



## Konjunkturtendenzen Herbst 2015

(Daten bis Mitte September 2015)

Seite

Übersicht	Nach der deutlichen Frankenaufwertung von Mitte Januar kam das Wirtschaftswachstum der Schweiz im ersten Halbjahr 2015 praktisch zum Stillstand. Das Fehlen rezessiver Tendenzen ist immerhin ein Lichtblick. Sofern die Weltkonjunktur ihren moderaten Wachstumspfad beibehalten kann, geht die Expertengruppe des Bundes von einer leichten Wachstumsbeschleunigung im Jahr 2016 aus. Damit würde die Schweizer Wirtschaft für zwei Jahre eine Wachstumsdynamik deutlich unter Potentialwachstum erfahren.	2
-----------	--	---

### Weltwirtschaftliche und monetäre Rahmenbedingungen

Weltwirtschaft	Die Weltwirtschaft hat sich in der ersten Jahreshälfte moderat positiv entwickelt. Während der Euroraum die langsame Erholung der vergangenen Quartale fortgesetzt hat, und sich in den USA eine Wachstumsbeschleunigung abzeichnet, schwächte sich die Dynamik in einigen grossen Schwellenländern weiter ab.	3
Monetäres Umfeld	Der Franken erreichte Anfang September den tiefsten Stand gegenüber dem Euro seit der Aufhebung des Mindestkurses. Die Finanzmärkte haben in den letzten Monaten eine hohe Volatilität aufgewiesen, unter anderem wegen der anstehenden Zinswende in den USA und in Grossbritannien.	12

### Zur Lage der schweizerischen Wirtschaft

Bruttoinlandprodukt	Der Franken-Schock im Januar dieses Jahres hat die Wirtschaftsleistung der Schweiz im ersten Halbjahr deutlich ausgebremst. Nach einem leicht negativen 1. Quartal (-0,2%) wuchs das BIP im 2. Quartal um schwache 0,2%.	19
Produktion	Auch im 2. Quartal ächzten wechselkurssensiblere Branchen unter der Wechselkursituation. Die eher inlandorientierten und staatsnahen Bereiche stützen die Konjunktur weiterhin.	19
Verwendung	Die positive Entwicklung der Inlandnachfrage stützte im 2. Quartal die Schweizer Konjunktur. Konsum, Bau- und Ausrüstungsinvestitionen lieferten positive Wachstumsbeiträge. Vom Aussenhandel gingen negative Impulse aus.	21
Arbeitsmarkt	Im 2. Quartal 2015 ist die Beschäftigung im Dienstleistungssektor weiter angestiegen, während sie in der Industrie leicht rückläufig war. Vorlaufende Indikatoren deuten auf eine Abschwächung des Beschäftigungsaufbaus hin.	29
Preise	Der Landesindex der Konsumentenpreise ist seit Anfang des Jahres zurückgegangen. Gründe sind die gesunkenen Erdöl- und Energiepreise sowie die Frankenaufwertung im Januar.	33

### Konjunkturprognose

Rahmenbedingungen	Die Weltwirtschaft ist im ersten Halbjahr 2015 nur leicht gewachsen. Während die Industrieländer ihre moderate Erholung fortsetzen konnten, kühlte sich die Dynamik in wichtigen Schwellenländern weiter ab.	35
Prognose Schweiz	Die Expertengruppe geht davon aus, dass die Schweizer Wirtschaft auch in der zweiten Jahreshälfte nur verhalten wachsen und erst im Verlauf von 2016 wieder leicht an Tempo gewinnen wird. Für 2015 wird ein BIP-Wachstum von 0,9%, für 2016 eines von 1,5% erwartet.	36
Risiken	Die weltwirtschaftlichen Risiken haben sich in den vergangenen Monaten angesichts der Abkühlung in den Schwellenländern etwas verstärkt. Auch im Euroraum bleibt trotz der vorläufigen Entspannung ein latentes Risiko bestehen. Andererseits hat die Schweizer Volkswirtschaft schon in der ersten Jahreshälfte eine gewisse Widerstandsfähigkeit gezeigt.	38

## Konjunkturtendenzen auf einer Seite

### Weltkonjunktur

Die Weltwirtschaft hat in der ersten Jahreshälfte ihre moderate Wachstumsdynamik fortgesetzt. Zwischen den Industrie- und den Schwellenländern zeigt sich aber zunehmend eine Divergenz. Der Euroraum konnte, auch dank der expansiven Geldpolitik und dem schwachen Euro, seinen moderaten Aufschwung fortsetzen. In den USA beschleunigte sich das BIP-Wachstum nach einem verhaltenen Jahresanfang wieder. In einigen grossen Schwellenländern schwächte sich die Dynamik hingegen ab. In China gesellen sich zu einer strukturellen Wachstumsabschwächung vermehrt Befürchtungen eines konjunkturellen Einbruchs. Länder wie Brasilien und Russland leiden erheblich unter den tiefen Rohwarenpreisen und den politischen Unsicherheiten. Indien wächst hingegen weiter dynamisch.

### Schweizer Wirtschaft

Die markante Aufwertung des Frankens Mitte Januar zeigt deutliche Auswirkungen auf die Schweizer Konjunktur. In der ersten Jahreshälfte 2015 kam das Wirtschaftswachstum praktisch zum Stillstand. Wachstumsimpulse kamen von der Inlandnachfrage, während die Exporte negativ betroffen waren. Noch deutlicher hat sich die Frankenaufwertung allerdings auf die Preisentwicklung niedergeschlagen. Sowohl die inländischen Konsum- und Produzentenpreise als auch die Import- und Exportpreise sind im Jahresverlauf stark gesunken.

Die Expertengruppe des Bundes rechnet für 2015 neu mit einem BIP-Wachstum von 0,9% (Prognose vom Juni 2015: 0,8%) und für 2016 mit einer moderaten Beschleunigung auf 1,5% (Prognose vom Juni 2015: 1,6%). Damit würde die Gesamtwirtschaft zwar nicht schrumpfen, aber für zwei Jahre deutlich unter Potential wachsen. Eine wichtige Voraussetzung für eine Verbesserung der Wirtschaftslage ist, dass die internationale Konjunktur aufwärtsgerichtet bleibt und insbesondere der Euroraum seine Erholung fortsetzen kann.

Auf dem Arbeitsmarkt ist die Beschäftigung im 2. Quartal weiterhin gestiegen, allerdings ausschliesslich im Dienstleistungssektor. Die Prognose für das Beschäftigungswachstum liegt für 2015 bei 0,9% und für 2016 bei 0,8%. Die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit ist seit Frühjahr 2015 wieder langsam angestiegen. Die Expertengruppe erwartet für 2015 unverändert eine Arbeitslosenquote von jahresdurchschnittlich 3,3%, während die Prognose für 2016 infolge der erwarteten schleppenden Wirtschaftserholung auf 3,6% korrigiert wurde (Juni-Prognose: 3,5%).

Die Frankenaufwertung von Mitte Januar hat sich stark auf verschiedene Preise ausgewirkt (Produzenten-, Import-, Export- und Konsumentenpreise). Der Abwärtstrend bei den Konsumentenpreisen hat sich bis August fortgesetzt. Die Prognose für die Konsumentenpreisentwicklung liegt bei -1,1% für 2015 und 0,1% für 2016 (Juni-Prognose: -1,0% respektive 0,3%).

### Risiken

Die weltwirtschaftlichen Risiken haben sich in jüngster Vergangenheit angesichts der verstärkten Abkühlung in den Schwellenländern eher erhöht. Die Schweizer Konjunktur wäre negativ betroffen, falls grosse Schwellenländer in eine noch ernsthaftere Krise oder die Industrieländer wider Erwarten in einen erneuten Abwärtssog geraten würden. Auch von der vorerst eingedämmten Griechenland-Krise geht weiterhin das latente Risiko einer erneuten Unsicherheit über die Stabilität der Währungsunion aus.

Neben der Währungssituation haben in den vergangenen Jahren weitere Entscheidungen die Unsicherheit für die Wirtschaft erhöht, insbesondere bezüglich der Standort- und Investitionsentscheide. Hier sind die unklare künftige Regelung der Zuwanderung sowie die Zukunft der bilateralen Verträge mit der EU zu nennen.

Demgegenüber bestehen auch positive Risiken einer besseren Konjunktorentwicklung als erwartet. Die Entwicklung der ersten Jahreshälfte 2015 weist, obwohl einige Sektoren stark unter Druck geraten sind, auf eine gewisse Widerstandsfähigkeit der Gesamtwirtschaft hin. Am aktuellen Rand hat sich zudem die Wechselkursituation leicht entspannt, und einige wichtige Konjunkturindikatoren haben sich stabilisiert.

## Weltwirtschaftliche und monetäre Rahmenbedingungen

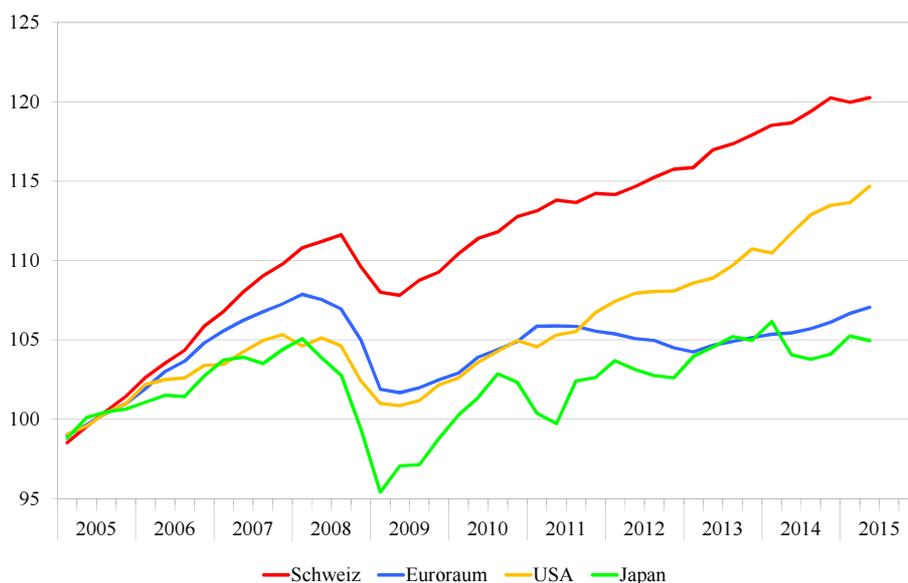
### Weltwirtschaft

Langsame Erholung bei grossen Divergenzen

Nach einem schwachen Jahresauftakt hat sich die Dynamik der Weltwirtschaft kaum verstärkt. Der Euroraum setzt seine langsame Erholung fort. In Japan folgte auf das starke 1. Quartal eine deutliche Gegenbewegung. Eine Aufhellung hat demgegenüber in den USA stattgefunden. Hier zeigen die aktuellsten Daten nicht nur, dass das Wachstum im 1. Quartal höher ausgefallen ist als zunächst angenommen, sondern auch dass es sich im 2. Quartal weiter beschleunigt hat. Während aus Indien weiterhin dynamische Wachstumsraten gemeldet werden, ist die Lage in anderen grossen Schwellenländern angespannt. China ist mit einer Abschwächung seines Wachstumspotentials konfrontiert. In Brasilien ist die gesamtwirtschaftliche Leistung seit zwei Quartalen zurückgegangen: Das Land leidet unter den tiefen Rohstoffpreisen sowie unter erheblichen Strukturproblemen. Auch in Russland setzt sich die Rezession fort. Insgesamt ist das weltwirtschaftliche Wachstum in jüngster Vergangenheit, gemessen an früheren Wachstumsraten, verhalten ausgefallen. Dies wird auch an der wenig dynamischen Entwicklung des Welthandels deutlich. In den kommenden Quartalen dürfte sich die Grundtendenz einer moderaten Expansion bei relativ deutlichen Divergenzen zwischen Industrie- und Schwellenländern fortsetzen.

### Abbildung 1: Bruttoinlandprodukt

Index, real, saisonbereinigte Werte, 2005 = 100



Quellen: SECO, Eurostat, BEA, Cabinet Office

### USA

Die Konjunktur zieht an...

Nach einem schwachen 1. Quartal mit einem BIP-Wachstum von 0,2%, das gemäss der ersten Schnellschätzung sogar als leicht negativ eingestuft worden war, hat die US-Wirtschaft im 2. Quartal auf 0,9% angezogen (Abbildung 1). Damit wurden die Erwartungen vieler Ökonomen übertroffen. Die Beschleunigung ist zudem breit abgestützt. Ein deutlich positiver Wachstumsbeitrag kam vom privaten Konsum (+0,5%), aber auch die privaten Bruttoinvestitionen (+0,2%) und der Staat (+0,1%) lieferten positive Impulse. Die Exporte waren im 1. Quartal, auch aufgrund der ausgedehnten Streiks in den grossen Häfen der Westküste, zurückgegangen, konnten sich im 2. Quartal trotz des relativ hoch bewerteten Dollar aber wieder leicht steigern. Gleichzeitig gingen die Importe zurück, wenn auch weniger stark als im Vorquartal. Somit trug der Aussenhandel in der Summe ebenfalls positiv zum BIP-Wachstum bei. Für das zweite Halbjahr bleibt der Ausblick positiv. Einerseits wird eine weitere Expansion von privaten Konsumausgaben und Wohnbauinvestitionen erwartet, andererseits dürfte der dämpfende Effekt der rückläufigen Investitionen in Ölförderanlagen wegfallen. Auch der Einkaufsmanagerindex der US-amerikanischen Industrie liegt über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten (Abbildung 2) und signalisiert somit eine Expansion, wenn auch auf einem etwas geringeren Niveau als in den zwei Vormonaten.

...die Arbeitslosigkeit sinkt weiter...

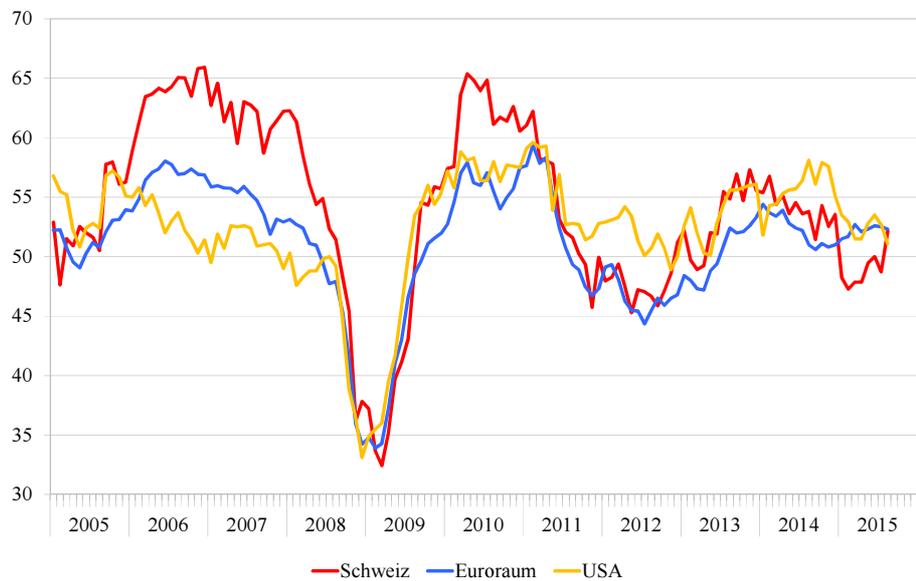
Die positive Wirtschaftsentwicklung macht sich auch am Arbeitsmarkt bemerkbar. Seit Anfang des Jahres wurden monatlich über 210'000 zusätzliche Stellen geschaffen. Im August waren es rund 170'000 und damit etwas weniger als erwartet. Gleichzeitig erreichte die Arbeitslosenquote mit 5,1% nicht nur das tiefste Niveau seit der Finanzkrise (Abbildung 3), sondern auch den Bereich, der für die USA oft als die natürliche (nicht konjunkturell bedingte) Arbeitslosenquote angesehen wird. Die aktuellen Arbeitsmarktdaten könnten somit Argumente für die Zinswende durch das Fed liefern, die einige Bobachter Mitte September erwarten. Die Schätzung der natürlichen Arbeitslosenquote ist allerdings mit erheblichen Unsicherheiten behaftet, und die natürliche Arbeitslosigkeit könnte sich im Laufe der Zeit verringert haben. Einen Hinweis darauf liefert der Anteil des Faktors Arbeit an der Wertschöpfung.<sup>1</sup> Von 1949 bis 2001 wurden in den USA im Mittel rund 70% der produzierten Wertschöpfung für die Bezahlung von Löhnen aufgewendet. Der Anteil sank in den Folgejahren rapide und liegt seit 2010 nur noch bei etwa 63%. Dieser Rückgang könnte mit einer verschlechterten Verhandlungsposition der Arbeitnehmer zusammenhängen, wofür auch die moderate Lohnentwicklung in jüngster Vergangenheit spricht. Dann wäre aber zu erwarten, dass die natürliche Arbeitslosenquote ebenfalls tiefer ist als in der Vergangenheit, und somit wäre, zumindest für den Arbeitsmarkt, eine Zinserhöhung im September womöglich noch verfrüht.

