft beeinträchtigen könnte. Hierzu gilt es allerdings festzuhalten, dass die US-Wirtschaft über die letzten 25 Jahre trotz relativ geringer heimischer Ersparnis eine meist ansprechende Investitionstätigkeit verzeichnete und ein im internationalen Vergleich überdurchschnittliches Wachstum erzielen konnte. Die Finanzierung der Investitionen durch ausländische Kapitalzuflüsse war bislang problemlos möglich, weil die USA offenbar hinreichend attraktive Renditen bieten. So wird denn auch die These vertreten, dass die tiefe US-Ersparnis keine Fehlentwicklungen in den USA reflektiere, sondern vielmehr eine Folge der Sparüberschüsse in anderen Weltregionen (insbesondere in Asien sowie in den letzten Jahren vermehrt in den ölexportierenden Ländern des Nahen Ostens) sei („global saving glut“)<sup>4</sup>. Entsprechend lägen die Ursachen der Ungleichgewichte nicht in den USA, sondern im Rest der Welt, und die USA bewahrten vielmehr durch ihre tiefe Ersparnis respektive ihren hohen Konsum die Weltkonjunktur vor einer Nachfrageschwäche.</p>

<sup>2</sup> Die in der Öffentlichkeit stark beachtete (und manchmal fälschlicherweise als Synonym für die gesamtwirtschaftliche Ersparnis verwendete) Sparquote der privaten Haushalte („personal saving rate“) wird häufig in Relation zum verfügbaren Haushaltseinkommen berechnet. In der hier vorgenommenen sektoralen Betrachtung ist sie zur besseren Vergleichbarkeit in Relation zum BIP angegeben.

<sup>3</sup> Sofern die Vermögenszuwächse als dauerhaft erachtet werden, bedeuten sie ein höheres zukünftiges Einkommen, welches eine geringere heutige Ersparnis erfordert („permanent income“-Hypothese).

<sup>4</sup> Vergleiche hierzu Ben Bernanke, 2005, The global saving glut and the US current account deficit, Federal Reserve Board (<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>)

Behutsame Korrektur der Ungleichgewichte wäre wünschenswert

gewichteten Dollar-Wechselkurses um 25% oder mehr innerhalb eines Jahres). Eine solche Entwicklung könnte sowohl die Exportkonjunktur bei den ausländischen Handelspartnern als auch die Inlandkonjunktur in den USA (durch höhere Zinsen und sinkende Vermögenspreise) mehr oder weniger stark beeinträchtigen, was ein ungünstiges Szenario für die Weltkonjunktur wäre.

Um derartigen Risiken entgegenzuwirken, wird eine behutsame Korrektur des US-Ungleichgewichts allgemein als wünschenswert erachtet. Die besten Aussichten für einen aus Sicht der internationalen Konjunktur möglichst reibungslosen Korrekturprozess dürfte in einem Zusammenspiel verschiedener Faktoren bestehen, wie es bereits seit längerem in den wirtschaftspolitischen Empfehlungen der OECD und des IWF regelmässig gefordert wird: Erstens eine kontinuierliche Tieferbewertung des Dollars (vor allem gegenüber den asiatischen Währungen), zweitens eine steigende inländische Ersparnis in den USA (Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und Verlangsamung des privaten Konsums) sowie drittens eine anziehende Binnennachfrage in Europa und Asien sein. Bislang ist allerdings noch keine Tendenz in diese Richtung zu erkennen; so rechnet beispielsweise die OECD in ihrem jüngsten Wirtschaftsausblick von Mai 2006 mit einem weiteren Anstieg des US-Ertragsbilanzdefizits auf 7,5% des BIP im Jahr 2007. Die Ungleichgewichte und die mit ihnen verbundenen Risiken dürften somit noch länger bestehen bleiben.

**Lateinamerika**  
Robuster Aufschwung

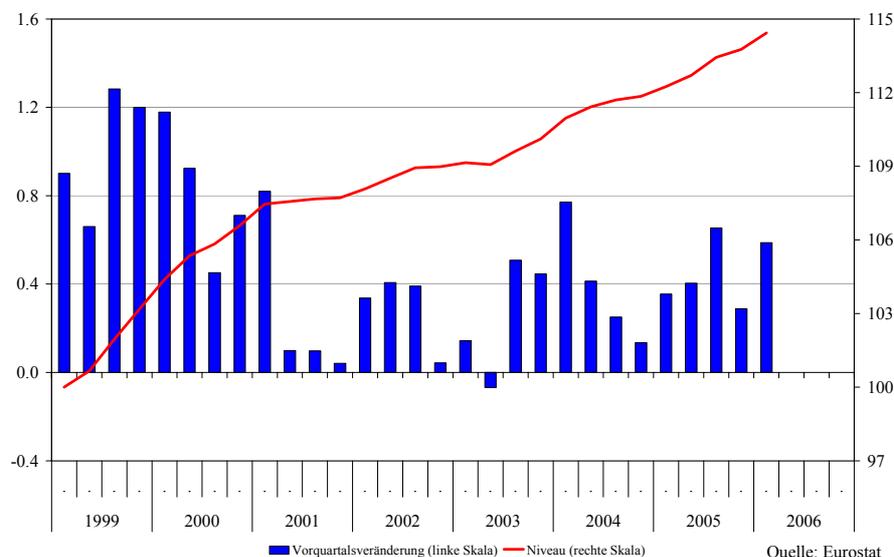
Lateinamerika konnte in den letzten beiden Jahren vom internationalen Konjunkturaufschwung sowie den anziehenden Rohstoffpreisen profitieren. Letztere führten in den in der Region zahlreich vertretenen rohstoffexportierenden Volkswirtschaften zu einer Verbesserung der Terms of trade. Darüber hinaus wirkte sich das tiefe internationale Zinsniveau günstig auf die Finanzierungsbedingungen aus, weil die Risikoaufschläge für lateinamerikanische Schuldner auf historische Tiefststände sanken. Im vergangenen Jahr erhöhte sich die reale Wirtschaftsleistung in der Region um 4%, und für dieses Jahr rechnen die meisten Experten mit einer ähnlichen Grössenordnung. Eine deutliche Verschlechterung der Rahmenbedingungen von den Finanzmärkten (vor allem stark steigende Zinsen) bildet allerdings ein Risiko.

**Europa**  
**Euroraum**  
Beschleunigung im 1. Quartal

Erwartungsgemäss hat die Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2006 wieder an Fahrt gewonnen. Nach einer kurzen Wachstumsabschwächung im Schlussquartal 2005 nahm das reale BIP im 1. Quartal im Vorquartalsvergleich wieder beschleunigt zu (+0,6%, nicht annualisiert).

**Abbildung 7: Euroraum, reales Bruttoinlandprodukt**

Veränderung in % gegenüber Vorquartal sowie Niveau (1. Quartal 1999 = 100)



Aber insgesamt nur mässige Konjunkturdynamik	Alles in allem betrachtet befindet sich der Euroraum seit Anfang 2005 in einer moderaten Expansionsphase ohne durchgreifende Belebung und mit nach wie vor unterausgelasteten Produktionskapazitäten. Innerhalb des Euroraums war dabei lange Zeit eine deutliche Zweiteilung in Bezug auf die konjunkturellen Auftriebskräfte auszumachen. Während die Konjunktur insbesondere in Deutschland, aber auch in den Niederlanden und in Österreich in hohem Masse exportgetragen war, war die Entwicklung in zahlreichen anderen Ländern (u.a. Frankreich, Italien und Spanien) durch eine stärkere Binnennachfrage gekennzeichnet. Allerdings waren in den letzten Monaten vermehrte Anzeichen für nachlassende länderweise Unterschiede auszumachen. So verzeichnete etwa die deutsche Wirtschaft im 1. Quartal erstmals seit längerem wieder ein breit abgestütztes Wachstum, welches sowohl vom privaten Konsum und den Unternehmensinvestitionen als auch von den Exporten getragen war. Auch haben sich die Erwartungen der Unternehmen in Deutschland in den letzten Monaten überdurchschnittlich stark aufgehellt.
Arbeitsmarkt	Im gesamten Euroraum nahm die Beschäftigung 2005 um 0,7% zu, und die Arbeitslosenquote sank von knapp 9% Anfang 2005 auf 8% im April 2006. Diese günstigen Zahlen verdecken allerdings zum einen, dass in vielen Ländern die Teilzeitbeschäftigung überproportional ausgeweitet wurde; die Zunahme des Arbeitsvolumens dürfte deutlich geringer sein. Zum andern konzentrierte sich das Beschäftigungswachstum stark auf einzelne Länder (namentlich Spanien), wogegen die Beschäftigung in anderen (namentlich Deutschland) 2005 abnahm. Auch in Deutschland deuten die jüngsten Zahlen und Umfragen aber darauf hin, dass eine gewisse Arbeitsmarkterholung eingesetzt hat.
Aufgehellte Stimmungsindikatoren...	Die konjunkturellen Frühindikatoren lassen für die nächsten ein bis zwei Quartale eine weitere Festigung der Konjunktur im Euroraum erwarten. Der von der OECD berechnete Sammelindex der Frühindikatoren hat sich nach deutlichem Anstieg im letzten Jahr in den ersten drei Monaten dieses Jahres seitwärts entwickeln, was auf eine Fortsetzung der Wachstumstendenz der letzten paar Quartale von etwa 2% hindeuten würde. Das Geschäftsklima bei den Unternehmen hat sich seit Anfang 2006 sogar stark verbessert. So stieg der Indikator für das Industrievertrauen im Euroraum im Mai 2006 auf den höchsten Wert seit dem Boomjahr 2000; noch ausgeprägter erhöhte sich der deutsche Ifo-Geschäftsklimaindex.
... aber starke Wachstumsbeschleunigung fraglich	Allerdings dürften einige Faktoren einer starken Wachstumsbeschleunigung entgegenstehen und sogar eher auf eine leichte Abkühlung im nächsten Jahr hinwirken. Zum einen lassen die stimulierenden monetären Impulse angesichts gestiegener Geld- und Kapitalmarktzinsen nach. Zum andern schwenkt die Fiskalpolitik im Euroraum vermehrt auf einen restriktiveren Konsolidierungskurs ein. So wird von den meisten Experten insbesondere für Deutschland für 2007 mit einer durch die Erhöhung der Mehrwertsteuer bedingten temporären Wachstumsdelle gerechnet. Die Mehrzahl der Konjunkturprognosen rechnet entsprechend damit, dass das Wirtschaftswachstum im Euroraum 2006 mit gut 2% zwar solide aber nicht besonders stark ausfallen wird und sich 2007 leicht abschwächen könnte.
<b>Grossbritannien</b> Wachstumstal durchschritten	In Grossbritannien wurde 2005 mit 1,8% das tiefste Wirtschaftswachstum seit 13 Jahren verzeichnet, was hauptsächlich durch den ausgelaufenen Konsum- und Immobilienboom bedingt war. Allerdings seit Jahresende wieder eine leichte wirtschaftliche Belebung feststellbar, welche sich fortsetzen sollte. Für 2006 und 2007 wird allgemein mit einem BIP-Wachstum im Bereich von 2 bis 2,5% gerechnet.
<b>Mittel- und Osteuropa</b> Gute Aussichten	Die konjunkturelle Dynamik in den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedsländern hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres beschleunigt und verläuft lebhaft. Im Durchschnitt lag das BIP-Wachstum 2005 bei 4,5%, und die Aussichten für eine noch leicht stärkere Zunahme in diesem Jahr dürften günstig sein.  Die russische Wirtschaft profitierte in den letzten Jahren stark von der Preishausse an den Märkten für Rohöl und sonstige Rohstoffe. Im vergangenen Jahr betrug das Wirtschaftswachstum 6,4%. Die Impulse gingen zunehmend von der Binnennachfrage dank gestiegener Gewinne und Einkommen aus, während sich bei den Exporten offenbar zunehmend Kapazitätsengpässe bremsend bemerkbar machen. Angesichts der voraussichtlich weiterhin hohen Rohstoffpreise bleiben die kurzfristigen

wirtschaftlichen Aussichten positiv.

**Asien**

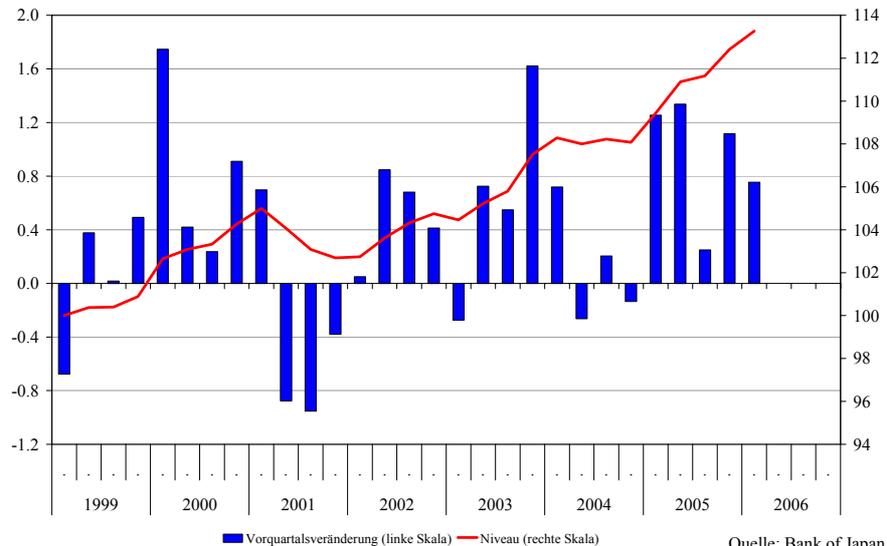
**Japan**

Breit abgestützter Aufschwung

Der breit abgestützte Aufschwung der japanischen Wirtschaft setzte sich auch im Frühjahr 2006 fort. Im 1. Quartal stieg das reale BIP im Vorquartalsvergleich um 0,8% (nicht annualisiert). Mit Ausnahme der Staatsausgaben, die zum wiederholten Mal sanken, trugen die übrigen Verwendungskomponenten alle zum Wachstum bei.