...aber die vergangenen Jahre waren weniger stark als gedacht.

Die neuesten VGR-Daten der USA liefern nicht nur für die Einschätzung der kurzfristigen Konjunkturentwicklung interessante Einsichten, sondern auch für die Interpretation der mittelfristigen Entwicklung. Neben den BIP-Wachstumsraten der ersten zwei Quartale des laufenden Jahres wurden im Juli nämlich auch die revidierten Wachstumsraten für die vergangenen drei Jahre publiziert. Für das Jahr 2012 wurde das Wachstum um 0,1 Prozentpunkte nach unten auf 2,2% revidiert, für 2013 liegt der revidierte Wert mit 1,5% um 0,7 Prozentpunkte tiefer. Für 2014 wird unverändert eine Wachstumsrate von 2,4% ausgewiesen. Zur Revision nach unten trug massgeblich die Neueinschätzung von privatem und staatlichem Konsum bei. Aus der Revision folgt, dass das durchschnittliche Wirtschaftswachstum in den Jahren nach der Finanzkrise schwächer ausgefallen ist als zunächst angenommen. Die Einschätzung, dass sich die US-Wirtschaft mit einem starken Aufschwung aus der Krise verabschiedete, muss damit etwas relativiert werden.

**Abbildung 2: Einkaufsmanagerindizes für die Industrie**

Saisonbereinigte Werte



Quelle: Credit Suisse, Markit, Institute for Supply Management

**Euroraum**  
Weiterhin moderates Wachstum

Im Euroraum setzt sich erwartungsgemäss die langsame aber stetige Erholung der letzten Quartale fort. Das saisonbereinigte reale BIP legte im 2. Quartal 2015 im Vergleich zum Vorquartal um 0,4% zu. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal stieg

<sup>1</sup> Figura, Andrew & Ratner, David, June 8, 2015: The Labor Share of Income and Equilibrium Unemployment, FEDS Notes, <http://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/default.html>

das BIP um 1,5%. Positive Wachstumsbeiträge kamen im 2. Quartal im Vergleich zum Vorquartal vom privaten Konsum (+0,2%), dem Staatskonsum (+0,1%) und dem Außenhandel (+0,3%), wohingegen die Bruttoanlageinvestitionen einen leicht negativen Wachstumsbeitrag lieferten (-0,1%). Der tiefe Erdölpreis, der schwache Euro und die expansive Geldpolitik stützen das europäische Wachstum nach wie vor, die Unsicherheiten bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung Chinas sowie die anhaltenden Strukturprobleme einiger Euroländer bremsen andererseits die europäische Entwicklung. Zu den Ländern mit gravierenden Strukturproblemen zählt auch Griechenland. Die vorläufige Entspannung in Sachen Griechenland-Krise kann nicht darüber hinweg täuschen, dass das Land weiterhin überschuldet ist und unter einer mangelnden Wettbewerbsfähigkeit leidet.

Die stetige Erholung im Euroraum widerspiegelt sich auch in der Stimmung der Unternehmen: Der Einkaufsmanagerindex der Industrie lag im August, praktisch unverändert im Vergleich zu Juli, leicht über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten (Abbildung 2). In den kommenden Quartalen ist im Euroraum mit einer leichten Wachstumsbeschleunigung zu rechnen.

Spanien wächst stark,  
Frankreich stagniert

Trotz des durchwegs positiven Wachstums in allen Ländern, mit Ausnahme von Frankreich, zeigt sich auf Länderebene ein heterogenes Bild: So konnte Spanien seinen Aufwärtstrend fortsetzen. Das Wachstum betrug im 1. Quartal 2015 bereits 0,9% und erhöhte sich im 2. Quartal nochmals auf 1,0%. Damit wuchs Spanien unter den grossen Volkswirtschaften des Euroraums mit Abstand am stärksten, gefolgt von Deutschland mit einem Wachstum von 0,4%. Italiens Wachstum liegt mit +0,3% zwar nur leicht unter jenem Deutschlands, doch im Gegensatz etwa zu Spanien, das in vergangenen Jahren ebenfalls stark unter der Krise gelitten hatte, scheint Italien noch keinen sicheren Tritt zu fassen. Eine gute Nachricht kommt immerhin vom italienischen Arbeitsmarkt: Im Juli sank die Arbeitslosenquote um 0,5 Prozentpunkte auf 12,0%, was auf eine leichte Verbesserung der Lage hinweisen könnte. Das hohe Wachstum Frankreichs von 0,7% im 1. Quartal 2015 erwies sich erwartungsgemäss als Strohfeuer, das im 2. Quartal von einer Stagnation des BIP abgelöst wurde. Sowohl Italien als auch Frankreich kämpfen zudem mit einer schleppenden Umsetzung von wachstumsfördernden Strukturreformen. Am anderen Ende der Skala führt Lettland mit einem Wachstum zum Vorquartal von 1,2% die Spitze der Euroländer an und setzt somit den Erfolgskurs fort, und das obwohl der traditionell wichtige Handelspartner Russland tief in der Krise steckt. Das Sorgenkind Finnland meldete sich im 2. Quartal 2015 mit einem positiven Wachstum von 0,2% zurück und beendet damit eine anhaltende Periode von negativem Wachstum bzw. Stagnation.

Arbeitslosenquote sinkt  
unter 11%

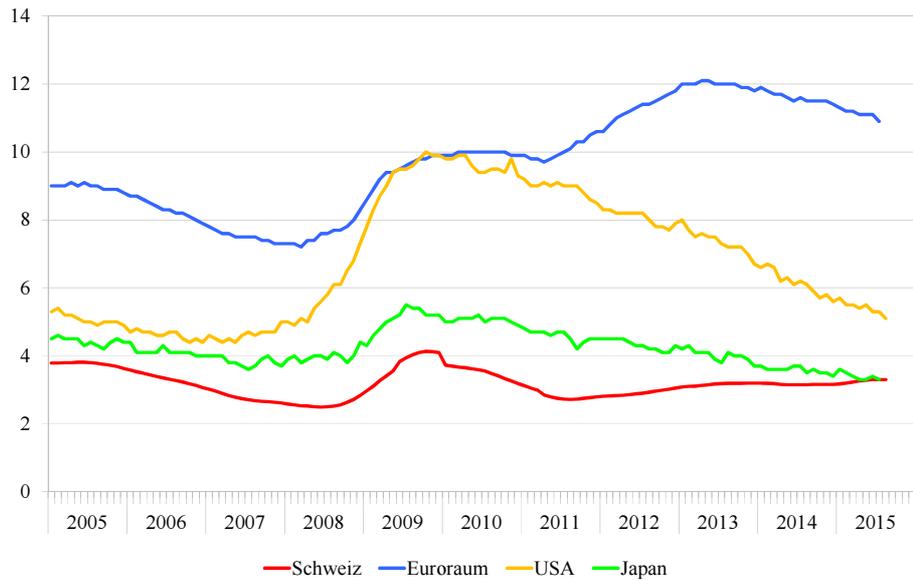
Die langsame wirtschaftliche Erholung wirkt sich auch auf den Arbeitsmarkt aus. Im Juli 2015 lag die Arbeitslosenquote im Euroraum saisonbereinigt bei 10,9% (Abbildung 3), das entspricht rund 17,5 Millionen Arbeitslosen und ist die tiefste Quote seit Februar 2012. Auf Länderebene zeigt sich jedoch weiterhin ein sehr durchzogenes Bild: Die tiefste Arbeitslosenquote mit 4,7% verzeichnet Deutschland, wohingegen in Griechenland die höchste Quote mit 25,0% (Stand Mai), dicht gefolgt von Spanien (22,2%), zu beobachten war.

In Deutschland  
positive Aussichten

Der für die Schweiz wichtige Handelspartner Deutschland wuchs im 2. Quartal stabil mit +0,4% und setzte damit den Wachstumstrend des 1. Quartals 2015 (+0,3%) fort, an den kräftigen Impuls vom 4. Quartal 2014 (+0,6%) konnte er bislang jedoch nicht mehr anknüpfen. Die Aussichten sehen weiterhin positiv aus. Der Konsum dürfte durch eine starke Kaufkraft weiter angeheizt werden, gestützt durch eine tiefe Arbeitslosigkeit und steigende Löhne bei niedriger Inflation: So stieg der Umsatz des Einzelhandels im Juli laut dem Statistischen Bundesamt preis- und saisonbereinigt um 1,4% zum Vormonat, der kräftigste Zuwachs seit zehn Monaten. Der ifo Geschäftsklimaindex unterstreicht diese Entwicklung für die gewerbliche Wirtschaft: Im August 2015 ist dieser von 108,0 im Vormonat auf 108,3 gestiegen, was eine zunehmende Zufriedenheit der aktuellen Lage widerspiegelt. Die Erwartungen für die Zukunft fallen jedoch etwas verhaltener aus. Der entsprechende Subindex hat sich vom Hoch Anfang des Jahres (März 2015: 103,9 Punkte) auf 102,1 Punkte im Juni und nun auf 102,2 Punkte im August bewegt.

**Abbildung 3: Arbeitslosigkeit**

Arbeitslosenquoten in %, saisonbereinigte Werte



Quellen: SECO, Eurostat

Griechenland wächst im 2. Quartal

Das „Sorgenkind“ des Euroraums, Griechenland, hat nach einem mageren +0,1% in den ersten drei Monaten des Jahres im 2. Quartal mit einem deutlichen BIP-Wachstum von 0,9% überrascht. Besonders stark wuchs der Staatskonsum mit einem Plus von 3,8%, aber auch der private Konsum steigerte sich um 1,0%. Die Exporte konnten zudem leicht erhöht werden (+0,1%), während die Importe zurückgingen (-4,9%). Die Bruttoinvestitionen stürzten mit -26,6% allerdings regelrecht ab. Für das 3. Quartal und für das Gesamtjahr erwarten viele Ökonomen wiederum einen BIP-Rückgang. Im Zuge der Eskalation der Griechenland-Krise Ende Juni waren die Banken geschlossen sowie strenge Kapitalverkehrskontrollen eingeführt worden. Unter diesen Umständen und angesichts der um sich greifenden Unsicherheit bezüglich des weiteren Verbleibs Griechenlands im Euroraum und dem weiteren Kurs der Regierung, dürfte die Wirtschaft geradezu gelähmt gewesen sein. Monatlich verfügbare Stimmungsindikatoren zeichnen für das 3. Quartal denn auch kein rosiges Bild. So hat sich etwa der Economic Sentiment Indicator, ein durch die Europäische Kommission monatlich erhobener Stimmungsindikator, sowohl im Juli als auch im August deutlich verschlechtert. Der Rückgang ist in allen Subkomponenten zu beobachten: Bei den Konsumenten, den Detailhändlern, in der Industrie und im Bau sowie im Dienstleistungssektor. Der PMI für Griechenland ging im Juli ebenfalls drastisch zurück, um sich anschliessend im August nur leicht zu erholen.

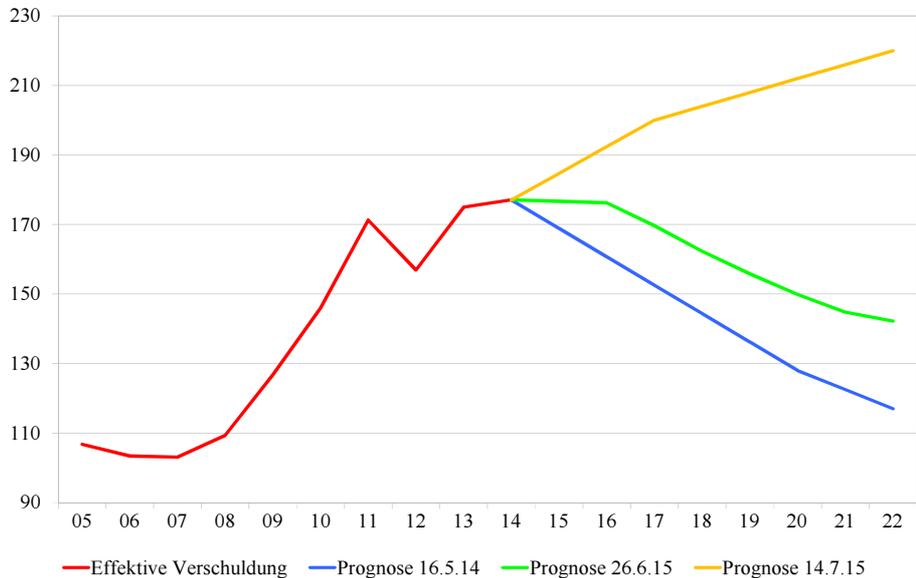
Aber die Schuldenproblematik bleibt ungelöst

Am 13. Juli wurde eine Einigung zwischen Griechenland und den europäischen Kreditoren erzielt. In diesem Rahmen ist, neben schnellen Überbrückungskrediten, ein weiteres, umfangreiches Kreditpaket für Athen vorgesehen. Damit wurde faktisch ein Kollaps des griechischen Finanzsystems verhindert und der weitere Verbleib des Landes in der Währungsunion gewährleistet. Die grundlegende Problematik der hohen griechischen Staatsverschuldung ist damit aber mitnichten gelöst. Zwischen 2007 und 2014 ist die Verschuldung des griechischen Staates deutlich von 103% auf 177% des BIP angestiegen (Abbildung 4). Im Zuge der jüngsten Verhandlungen mit den internationalen Gläubigern erlangte die Frage der Tragfähigkeit der griechischen Staatsverschuldung eine neue Dringlichkeit. Im Mai dieses Jahres ging der IWF noch davon aus, dass schon im Jahr 2022 eine Rückkehr der griechischen Schuldenquote auf das Niveau von 2008 möglich wäre, sofern erforderliche Reformen rasch implementiert würden. Die aktualisierte Einschätzung von Juni war bereits weniger optimistisch, ging aber dennoch von einer gewissen Normalisierung aus. Mitte Juli wurde die Prognose der griechischen Staatsverschuldung wiederum stark revidiert. Gemäss diesen Berechnungen ist mit einem weiteren Anstieg der Schuldenquote auf 200% des BIP im Jahr 2017 und auf 220% bis zum

Jahr 2022 zu erwarten.<sup>2</sup> Angesichts dieser Ergebnisse gehen viele Ökonomen davon aus, dass ein Schuldenschnitt für Griechenland mittelfristig unausweichlich ist. Vonseiten der europäischen Partner wurde ein nominaler Schuldenschnitt vorerst ausgeschlossen. Weitere Erleichterungen bezüglich der Rückzahlungsfristen oder der Zinsen könnten wohl dennoch in Betracht kommen.

**Abbildung 4: Staatsverschuldung Griechenlands ab 2005**

In Prozent des BIP; ab 2015 Prognosen des IWF<sup>2</sup>



Quellen: Eurostat, IWF

**Japan**  
Rückschlag im 2. Quartal

Die **japanische Wirtschaft** ist im 2. Quartal 2015 um 0,3% geschrumpft (Abbildung 1), nachdem sie im 1. Quartal noch markant mit +1,1% gewachsen war. Negative Wachstumsbeiträge kamen von privatem Konsum (-0,4%) und Aussenhandel (-0,3%), während die privaten Investitionen stagnierten und die staatliche Nachfrage einen positiven Beitrag leistete (+0,2%). Der schwache Yen wirkt sich zwar positiv auf die Konkurrenzfähigkeit von japanischen Exporten auf den Weltmärkten aus, verteuert gleichzeitig aber die Importe. Angesichts der eher gedämpften Lohnentwicklung könnte das ein Grund für die Zurückhaltung der japanischen Konsumenten sein. Die Exporte des Landes wurden ihrerseits durch die abgeschwächte Entwicklung in einigen asiatischen Ländern, namentlich China, gebremst. Der langsame Rückgang der Arbeitslosenquote hat sich vorerst dennoch fortgesetzt, so dass die Quote nunmehr 3,3% beträgt (Abbildung 3).

**China**

**China** hat in den Sommermonaten vor allem aufgrund der starken Kurskorrekturen an den Festlandbörsen Schlagzeilen gemacht. Daraus resultierten vor allem für chinesische Kleinanleger schmerzhaft Vermögensverluste, aber diese Börsenbewegungen sind kein Zeichen eines bevorstehenden realwirtschaftlichen Absturzes. Am aktuellen Rand signalisieren einige Indikatoren, darunter etwa der Sales Managers Index, eine Abschwächung der Dynamik. Chinas Wachstumsabschwächung ist aber grösstenteils mit einem strukturellen Wandel zu erklären, der zu einem tieferen aber gleichzeitig weniger risikobehafteten und nachhaltigeren Wachstumspfad führen könnte.