**Abbildung 8: Japan, reales Bruttoinlandprodukt**

Veränderung in % gegenüber Vorquartal sowie Niveau (1. Quartal 1999 = 100)



Quelle: Bank of Japan

Privater Konsum und Ausrüstungsinvestitionen als wichtige Stützen

Neben den Exporten, die in den letzten Jahren von der lebhaften ausländischen Konjunktur, namentlich auch in den asiatischen Nachbarstaaten, profitieren konnten, bilden die private Konsumnachfrage und die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen wichtige Wachstumspfeiler. Die robuste Expansion der privaten Konsumnachfrage wird durch die sich nach und nach verbessernde Arbeitsmarktlage und wieder steigende Löhne begünstigt; die Arbeitslosenquote ging seit ihrem Höchststand von 5,5% im Jahr 2002 langsam zurück und lag im Mai 2006 bei 4,1%. Die Unternehmensinvestitionen nahmen bei unverändert guter Gewinnsituation und höherer Auslastung der Kapazitäten weiterhin kräftig zu.

Wachstumstempo dürfte sich 2007 verlangsamen

Die Indikatoren deuten auf ein vorerst anhaltend lebhaftes Wachstum der japanischen Wirtschaft hin, zu dem insbesondere der private Konsum und die Unternehmensinvestitionen weiterhin beitragen dürften. Allerdings ist davon auszugehen, dass sich das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo im Zuge etwas weniger günstiger weltwirtschaftlicher und monetärer Rahmenbedingungen allmählich nachlassen wird. Im laufenden Jahr dürfte das durchschnittliche BIP-Wachstum zwar nochmals wie 2005 knapp 3% erreichen, 2007 aber dann in den Bereich von 2% zurückfallen.

**Übriges Asien**

Weiterhin überdurchschnittliches Wachstum

Nachlassende weltwirtschaftliche Impulse dürften auch in den asiatischen Schwellen- und Entwicklungsländern, die im vergangenen Jahr hohe Wachstumsraten und eine Beschleunigung im Jahresverlauf verzeichnet hatten, die Exportdynamik bremsen. Allerdings dürfte das Wirtschaftswachstum der meisten Länder der Region 2006 und 2007 im Bereich von 4 bis 5% liegen und damit im internationalen Vergleich überdurchschnittlich ausfallen.

**China**

Keine Abkühlung in Sicht

Aus dem Rahmen fällt nach wie vor China, wo die Wirtschaft 2005 um 10% wuchs und die Wachsdynamik bislang ungebrochen anhielt. Eine leichte Exportverlangsamung wurde durch die Inlandnachfrage ausgeglichen, insbesondere einen stärkeren privaten Konsum.

Zur vielfach geforderten deutlichen Aufwertung des Yuan ist es bislang nicht gekommen. Seit dem im Juli 2005 erfolgten Übergang von einer festen Anbindung

des Yuan an den US-Dollar zu einer begrenzten Kursfreigabe („managed floating“) hat sich die chinesische Währung gegenüber dem Dollar um lediglich gut 3% aufgewertet, weil die chinesische Notenbank einer stärkeren Höherbewertung entgegenwirkte. An der Politik der nur graduellen Aufwertung dürfte sich auf absehbare Zeit nur wenig ändern. Entsprechend wird die Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Exportwirtschaft hoch bleiben, und die Aussichten sind gut, dass sich das Wirtschaftswachstum 2006 und 2007 in nur wenig verlangsamtem Tempo fortsetzt.

**Monetäres Umfeld**  
Anhebung der Leitzinsen fortgesetzt

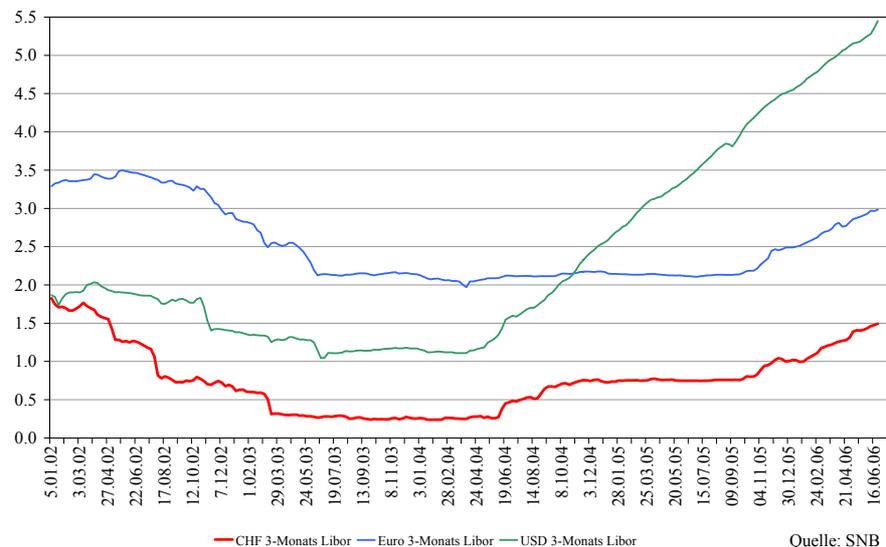
Vor dem Hintergrund der lebhaften Konjunktur wurde die Geldpolitik in zahlreichen Ländern in den ersten Monaten dieses Jahres weiter gestrafft. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hob im März und im Juni das Zielband für den Dreimonatslibor um jeweils 0,25 Prozentpunkte auf neu 1,0 bis 2,0% an. Der Anstieg der dreimonatigen Geldmarktsätze seit Herbst 2005 vollzog sich in der Schweiz bislang praktisch parallel zum Euroraum, wo die Europäische Zentralbank (EZB) ihren zentralen Leitzins im März 2006 und zuletzt im Juni um jeweils 0,25 Prozentpunkte auf 2,75% erhöhte. Sowohl in der Schweiz als auch im Euroraum dürfte die Geldpolitik noch immer als expansiv einzustufen sein. In der Schweiz sind etwa die kurzfristigen Realzinsen noch immer nur wenig über Null respektive sogar negativ (abhängig vom verwendeten Deflator).

Auch in den USA, wo der Zinserhöhungszyklus im Vergleich zu Europa bereits deutlich weiter fortgeschritten ist, kam es seit Anfang 2006 zu drei weiteren Leitzinserhöhungen, zuletzt im Mai. Das nunmehr erreichte Niveau von 5% dürfte einer mehr oder weniger neutralen geldpolitischen Ausrichtung entsprechen. Da die US-Konjunktur noch keine klare Verlangsamungstendenz zeigt, scheinen weitere Zinsanhebungen zur Vorbeugung von Inflationsgefahren derzeit als relativ wahrscheinlich und werden auch an den Finanzmärkten antizipiert.

In Japan wurde die Nullzinspolitik bislang beibehalten. Allerdings hat die Bank von Japan angekündigt, dass sie mit dem Auslaufen der Deflation die Überschussliquidität sukzessive reduzieren wird, so dass die Geldmarktsätze allmählich leicht steigen dürften.

**Abbildung 9: Zinsen am Geldmarkt (3-Monatslibor)**

wöchentliche Werte aus Tagesdaten



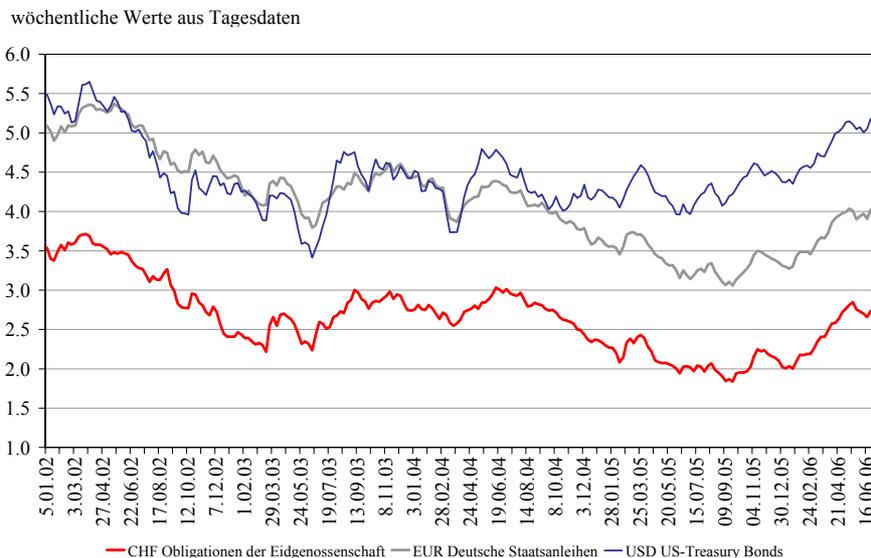
Quelle: SNB

**Kapitalmarktzinsen**  
Lange erwarteter Anstieg

Nachdem die langfristigen Kapitalmarktzinsen im vergangenen Jahr trotz der positiven Entwicklung der Weltkonjunktur auf ihrem ausserordentlich tiefen Niveau verharret hatten, scheint nun doch seit Anfang 2006 die lange erwartete Trendwende nach oben eingesetzt zu haben. Die Renditen für zehnjährige Staatsobligationen lagen Ende Juni in der Schweiz, im Euroraum und in den USA über einen halben Prozentpunkt höher als noch zu Jahresbeginn (Abbildung 10). Der weiter gefestigte Konjunkturaufschwung und steigende Kurzfristzinsen dürften den Renditeanstieg unterstützt haben. Zudem könnten sich seit dem Frühjahr die

Inflationserwartungen insbesondere für die USA leicht erhöht haben. Im historischen Vergleich liegen die Kapitalmarktzinsen international trotz des erfolgten Anstiegs noch immer auf einem tiefen Niveau. Dies gilt nicht nur für Staatsobligationen, sondern auch für Unternehmensobligationen; deren Zinsaufschlag (Spread) gegenüber (weniger risikoreichen) Staatsanleihen ist nach wie vor gering, was auf eine optimistische Konjunkturschätzung der Marktteilnehmer schliessen lässt.

**Abbildung 10:** Zinssätze für Staatsobligationen, 10 Jahre



Quelle: SNB

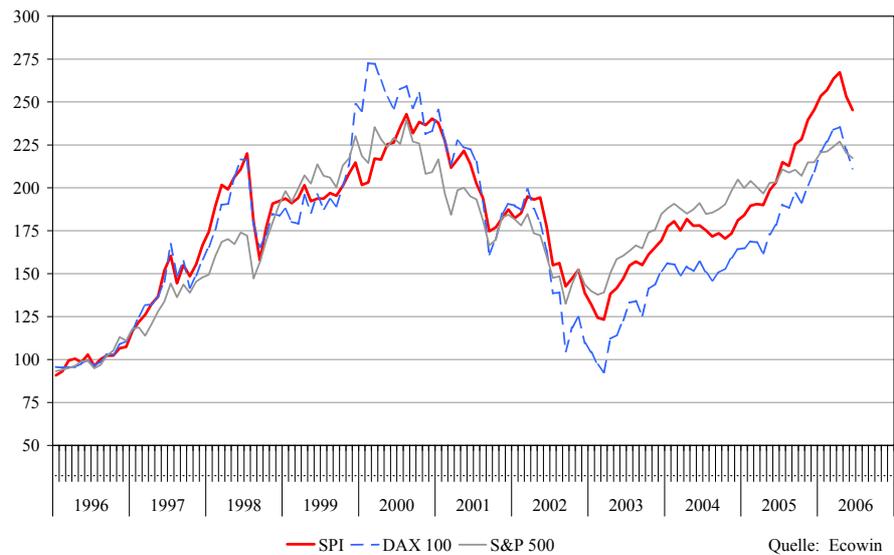
**Aktienmärkte**  
Hausse abrupt gestoppt

An den internationalen Aktienmärkten ist der Anstieg der Kurse, welcher 2003 eingesetzt und sich im vergangenen Jahr stark beschleunigt hatte, im Mai und im Juni 2006 abrupt gestoppt worden. Im Mai verzeichneten die breitgefassten Börsenindizes weltweit eine deutliche Korrektur nach unten; in der Schweiz büsste der SPI-Index gut 6% ein und fiel wieder auf den Stand zu Jahresbeginn.

Gemessen am Kursanstieg der letzten Jahre kann der jüngste Rückgang bislang als moderat bezeichnet werden. Negative Folgen für die Konjunktur – beispielsweise durch negative Vermögenseffekte oder eine Abkühlung des guten Geschäftsgangs im Finanzsektor könnten sich allerdings dann einstellen, wenn ein anhaltender starker Kursrückgang in Gang käme. Ein solches Szenario ist zwar nicht auszuschliessen, wird aber von Finanzmarktexperten vor dem Hintergrund eher moderater Marktbewertungen (Kurs-Gewinnverhältnisse nicht auf überdurchschnittlichem Niveau) und günstiger Konjunkturaussichten doch als eher unwahrscheinlich betrachtet.

**Abbildung 11:** Entwicklung verschiedener Börsenindizes

Monatsendwerte; (Durchschnittswert 1996 = 100)



**Wechselkurse**

Rückgang des Dollars seit April...

... ein neuer Abwärtstrend?