<sup>2</sup> IMF, 2015, Country Report No. 14/151; IMF, 2015, Country Report No. 15/165: Preliminary draft debt sustainability analysis; IMF, 2015, Country Report No. 15/186: An update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis

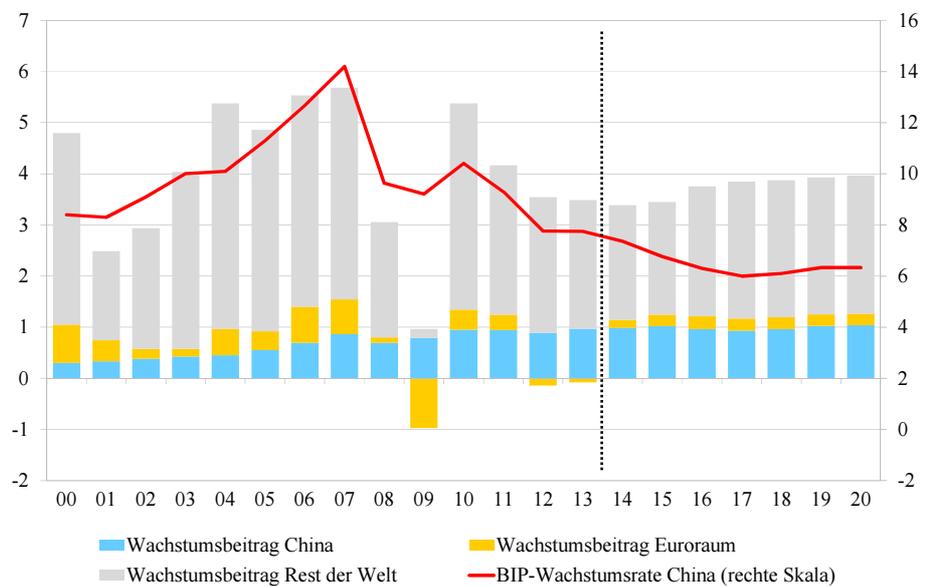
Wachstumsabschwächung...

In einem bemerkenswerten Aufholprozess konnte China über drei Jahrzehnte ein durchschnittliches jährliches Wirtschaftswachstum von rund 10% erzielen, gestützt durch hohe Investitionen und Exporte, auch dank einer relativ schwachen Währung. Damit ist die Bedeutung des Landes für die globale Wirtschaftsentwicklung enorm gestiegen: Lag Chinas Anteil am weltweiten BIP im Jahr 1980 noch bei unter 3%, beträgt er heute über 13%. Dabei haben sich auch die Handelsverflechtungen Chinas mit dem Rest der Welt intensiviert. Seit einigen Jahren hat sich die Wachstumsdynamik des Landes allerdings abgeschwächt. Seit 2011 werden nunmehr einstellige Wachstumsraten registriert; 2014 wuchs das BIP um 7,4%, die tiefste Wachstumsrate seit 20 Jahren, und für 2015 ist ein Plus von ungefähr 6,5% zu erwarten (Abbildung 5).

Der Wachstumsbeitrag, der sowohl den Anteil des Landes am globalen Wachstum als auch die Wachstumsrate berücksichtigt, ist in den vergangenen Jahrzehnten ebenfalls rapide gewachsen und dürfte sich in Zukunft noch weiter erhöhen (Abbildung 5).

**Abbildung 5: Wirtschaftswachstum Chinas und Wachstumsbeiträge zum globalen BIP-Wachstum ab 2000**

In Prozent; ab 2014 Schätzungen



Quelle: IWF

...Strukturwandel...

Die chinesische Wirtschaft ist im Umbruch von einem investitionsbasierten zu einem stärker konsumbasierten Wachstum sowie von einer industrie- zu einer dienstleistungsorientierten Wirtschaftsstruktur. Damit einhergehend hat der Boom im Immobiliensektor ein Ende gefunden. In den vergangenen Jahren wurden insbesondere im Bereich der Wohnungsbauten sehr grosse Kapazitäten und teilweise Überkapazitäten geschaffen: In kleineren Städten entspricht der unverkaufte Wohnungsbestand ungefähr der Nachfrage von drei ganzen Jahren, und die Immobilienpreise sind bereits seit Ende 2014 rückläufig. Überkapazitäten und sinkende Erträge bestehen aber auch in anderen Branchen, unter anderem infolge einer verfehlten Förderpolitik. Risiken gehen zudem von der starken Verschuldung insbesondere von staatlichen Unternehmen aus, zu der in den vergangenen Jahren häufig auch Schattenbanken beigetragen hatten.

...und die Chance auf ein nachhaltiges Wachstum.

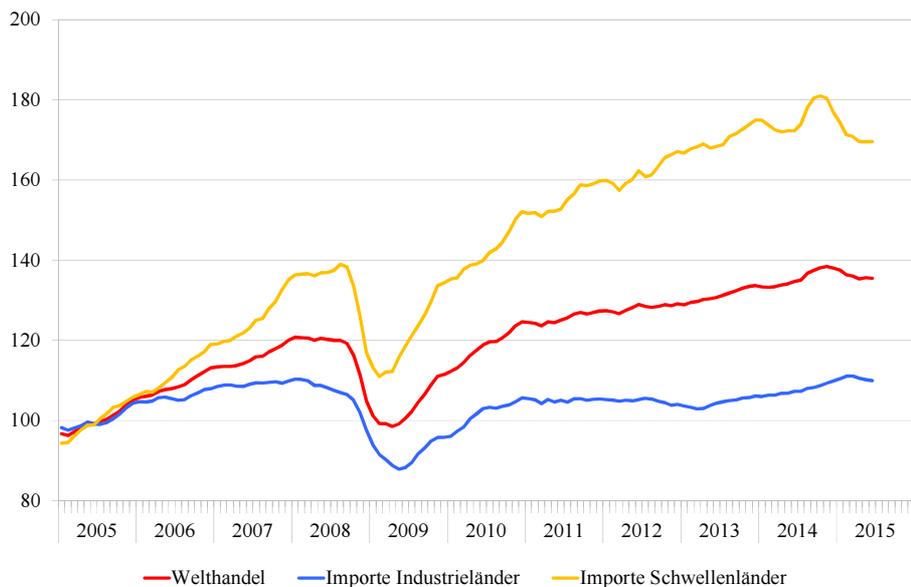
**Schwellenländer**  
Gemischte Nachrichten

An dem bisherigen Wachstumsmodell Festhalten, stellt der IWF fest, ist für China keine gangbare Option.<sup>3</sup> Das Land hätte wohl die nötigen Mittel, um kurzfristig weiter ein investitions- und schuldenbasiertes Wachstum anzufeuern und so in naher Zukunft wieder höhere Wachstumsraten zu erreichen. Dies würde mit der Zeit aber auf die Rentabilität der Investitionen drücken und die finanzielle Stabilität des Unternehmenssektors gefährden. Mittelfristig wäre daher mit drastischen Rückgängen der Investitionen, einer deutlichen Wachstumsverlangsamung und steigenden Risiken von schockartigen Anpassungen zu rechnen. Demgegenüber ist ein Szenario möglich, in dem sich das chinesische Wachstum in der kurzen Frist zwar abschwächt, aber dafür die Transition zu einem nachhaltigen Entwicklungspfad gelingt. Dies setzt ein langsames Kreditwachstum, einen Abbau von Überkapazitäten insbesondere im Immobiliensektor, mehr Innovation und Produktivitätsfortschritte sowie strukturelle Reformen voraus. Der Anteil Investitionen am BIP könnte, im Zuge einer Verschiebung hin zu einer dienstleistungsorientierten Wirtschaftsstruktur sowie einer Erhöhung des Konsums, sinken. Wenn es gelingt, die nötigen Schritte erfolgreich abzuschliessen, könnte die chinesische Wirtschaft ab 2018 wieder moderat an Schwung gewinnen, so der IWF.

Aus den anderen grossen Schwellenländern kommen gemischte Nachrichten. In **Russland** stellt sich die Lage nach wie vor sehr kritisch dar. Die tiefen Erdöl- und Erdgaspreise und die Sanktionen im Zusammenhang mit der Ukraine-Krise haben das Land in eine Rezession gestürzt, wobei bereits vorhandene strukturelle Schwächen für eine Verschärfung der Situation gesorgt haben. Für das laufende Jahr erwartet der IWF einen Rückgang des russischen BIP von 3,4%. Die Inlandnachfrage leidet unter rückgängigen Reallöhnen, steigenden Kapitalkosten und einem sinkendem Vertrauen. Im kommenden Jahr könnte das Wirtschaftswachstum langsam wieder anziehen. Einige Faktoren sprechen allerdings gegen einen starken Aufschwung, darunter die rückgängige Bevölkerungsentwicklung und die Notwendigkeit von weitgehenden Reformen. Auch in **Brasilien** werden strukturelle Schwächen, neben den tiefen Rohstoffpreisen, als eine Ursache der Rezession genannt. Brasiliens BIP fiel im 2. Quartal um ganze 1,9% geringer als im Vorquartal aus, nachdem es im 1. Quartal bereits um 0,7% geschrumpft war. Schon 2014 war die Wirtschaft zudem kaum mehr gewachsen. In **Indien** wuchst das BIP im 2. Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal hingegen um 7,0%. Trotz der beachtlichen Wachstumsrate bleibt die Entwicklung damit sowohl hinter dem Vorquartal als auch hinter den Erwartungen zurück.

**Abbildung 6: Welthandel**

Volumen (preis- und saisonbereinigt), geglättete Monatswerte, 2005=100



Quelle: CPB World Trade Monitor

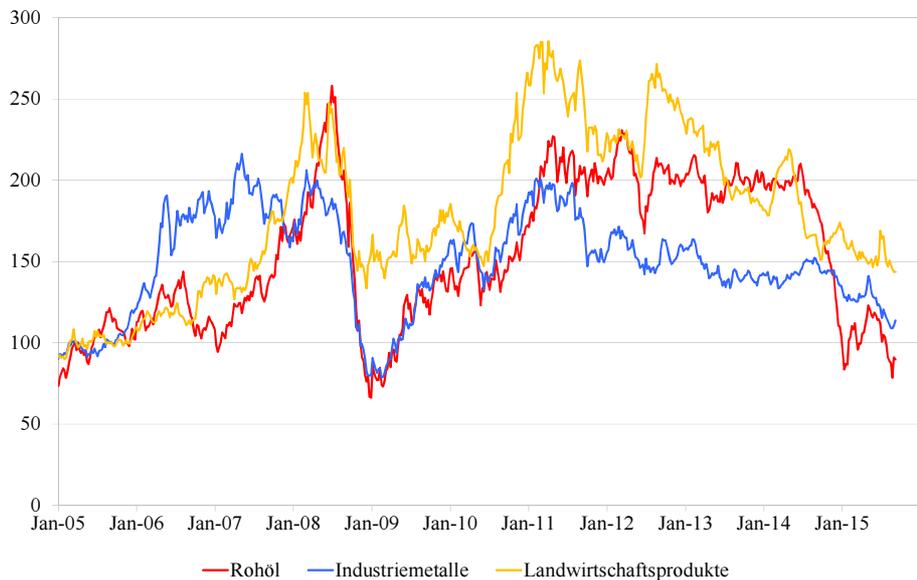
<sup>3</sup> IMF, 2015, Country Report No. 17/23

**Welthandel**  
Schwungloses erstes  
Halbjahr

Entsprechend der eher unterdurchschnittlichen Dynamik des globalen Wirtschaftswachstums entwickelte sich der Welthandel in der ersten Jahreshälfte ebenfalls zögerlich (Abbildung 6). Insgesamt wurde von Januar bis Juni 2015 rund 1,7% mehr gehandelt als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Die Importe in die Schwellenländer fielen im Vergleich zum ersten Halbjahr 2014 um 1,5% tiefer aus, während die Importe der Industrieländer mit +3,8% eine stabilisierende Wirkung auf das Handelsgeschehen hatten. Einen besonders starken Rückgang registrierten die Importe in die Schwellenländer Zentral- und Osteuropas (-5,1%) und nach Afrika sowie in den Mittleren Osten (-4,0%). Für beide Regionen dürfte die politische Instabilität eine wichtige Rolle gespielt haben. Besonders stark entwickelten sich im Zuge der konjunkturellen Beschleunigung hingegen die Importe in die USA mit einem Plus von 7,4%. Damit zeigt sich auch im Bereich des Handels eine gewisse Divergenz zwischen Industrie- und Schwellenländern. Bei letzteren fand allerdings bereits seit etwa zwei Jahren eine Abflachung der Importe statt, nachdem sie sowohl in den Jahren vor der Finanzkrise als auch in den Jahren danach stärkere Impulse als die Industrieländer geliefert hatten.

**Abbildung 7: Rohstoffpreisentwicklung**

Wöchentliche Preise in US-Dollar, 2005=100



Quellen: U.K. Dep.of Energy, Standard and Poors

**Rohwarenpreise**  
Kein Rückgang der  
OPEC-Fördermenge...

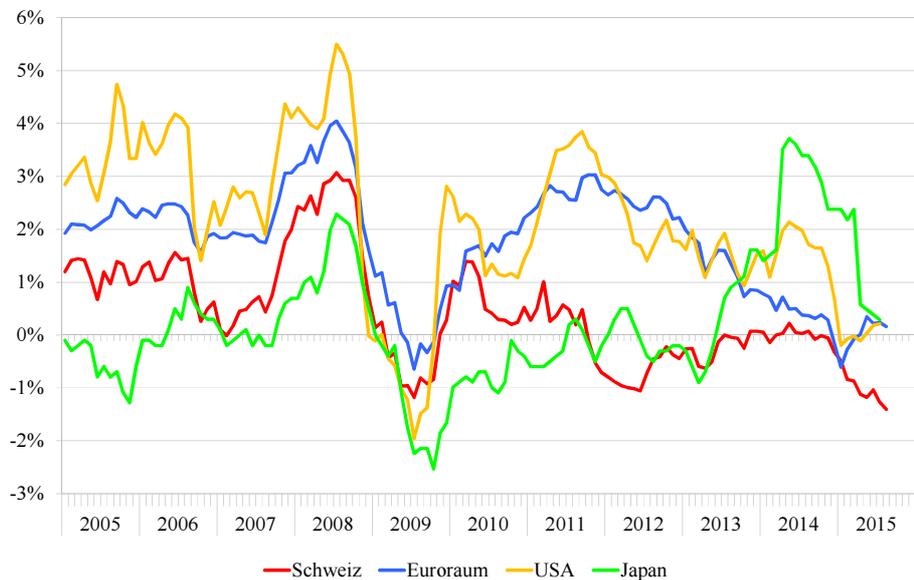
Nach einer leichten Erholung in der ersten Jahreshälfte ist der Erdölpreis in den vergangenen Wochen weiter abgerutscht, so dass etwa die Nordseesorte Brent zeitweise wieder unter 50 US-Dollar je Barrel notierte (Abbildung 7). Der anhaltende Preisverfall wird grösstenteils auf angebotsseitige Faktoren zurückgeführt. So haben sich die OPEC-Mitgliedsländer trotz der tiefen Verkaufspreise nicht auf eine Kürzung der Fördermenge festgelegt. Darin erkennen Analysten eine gezielte Strategie: Während in der Vergangenheit bei Bedarf mittels entsprechenden Drosselungen der Produktion der Preis nach oben getrieben wurde, steht derzeit der Erhalt von Marktanteilen und die Verdrängung von Konkurrenten im Vordergrund. Allerdings geht der tiefe Ölpreis auch an den OPEC-Ländern nicht spurlos vorbei. Nach Medienberichten hatte etwa der Vertreter Venezuelas, dessen Wirtschaft besonders stark betroffen ist, Anfang September eine ausserplanmässige OPEC-Konferenz angeregt. Aus Saudi Arabien kam allerdings eine Absage. Das Königreich verfügt über verhältnismässig leicht zugängliche Erdölfelder, profitiert daher von besonders tiefen Förderkosten und hat in den vergangenen Monaten seine Fördermenge gesteigert und zusätzliche Bohrtürme errichtet. Dennoch macht sich der tiefe Erdölpreis auch in den saudischen Staatsfinanzen bemerkbar: Für 2015 wird zum ersten Mal seit Jahren wieder mit einem Budgetdefizit gerechnet.