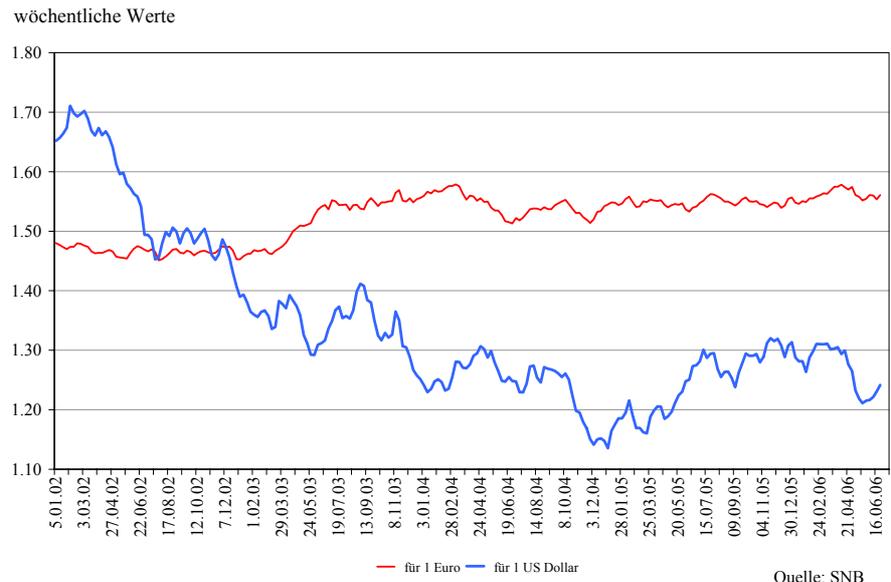
Franken zum Euro schon seit längerem stabil

An den Devisenmärkten geriet der US-Dollar seit Anfang April wieder verstärkt unter Abwärtsdruck. Gegenüber dem Franken sank der Dollar von 1,30 bis Ende Mai in den Bereich von 1,20, den tiefsten Stand seit rund einem Jahr (Abbildung 12). Ähnlich entwickelte sich die US-Währung gegenüber dem Euro.

Ob sich die Dollarschwäche der letzten Monate wieder korrigiert oder den Auftakt zu einer längeren Dollarbaisse – wie von Anfang 2002 bis Ende 2004 – darstellt, bleibt abzuwarten. Für einen längerfristig fallenden Dollar spricht vor allem das hohe Ertragsbilanzdefizit der USA, welches auf den Dollar drückt. Allerdings kann dieser Faktor durchaus über längere Zeit von gegenläufigen Effekten überlagert werden, wie die deutliche Kurserholung des Dollars im Jahr 2005 zeigte, welche wohl hauptsächlich durch die Ausweitung der Zinsdifferenzen gegenüber den meisten anderen Währungen bedingt war. Weil die Normalisierung der Geldpolitik mittlerweile auch im Euroraum und in der Schweiz im Gang ist und sich in den USA allmählich dem Ende zuneigen dürfte, könnten die dollarstützenden Zinseffekte allmählich nachlassen und entsprechend der Dollar wieder vermehrt unter Abwärtsdruck geraten. Eine ausgeprägte und abrupte Dollarschwäche würde allerdings die Exportaussichten der Handelspartner in Asien und Europa beeinträchtigen und könnte ausländische Zentralbanken zum Kauf von Dollars bewegen, wie es vor allem 2004 schon der Fall war.

Die Relation Franken/Euro bewegte sich in den ersten fünf Monaten dieses Jahres mit geringen Schwankungen innerhalb einer Bandbreite von 1,55 und 1,57. Seit rund drei Jahren entwickelt sich der Franken gegenüber dem Euro (bei geringen Ausschlägen nach oben und unten) tendenziell seitwärts, nachdem er in den vorangegangenen Jahren zeitweise deutlich stärker notiert hatte (zum Beispiel 2002 unter 1,50).

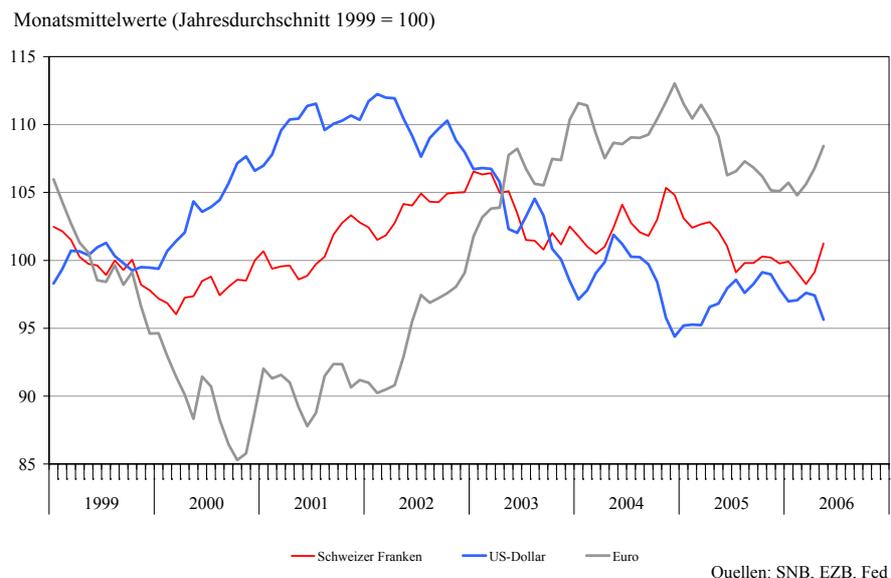
**Abbildung 12:** Wechselkurs des Franken zum Euro und US Dollar



Franken real und handelsge-  
wichtet weiterhin eher tief  
bewertet

Das Muster des in letzter Zeit gesunkenen Dollarkurses spiegelt sich auch in den realen und handelsgewichteten Wechselkursindizes wider (Abbildung 13). Der reale Wechselkursindex des Dollars befindet sich Mitte 2006, nach einem spürbaren Anstieg im vergangenen Jahr, nunmehr wieder annähernd auf seinem Ende 2004 erreichten Tiefststand, während beim Euro in den letzten Monaten eine leichte Aufwertung feststellbar war. Eine solche wurde beim Franken durch die seit Jahren im Vergleich zu den USA und den EU-Ländern tiefere Teuerung in der Schweiz abgedämpft, welche den realen Wechselkurs nach unten drückt. Seit Anfang 2005 ist der reale Wechselkurs des Frankens um gut 5% gesunken. Somit stellt sich die Wechselkurssituation aus Sicht der Schweizer Exportwirtschaft trotz der jüngsten Dollarschwäche noch immer relativ günstig dar. Überhaupt scheint der über viele Jahre feststellbare reale Aufwärtrend des Frankens seit etwa Mitte der neunziger Jahre zusehends verschwunden zu sein.

**Abbildung 13:** Reale Wechselkursindizes



## Zur Lage der schweizerischen Wirtschaft

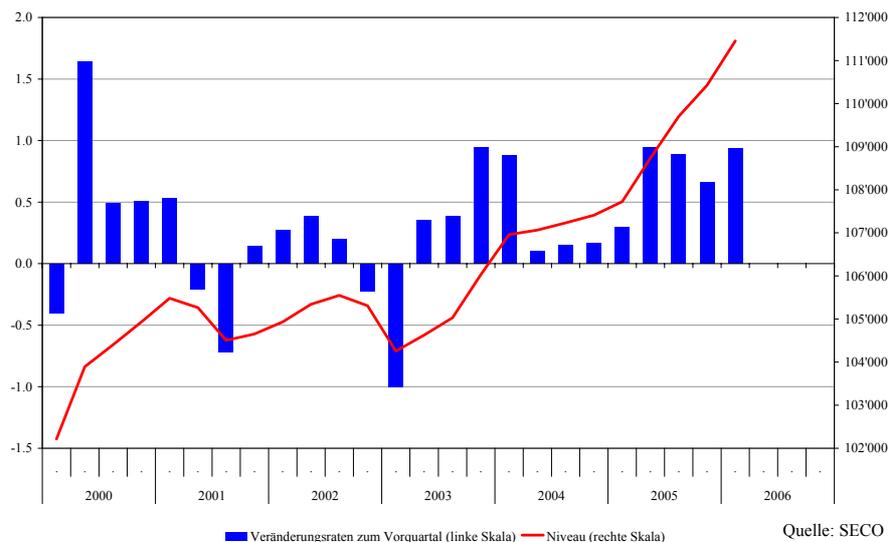
### Bruttoinlandprodukt

Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) der Schweiz nahm im 1. Quartal 2006 im Vergleich zum Vorquartal um 0,9% zu. Auf der Verwendungsseite ist diese kräftige Entwicklung vor allem der ausserordentlich starken Expansion des Aussenhandels sowie einem deutlichen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen zu verdanken. Produktionsseitig gingen insbesondere von der Wertschöpfung des Finanzsektors äusserst positive Impulse aus. Verglichen mit dem entsprechenden Vorjahresquartal stieg das reale BIP im 1. Quartal 2006 um 3,5%.

### Kräftiges Wachstum des BIP im 1. Quartal 2006

**Abbildung 14:** BIP - Veränderungsrate zum Vorquartal und Niveau

saisonbereinigte reale Werte, 2000:1 - 2006:1



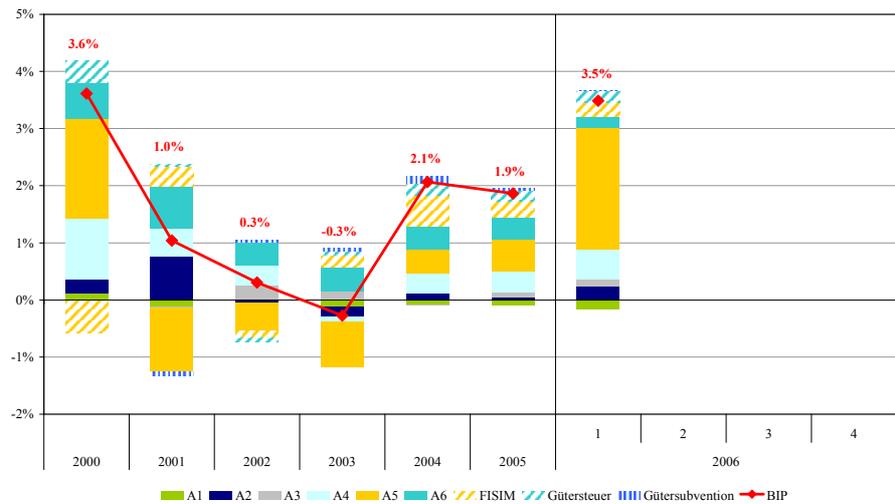
### Wachstumsbeiträge der Produktionsbereiche

Abbildung 15 zeigt die Anteile, welche die produktionsseitigen Komponenten (A6-Struktur) zum Wachstum des Bruttoinlandprodukts beitragen.<sup>5</sup> Ähnlich wie im Boomjahr 2000 (3,6% BIP-Wachstum) ist der finanzmarktdominierte Sektor A5 (2,1 Prozentpunkte Wachstumsbeitrag) die treibende Kraft hinter dem im Vergleich zum selben Quartal des Vorjahres hohen BIP-Wachstum von 3,5% im ersten Quartal 2006. Innerhalb des Sektors A5 war vor allem die dynamische Entwicklung der Wertschöpfung bei den Banken für diesen hohen Wachstumsbeitrag verantwortlich. Weniger spektakulär aber immer noch positiv entwickelten sich im 1. Quartal 2006 die Wachstumsbeiträge des binnenmarktorientierten Sektors A4 (Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung) sowie des industriedominierten Sektors A2 mit 0,52 respektive 0,24 Prozentpunkten. Einzig die Landwirtschaft (Sektor A1) steuerte mit -0,17 Prozentpunkten einen negativen Beitrag zum BIP-Wachstum des 1. Quartals 2006 bei.

<sup>5</sup> Die Höhe der Kästchen entspricht der Anzahl Prozentpunkte, welche die jeweilige Komponente zum BIP-Wachstum beiträgt. Komponenten, deren Kästchen sich oberhalb der Nulllinie befinden, tragen positiv zum BIP-Wachstum bei, solche unterhalb der Nulllinie verringern das BIP-Wachstum. Wird von der gesamten Säule oberhalb der Nulllinie diejenige unterhalb subtrahiert, ergibt sich das BIP-Wachstum der jeweiligen Periode. Für die in Abbildung 15 dargestellten Jahreswerte stimmt diese Beziehung exakt, für die Quartalswerte stimmt sie, als Folge der zur Quartalisierung verwendeten Annual-Overlap Methode, bloss approximativ.

**Abbildung 15:** Anteile der Komponenten der A6-Struktur am BIP-Wachstum

Anteile am BIP-Wachstum, Jahreswerte 2000 - 2005, Quartalswerte 2006:1



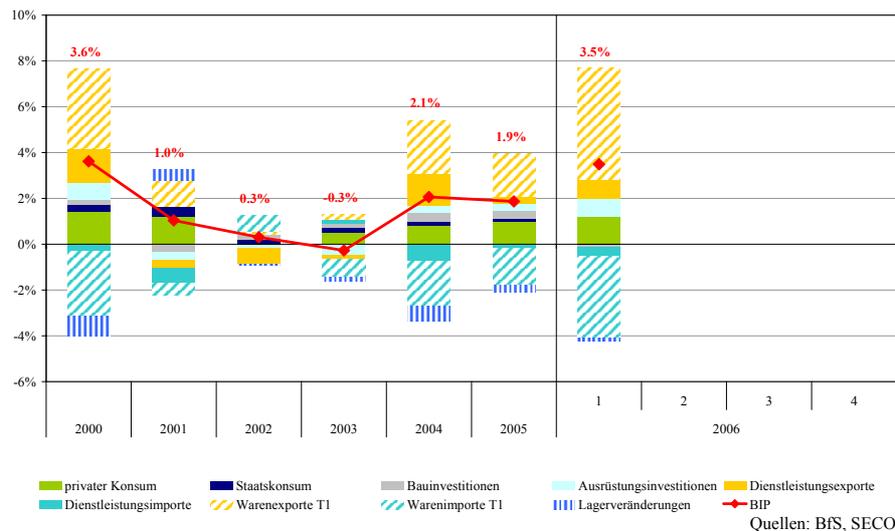
Quellen: BFS, SECO

Wachstumsbeiträge der Verwendungskomponenten

Die Wachstumsbeiträge der Komponenten der Verwendungsseite sind in Abbildung 16 dargestellt. Auch hier sind zwischen dem Boomjahr 2000 und dem 1. Quartal 2006 gewisse Analogien festzustellen. Während die Nettoexporte im Jahr 2000 1,8 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum von 3,6% beitrugen, stammen 1,7 Prozentpunkte des Vorjahreswachstums von 3,5% im 1. Quartal 2006 aus den Nettoexporten. Im Gegensatz zum Jahr 2000 trugen die Nettoexporte von Waren im 1. Quartal des laufenden Jahres deutlich mehr zum BIP-Wachstum bei als diejenigen von Dienstleistungen. Deutlich ist auch die positive Entwicklung bei den Ausrüstungsinvestitionen (0,81 Prozentpunkte Wachstumsbeitrag) und der gefestigte Wachstumsbeitrag des privaten Konsums (1,2 Prozentpunkte). Interessant ist auch die Feststellung, dass die Staatsausgaben im 1. Quartal 2006 nichts zum BIP-Wachstum von 3,5% beitrugen.