... und Preisbaisse dürfte anhalten

Zum derzeitigen Angebotsüberhang tragen aber auch weitere Erdölexporteure bei. So hat sich die Erdölproduktion in Russland unbeeindruckt durch tiefe Verkaufspreise und westliche Sanktionen gezeigt. In den USA hat sich die tägliche Produktion am aktuellen Rand zwar abgeschwächt, dies jedoch ebenfalls auf einem hohen Niveau. Zudem deutet die Einigung mit dem OPEC-Mitglied Iran im Atomstreit perspektivisch auf eine Wiederaufnahme der iranischen Erdölimporte und damit auf eine weitere Ausweitung des weltweiten Erdölangebots hin. Dazu kommt nachfrageseitig, im Zusammenhang mit der Wachstumsabkühlung in China, eine schwächere globale Nachfrage nach Erdölprodukten. In der Summe dürfte der Erdölpreis nach den aktuellen Prognosen auf absehbare Zeit tief bleiben. Dies trotz des merklichen Preisanstiegs Anfang September, der als Folge von Finanzmarktbebewegungen interpretiert wird. Eine ähnliche, wenn auch weniger stark ausgeprägte Entwicklung zeigten in den vergangenen Monaten die meisten Preise von Metallen und landwirtschaftlichen Produkten (Abbildung 7). Auch bei diesen Rohstoffen trifft ein im Allgemeinen grosses Angebot auf eine eher verhaltene Nachfrage.

**Abbildung 8: Inflationsentwicklung**

Konsumteuerung, Veränderungsraten in Prozent gegenüber dem Vorjahr



Quellen: BFS, Eurostat, EZB

**Teuerung**  
Stabilisierung auf tiefem Niveau im Euroraum...

Im **Euroraum** hat sich die Teuerung am aktuellen Rand stabilisiert. Gemäss der ersten Schnellschätzung der europäischen Statistikbehörde belief sich die Inflationsrate im August, wie auch schon in den zwei vorangegangenen Monaten, auf 0,2% (Abbildung 8). Dies nachdem im Januar des laufenden Jahres mit -0,6% die tiefste Teuerungsrate seit dem Sommer 2009 beobachtet wurde. Im Zuge der rückläufigen Tendenz der Inflation waren im Euroraum am Anfang des Jahres Befürchtungen laut geworden, dass eine deflationäre Spirale auf breiter Front bevorstehen könnte. Dagegen stemmt sich die Europäische Zentralbank mit einer im historischen Vergleich ausserordentlich expansiven Geldpolitik, die neben einem sehr tiefen Zinsniveau auch ein ausgedehntes Anleihekaufprogramm beinhaltet. Im Jahresverlauf konnte die Teuerungsrate, auch aufgrund einer zeitweisen Stabilisierung der Erdölpreise und des relativ schwach bewerteten Euro, schrittweise in positives Terrain zurückkehren. Sowohl umfragebasierte als auch markt-basierte Schätzungen zeigen ausserdem, dass sich die mittelfristigen Inflationserwartungen seit Anfang des Jahres auf einem zwar niedrigen aber doch positiven Niveau stabilisiert haben.<sup>4</sup> Die Gefahr einer breit abgestützten Deflation scheint im Euroraum somit gebannt.

<sup>4</sup> European Central Bank, July 2015, The ECB Survey of Professional Forecasters: 3rd Quarter of 2015

... und tiefe positive Raten auch in USA und Japan

Auch in den **USA** lag die Teuerungsrate sowohl in Juni als auch im Juli 2015 mit 0,2% im positiven Bereich, nachdem sie am Anfang des Jahres im Zuge der Erdölpreisbaisse leicht unter null gerutscht war. Der relativ hoch bewertete Dollar und der erneute Preisrückgang bei Erdöl und weiteren Rohstoffen könnten auch in den kommenden Monaten für tiefe Inflationsraten sorgen. Aus Analystenkreisen ist zu vernehmen, dass sich das Fed vor diesem Hintergrund eher für eine sehr graduelle Zinserhöhung denn für eine energische Zinswende entscheiden könnte. In **Japan** machte sich die Mehrwertsteuererhöhung vom Frühjahr 2014 deutlich durch einen sprunghaften Anstiegs des Preisniveaus und entsprechend hohe Teuerungsraten im Vorjahresvergleich bemerkbar. Seit April 2015 fliesst dieser Effekt nicht mehr in die Berechnung der Teuerung ein, und es werden wieder Inflationsraten im niedrigen positiven Bereich gemeldet. Im August lag die Inflation nunmehr bei 0,3%. Ungeachtet dessen hält die Bank of Japan an dem Ziel fest, im Laufe des kommenden Jahres die anvisierte 2%-Marke zu erreichen.

### Monetäres Umfeld

Das monetäre Umfeld ist seit einigen Monaten von einer hohen Volatilität an den globalen Finanzmärkten geprägt. Diese Volatilität ist unter anderem auf die griechische Schuldenkrise, die starke Börsenkorrektur in China, die eingetrübten Wachstumsaussichten in einigen wichtigen Schwellenländern und die erwartete Zinswende in den USA und in Grossbritannien zurückzuführen. Während die Europäische Zentralbank (EZB) beabsichtigt, ihr Anleihekaufprogramm (quantitative easing, QE) fortzusetzen, hält die Schweizerische Nationalbank (SNB) an ihrer Negativzinspolitik fest. Die Währungen der meisten Schwellenländer haben sich seit Anfang Jahr stark abgewertet, der Dollar hat weiter an Wert gewonnen, und der Franken erreichte Anfang September gegenüber dem Euro einen Tiefststand seit der Aufhebung des Mindestkurses.

### Geldpolitik Anhaltendes Tiefzinsumfeld

Die geldpolitischen Leitzinsen befinden sich international seit mehreren Jahren auf historischen Tiefstständen (Abbildung 9), so dass die Zentralbanken auf unkonventionelle Massnahmen zurückgreifen müssen, wenn sie eine noch expansivere Geldpolitik betreiben wollen. Aufgrund der weiterhin schwierigen Weltkonjunkturlage und der in den grossen Währungsräumen sehr tiefen Inflationsraten könnte es noch mehrere Jahre dauern, bis sich die Situation normalisiert und die Leitzinsen zu historischen Werten zurückkehren.

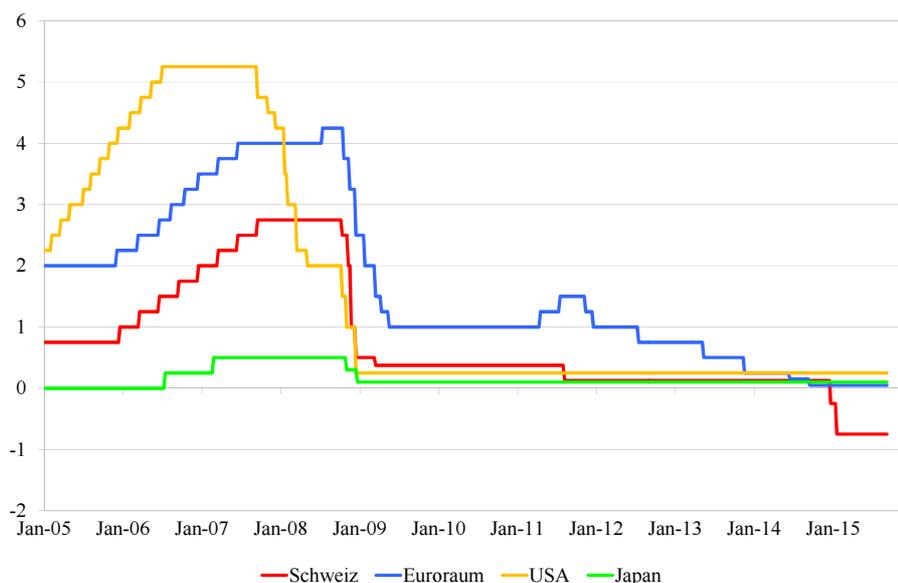
Die **SNB** hat im Januar bei der Aufhebung des Euro-Mindestkurses Negativzinsen eingeführt, welche die übliche Zinsdifferenz zu den anderen Währungsräumen wiederherstellen und die Attraktivität des Frankens als *safe-haven* Währung senken sollen. Angesichts der seitdem schwierigen Konjunkturlage in der Schweiz und der weiterhin stark expansiven Geldpolitik der EZB dürfte die SNB noch für einige Zeit die Negativzinspolitik beibehalten.

Die **EZB** hat Anfang September angekündigt, dass sie das im März gestartete Anleihekaufprogramm wie geplant bis September 2016 zu Ende führen wird. Da die Inflations- und Wachstumsprognosen für den Euroraum aufgrund tieferer Ölpreise respektive einer tieferen Auslandnachfrage nach unten revidiert wurden, könnte die EZB unter Umständen sogar eine Erstreckung der Lauffrist des aktuellen QE-Programms beschliessen.

In **Japan** ist wegen der sehr tiefen Kerninflation (Teuerung ohne frische Nahrungsmittel aber inklusive Ölpreise), welche im Juli 0,0% betrug, ebenfalls keine unmittelbare Normalisierung zu erwarten. Die Bank of Japan wird das im 2013 gestartete Anleihekaufprogramm noch einige Zeit fortsetzen müssen, um das angestrebte Inflationsziel von 2% zu erreichen.

**Abbildung 9: Geldpolitische Leitzinsen**

Wochenwerte, in Prozent



Quellen: SNB, EZB, Fed, BOJ

Zinswende in den USA und Grossbritannien lässt auf sich warten

Angesichts der globalen Finanzmarkturbulenzen, des aufgewerteten US-Dollars sowie des fehlenden Inflationsdrucks hat sich die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass das **Fed** die erste Leitzinserhöhung, die bis vor kurzem noch für Mitte September erwartet wurde, erst gegen Ende Jahr tätigen wird. Dies wäre die erste Leitzinserhöhung seit über sechs Jahren. Die **Bank of England** hat am 10. September den Leitzins auf dem historischen Tiefstwert von 0,5% belassen. Gleichzeitig liess sie das aktuell laufende Anleihekaufprogramm im Umfang von 375 Mia. Pfund unverändert. Der Zinsschritt dürfte erst Anfang nächsten Jahres erfolgen und vermutlich nicht vor der Zinswende in den USA.

**Kapitalmärkte**  
Weiterhin Nullrenditen auf Eidgenossen

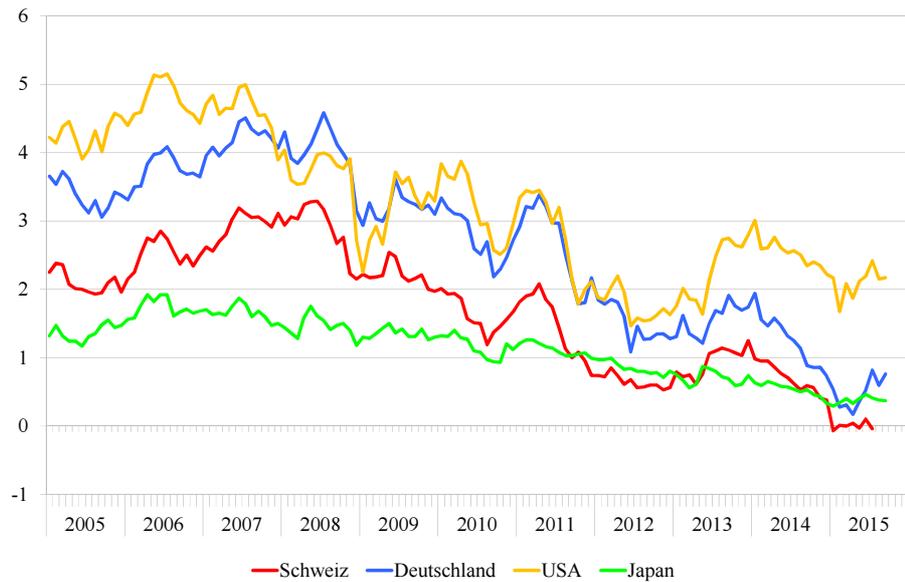
Die Renditen auf langfristige Staatsobligationen befinden sich seit Anfang Jahr international auf historisch sehr tiefen Niveaus (Abbildung 10). Am Schweizer Kapitalmärkten sorgten die tiefen Zinsen, die hohe Volatilität sowie die Ungewissheit über den genauen Zeitpunkt der Leitzinserhöhung des Fed für eine gewisse Zurückhaltung, welche in einem Rückgang der Handelsvolumen zum Ausdruck gekommen ist. Gleichzeitig liessen die weltweiten, von China ausgehenden Turbulenzen an den Aktienmärkten seit Mitte August die globale Nachfrage nach sicheren Anlagen steigen, welche die Renditen auf ihren Tiefstständen verharren liess. Die Renditen für deutsche Bundesanleihen stabilisierten sich nach einem schlagartigen Anstieg Anfang Juni – welcher auf damalige positive Inflations- und Konjunkturdaten zurückzuführen war – wieder auf einem tiefen Niveau und reagierten in den Folgemonaten kaum auf die schwere Schuldenkrise in Griechenland. In der Schweiz schwanken die Renditen auf den 10-jährigen Staatsobligationen seit Januar um die Nullgrenze.

Hohe Renditeaufschläge nur für Griechenland

Die Renditeaufschläge zu Deutschland für langfristige europäische Staatsobligationen spiegeln die Risikoprämie wider, welche von den Investoren an den Kapitalmärkten für die jeweiligen Staaten verlangt werden. Betrachtet man die Entwicklung der Renditeaufschläge für die südeuropäischen Euro-Länder (Abbildung 11), so erkennt man, dass einerseits die Staatsobligationen von Portugal, Spanien und Italien seit einiger Zeit relativ tief und nahe beieinander liegen, dass aber andererseits die Kapitalmärkte immer noch sehr hohe Prämien für griechische Staatsanleihen verlangen. Die Renditen auf den griechischen Staatsobligationen reflektieren seit der Finanzkrise die vorherrschende Unsicherheit rund um einen möglichen Staatsbankrott oder einem „Grexit“ – dem Austreten Griechenlands aus dem Euroraum.

**Abbildung 10: Renditen für langfristige Staatsanleihen (zehn Jahre)**

Monatsmittelwerte, in Prozent



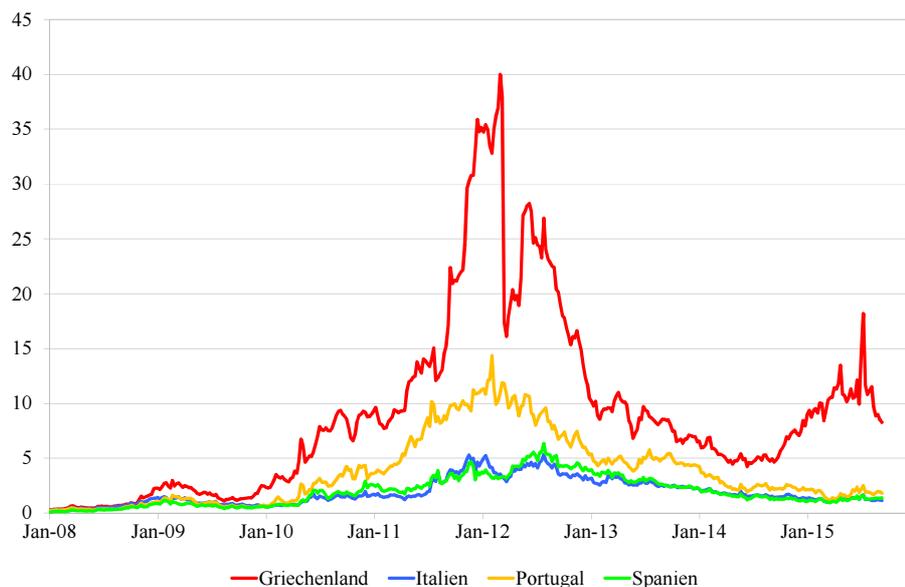
Quellen: SNB, ECB, Datastream, OECD

Besonders hohe Renditeaufschläge bei Eskalation der Griechenlandkrise

Wie Abbildung 11 zeigt, sind die Renditeaufschläge für griechische Staatsanleihen ab Mitte 2014 wieder stark angestiegen und haben am 29. Juni 2015 mit über 18% einen Höchststand erreicht. Am selben Tag wurden die griechischen Banken sowie die Athener Börse geschlossen, um einen Kollaps des griechischen Finanzsystems zu verhindern. Gleichzeitig wurden auch Kapitalverkehrskontrollen eingeführt, wie zum Beispiel ein wöchentliches Limit von 420 Euro für Bargeldbezüge. Weiter durften griechische Investoren Aktien nur mit Bargeld oder mit Geld kaufen, das aus dem Ausland nach Griechenland zurückgebracht wurde. Die Renditeaufschläge haben sich seit Juli (Einigung zwischen der griechischen Regierung und den internationalen Kreditgebern) und August (Wiedereröffnung der Börse) wieder etwas zurückgebildet. Sie bleiben jedoch mit über 8% im internationalen Vergleich extrem hoch.