**Abbildung 16:** Anteile der Verwendungskomponenten am BIP-Wachstum

Anteile am BIP-Wachstum, Jahreswerte 2000 - 2005, Quartalswerte 2006:1



Quellen: BFS, SECO

**Produktion**

**Tabelle 1:** Entwicklung des Bruttoinlandproduktes gemäss Produktionsansatz (zu Preisen des Vorjahres, verkettete Werte)

Quartalswerte (real) gemäss ESVG95	Veränderung in % gegenüber dem Vorquartal (saisonbereinigte Werte <sup>1</sup> )							
	2/2004	3/2004	4/2004	1/2005	2/2005	3/2005	4/2005	1/2006
<b>A1</b> (Land- und Forstwirtschaft, Jagd, Fischerei, Fischzucht)	0.2	-0.9	-2.0	-0.2	-5.0	-3.1	-2.6	-6.2
<b>A2</b> (Bergbau; Industrie; Energie- und Wasserversorgung)	-0.2	0.4	0.2	-0.2	-0.1	0.1	0.7	0.4
<b>A3</b> (Baugewerbe)	-4.1	2.0	-1.3	0.5	2.1	0.6	-0.3	0.0
<b>A4</b> (Handel und Reparatur; Gastgewerbe; Verkehr und Nachrichtenübermittlung)	0.0	-0.4	-0.4	1.5	0.1	0.8	0.7	0.7
<b>A5</b> (Kreditgewerbe; Versicherungen; Immobilien, Vermietung, Informatik, F&E)	-0.1	0.0	-0.4	-0.3	1.8	3.1	0.3	3.3
<b>A6</b> (öffentliche Verwaltung und Sozialversicherung; Unterrichtswesen; Gesundheits- und Sozialwesen; sonstige öffentliche und private Dienstleistungen; Vermietung (private Haushalte))	0.1	0.6	0.5	0.3	0.5	0.2	0.2	-0.2
<b>FISIM</b>	-2.2	-1.5	-0.9	-1.2	-1.0	-0.9	-0.9	-1.4
<b>Gütersteuern</b>	1.0	0.5	0.4	1.0	0.9	0.7	0.5	0.9
<b>Gütersubventionen</b>	6.0	-0.4	-0.5	-6.8	1.4	1.7	1.7	-4.4
<b>Bruttoinlandprodukt</b>	0.1	0.2	0.2	0.3	0.9	0.9	0.7	0.9

<sup>1</sup> Als Saisonbereinigungsverfahren wird das Census-X12-Arima des U.S. Bureau of the Census verwendet.

**Industrie**

Beschleunigtes Wachstum

Die positive Dynamik in der Industrie wurde im 1. Quartal 2006 weiter verstärkt. Die Wertschöpfung nahm gegenüber dem Vorquartal um 0,8% zu. Wie die Umfragen der KOF zeigen, konnten vor allem die binnenmarktorientierten Unternehmen ihre Wertschöpfung ausweiten. Das Wertschöpfungswachstum der exportorientierten Betriebe hat sich hingegen etwas abgeflacht.

Die Zukunftsaussichten gestalten sich nach wie vor optimistisch: Die von der Crédit Suisse und dem Schweizerischen Verband für Materialwirtschaft und Einkauf (SVME) befragten Einkaufsmanager in der Industrie beurteilten ihre Auftragsbestände sogar noch höher als im Boomjahr 2000.

**Baugewerbe**

Stagnation

Aufgrund des langen Winters wurde die Dynamik im Baugewerbe vorübergehend gebremst, die Wertschöpfung verharrte auf dem Niveau des Vorquartals. Dennoch zeigen sich die vom Schweizerischen Baumeisterverband befragten Unternehmen nach wie vor zuversichtlich, sowohl im Hoch- als auch im Tiefbau konnten steigende Auftragseingänge verzeichnet werden.

Wachstum der Wertschöpfung im **Produktionsbereich A4** leicht langsamer

Erneut konnte beim Produktionsbereich A4, bestehend aus den drei Branchen Handel, Reparatur von Autos/Gebrauchsgütern, Gastgewerbe und Verkehr und Nachrichtenübermittlung eine Zunahme verzeichnet werden, die diesmal mit 0,7% etwas kleiner ausfiel als in den vorangegangenen Quartalen. An dieser Entwicklung beteiligt waren zum ersten Mal seit längerer Zeit wieder alle drei Sektoren, wobei das Gastgewerbe mit 1% am meisten zunahm.

Ostereffekt bremst Detailhandel

Mit einem Anstieg von 2,8% im Januar gegenüber Vorjahr war der Detailhandel ins Jahr 2006 gestartet. Dieses Umsatzwachstum konnte aber im Februar und März nicht wiederholt werden. In beiden Monaten verharrten die Umsätze in etwa auf dem Vorjahresniveau. Allerdings müssen die Ergebnisse des Monats März relativiert werden. Einerseits hatte der März 2006 zwei Arbeitstage mehr als der gleiche Monat des vergangenen Jahres, was sich sicherlich positiv auf die Umsätze ausgewirkt hat. Andererseits kann aber auch ein gegenteiliger Effekt ausgemacht werden, weil das umsatzstarke Ostergeschäft in diesem Jahr im Gegensatz zu 2005 auf den Monat April und somit ins 2. Quartal fiel.

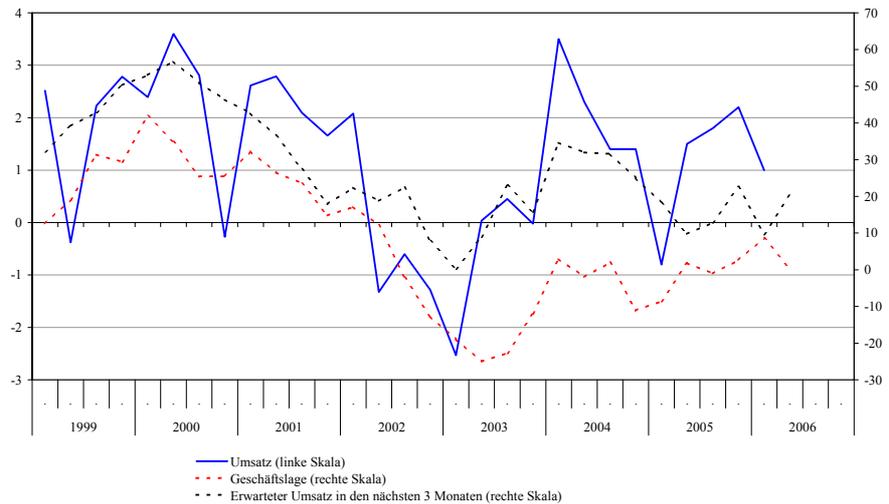
Angesichts der schwierigen Interpretation der Umsätze gibt die Betrachtung der qualitativen Einschätzung der Detailhandelsunternehmen vielleicht besser Auskunft über die momentane Entwicklung. Abbildung 17 zeigt den KOF-Indikator für die Geschäftslage im Detailhandel. Dieser hatte sich im 1. Quartal 2006 erneut verbessert, bevor er im 2. Quartal<sup>6</sup> leicht nach unten tendierte. Bei näherer Betrachtung

<sup>6</sup> Bis Redaktionsschluss nur Werte für April verfügbar.

tung zeigt sich, dass vor allem die Verkäufer medizinischer und kosmetischer Artikel, die Händler mit Antiquitäten und Gebrauchsgütern und die Branche Reparatur von Gebrauchsgütern ihre Situation in den letzten Monaten immer optimistischer einschätzten, während sich die Beurteilung der übrigen Detaillisten (Nahrungsmittel, Bekleidung, Möbel, Elektronik, Bücher) seit Anfang Jahr zusehends verschlechterte.

**Abbildung 17:** Detailhandel: Umsatz zu laufenden Preisen und qualitative Indikatoren

Umsatz als Veränderungsraten zum Vorjahr, 1999:1 - 2006:2



Quellen: BFS, KOF

Gute Umsätze erwartet

Ein Indikator, der eher Aussagen über die Zukunft ermöglicht als die Frage über die Geschäftslage, ist das Urteil der befragten Unternehmen über die von ihnen erwartete Umsatzentwicklung in den nächsten drei Monaten. Dieser stieg nach einem leichten Einbruch im ersten Quartal im April wieder an, was als gutes Zeichen für die Entwicklung des privaten Konsums zu deuten ist. Nach Produktgruppen aufgeschlüsselt erwarten die Teilnehmer der Umfrage vor allem bei Küche, Haushalt und Freizeit steigende Umsätze.

Wertschöpfung im **Produktionsbereich A5** im 4. Quartal leicht positiv

Die kurze Wachstumspause, die der Produktionsbereich A5 (Kreditgewerbe, Versicherungsgewerbe, Immobilien, Vermietung, Informatik, Forschung und Entwicklung) im 4. Quartal 2005 eingelegt hatte, scheint vorbei zu sein. Mit einer Wachstumsrate von 3,3% gegenüber dem Vorquartal hat die Wertschöpfung in diesem Bereich stark expandiert. Wie schon im letzten Quartal war das Kreditgewerbe mit hohen 5,2% Wachstum die treibende Kraft. Doch auch die übrigen Branchen vermochten mit 1,4% (Versicherungsgewerbe) bzw. 2,2% (Immobilien, Vermietung, Informatik, Forschung und Entwicklung) zur kräftigen Entwicklung beizutragen.

Weiterhin Expansion im Bankensektor

Die von der KOF befragten Finanzinstitute sind bezüglich ihrer Geschäftslage nach wie vor sehr optimistisch. Der qualitative Indikator setzte seinen Höheflug zum sechsten Mal in Folge fort. Die Zunahme fiel allerdings etwas bescheidener aus als in den vorangegangenen Quartalen, was angesichts des hohen Niveaus nicht überraschend war.

Wertschriftenumsätze an der Schweizer Börse

Die gute Beurteilung der Geschäftslage und die stark angestiegene Wertschöpfung werden auch durch die Wertschriftenumsätze an der Schweizer Börse in Abbildung 18 bestätigt. Vor allem der Handel mit Aktien<sup>7</sup> legte eine eindruckliche Entwicklung an den Tag. Der Trend nahm im Februar und März um 14%, bzw. 10% gegenüber dem Vormonat zu, dies bei einem Durchschnittswachstum über die letzten 12 Jahre von knapp 1,3%. Eine nähere Betrachtung dieses enormen Um-

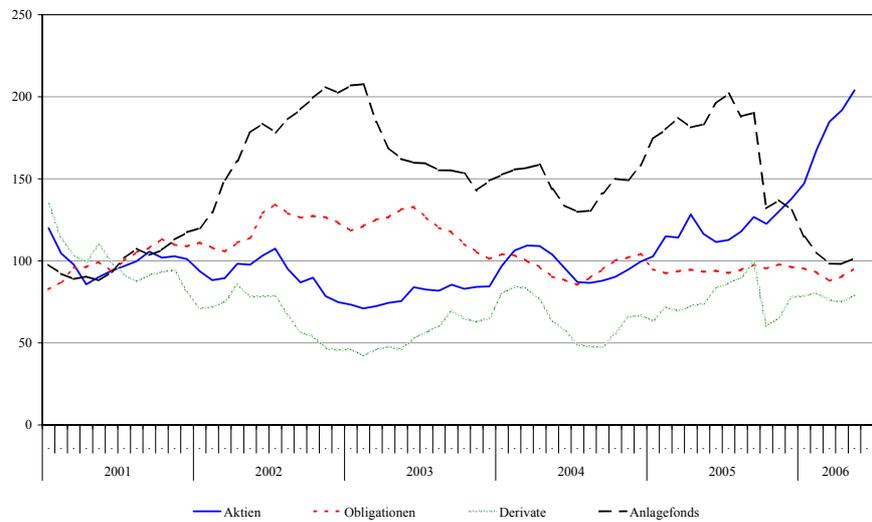
<sup>7</sup> Aus Gründen der Übersichtlichkeit wird der Verlauf des Totalumsatzes nicht dargestellt, seine Entwicklung deckt sich jedoch praktisch vollständig mit derjenigen der Reihe Aktien, da der Umsatz aus Aktienverkäufen 90% des Totalumsatzes ausmacht.

## Zur Lage der schweizerischen Wirtschaft

satzanstiegs zeigt, dass sowohl die Anzahl Transaktionen als auch der Preis (gemessen an der Entwicklung des SPI) hierfür verantwortlich sind.

**Abbildung 18:** Wertschriftenumsätze an der Schweizer Börse

saison- und zufallsbereinigt, Durchschnittswerte 2001=100, 2001:1 - 2006:5



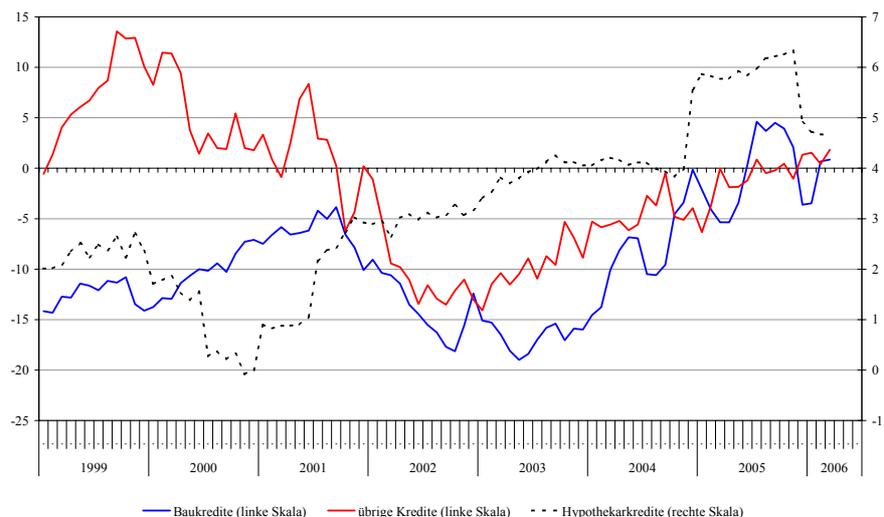
Quelle: SWX

### Beanspruchte Kredite

Die wirtschaftliche Erholung der letzten Jahre spiegelt sich auch deutlich in den beanspruchten Krediten, deren Entwicklung seit 2003 nach oben weist (Abbildung 19). Die übrigen Kredite, zu denen als grösste Rubrik die Kontokorrentkredite an Unternehmen gehören, erreichten im März 2006 mit 1,8% die höchste Wachstumsrate seit beinahe fünf Jahren. Auch bei den Baukrediten hat sich die Zunahme in den ersten Monaten des laufenden Jahres beschleunigt. Bei den Hypothekarkrediten wird das Bild etwas durch einen statistischen Sondereffekt (Einbezug der Raiffeisenbanken) verzerrt. Hiervon abgesehen zeigt aber auch ihre Entwicklung eine ansteigende Tendenz.

**Abbildung 19:** Beanspruchte inländische Kredite

Veränderungsraten zum Vorjahr, 1999:1 - 2006:3



Quelle: SNB

### Produktionsbereich A6

Die Wertschöpfung im vorwiegend durch öffentliche Dienstleistungen geprägten Sektor A6 (öff. Verwaltung, Sozialversicherung; Unterrichtswesen; Gesundheits- und Sozialwesen; sonstige öff. und priv. Dienstleistungen; Vermietung private Haushalte) ist im 1. Quartal des laufenden Jahres zum ersten mal seit sieben Quartalen leicht rückläufig (-0,2%). Innerhalb dieses Sektors verzeichnete einzig

die Komponente Vermietung eine Wertschöpfungszunahme gegenüber dem Vorquartal (+0,5%).

**Verwendung**

**Tabelle 2:** Entwicklung des Bruttoinlandproduktes gemäss Verwendungsansatz (zu Preisen des Vorjahres, verkettete Werte)

Quartalswerte (real) gemäss ESVG95	Veränderung in % gegenüber dem Vorquartal (saisonbereinigte Werte <sup>1</sup> )							
	2/2004	3/2004	4/2004	1/2005	2/2005	3/2005	4/2005	1/2006
<b>Konsumausgaben</b>	-0.1	0.0	0.3	0.7	0.5	0.4	0.1	0.5
Private Haushalte und POoE <sup>2</sup>	0.0	0.0	0.3	0.6	0.6	0.5	0.1	0.6
Staat	-0.5	0.1	0.4	1.2	0.3	-0.6	0.0	-0.1
<b>Bruttoanlageinvestitionen</b>	0.4	1.0	-2.0	1.6	4.2	-1.7	0.3	0.7
Ausrüstungen	3.0	1.7	-2.1	0.9	1.9	0.1	1.4	3.7
Bau	-2.5	0.2	-2.0	2.4	6.8	-3.6	-1.0	-2.7
<b>Inländische Endnachfrage<sup>3</sup></b>	0.1	0.3	-0.2	0.9	1.4	-0.1	0.2	0.6
<b>Inlandnachfrage</b>	1.2	0.2	-0.8	1.4	0.1	0.6	1.4	-0.1
<b>Exporte</b>	-0.9	1.7	1.1	-2.0	5.4	1.3	1.3	4.3
Warenexporte	-1.9	2.6	0.6	-1.8	7.2	0.4	1.4	5.8
Warenexporte ohne Wertsachen <sup>4</sup>	-0.5	2.2	0.6	-2.3	9.0	-0.6	1.5	4.2
Dienstleistungsexporte	1.6	-0.6	2.4	-2.4	0.9	3.9	1.1	0.4
<b>Gesamtnachfrage</b>	0.5	0.7	-0.2	0.3	1.8	0.9	1.4	1.4
<b>Importe</b>	1.6	2.1	-1.0	0.2	4.2	0.8	3.2	2.5
Warenimporte	1.7	2.7	-1.4	0.1	4.9	0.9	3.5	2.6
Warenimporte ohne Wertsachen <sup>4</sup>	0.5	3.2	-1.6	0.3	4.0	1.7	2.4	2.7
Dienstleistungsimporte	1.4	-0.3	1.0	0.3	1.0	0.3	2.0	2.3
<b>Bruttoinlandprodukt</b>	0.1	0.2	0.2	0.3	0.9	0.9	0.7	0.9

<sup>1</sup> Saisonbereinigungsverfahren gemäss <http://www.seco.admin.ch/themen/zahlen/bip/index.html>, Rubrik "Daten, technische Notizen, Methoden".

<sup>2</sup> Der Konsum der privaten Haushalte wird gemäss Inländerkonzept ausgewiesen. Ebenfalls enthalten ist der Endverbrauch der privaten Organisationen ohne Erwerbscharakter (POoE).

<sup>3</sup> Die inländische Endnachfrage enthält keine Vorratsveränderungen.

<sup>4</sup> Wertsachen = Aussenhandel mit Edelmetallen, Edel- und Schmucksteinen sowie Kunstgegenständen und Antiquitäten.

Fortsetzung des robusten Wachstums beim privaten Konsum

Die Schätzungen des 1. Quartals 2006 zeigen weiterhin eine robuste Entwicklung der Nachfrage der privaten Haushalte. Ihre Ausgaben stiegen im Vergleich zum Vorquartal um 0,6% an. Massgeblich an diesem Wachstum beteiligt waren die Rubriken Verkehr, Nachrichtenübermittlung, Gesundheit und Freizeit und Kultur. Das Ergebnis der Ausgaben für Verkehr soll in diesem Zusammenhang hervorgehoben werden, da zuletzt eine ähnliche Wachstumsrate im Jahr 2000 erreicht wurde. Diese lässt sich unter anderem auf die Entwicklung der neuzugelassenen Personenwagen zurückführen, die zuletzt vor sechs Jahren eine ähnlich hohe Veränderungsrate im Vergleich zum Vorjahr auswiesen.

Staatskonsum

Der Staatskonsum hat seine seit dem 2. Quartal 2005 anhaltende, stagnierende Entwicklung fortgesetzt und verzeichnete im ersten Quartal des laufenden Jahres eine leichte Abnahme um 0,1% gegenüber dem Vorquartal.

Bruttoanlageinvestitionen

Die Bruttoanlageinvestitionen verzeichneten im 1. Quartal 2006 ein Wachstum von 0,7% gegenüber dem Vorquartal. Für das Wachstum verantwortlich waren in erster Linie die sehr dynamischen Ausrüstungsinvestitionen, während die Bauinvestitionen unter den klimatischen Verhältnissen litten.

Bauinvestitionen spürten den langen Winter

Trotz ausgezeichneter Auftragslage verzeichneten die Bauinvestitionen einen Rückgang um 2,7% gegenüber der Vorperiode. Insbesondere im Wohnungsbau mussten aufgrund des langen Winters diverse Arbeiten verschoben werden. Im Tiefbau konnte das Niveau der Vorperiode weitgehend gehalten werden. In den nächsten Monaten kann daher mit einem Kompensationseffekt gerechnet werden. Darauf weisen auch die vom Schweizerischen Baumeisterverband erhobenen Zahlen hin: Die im 1. Quartal befragten Unternehmen besitzen nach wie vor einen sehr hohen Auftragsbestand und vermeldeten sogar steigende Auftragsgänge.

Starke Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen scheinen endlich in vollem Umfang von der Konjunkturerholung zu profitieren. Sie expandierten im 1. Quartal 2006 um 3,7%

gegenüber der Vorperiode. Vor allem die Rubriken Fahrzeuge, medizinische Geräte, Metall und Maschinen trugen zur äusserst dynamischen Entwicklung bei. Lediglich die Kategorien Nachrichtentechnik und Elektrizitätserzeugung mussten geringe Einbussen hinnehmen. Da in vielen Unternehmen die Produktionskapazitäten zunehmend ausgelastet sind, ist auch in den nächsten Monaten damit zu rechnen, dass zusätzliche Mittel investiert werden.

### Aussenhandel

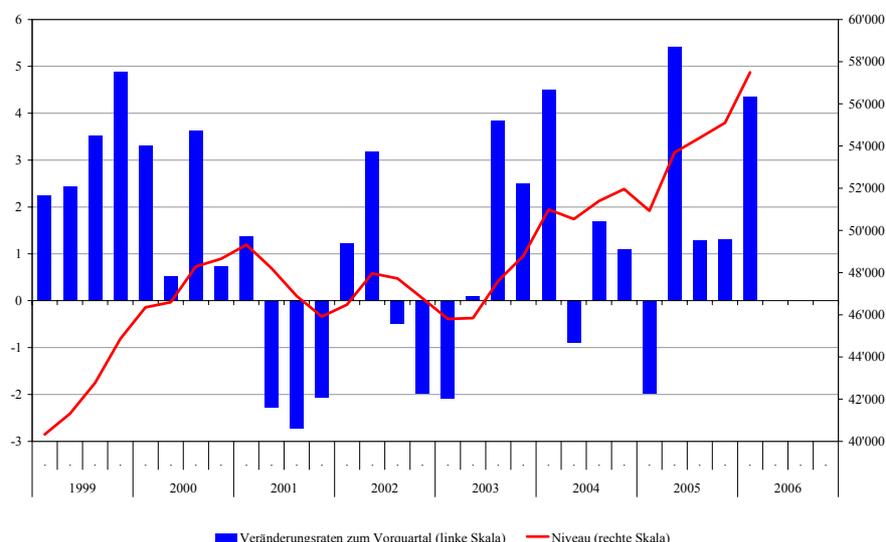
Starke Beschleunigung bei den Exporten von Waren und Dienstleistungen

Drei Quartale nach dem ausserordentlichen Ergebnis im 2. Quartal 2005 legten die Exporte von Waren und Dienstleistungen erneut mit 4,3% stark zu. Entscheidend zu diesem Wachstum beigetragen haben mit 5,8% die Ausfuhren von Waren. Die Dienstleistungsexporte haben hingegen etwas an Schwung verloren (0,4%).

Bei letzteren ist der Grund für die Verlangsamung bei den Ausfuhren von Dienstleistungen im Bereich Fremdenverkehr zu suchen, wo sich die diesjährige Lage der Ostertage negativ auf den Geschäftsgang der Hotellerie im 1. Quartal ausgewirkt hat. Die übrigen Dienstleistungen (wie z.B. Versicherungen, Bankkommissionen, Transport) nahmen in ähnlichem Ausmass zu wie schon im letzten Quartal (0,5%).

**Abbildung 20:** Exporte: Veränderungsrate zum Vorquartal und Niveau

saisonbereinigte reale Werte, 1999:1 - 2006:1



Quelle: seco

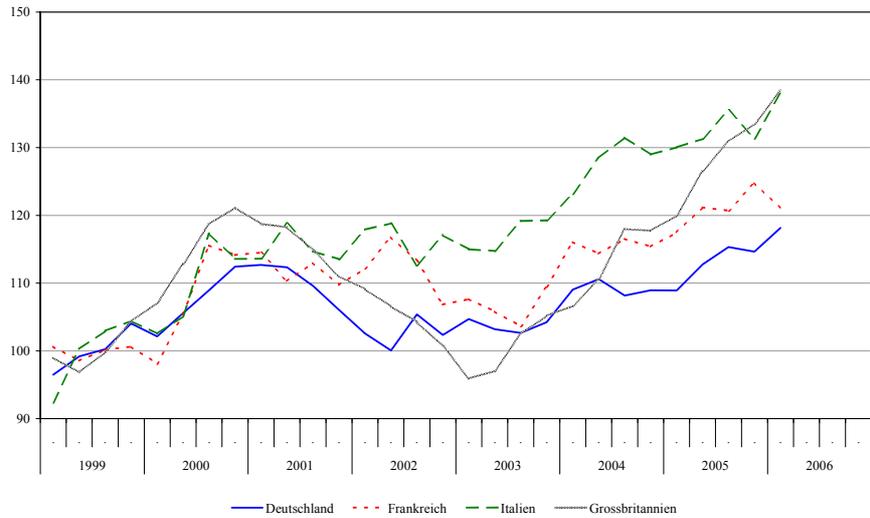
Glänzendes Ergebnis der Warenexporte verteilt sich auf fast alle Regionen

Nach einer vorübergehenden Pause im zweiten Halbjahr 2005 setzten die Warenexporte in den ersten Monaten dieses Jahres erneut zu einem Höhenflug an. Die im 1. Quartal erreichte Zunahme von 5,8% verteilte sich dabei grundsätzlich auf alle Regionen. Vor allem die Ausfuhren in die EU – den wichtigsten Handelspartner für die Schweiz –, wachsen wieder robust, nachdem es gegen Ende 2005 noch zu einer Verlangsamung oder teilweise gar zu einem Rückgang gekommen war. Von den grossen EU-Ländern fiel lediglich Frankreich etwas aus dem Rahmen, weil die Schweizer Exporte dorthin im 1. Quartal rückläufig waren. Auch der Handel mit dem Rest der Welt<sup>8</sup> konnte seine seit mittlerweile fünf Quartalen ungebremste Expansion fortsetzen. Einzig in den USA und Japan sind erste Ermüdungserscheinungen auszumachen. Im 1. Quartal stagnierte der Trend der Exporte in die USA und derjenige für Japan war leicht rückläufig.