**Abbildung 11: Renditeaufschläge zu Deutschland für zehnjährige Staatsanleihen**

Wochenmittelwerte in Prozent



Quelle: Datastream

**Aktienmärkte**  
In Griechenland Absturz  
nach Wiedereröffnung

Starke Korrektur auf den  
chinesischen Festland-  
börsen

Nach der Wiedereröffnung der Athener Börse am 3. August stürzten die Aktienkurse vorerst ab, bevor sie sich auf einem tieferen Niveau stabilisierten. Ein deutlicher Rückgang des hellenischen Aktienindex war allerdings erwartet worden, da die Anleger während der Börsenschliessung nicht auf die mehrheitlich schlechten Nachrichten reagieren konnten und sich daher ein gewisser Nachholbedarf angestaut hatte. Die anderen europäischen Finanzmärkte zeigten sich von diesen Ereignissen aber unbeeindruckt, was ein Zeichen für die geringe Ansteckungsgefahr aus Griechenland ist.

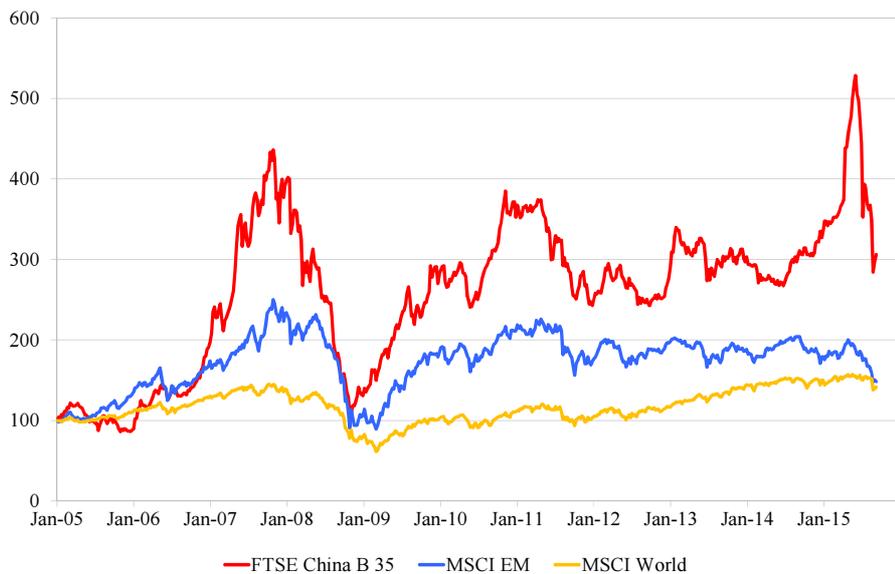
Eine stärkere internationale Resonanz hatte die Börsenentwicklung der vergangenen Monate in China. Nachdem die Aktienkurse an den chinesischen Festlandbörsen (Shanghai und Shenzhen) seit Mitte 2014 blasenmässig angestiegen waren und am 12. Juni 2015 einen historischen Höchststand erreichten, stürzten sie aufgrund allgemeiner Panikverkäufe komplett ab, bevor sie sich Ende August wieder stabilisierten (Abbildung 12). Small Caps, deren Kurse zuvor buchstäblich explodiert waren, haben dabei die stärkste Korrektur erfahren.

Unmittelbar nach dem Platzen der Blase hat der chinesische Staat im Juni und Juli massiv interveniert, um dem Zusammenbruch der Börse entgegenzuwirken. Da dies eine weitere Korrektur der Aktienkurse nur vorübergehend zu verhindern vermochte, hat die chinesische Regierung im August angekündigt, nicht mehr direkt an den Aktienmärkten intervenieren zu wollen. Alternativ dazu hat die Zentralbank andere Massnahmen ergriffen, welche die Wirtschaft auf einer breiteren Basis stützen sollten. Dazu zählen mehrfache Abwertungen des Yuan Anfang August, eine weitere Senkung des Leitzinses am 25. August um 25 Basispunkte auf 4,6% und eine Senkung des Mindestreservesatzes für die Grossbanken um 50 Basispunkte auf 18%.

Dem Platzen der Aktienblase in China sollte jedoch keine zu grosse Bedeutung zugeschrieben werden. Erstens lagen die chinesischen Börsen Anfang September gegenüber August 2014 trotz den riesigen Verlusten mit 43% (Shanghai) bzw. 44% (Shenzhen) noch deutlich im Plus. Aus diesem Grund sollte die Korrektur eigentlich begrenzte Vermögensverluste für die mehrheitlich chinesischen Kleinanleger zur Folge haben. Zweitens scheint das Risiko einer Ansteckung des Börsencrashes auf die Realwirtschaft und den Bankensektor in China begrenzt, insbesondere weil sich die Aktienmärkte in China in den letzten Jahren fast völlig abgekoppelt vom Rest der Wirtschaft entwickelt haben.

**Abbildung 12: Aktienmärkte in China und in den Schwellenländern**

Wochenwerte, Preisindizes in US Dollar, Januar 2005=100, EM: Emerging Markets (inklusive China)



Quelle: Datastream

Schwellenländer unter Druck

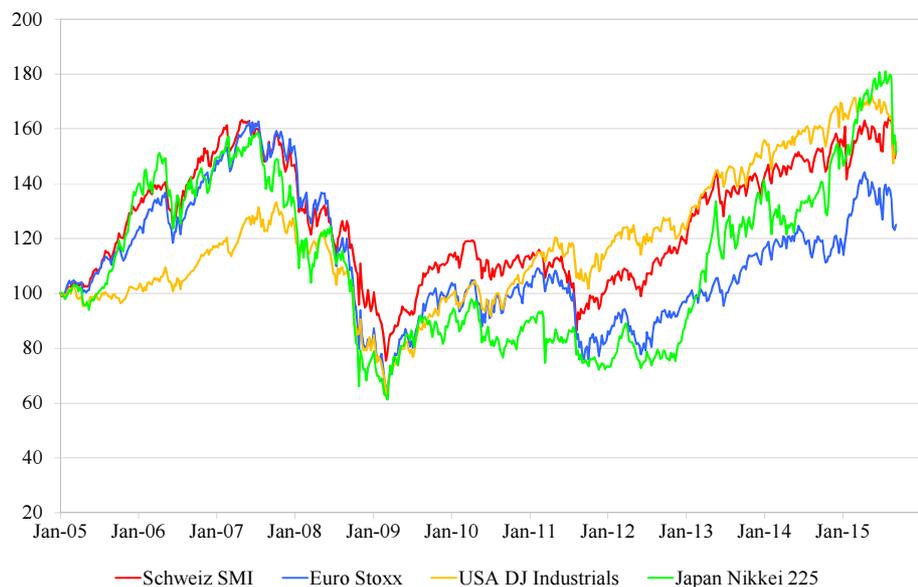
Obwohl die Panikverkäufe an den chinesischen Börsen die weltweiten Aktienmärkte im August vorübergehend anzustecken vermochten, scheinen sie vor allem die Börsen der Schwellenländer mitgerissen zu haben (Abbildung 12). Besonders stark betroffen waren diejenigen Schwellenländer, für die China einen wichtigen Handelspartner darstellt oder die stark von den Rohstoffexporten abhängen. Viele Schwellenländer befinden sich jedoch schon seit längerer Zeit in einer wirtschaftlich schwierigen Lage, unter anderem wegen der sinkenden Nachfrage aus China, wegen den seit 2014 stark rückläufigen Energie- und Rohstoffpreisen und wegen der erwarteten Zinswende in den USA, welche Kapitalabflüsse aus diesen Ländern verursacht. Obwohl die südostasiatischen Länder besonders betroffen sind, sollten sie von einer schweren Krise, wie sie sie zum Beispiel in den 1990er Jahren erlebt haben, verschont bleiben: Sie weisen im Schnitt solidere Leistungsbilanzen, eine tiefere Abhängigkeit von kurzfristigen Schulden in ausländischen Währungen, flexiblere Wechselkurse und grössere Währungsreserven auf.

Industrielländer weniger stark betroffen

Auch die Aktienindizes der Industrieländer sind in den Sog des chinesischen Börsencrashes geraten, wenn auch im Allgemeinen in einem geringerm Ausmass (Abbildung 13). Besonders stark betroffen war der japanische Nikkei, welcher wegen den engen Verflechtungen des japanischen Exportsektors mit China und weiteren Südoststaaten besonders stark reagierte. Die hohe Marktvolatilität der vergangenen Monate widerspiegelt einerseits die Unsicherheit bezüglich der nach wie vor nicht gefestigten Weltkonjunktur, der eingetrübten Wachstumsperspektiven Chinas und der erwarteten Zinswende in den USA. Andererseits ist sie aber auch ein Symptom der extrem hohen Liquidität an den Finanzmärkten, welche aus den massiven Geldspritzen der verschiedenen Zentralbanken seit der Finanzkrise stammt und zusammen mit den tiefen Zinsen die Aktienwerte in den letzten vier Jahren trotz der schlechten Lage der Realwirtschaft stark ansteigen liess. Trotz grosser Schwankungen befinden sich die wichtigsten internationalen Leitindizes aber praktisch auf dem Niveau von Anfang Jahr.

**Abbildung 13: Aktienmärkte in den Industriestaaten**

Wochenmittelwerte, Januar 2005=100



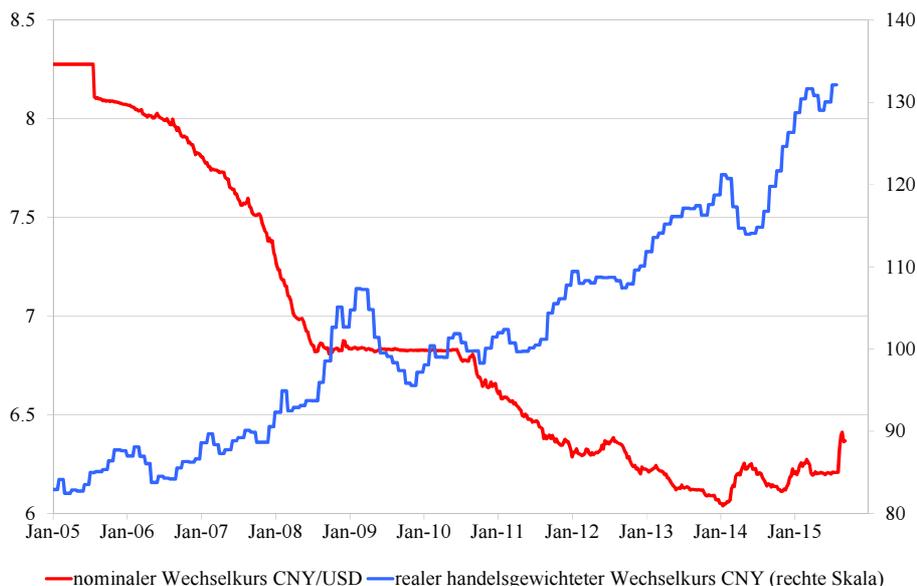
Quellen: SWX, STOXX, Dow Jones, Nikkei

**Wechselkurse**  
Jüngste Abwertung des Yuan relativieren

Die chinesische Notenbank sorgte im August mit der durch eine weitere Lockerung des Wechselkursregimes verursachten Abwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar an den internationalen Finanzmärkten für Verunsicherung (Abbildung 14). Diese Entscheidung folgte auf einige schlechte Konjunkturdaten aus China, darunter insbesondere ein Einbruch der Exporte im Juli. Die Währungen (und Aktienmärkte) der anderen exportorientierten asiatischen Staaten reagierten sehr stark auf die Abwertung des Yuan, viel stärker noch als auf die Börsenkorrektur. Am stärksten reagierten die indonesische Rupiah und der malaiische Ringgit, welche den tiefsten Wert seit 17 Jahren erreichten. Die Aktienkurse einiger exportorientierten Unternehmen in der Schweiz, Europa und den USA, welche einen grossen Teil ihres Umsatzes in China erwirtschaften, reagierten ebenfalls negativ auf die Abwertung der chinesischen Währung.

**Abbildung 14: Nominaler und realer Wechselkurs der chinesischen Währung**

Wochenwerte



Quelle: BIS, Datastream

Betrachtet man aber die langfristige Entwicklung des Yuan, so ist klar ersichtlich, dass er sich seit ungefähr zehn Jahren real und handelsgewichtet sehr stark aufgewertet hat und dass sich die Aufwertung in den letzten drei Jahren sogar beschleunigt hat (Abbildung 14). Diese Aufwertungstendenz sollte sich in den kommenden Jahren, einhergehend mit dem Strukturwandel der chinesischen Wirtschaft, fortsetzen.

Leichte Abwertung des Schweizer Frankens

Der Schweizer Franken ist trotz der Griechenlandkrise, dem Börsencrash in China und der Abwertung des Yuan erstaunlich stabil geblieben. In den vergangenen Monaten hat der Franken gegenüber dem Euro sogar deutlich an Wert verloren, so dass der nominale Wechselkurs seit Anfang August zwischen 1,06 und 1,10 Franken pro Euro schwankt (Abbildung 15). Anfang September fiel er auf den tiefsten Stand seit der Aufhebung des Euro-Mindestkurses. Die jüngste Frankenabwertung kann mit der unterschiedlichen konjunkturellen Dynamik der Schweiz, des Euroraum und der USA erklärt werden. Scheinbar dient in letzter Zeit nicht mehr der Franken, sondern eher die anderen Währungen als Fluchtdestination für die relativ grossen Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern. Angesichts der gestiegenen Sichteinlagen bei der SNB kann ebenfalls nicht ausgeschlossen werden, dass die SNB in den letzten Monaten mehrmals in den Devisenmärkten interveniert hat, um den Franken abzuschwächen. Für die kommenden Monate zeichnen sich gegensätzliche Effekte auf die Wechselkursentwicklung ab. Einerseits könnte der Franken noch weiter an Wert verlieren, sobald das Fed den Leitzins anhebt. Andererseits würden weitere expansive Massnahmen der EZB, wie eine Erstreckung der Lauffrist des QE-Programms, den Franken erneut Aufwertungsdruck aussetzen.

**Abbildung 15: Nominaler Wechselkurs**

Wochenmittelwerte



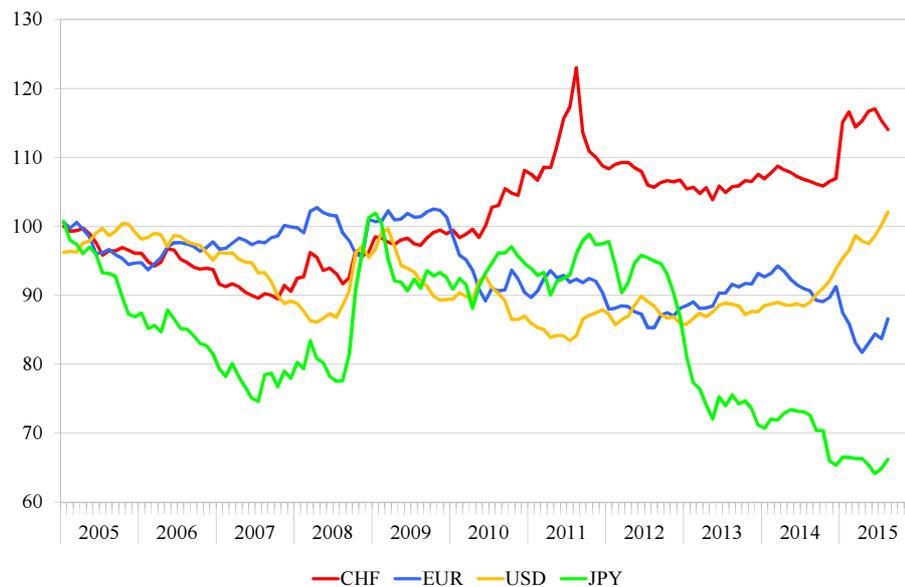
Quelle: SNB

Handelsgewichtete reale Wechselkurse

Abbildung 16 zeigt ausgewählte handelsgewichtete reale Wechselkurse, welche bezüglich der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen mehr Aussagekraft besitzen. Zwischen den grossen Währungsräumen haben sich in den letzten Quartalen einige fundamentale Verschiebungen vollzogen. Nachdem der reale Aussenwert des Euro zwischen Januar und April im Zuge des QE-Programms der EZB sank, hat er sich seitdem wieder erholt. Derjenige des US-Dollar setzte seine Aufwertung fort und erreichte im August den höchsten Wert seit über zehn Jahre. Der Schweizer Franken bleibt historisch sehr hoch bewertet, hat sich aber in den letzten Monaten etwas zurückgebildet. Im Gegensatz dazu bleibt der Aussenwert des japanischen Yen historisch sehr tief, was die extrem lockere Geldpolitik der letzten Jahre widerspiegelt.

**Abbildung 16: Handelsgewichteter realer Wechselkurs**

Monatsdurchschnittswerte (Jahresdurchschnitt 2004=100)



Quelle: OECD

## Zur Lage der schweizerischen Wirtschaft

**Bruttoinlandprodukt**  
Starke Währung drückt  
BIP

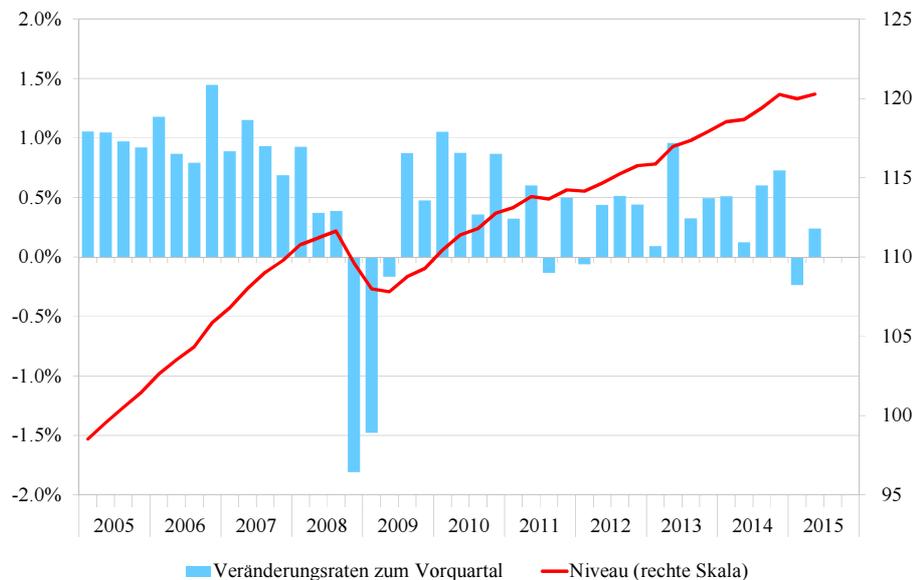
Inlandnachfrage stützt  
BIP-Wachstum

Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) expandierte im 2. Quartal 2015 gegenüber dem Vorquartal um schwache 0,2% (Abbildung 17). Dies nachdem das Wirtschaftswachstum im 1. Quartal durch die Aufhebung der Kursuntergrenze des CHF zum Euro abrupt in den negativen Bereich fiel (-0,2%). Damit hat die Schweizer Wirtschaft im ersten Halbjahr 2015 eine Vollbremsung erfahren. Die starke Währung macht sich auf breiter Ebene bemerkbar. Immerhin ist bisher aber kein dramatischer Einbruch der Konjunktur sichtbar, womit die Berechnungen zum 2. Quartal 2015 zumindest vorläufig als beruhigend gewertet werden können. Im Vergleich zum 2. Quartal 2014 resultiert real ein BIP-Wachstum von 1,2%.

Die positive Entwicklung der Inlandnachfrage stützte im 2. Quartal das BIP-Wachstum. Der private und der staatliche Konsum stiegen um 0,3% respektive 0,2% an. Die Ausrüstungsinvestitionen erhöheten sich, nach einem Rückgang im 1. Quartal, um 1,5%. Auch die Bauinvestitionen wuchsen mit einem Plus von 0,1% leicht. Die Handelsbilanz mit Waren lieferte im 2. Quartal ebenfalls einen positiven Wachstumsbeitrag. Dies einerseits weil die Exporte leicht anzogen (+0,5%) und andererseits weil die Importe deutlich zurückgingen (-3,6%). Die Handelsbilanz mit Dienstleistungen trug hingegen negativ zum BIP-Wachstum bei.

### Abbildung 17: Schweiz, reales Bruttoinlandprodukt

Veränderungsraten zum Vorquartal und Volumenindex (rechte Achse, 2005=100), saisonbereinigte Werte



Quelle: SECO

**Produktion**

Auf der Produktionsseite zeigt sich wie schon im 1. Quartal ein zweigeteiltes Bild. Einerseits achzen wechselkursensiblere Branchen unter dem noch immer starken Franken, wenn sich teilweise aber bereits eine Stabilisierung auf tiefem Niveau abzuzeichnen scheint. Andererseits stützen vor allem die eher inlandorientierten und staatsnahen Bereiche die Konjunktur. Negativ entwickelte sich im zweiten Quartal insbesondere das Finanzgewerbe (-2,4%) und der Handel (-0,4%). Vom Gastgewerbe (0,1%) sowie dem Baugewerbe (0,1%) kamen nur geringe Impulse. Stützend wirkten hingegen der Energiesektor (2,2%), der Gesundheitssektor (0,7%), die öffentliche Verwaltung (0,4%), die sonstigen Dienstleistungen (0,4%) sowie erstaunlicherweise auch die Industrie (0,8%). Abbildung 18 zeigt die Beiträge einiger Wirtschaftsbereiche zum gesamten BIP-Wachstum.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Zur Ermittlung der Wachstumsbeiträge werden die Wachstumsraten einer Komponente mit ihrem Anteil am Total gewichtet. Die Summe der Wachstumsbeiträge aller Komponenten entspricht der Wachstumsrate des Totals. Die Höhe der Kästchen entspricht der Anzahl Prozentpunkte, welche der jeweilige Sektor zum BIP-Wachstum (im Vorquartalsvergleich) beiträgt. Komponenten, deren Kästchen sich oberhalb der Nulllinie befinden, tragen positiv zum BIP-Wachstum bei, solche unterhalb der Nulllinie verringern das BIP-Wachstum.

**Tabelle 1: Bruttoinlandprodukt gemäss Produktionsansatz ESGV 2010**

Veränderungsraten in Prozent gegenüber der Vorperiode (real)

	2013	2014	2014:1	2014:2	2014:3	2014:4	2015:1	2015:2
Landwirtschaft & Industrie	0.5	2.1	0.7	0.0	0.8	2.3	-0.5	0.9
Baugewerbe/Bau	2.0	2.1	1.0	-1.0	0.5	-0.5	1.6	0.1
Handel, Kommunikation, Transport & Gastgewerbe	1.0	1.5	1.2	-0.5	0.0	-0.4	-1.5	-0.2
Finanz & sonst. wirtschaftliche Dienstleistungen	4.9	2.1	0.1	0.5	0.5	0.7	0.1	-0.3
Staat & Übrige	1.2	1.9	0.0	0.6	1.0	0.7	0.5	0.5
<b>Bruttoinlandprodukt</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>

Preisbereinigte, verkettete, saison- und kalenderbereinigte Werte nach X-13ARIMA-SEATS, Veränderung in % gegenüber der Vorperiode

**Landwirtschaft & Industrie:** Landwirtschaft, Forstwirtschaft und Fischerei; Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden; Gewerbe/Herstellung von Waren; Energie- und Wasserversorgung, Beseitigung von Umweltverschmutzungen

**Handel, Kommunikation, Transport & Gastgewerbe:** Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen; Verkehr und Lagerei; Information und Kommunikation; Gastgewerbe und Beherbergung

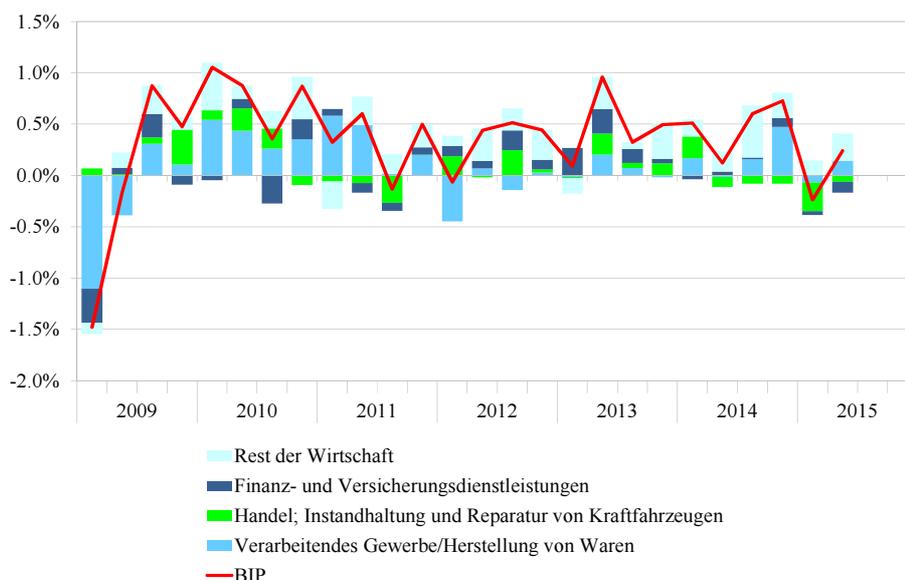
**Finanz & sonst. wirtschaftliche Dienstleistungen:** Finanzdienstleistungen; Versicherungsdienstleistungen; Grundstücks- und Wohnungswesen; Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen; Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen

**Staat & Übrige:** Öffentliche Verwaltung; Erziehung und Unterricht; Gesundheits- und Sozialwesen; Kunst, Unterhaltung, Erholung und sonstige Dienstleistungen; Private Haushalte als Arbeitgeber und Hersteller von Waren für den Eigenbedarf; Gütersteuern; Gütersubventionen

Quellen: BFS, SECO

**Abbildung 18: Bruttoinlandprodukt nach Branchen**

Anteile am BIP-Wachstum und Vorquartalsveränderungsraten



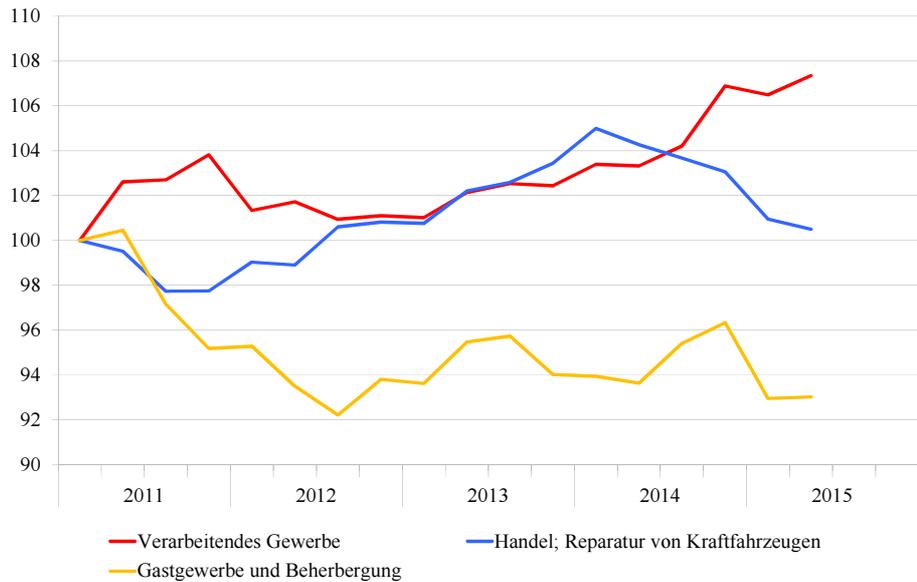
Quelle: SECO

Entwicklung in der Industrie

Nachdem im 1. Quartal die Frankenaufwertung insbesondere in den Sektoren Handel, Gastgewerbe und Beherbergung sowie in der Industrie zu spüren war, zeigt sich in allen drei Sektoren immerhin eine Stabilisierung. Dass sich der Franken schockartig aufwertete, danach aber stabilisierte und gar wieder etwas abwertete, lässt hoffen, dass auch in der Wertschöpfungsentwicklung vieler Sektoren ein Grossteil dieses Schocks bereits absorbiert ist. Auf der anderen Seite sollte die positive Entwicklung von +0,7% im verarbeitenden Gewerbe nicht überbewertet werden. Zwar dürfte die Industrie durch natürliches Hedging (importierte Vorleistungen), längerfristige Lieferverträge und hohe Auftragsbestände von der Aufwertung etwas abgeschirmt gewesen sein. Dies bedeutet aber auch, dass die weitere Entwicklung unsicher bleibt und noch nicht auf eine Trendwende geschlossen werden sollte. Dies zeigt auch die Entwicklung von 2011, als sich die Frankenaufwertung (allerdings in Kombination mit schwacher Auslandkonjunktur) im verarbeitenden Gewerbe erst nach und nach in der Wertschöpfung niederschlug. Im Gegensatz dazu erholte sich der Handel etwas schneller (Abbildung 19).

**Abbildung 19: Wertschöpfung ausgewählter Sektoren**

Indiziert, 1. Quartal 2011 = 100



Quelle: SECO

**Verwendung**

**Tabelle 2: Bruttoinlandprodukt und Verwendungskomponenten (ESVG 2010)**

Veränderungsraten in Prozent gegenüber der Vorperiode (real)

	2013	2014	2014:1	2014:2	2014:3	2014:4	2015:1	2015:2
Privater Konsum und POoE	2.2	1.3	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3
Staatskonsum	1.3	1.3	-0.7	-0.2	0.7	2.1	0.3	0.2
Ausrüstungsinvestitionen	0.0	1.3	0.5	0.0	1.2	1.6	-0.4	1.5
Bauinvestitionen	3.1	3.3	1.2	-0.1	0.6	-1.4	-0.1	0.1
Warenexporte ohne Wertsachen <sup>1</sup>	-2.3	5.1	4.6	2.3	-1.6	0.4	0.9	-0.2
Warenexp. ohne Wertsachen <sup>1</sup> und Transithandel	-1.0	4.0	2.9	0.5	2.4	-1.0	-2.2	0.5
Dienstleistungsexporte	4.7	2.4	1.8	-2.6	1.8	1.4	-1.4	0.9
Wareimp. ohne Wertsachen <sup>1</sup>	0.7	1.7	-2.6	2.4	0.5	-1.8	0.6	-3.6
Dienstleistungsimporte	2.9	5.1	4.0	-2.7	4.0	4.8	0.6	3.0
<b>Bruttoinlandprodukt</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.1</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>

Preisbereinigte, verkettete, saison- und kalenderbereinigte Werte nach X-13ARIMA-SEATS, Veränderung in % gegenüber der Vorperiode, Beiträge zum BIP-Wachstum (WB)

<sup>1</sup> Seit der Umstellung auf ESGV 2010 beinhalten die Wertsachen neben Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Definition ESGV 1995) zusätzlich auch das nicht-monetäre Gold.

Quellen: BFS, SECO

**Privater Konsum**  
Moderates Wachstum

Im 2. Quartal 2015 wuchsen die Konsumausgaben der privaten Haushalte und der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck (POoE) um moderate 0,3% (real, saison- und kalenderbereinigt). Eine stützende Wirkung dürften die positive Nettozuwanderung sowie die mit der negativen Teuerung einhergehenden Kaufkraftgewinne ausgewirkt haben. Der grösste positive Wachstumsbeitrag kam von der Rubrik Verkehr, was sich etwa an der relativ hohen Anzahl Immatrikulationen von neuen Personenwagen bemerkbar gemacht hat. Die übrigen Rubriken entwickelten sich ebenfalls leicht positiv. Eine Ausnahme bilden Wohnen und Energie sowie Hotels und Restaurants: Hier gingen die Konsumausgaben im Vorquartalsvergleich leicht zurück.

Verschlechterung der Konsumentenstimmung

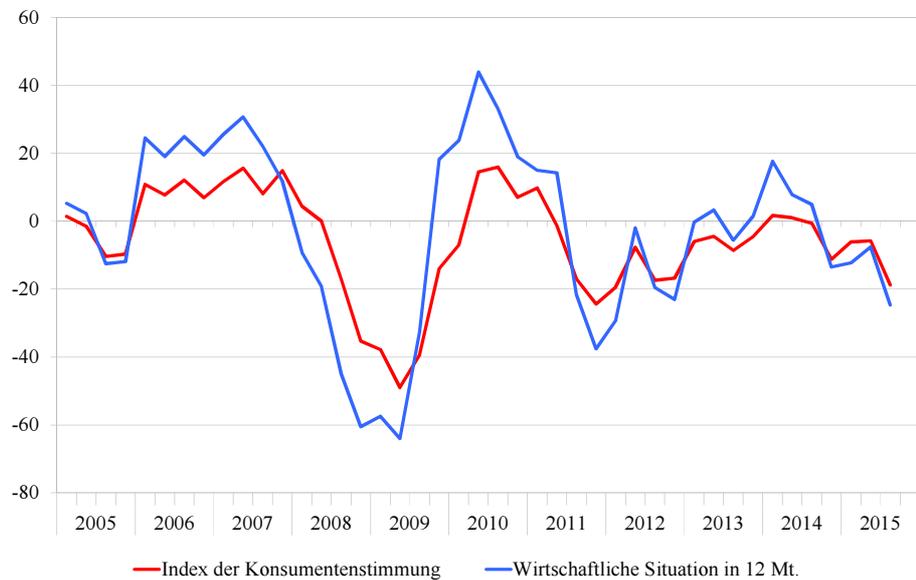
Der Index der Konsumentenstimmung lag im Juli 2015 mit -19 Punkten etwas tiefer als noch im April (-6 Punkte; Abbildung 20). Zum Rückgang haben alle vier Komponenten beigetragen, welche in die Berechnung einfließen. Relativ deutlich haben sich die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung (von -8 auf -25 Punkte) sowie die erwartete Arbeitslosigkeit (von 51 auf 65 Punkte) verschlechtert. Ein geringerer Rückgang zeigte sich bei den Erwartungen zur zukünftigen finanziellen Lage der Haushalte (von 5 auf -4 Punkte) sowie bei der Einschätzung zur Wahrscheinlichkeit, in den kommenden zwölf Monaten Geld sparen zu können (von 31 auf 18 Punkte).