<sup>8</sup> Rest der Welt = Exporte in alle Regionen nach Abzug von: USA, Japan, Deutschland, Frankreich, Italien, Grossbritannien (machen fast 44% aller Schweizer Warenexporte aus).

**Abbildung 21:** Warenexporte nach Regionen: Deutschland, Frankreich, Italien, Grossbritannien

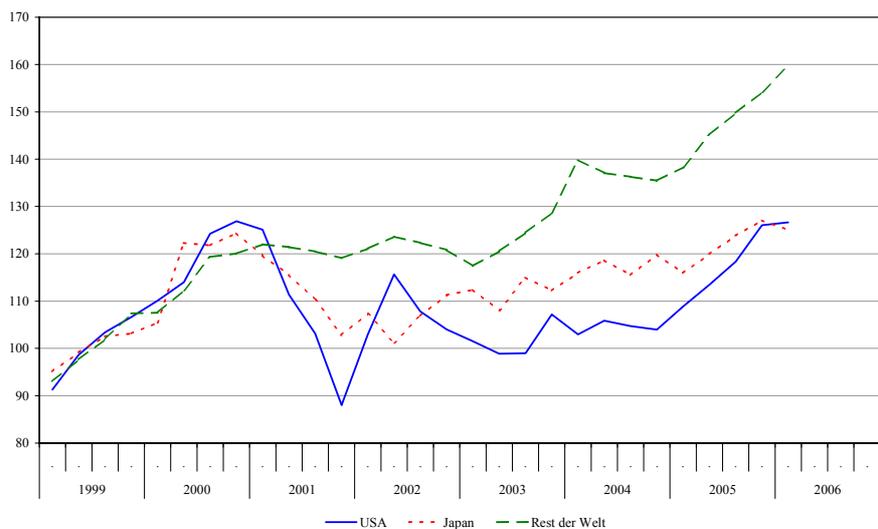
Arbeitsstags-, saison- und zufallsbereinigte nominelle Werte, Durchschnittswerte 1999 = 100, 1999:1 - 2006:1



Quellen: KOF, OZD

**Abbildung 22:** Warenexporte nach Regionen: USA, Japan, Rest der Welt

Arbeitsstags-, saison- und zufallsbereinigte nominelle Werte, Durchschnittswerte 1999 = 100, 1999:1 - 2006:1



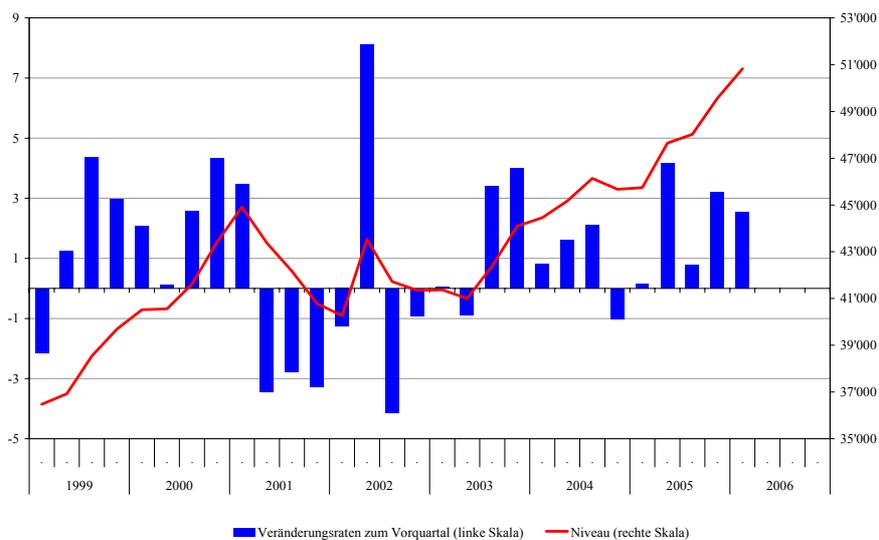
Quellen: KOF, OZD

Mässiges Wachstum der Importe von Waren und Dienstleistungen

Die Importe von Waren und Dienstleistungen haben in der Berichtsperiode ihr Wachstum leicht verlangsamt und erreichten ein um 2,5% höheres Niveau als im Vorquartal. Die Einfuhren von Waren konnten ihr im letzten Quartal erreichtes Wachstumstempo nicht halten und wuchsen trotz stark anziehenden Ausrüstungsinvestitionen langsamer mit 2,6%. Details und Erklärungsansätze werden weiter unten beleuchtet. Die Nachfrage nach ausländischen Dienstleistungen entwickelte sich mit ähnlichen Wachstumsraten wie im letzten Quartal, wobei sowohl beim Fremdenverkehr als auch bei den übrigen Dienstleistungen eine leichte Zunahme zu verzeichnen war.

**Abbildung 23:** Importe: Veränderungsrate zum Vorquartal und Niveau

saisonbereinigte reale Werte, 1999:1 - 2006:1



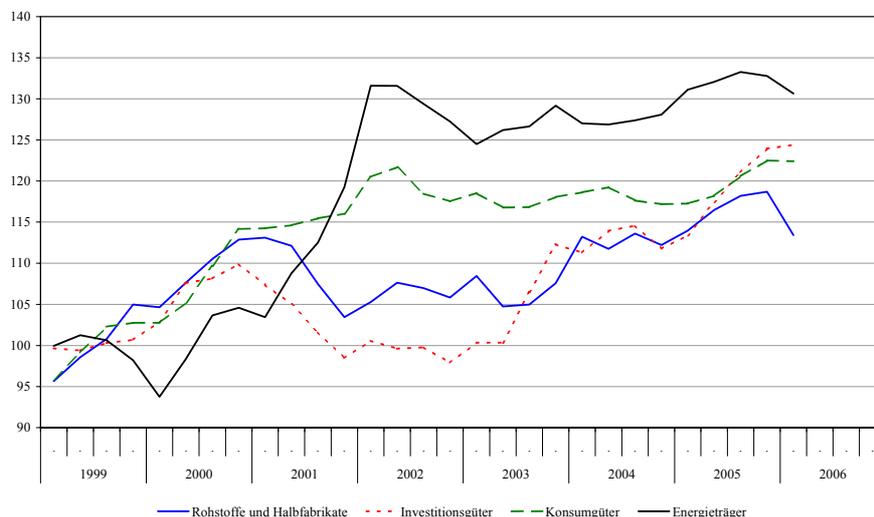
Quelle: seco

Verlangsamung der Warenimporte

Abbildung 24 zeigt die Entwicklung der Importe nach Verwendungszweck. Diese lässt erkennen, dass nur der Trend der Einfuhren von Investitionsgütern im 1. Quartal nach oben tendiert hat, was man auch bei der starken Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen sieht. Die Importe von Konsumgütern konnten ihr Niveau halten, während bei den Rohstoffen und Halbfabrikaten und bei den Energieträgern eine deutliche Abnahme feststellbar ist<sup>9</sup>.

**Abbildung 24:** Warenimporte nach Verwendungszweck: Rohstoffe und Halbfabrikate, Investitionsgüter, Konsumgüter

Arbeits-, saison- und zufallsbereinigte reale Werte, Durchschnittswerte 1999=100, 1999:1 - 2006:1



Quelle: OZD

...aufgrund der Preisentwicklung

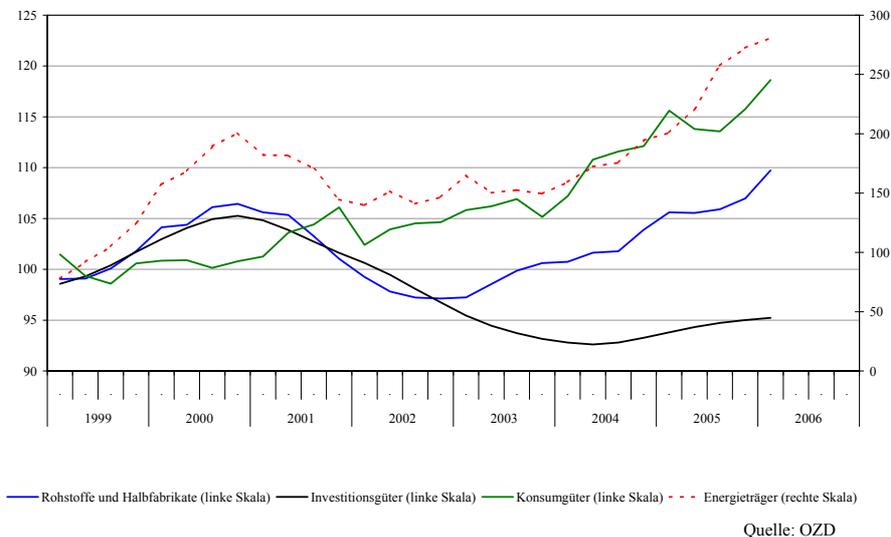
Wie Abbildung 25 zeigt, kann der Grund für diese Abnahme in der Preisentwicklung gesucht werden. Die Mittelwertindizes der Importe von Rohstoffen und Halbfabrikaten und derjenigen von Konsumgütern haben in den letzten beiden Quartalen stark angezogen, was die realen Importe negativ beeinflusst hat. Die

<sup>9</sup> Diese schwache Entwicklung der Verwendungszweckaggregate steht auf den ersten Blick im Widerspruch zu den Ergebnissen der Quartalsschätzung, die eine Zunahme der Warenimporte von 2,6% gegenüber Vorquartal ausweisen. Der Grund liegt wesentlich in der Arbeitsbereinigung. Während die in Abbildung 24 dargestellten Importkategorien arbeitsbereinigt sind, gilt dies nicht für die Warenimporte gemäss BIP-Quartalsschätzung.

Zunahme der Preise von Energieträgern fiel im Berichtquartal zwar etwas geringer aus, doch das nun erreichte im historischen Vergleich ausserordentlich hohe Niveau wirkt sich möglicherweise immer mehr auf die Kaufentscheidungen der Nachfrager aus.

**Abbildung 25:** Warenimporte nach Verwendungszweck, Mittelwertindizes

Arbeitstags-, saison- und zufallsbereinigte Werte, Durchschnittswerte 1999=100, 1999:1 - 2006:1



## Arbeitsmarkt

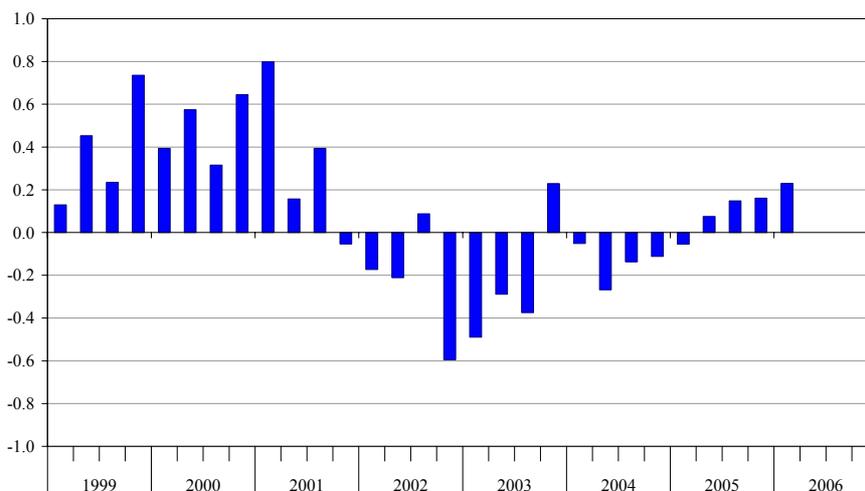
Positive Beschäftigungsentwicklung und -aussichten

Im 1. Quartal 2006 stieg die vollzeitäquivalente Beschäftigung auf saisonbereinigter Basis gegenüber dem Vorquartal um 0,23% und zum vierten Mal in Folge an, womit sich die Trendwende am Arbeitsmarkt bestätigte und weiter festigte.

Auch der saisonbereinigte Index der offenen Stellen, welcher der Beschäftigung voraus läuft, stieg im 1. Quartal 2006 gegenüber dem Vorquartal um 7% an und lag damit um 22% über dem Stand vor einem Jahr. Einen deutlichen Anstieg von 11% verzeichnete im April (gegenüber Januar 2006) auch der sogenannte „job-pilot Index“, welcher auf der Erhebung von online Stellenanzeigen beruht. Mit plus 39% lag er ebenfalls deutlich über dem Vorjahreswert. Ein positives Signal sendete für das 23. Quartal 2006 auch der Manpower Beschäftigungsbarometer aus: Gemäss dieser neueren Erhebung rechneten 1410% der befragten Unternehmen gegenüber dem Vorquartal mit einer besseren, 5% mit einer schlechteren und 8185% mit einer unveränderten oder unbestimmten Beschäftigungslage. Der Anteil der positiven übertraf damit diejenigen der negativen Einschätzungen um neun fünf Prozentpunkte. Die Zahl der gemeldeten offenen Stellen gemäss SECO lag Ende Mai um 31% über dem Vorjahresstand. Insgesamt war die Tendenz der verschiedenen Vorlaufindikatoren damit weiterhin positiv, was für eine weitere Beschleunigung der Beschäftigungsentwicklung im Verlauf 2006 spricht.