Weiterhin gedämpfte Teuerung erwartet

Die Beurteilung der Preisentwicklung in den vergangenen zwölf Monaten war im Juli (-5 Punkte) etwa gleich wie im April (-3 Punkte). Für die kommenden zwölf Monate rechneten die Konsumenten weiterhin mit einer gedämpften Preisentwicklung (+18 Punkte), allerdings nicht mehr so stark wie im April (+6 Punkte). Der Zeitpunkt für grössere Anschaffungen wurde weiterhin als günstig eingeschätzt (+6 Punkte), wenn auch in geringerem Ausmass als im April (+15 Punkte).

**Abbildung 20: Konsumentenstimmung**

Index der Konsumentenstimmung (SECO)



Quelle: SECO

**Staatskonsum**

Die Konsumausgaben des Staates und der Sozialversicherungen nahmen im 2. Quartal 2015 gegenüber dem Vorquartal um 0,2% (real, saison- und kalenderbereinigt) zu. Damit fällt das Wachstum des Staatskonsums zum zweiten Quartal in Folge etwas unterdurchschnittlich aus.

**Investitionen**  
Stagnierende **Bauinvestitionen**

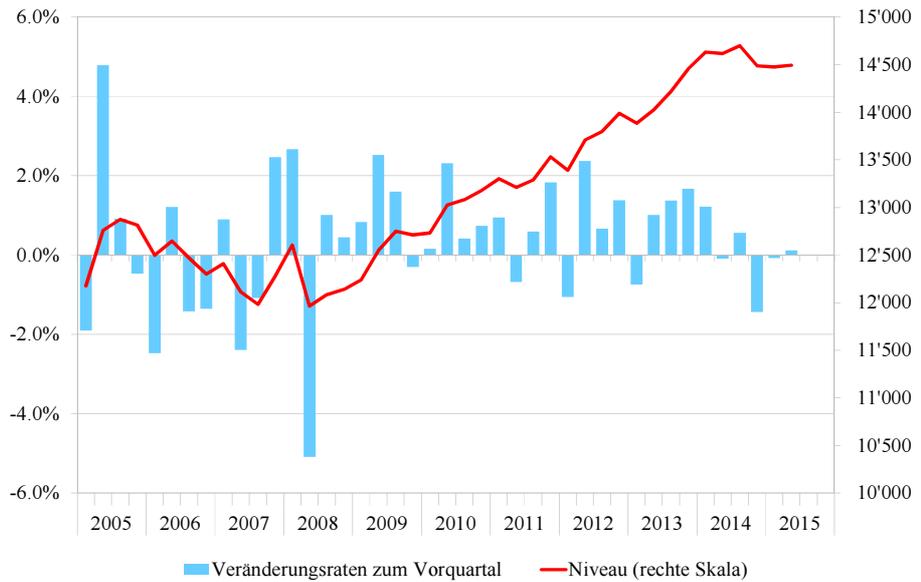
Im 2. Quartal 2015 nahmen die Bauinvestitionen um 0,1% zu. Über das 1. Halbjahr 2015 gesehen stagnierten die Bauinvestitionen und verharrten beinahe auf dem Niveau von Ende 2014 (Abbildung 21).

Indikatoren weisen auf eine Abkühlung hin

Die verfügbaren Indikatoren zur Bauwirtschaft deuten auf eine deutliche Abkühlung hin. Der Indikator der Beschäftigungsaussichten im Baugewerbe ist so tief wie seit 2009 nicht mehr. Die Bautätigkeit, der Arbeitsvorrat und die Auftragseingänge gemäss Baumeisterverband SBV gingen zudem in jüngster Vergangenheit stark zurück (Abbildung 22). Dies lässt eine deutliche Abkühlung erwarten. Jedoch werden die Bauinvestitionen auch bei einem Rückgang weiterhin auf einem hohen Niveau verbleiben, da diese zwischen 2009 und 2014 eine starke Zunahme verzeichneten.

**Abbildung 21: Bauinvestitionen real**

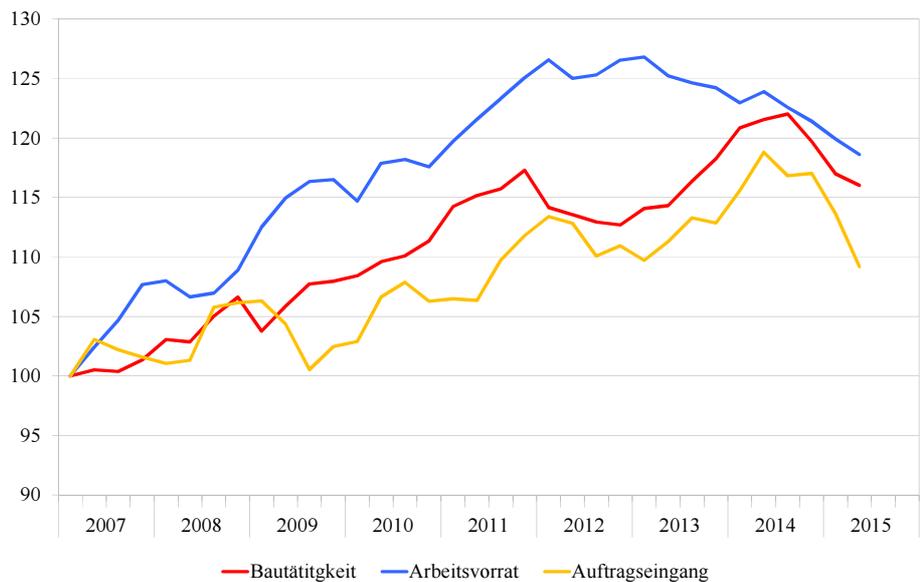
Veränderungsraten zum Vorquartal und Niveau, in Millionen CHF, saison- und kalenderbereinigte Werte



Quelle: SECO

**Abbildung 22: Bautätigkeit, Arbeitsvorrat und Auftragseingang**

Indizes, gleitende Mittelwerte über vier Quartale, indiziert, Q1 2007 = 100



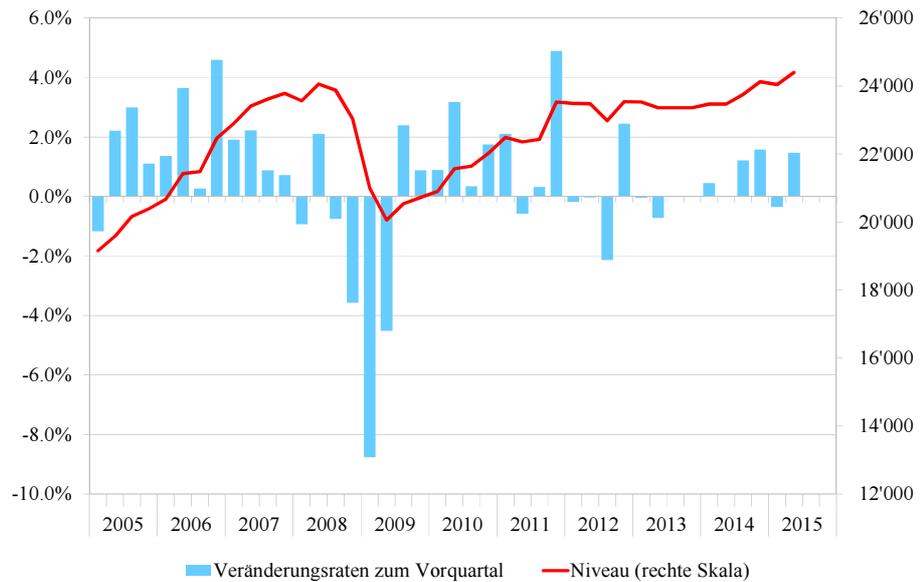
Quellen: SBV, SECO

**Ausrüstungsinvestitionen** zeigen sich noch robust

Die Ausrüstungsinvestitionen verzeichneten im 2. Quartal 2015 einen Zuwachs von 1,5%. Trotz des leichten Rückgangs im 1. Quartal verzeichnen die Ausrüstungsinvestitionen im ersten Halbjahr somit einen Zuwachs von rund 1,1%. Es handelt sich dabei aber nicht um ein breit abgestütztes Wachstum. Treibende Kräfte hinter der positiven Entwicklung waren die Investitionen in Fahrzeuge (v.a. Automobile) sowie in EDV-Anlagen (v.a. Computer, Kopierer, Drucker etc.) und Informatikdienstleistungen während andere Investitionstätigkeiten (z. B. Maschinen) schwächelten.

**Abbildung 23: Ausrüstungsinvestitionen real**

Veränderungsraten zum Vorquartal und Niveau, in Millionen CHF, saison- und kalenderbereinigte Werte



Quelle: SECO

Fokus auf Ersatzinvestitionen

Gemäss einer Umfrage der Credit Suisse<sup>6</sup> bei Schweizer KMUs haben rund 72% der befragten Unternehmen an ihren Investitionsplänen festgehalten und nur 20% planen eine Reduktion. Dies erstaunt vor dem Hintergrund der Frankenaufwertung, welche die Unternehmen als schwierig zu verkraften empfinden. Allerdings gibt es grössere Unterschiede zwischen den Branchen. Beispielsweise planen 44% der Unternehmen, welche in Hightech Branchen tätig sind, eine Reduktion der Investitionen. Zudem wird hauptsächlich in den Ersatz bestehender Anlagen investiert (73% der Unternehmen), was meist mit dem Ziel einer Effizienzsteigerung verknüpft ist. Erweiterungsinvestitionen spielen aktuell eine untergeordnete Rolle. Aufgrund der weiterhin zögerlichen weltwirtschaftlichen Erholung und der unterdurchschnittlichen Kapazitätsauslastung<sup>7</sup> besteht kurzfristig auch kein starker Anreiz, Erweiterungsinvestitionen zu tätigen. Somit ist weiterhin mit einer eher gedämpften Entwicklung zu rechnen.

**Aussenhandel:**  
Warenimporte trüben sich ein, reale Exporte leicht im Plus

Nach einem deutlichen Rückgang im Vorquartal sind die Warenexporte (ohne nicht monetäres (n.m.) Gold, Wertsachen und Transithandel) im 2. Quartal mit 0,5% leicht angestiegen (Abbildung 24). Die Lage in der Exportindustrie ist trotz positiver Wachstumsrate weiterhin angespannt, jedoch gibt es erste Anzeichen einer gewissen Stabilisierung.

Das leicht positive reale Wachstum der Warenexporte geht mit einer ausgeprägten Preissenkung einher. Nicht preisbereinigt (nominal) haben sich die Warenexporte weiterhin zurückgebildet. Mit der Aufhebung des Mindestkurses und der abrupten Aufwertung des Schweizer Frankens sind die Schweizer Exporteure unter Druck geraten, die Preise zu senken. Eine rasche und ausgeprägte Preissenkung der Warenexporte kann zu Lasten der Marge gehen. Jedoch profitieren die Unternehmen gleichzeitig von günstigeren importierten Vorleistungen, was den Druck auf die Margen etwas dämpft.

Die Warenimporte (ohne n.m. Gold und Wertsachen) waren im 2. Quartal 2015 deutlich rückläufig (-3.6%). Trotz des kräftigen Frankens und dadurch relativ günstiger Importe sind die Schweizer Importeure vorsichtig. Einerseits bestehen Unsicherheiten bezüglich des zukünftigen Wechselkurses wie auch der Weltkonjunktur. Die Wechselkurssituation hat sich andererseits mit der leichten Abwertung des Frankens gegenüber dem Euro geringfügig zu Gunsten der Exporteure verbessert.

<sup>6</sup> <https://www.credit-suisse.com/ch/en/news-and-expertise/news/switzerland.article.html/article/pwp/news-and-expertise/2015/09/en/uncertainty-inhibiting-investment-by-swiss-smes.html>

<sup>7</sup> Die Kapazitätsauslastung in der Industrie beträgt gemäss KOF 81,2 im 3. Quartal 2015. Sie liegt damit unter dem langfristigen Durchschnitt von 83,7 und dem Wert von Ende 2014 (82,4).

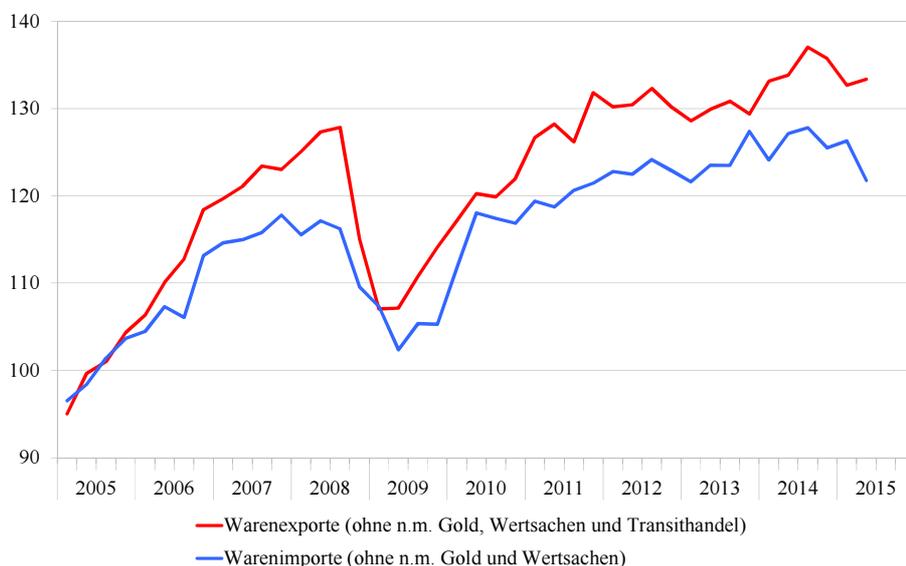
Handelsbilanz mit Waren deutlich im Plus

Kleiner Lichtblick für den Exportsektor, Warenimporte deutlich rückläufig

Trotz der eher verhaltenen Entwicklung der Warenexporte liefert die Handelsbilanz mit Waren im 2. Quartal 2015 positive Impulse, was jedoch hauptsächlich durch den Rückgang der Warenimporte getrieben wurde, weshalb die positive Handelsbilanz mit Waren eher nur begrenzt Anlass zur Freude gibt.

**Abbildung 24: Warenexporte und -importe**

Ohne n. m. Gold, Wertsachen und Transithandel; Volumenindex (2005=100), saison- und kalenderbereinigte Werte

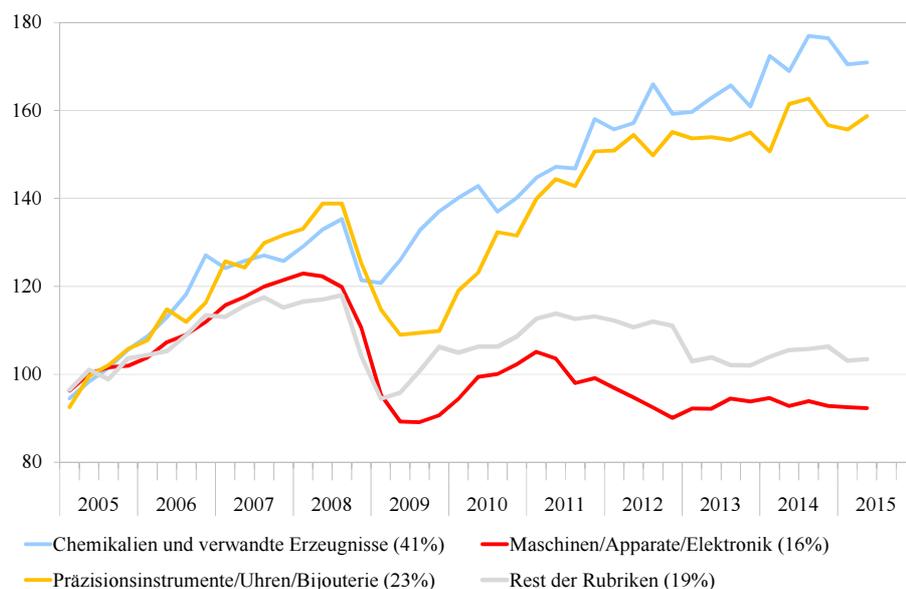


Quellen: EZV, SECO

Mit Blick auf die einzelnen Rubriken hat insbesondere die Rubrik Präzisionsinstrumente/Uhren/Bijouterie zum leichten Anstieg im 2. Quartal beigetragen (Abbildung 25). Nachdem die Chemie/Pharmaexporte im Vorquartal kräftig gesunken waren, entwickeln sie sich am aktuellen Rand leicht positiv. Das Aggregat der restlichen Rubriken stagnierte im 2. Quartal. Während Exporte von Fahrzeugen rückläufig waren, kamen von den restlichen Rubriken (Textil, Energie, Papier) positive Impulse.