**Abbildung 26: Vollzeitäquivalente Beschäftigung**

Veränderung in % gegenüber dem Vorquartal, saisonbereinigt



Quellen: BFS, SECO

Anstieg der Beschäftigung im Vorjahresvergleich

Die vollzeitäquivalente Beschäftigung lag im 1. Quartal 2006 um 0,6% über dem Vorjahresstand, was einem Zuwachs von rund 18'600 vollzeitäquivalenten Stellen entspricht. Positiv entwickelte sich dabei einerseits die Beschäftigung im zweiten Sektor, welcher um knapp 9'600 Stellen zulegte (+1,1%). Neu war auch im Dienstleistungssektor gegenüber dem Vorjahr ein deutlicheres Plus von rund 9'050 (+0,4%) zu verzeichnen.

Sektoren im Vorquartalsvergleich

Im Vorquartalsvergleich expandierte die saisonbereinigte, vollzeitäquivalente Beschäftigung im zweiten Sektor im 1. Quartal 2006 um 0,1% weniger deutlich als in den drei Quartalen zuvor. Im Gegenzug beschleunigte sich das Beschäftigungswachstum im Dienstleistungssektor: Die vollzeitäquivalente Beschäftigung erhöhte sich im 1. Quartal 2006 gegenüber dem Vorquartal um 0,3% deutlicher als noch im 4. Quartal 2005. Positiv entwickelte sich die Beschäftigung u.a. bei Unternehmensdienstleistungen, im Gesundheits- und Sozialwesen, im Verkehr und der Nachrichtenübermittlung, bei sonstigen Dienstleistungen und neu im Gastgewerbe. Rückläufig war die Beschäftigungsentwicklung dagegen u.a. bei Verkehr und Nachrichtenübermittlung, im Kredit- und Versicherungsgewerbe sowie im Handel.

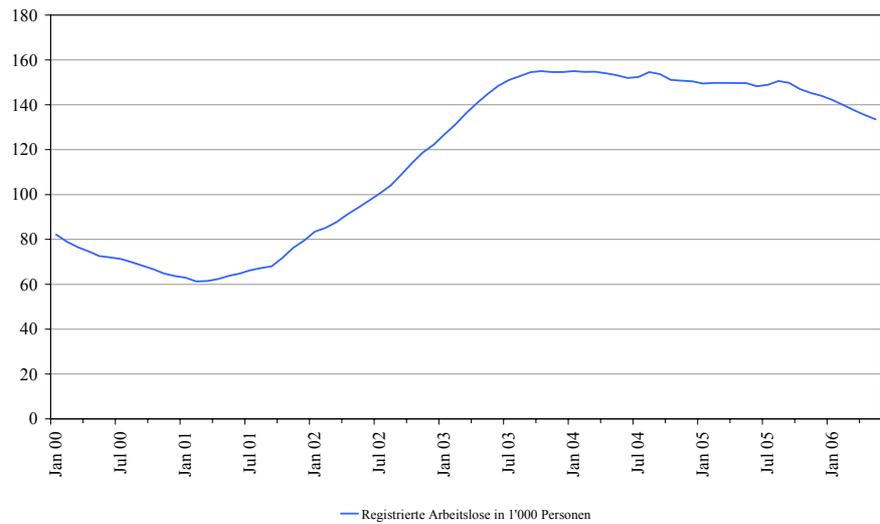
Rückgang der saisonbereinigten Arbeitslosenzahl

Auf saisonbereinigter Basis ging die Zahl der Arbeitslosen und der Stellensuchenden im Mai erneut zurück. Die Trendwende auf dem Arbeitsmarkt wird damit auch hier deutlich sichtbar. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag Ende Mai noch bei 3,4%. Bis im Juli werden saisonale Faktoren den Arbeitsmarkt tendenziell entlasten, womit der Bestand an Arbeitslosen und Stellensuchenden auch in den kommenden Monaten weiter sinken wird. Zusätzlich zu den saisonalen Effekten sollte nunmehr jedoch vermehrt auch die bessere Beschäftigungssituation zu einem Rückgang des Arbeitsmarktungleichgewichts beitragen.

Die Anzahl der Stellensuchenden (registrierte Arbeitslose plus registrierte nichtarbeitslose Stellensuchende) lag Ende Mai 2006 um 17'732 (-8%) und diejenige der Arbeitslosen um 15'884 (-11%) unter dem Vorjahresstand. Die Zahl der Langzeitarbeitslosen (> 1 Jahr) betrug 26'889, was gegenüber dem Vorjahr einem Rückgang von 10% entspricht.

**Abbildung 27: Arbeitslosigkeit**

Saisonbereinigte Werte



Quelle: seco

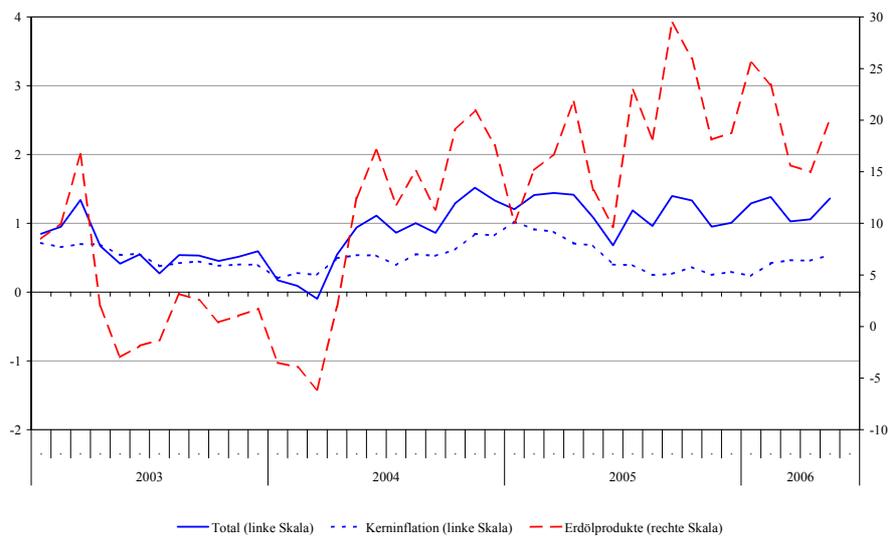
**Preise**

Preisstabilität trotz weiter steigendem Erdölpreis

Der Preisindex für Erdölprodukte kletterte in den letzten Monaten weiter ungebremst in die Höhe und bestimmte massgeblich den Verlauf des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK). Die Wachstumsraten fielen allerdings geringer aus als im zweiten Halbjahr 2005, womit in den letzten Monaten tiefe Inflationsraten zwischen 1% und 1,4% verzeichnet wurden. Die Kernteuerung bewegte sich indes zwischen Februar und Mai auf einem langsamen und konstanten Wachstumspfad von gegen 0,5%.

**Abbildung 28: Landesindex der Konsumentenpreise - Erdölprodukte und Kerninflation**

Veränderungsraten zum Vorjahr, 2003:1 - 2006:5



Quelle: BFS

## Aussichten der schweizerischen Wirtschaft

### Rahmenbedingungen

Fortsetzung der lebhaften  
Weltkonjunktur 2006

Die konjunkturellen Frühindikatoren signalisieren vorerst eine Fortsetzung der lebhaften weltwirtschaftlichen Expansion. Insbesondere die Geschäftsklimaindizes haben in vielen Ländern dies- und jenseits des Atlantiks überdurchschnittliche Niveaus erreicht. In den USA dürfte die bislang ungebrochene Dynamik der Inlandnachfrage noch einige Zeit anhalten, während im Euroraum die Konjunkturerholung zusehends an Breite zu gewinnen scheint; hier ist insbesondere bei den Unternehmensinvestitionen mit einer Beschleunigung zu rechnen. Derzeit sind die Aussichten gut, dass das Wirtschaftswachstum 2006 im OECD-Raum insgesamt mit gut 3% noch leicht höher als im bereits starken Jahr 2005 ausfallen wird. In den Schwellenländern Asiens, Lateinamerikas und Osteuropas dürfte das Tempo der Expansion weiter hoch bleiben.

Weltwirtschaftlicher Auf-  
schwung dürfte 2007 an Fahrt  
verlieren

Für das kommende Jahr ist allerdings damit zu rechnen, dass das kräftige weltwirtschaftliche Wachstum allmählich nachlassen wird. Hierzu tragen die weniger stimulierenden Finanzmarktbedingungen bei. In vielen Ländern dürfte die Geldpolitik weiter gestrafft werden und der in den letzten Monaten eingesetzte Anstieg der Langfristzinsen sich fortsetzen. Auch der Boom an den Aktienmärkten scheint zumindest unterbrochen. In den USA dürften diese Faktoren zu einer höheren Ersparnis und somit einer Abkühlung beim privaten Konsum beitragen. Auch in den anderen Regionen wird sich das Wachstum etwas verlangsamen. Im Euroraum wird die weitere Festigung des (moderaten) Aufschwungs neben nachlassenden weltwirtschaftlichen und monetären Impulsen auch durch eine restriktive Fiskalpolitik (v.a. Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland) behindert werden.

Ölpreise bleiben hoch

Die Ölpreise werden weiterhin hoch bleiben. Zwar gehen viele Experten davon aus, dass in diesem und im nächsten Jahr der Verbrauch geringer sein dürfte als die Förderung, wenn es zu keinen grösseren Produktionsausfällen kommt. Letzteres ist allerdings ein grosser Unsicherheitsfaktor. Zudem spricht vieles dafür, dass als Versicherung gegen mögliche Ölkrisen viele Länder die Lager aufstocken werden.

Nachfolgende Tabelle enthält die exogenen Annahmen, die der Konjunkturprognose der Expertengruppe des Bundes<sup>10</sup> von Juni 2006 zugrunde liegen.

Exogene Annahmen für die  
Prognosen

**Tabelle 3:** Exogene Annahmen für die Prognose (Juni 2006)

	2005	2006	2007
BIP			
USA	3.5%	3.5%	3.0%
Euroraum	1.4%	2.2%	1.8%
Deutschland	0.9%	1.8%	1.0%
Japan	2.6%	2.8%	2.2%
Erdölpreis (\$ pro Fass Brent)	54.5	65.0	65.0
Zinsen für Dreimonatsdepots (Libor)	0.8%	1.5%	2.2%
Rendite eidg. Obligationen (10 Jahre)	2.1%	2.6%	3.0%
Realer Wechselkursindex exportgewogen	-1.3%	-0.8%	0.7%
Landesindex der Konsumentenpreise	1.2%	1.2%	1.0%

Quellen: OECD, Eurostat, SNB, BfS, Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes

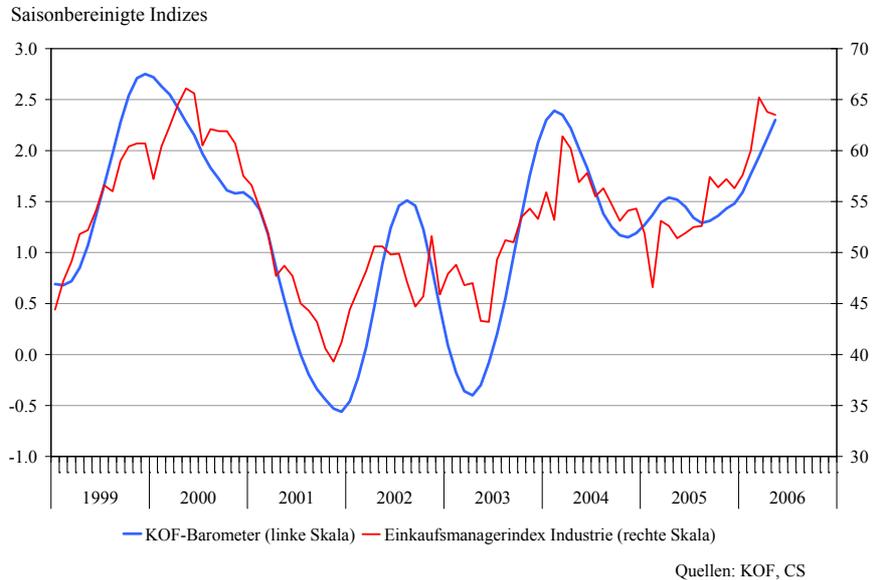
<sup>10</sup> Die Expertengruppe des Bundes publiziert viermal pro Jahr (jedes Quartal) eine Prognose der konjunkturellen Entwicklung in der Schweiz. Die aktuelle Prognose datiert vom 29. Juni 2006.

**Prognose Schweiz**

Indikatoren zeigen weiter nach oben

Auch für die zweite Jahreshälfte 2006 lassen die konjunkturellen Frühindikatoren für die Schweiz eine lebhafte wirtschaftliche Dynamik erwarten. Die Stimmung bei den Unternehmen hat sich seit Anfang Jahr weiter verbessert, was sich sowohl im Einkaufsmanagerindex für die Industrie als auch im sektoral breiter abgestützten Konjunkturbarometer der KOF widerspiegelt (Abbildung 29).

**Abbildung 29:** Konjunkturelle Frühindikatoren Schweiz



Konjunkturhoch 2006

Angesichts der im bisherigen Jahresverlauf ausgesprochen lebhaften Konjunktur in der Schweiz und der guten kurzfristigen Aussichten erhöht die Expertengruppe des Bundes die Wachstumsprognose für das Jahr 2006 deutlich von 2,0 auf neu 2,7%.

**Tabelle 4:** Ausgewählte Prognoseergebnisse zur schweizerischen Wirtschaft (Veränderung zum Vorjahr in %, Quoten)

Vergleich der Prognosen: Juni 06 und März 06				
Veränderung zum Vorjahr in %, Quoten				
	2006		2007	
	Juni 06	März 06	Juni 06	März 06
BIP	2.7%	2.0%	1.5%	1.5%
Konsumausgaben:				
Private Haushalte und POoE	1.6%	1.6%	1.6%	1.3%
Staat	1.0%	0.2%	0.5%	0.4%
Bauinvestitionen	1.5%	1.5%	0.0%	0.0%
Ausrüstungsinvestitionen	6.5%	6.5%	4.2%	3.1%
Exporte	8.2%	5.6%	4.0%	4.0%
Importe	7.7%	6.4%	4.7%	4.2%
Beschäftigung (Vollzeitäquivalente)	0.8%	0.5%	0.5%	0.3%
Arbeitslosenquote	3.3%	3.4%	2.8%	3.1%
Landesindex der Konsumentenpreise	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%

Quelle: Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes

Normalisierung 2007

Für das kommende Jahr wird für die Schweizer Wirtschaft nach wie vor mit einer Verlangsamung gerechnet und die bisherige Wachstumsprognose von 1,5% für 2007 beibehalten. Dies bedeutet auf den ersten Blick zwar eine deutliche Abkühlung, was indes nicht als Abschwung, sondern als Normalisierung nach dem ausserordentlich guten Jahr 2006 zu interpretieren ist. So ist davon auszugehen, dass die erwartete Verlangsamung der Weltkonjunktur den derzeit sehr stark expandierenden Aussenhandel bremsen wird. Ebenfalls eine Rolle spielt, dass die gute Baukonjunktur der letzten Jahre angesichts des mittlerweile erreichten hohen Investitionsniveaus zu Ende gehen dürfte, zumal die Finanzierungskosten infolge anziehender Zinsen steigen. Mit nachlassender positiver Dynamik an den Finanz-

Anhaltende Verbesserung am Arbeitsmarkt	<p>märkten dürfte sich zudem die hohe Zunahme der Wertschöpfung im Finanzsektor verlangsamen.</p> <p>Mit einer seit 2004 solide wachsenden Wirtschaft und einem mittlerweile erreichten reifen Aufschwung sollte einer schneller als erwartet voranschreitenden Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt nichts mehr in Wege stehen. Die Expertengruppe prognostiziert für 2006 eine Zunahme der (vollzeitäquivalenten) Beschäftigung um 0,8% und einen Rückgang der Arbeitslosenquote auf 3,3% im Jahresdurchschnitt 2006. Auch im nächsten Jahr dürfte die Verbesserung der Arbeitsmarktlage anhalten, wenn auch angesichts der konjunkturellen Verlangsamung in etwas geringerem Ausmass; die (vollzeitäquivalente) Beschäftigung dürfte 2007 um 0,5% zunehmen und die Arbeitslosenquote im Jahresmittel auf 2,8% sinken.</p>
<b>Risiken</b>	<p>Trotz der über Erwarten guten Konjunktorentwicklung der letzten Quartale ist der Konjunkturausblick nicht frei von Risiken. Ein erhebliches Unsicherheitspotenzial liegt nach wie vor bei den Finanzmärkten. So bleibt abzuwarten, ob nach der ausgeprägten Tiefzinsphase der letzten Jahre der Anpassungsprozess der Wirtschaftsakteure (international wie in der Schweiz) an wieder höhere Zinsen weiterhin reibungslos verläuft. Falls zudem die kurz- und langfristigen Zinsen nicht wie erwartet allmählich, sondern abrupt und deutlich anziehen würden (z.B. infolge steigender Inflationsängste in den USA), könnte dies die Konjunktur beeinträchtigen.</p> <p>Auch ein neuerlicher Ölpreisschub wäre angesichts möglicher Produktionsstörungen keine Überraschung. Ein weiteres Risiko liegt darin, dass die negativen Konjunkturreffekte der hohen Ölpreise in einem weniger günstigen Finanzmarktumfeld vermehrt spürbar werden, weil wichtige Kompensationseffekte fehlen (siehe hierzu den nachfolgenden Exkurs 2).</p>
Dämpfende Impulse von den Finanzmärkten und den Ölpreisen könnten stärker bremsen als erwartet	<p>Vor dem Hintergrund des ungebrochen hohen aussenwirtschaftlichen Defizits der USA bleibt das Risiko eines starken Dollarverfalls zumindest latent bestehen. Allerdings wäre wohl davon auszugehen, dass im Fall versiegender Kapitalzuflüsse in die USA ausländische Notenbanken versuchen würden, einer ungebremsten Abwertung entgegenzuwirken.</p>
Latentes Risiko Dollarschwäche	<p>Auf der andern Seite könnte allerdings der Konjunkturaufschwung weltweit und in der Schweiz auch 2007 noch kräftig bleiben, falls die durch die Belebung der Investitionen und des Arbeitsmarkts in Gang gekommene Eigendynamik die weniger günstigen Rahmenmittlerweile wettmachen würde.</p>
Aufschwungsdynamik könnte aber auch länger anhalten	
<b>Exkurs 2</b>	<b>Erdölpreise (k)ein Konjunkturrisiko (mehr)?</b>
Steigende Ölpreise ein traditionelles Konjunkturrisiko	<p>Als die Ölpreishausse der letzten Jahre Anfang 2004 einsetzte und die Notierungen binnen weniger Monate von 30 auf 40 US-Dollar stiegen, wurde dies von nahezu sämtlichen Konjunkturanalysten als erhebliches Konjunkturrisiko für die ölimportierenden Länder erachtet. Die Ängste gründen hauptsächlich in den siebziger Jahren, als sich im Anschluss an die beiden Ölpreisschocks von 1973/74 (OPEC-Ölembargo) sowie 1979/80 (Ausbruch des Krieges zwischen Iran und Irak) die Konjunktur in den Industrieländern jeweils dramatisch abkühlte. Simulationen mit makro-ökonomischen Modellen, wie sie unter anderen von der OECD und dem IWF vorgenommen wurden, zeigen spürbare negative Einflüsse der Ölpreise auf die Konjunktur. Aus den empirischen Modellanalysen lässt sich im allgemeinen als grobe Faustformel ableiten, dass ein anhaltender Ölpreisanstieg um zehn US-Dollar das Wirtschaftswachstum im OECD-Raum in den folgenden ein bis zwei Jahren um insgesamt rund 0,5 Prozentpunkte dämpft. Angesichts dieser Grössenordnung hätten die im letzten Jahr auf über 60 Dollar gestiegenen Ölpreise eigentlich starke konjunkturelle Bremsspuren hinterlassen müssen.</p>
Aber diesmal anscheinend problemlos verkraftet	<p>Dies ist indes nicht passiert. Der Aufschwung kühlte sich international und in der Schweiz im zweiten Halbjahr 2004 nur kurzzeitig etwas ab und hat sich in der Folge 2005 und im Frühjahr 2006 zusehends beschleunigt. Die Konjunkturprognosen wurden ungeachtet hoher und weiter steigender Ölpreise regelmässig nach oben revidiert.</p>
	<p>Hieraus den Schluss zu ziehen, von hohen Ölpreisen ginge generell kein Schaden</p>

<p>Negative Terms of trade-Effekte erheblich</p>	<p>für die Konjunktur mehr aus, wäre aber wohl verfehlt. Dass die Hausse am Ölmarkt bislang derart problemlos verkraftet wurde, dürfte zu einem nicht geringen Teil auch auf günstige Rahmenbedingungen und Kompensationseffekte zurückzuführen sein, von denen nicht sicher ist, ob sie weiterhin fortbestehen werden.</p>
<p>... aber viel geringere Sekundäreffekte...</p>	<p>Für ölimportierende Volkswirtschaften besteht der negative Primäreffekt höherer Ölpreise in der damit verbundenen Verteuerung der Importe. Diese Verschlechterung der Terms of trade bedeutet eine Einkommenseinbusse, welche sowohl die Kaufkraft der privaten Haushalte (namentlich durch höhere Treibstoffpreise und Heizkosten) als auch die Unternehmensgewinne (durch höhere Produktionskosten) betreffen dürfte. Obwohl Erdöl als Produktionsfaktor im Vergleich zu früher relativ an Bedeutung verloren hat (in den Industrieländern hat sich die Energieintensität seit den siebziger Jahren nahezu halbiert), fiel die Verschlechterung der Terms of trade in den ölimportierenden Ländern auch dieses Mal erheblich aus. So schätzt die OECD die aus der Ölpreishausse der letzten Jahre resultierende Verschlechterung der Terms of trade für den OECD-Raum insgesamt auf 1,25% des BIP. Für die Schweiz ergeben grobe Berechnungen anhand der Energieimporte eine ähnliche Grössenordnung von rund 1% des BIP.<sup>11</sup> Diese Effekte liegen zwar unter jenen der beiden Ölpreisschocks der siebziger Jahre,<sup>12</sup> fallen jedoch gesamtwirtschaftlich zweifellos ins Gewicht.</p>
<p>... und vielfältige Kompensationseffekte</p>	<p>Während der negative Primäreffekt der gestiegenen Ölpreise also auch dieses Mal erheblich war, spielten verschärfende Sekundäreffekte im Gegensatz zu früheren Jahrzehnten kaum eine Rolle. Dies insbesondere, weil die Auswirkungen auf die Inflation gering blieben. Zur geringen Inflationsgefahr haben dabei sowohl eher strukturelle Faktoren (gestiegener Wettbewerbsdruck auf vielen Märkten, höhere Glaubwürdigkeit der Geldpolitik) als auch konjunkturelle Gründe (keine Anspannungen wegen des erst beginnenden Aufschwung). Entsprechend und daher Zinsniveau in den letzten Jahren ungewöhnlich tief lag und die Konjunktur stützte.</p>
<p>Risiken, wenn die günstigen Faktoren nachlassen</p>	<p>Dank der moderaten Teuerungsentwicklung mussten die Notenbanken keine abrupten geldpolitischen Bremsmanöver einleiten. Die Rahmenbedingungen an den internationalen Finanzmärkten waren daher in den letzten Jahren durch ungewöhnlich niedrige Geld- und Kapitalmarktzinsen sowie boomende Aktienmärkte gekennzeichnet, was der Konjunktur positive Impulse verliehen hat.</p> <p>Darüber hinaus spielten „Recyclingeffekte“ der Mehreinnahmen („Petrodollars“) der ölexportierenden Länder eine positive Rolle, weil die zusätzlichen Profite zu einem erheblichen Teil – empirischen Untersuchungen zufolge knapp zwei Drittel – für den Kauf ausländischer Güter verwendet wurden. Auch der Teil der Mehreinnahmen, der von den Ölexporturen nicht sogleich wieder für Importe ausgegeben, sondern gespart wurde, wirkte sich indirekt positiv aus, weil die Ersparnisse auf die internationalen Kapitalmärkte flossen und zum tiefen Zinsniveau beitrugen.</p> <p>Die Schweiz scheint zusätzlich überdurchschnittlich stark vom Rohstoffhandel profitiert zu haben. Infolge der volatilen Preisentwicklung im Jahr 2004 hat sich die Geschäftslage einiger im Rohstoffhandel tätigen Firmen sehr positiv entwickelt. Diese Entwicklung trug wesentlich zum starken Wachstum der Dienstleistungsexporte dieses Jahres bei und wirkte sich somit positiv auf das Bruttoinlandprodukt aus.</p>
<p>Risiken, wenn die günstigen Faktoren nachlassen</p>	<p>Die letzten ein bis zwei Jahre waren somit dadurch gekennzeichnet, dass den negativen Auswirkungen der hohen Ölpreise auch positive Effekte gegenüberstanden und zudem die konjunkturellen Rahmenbedingungen freundlich waren. Falls diese günstigen Faktoren nachlassen, bestehen allerdings Risiken, dass die negativen Folgen höherer Ölpreise wieder stärker sichtbar werden.</p> <p>So zeichnet sich ab, dass die Rahmenbedingungen von den Finanzmärkten wohl kaum weiter eine solch positive Rolle wie bislang spielen werden, weil die Zinsen steigen und der Aufwärtstrend an den Aktienmärkten zumindest unterbrochen scheint. Zudem könnte mit fortschreitendem Aufschwung der Spielraum der</p>

<sup>11</sup> Bei gleichbleibenden realen Werten würde sich das nominale BIP der Schweiz im Jahr 2005 um 0,8% erhöhen, falls sich die Importpreise analog zu den Exportpreisen entwickelt hätten.

<sup>12</sup> Gemäss OECD betragen die Terms of trade-Einbussen für den OECD-Raum 2% beim ersten Ölschock 1973-75 bzw. 3% beim zweiten Ölschock 1979-80.

## Aussichten der schweizerischen Wirtschaft

Unternehmen für eine Überwälzung der Ölpreise zunehmen und entsprechend auch die Inflationsgefahr wieder stärker zum Thema werden, wie es etwa in den USA zuletzt bereits der Fall war. Des weiteren könnten die positiven Recyclingeffekte aus den Ölexportländern schwächer werden, falls diese ihre Mehreinnahmen verstärkt für inländische Güter ausgeben.

Auch wenn die Erdölpreise dank strukturellen Veränderungen in der Wirtschaft heutzutage nicht mehr das konjunkturelle Schadenspotenzial der siebziger Jahre besitzen, stellen sie doch nach wie vor ein relevantes Risiko dar, dessen Beurteilung allerdings nicht isoliert (z.B. ob die „Schmerzgrenze“ für die Weltkonjunktur bei 80 oder 100 Dollar liegt), sondern im Gesamtkontext mit anderen makroökonomischen Einflussfaktoren, deren Effekte sich im Zeitablauf verändern können.

Impressum

ISSN 1661-3767

Die «Konjunkturtendenzen» erscheinen viermal pro Jahr als Beilage der Februar-, April-, Juli- und Oktobernummern der Zeitschrift «Die Volkswirtschaft»

SECO

Staatssekretariat für Wirtschaft  
Direktion für Wirtschaftspolitik  
Effingerstrasse 1  
3003 Bern

Tel. 031 322 42 27

Fax. 031 323 50 01

<http://www.seco.admin.ch>

Rubrik Analysen & Zahlen, Wirtschaftsentwicklung und -prognosen, Konjunkturtendenzen