**Abbildung 25: Warenexporte nach Branchen**

Saisonbereinigte Quartalsdaten, Volumenindex (2005=100), Anteile an Gesamtexporten 2014 in Klammern



Quellen: EZV, SECO

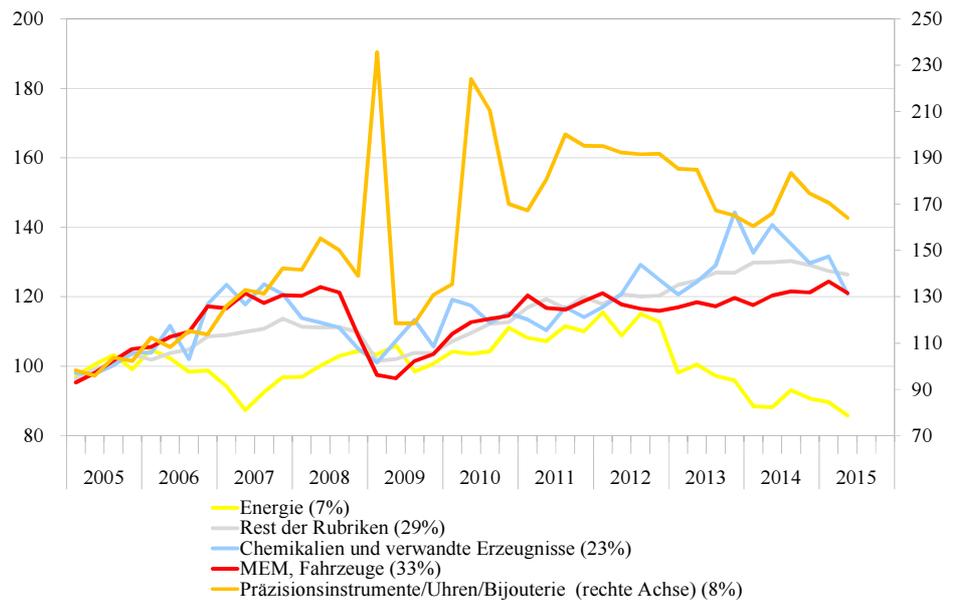
Ausgeprägter Rückgang der Chemie-/Pharmaimporte

Die MEM-Exporte finden weiterhin nicht aus der Talsohle und waren im 2. Quartal rückläufig. Da der Grossteil der MEM-Exporte in die Eurozone gelangt, reagiert dieser Sektor überproportional stark auf den CHF/EUR Wechselkurs sowie auf die Eurokonjunktur. Laut den Ergebnissen der Juli-Umfrage von Swissmem hat sich die Lage in der MEM-Industrie seit April leicht entschärft, bleibt jedoch weiterhin angespannt. Viele Firmen in der MEM-Industrie müssen für das aktuelle Jahr Margenverluste in Kauf nehmen, oder rechnen sogar mit einem operativen Verlust.

Nach Sektoren gegliedert weisen im 2. Quartal bei den Importen praktisch alle Rubriken einen Rückgang auf (Abbildung 26). Insbesondere die Chemie-/Pharmaimporte haben deutlich nachgegeben und haben aufgrund ihres relativ hohen Anteils am Total der Importe den Rückgang des Gesamttaggregats verschärft.

**Abbildung 26: Warenimporte nach Branchen**

Saisonbereinigte Quartalsdaten, Volumenindex (2005=100), Anteile an Gesamtimporten 2014 in Klammern



Quellen: EZV, SECO

Warenexporte nach Regionen

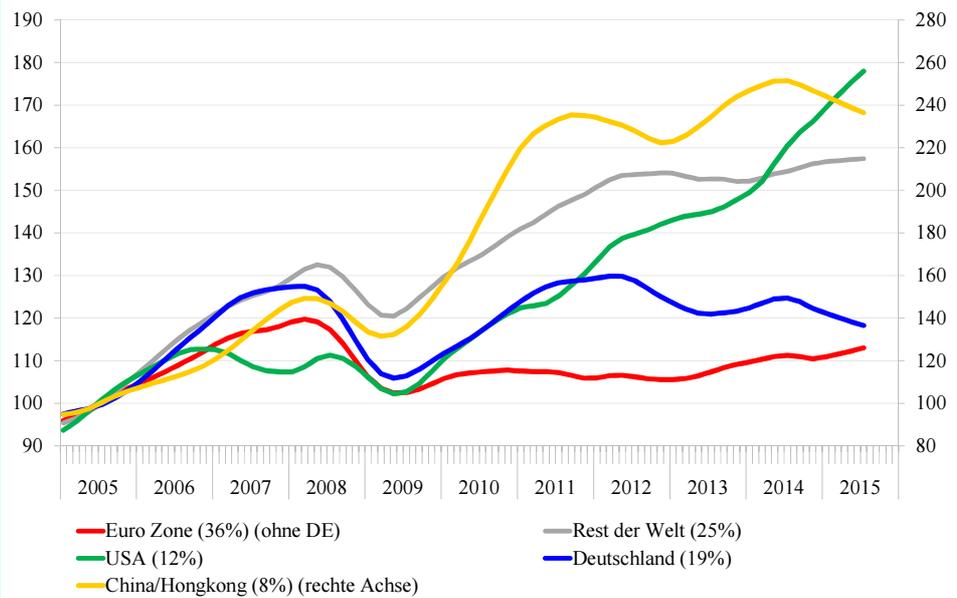
Die Warenexporte zeigen gegliedert nach Regionen beachtliche Divergenzen (Abbildung 27). Die Warenexporte in die USA schiessen weiterhin kräftig in die Höhe. Auffallend sind insbesondere die MEM-Exporte in die USA. Diese entwickeln sich im Gegensatz zum Total (MEM) sehr dynamisch und haben die Vorkrisenniveaus klar überschritten. Die weiter anziehende Wirtschaftsdynamik in den USA ist somit eine klare Stütze für den Schweizer Exportsektor.

Eine allmähliche Stabilisierung und Anzeichen einer gewissen Belebung sind bei den Warenexporten in die EU (ohne DE) sichtbar. Nachdem sich diese Ende 2014 abflachten, zogen sie in den letzten Monaten wieder an. Im Gegensatz dazu sind die Exporte nach Deutschland, wichtigster Handelspartner der Schweiz, wieder rückläufig. Ebenfalls nachgelassen hat die Dynamik der Warenexporte nach China/Hongkong. Im 2. Quartal haben die Exporte nach China/Hongkong aufgrund von überaus kräftigen Exporten von Präzisionsinstrumenten/Uhren zwar zugenommen, die Tendenz am aktuellen Rand zeigt jedoch vermehrt nach unten. Leicht nach oben zeigen die Warenexporte in den Rest der Welt. Auch hier sind innerhalb des Aggregats grosse Unterschiede zwischen den Regionen respektive Ländern sichtbar.

Warenexporte nach Regionen: Weiterhin Boom in die USA, in die EU (ohne DE) leicht aufwärtsgerichtet

**Abbildung 27: Warenexporte nach Regionen**

Volumenindex (2005=100), geglättete Monatswerte, Anteile an Gesamtexporten 2014 in Klammern



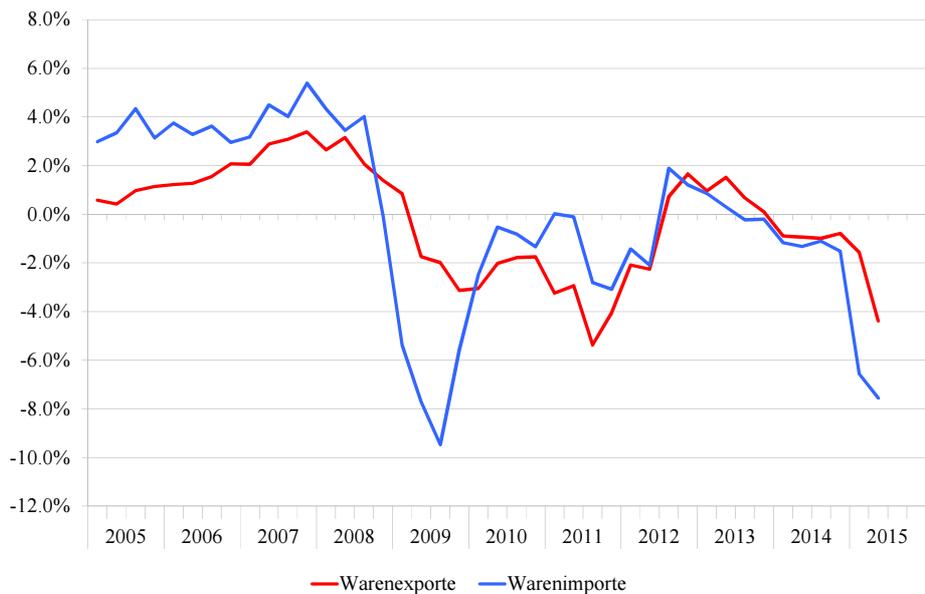
Quellen: EZV, SECO

**Preise:**  
Exportpreise reagieren auf Frankenhoch

Die Preise der Aussenhandelsrubriken sind im 2. Quartal 2015 weiter gesunken (Abbildung 28). Der Preisrückgang der Warenimporte ist deutlich ausgeprägter, was auf die stark gesunkenen Ölpreise in der zweiten Jahreshälfte von 2014 zurückzuführen ist. Die Preise der Warenexporte haben sich nun ebenfalls deutlich nach unten angepasst. Diese reagieren im Vergleich zu den Importpreisen in der Regel mit einer gewissen Verzögerung. Die Schweizer Exporteure müssen aufgrund des starken Frankens ihre Preise senken, um international wettbewerbsfähig zu bleiben. Diese Anpassung nach unten geht teilweise zu Lasten ihrer Margen und wird nur partiell durch die günstigeren importierten Vorleistungen wettgemacht.

**Abbildung 28: Deflatoren**

Veränderungsrate zum Vorjahresquartal, in Prozent



Quellen: EZV, SECO

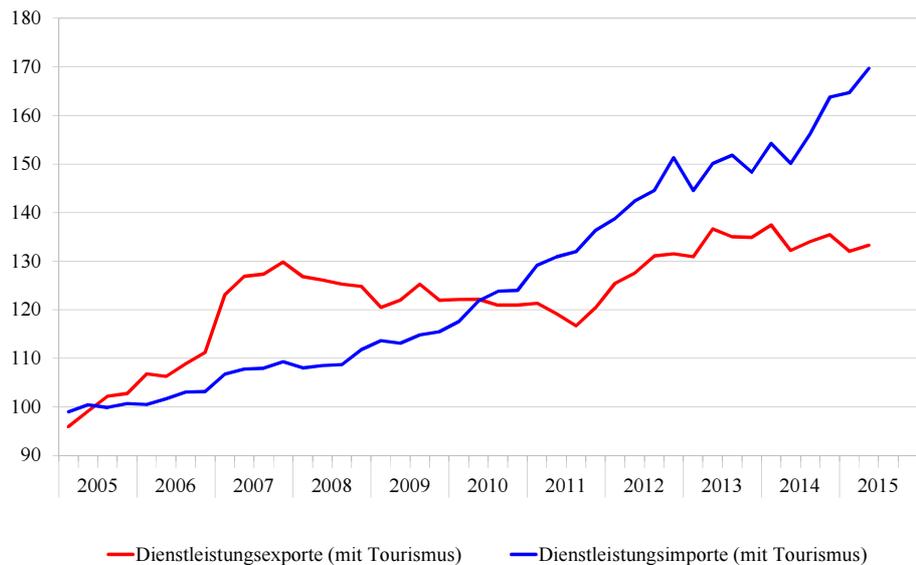
Dienstleistungsimporte sind nicht zu bremsen

Die Dienstleistungsimporte (inkl. Tourismus) sind im 2. Quartal 2015 weiter angestiegen (+3.0%) und haben damit den regelrechten Boom der vergangenen Quartale weiter fortgesetzt. Die Dienstleistungsimporte waren in den letzten 20 Jahren stets nach oben gerichtet. Auch während der Finanz- und Wirtschaftskrise zeigte diese Rubrik keinerlei Schwächetendenzen. Nach einer gewissen Abflachung im Jahr 2013 sind diese zudem auf einen steilen Wachstumspfad zurückgekehrt.

Die Dienstleistungsexporte entwickeln sich weitaus weniger dynamisch und haben am aktuellen Rand leicht zugenommen (+0,8%). Die Unterrubrik Tourismusexporte hat sich nach einem deutlichen Rückgang im Vorquartal wieder gefangen und stagnierte im 2. Quartal 2015. Die Daten zu den Logiernächten für den Monat Juli stimmen sogar zuversichtlich: Im Vorjahresvergleich ist die Gesamtanzahl Logiernächte um 3,7% angewachsen. Diese Zunahme ist vor dem Hintergrund der warmen und sonnigen Sommermonate wohl nicht erstaunlich. Interessanterweise ist aber sowohl bei den ausländischen als auch bei den inländischen Touristen eine Zunahme der Logiernächte festzustellen. Bei den ausländischen Touristen sanken die Logiernächte der Gäste aus Europa zwar weiter, aber bei den Gästen aus Asien (+41%) wie auch aus den Golfstaaten (+274%) war ein starkes Wachstum zu verzeichnen. Bei letzteren spielte bezüglich der Logiernächte im Monat Juli jedoch auch der Ramadan eine Rolle, welcher dieses Jahr (18. Juni bis 17. Juli) nicht in der gleichen Zeitspanne wie im Jahr 2014 (29. Juni bis 28. Juli) stattfand. Trotz der erfreulichen aggregierten Daten für Juli 2015 leidet der Tourismussektor im aktuellen Währungsumfeld in den Regionen, welche vorwiegend von europäischen Touristen besucht werden, merklich.

**Abbildung 29: Dienstleistungsexporte und -importe (mit Tourismus)**

Volumenindex (2005=100), saisonbereinigte Quartalswerte



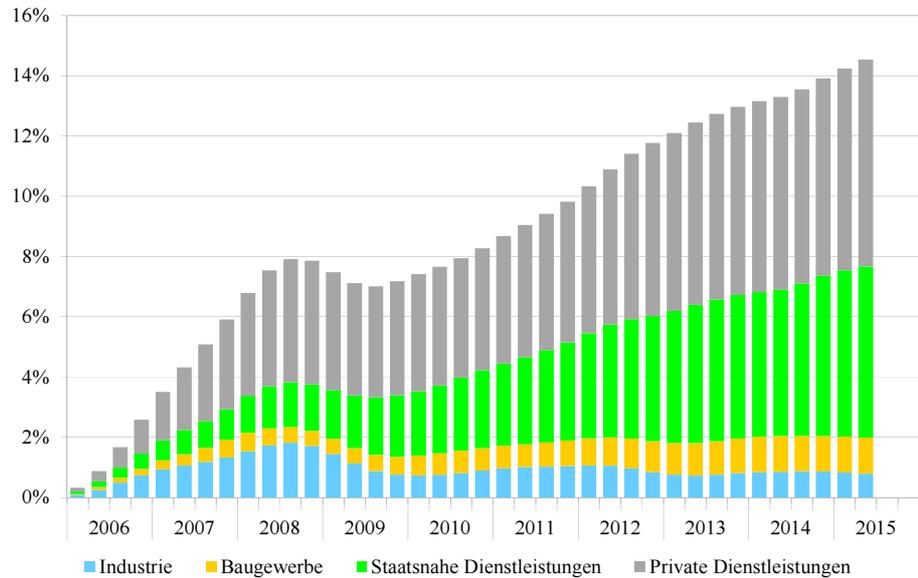
Quellen: SNB, SECO

**Arbeitsmarkt**  
Weiterhin robustes  
Beschäftigungswachstum

Die Beschäftigung nahm im 2. Quartal 2015 erneut spürbar zu, fast so kräftig wie bereits in den beiden Vorquartalen. Das Beschäftigungsvolumen gemäss Beschäftigungsstatistik (BESTA) erhöhte sich im 2. Quartal gegenüber dem Vorquartal auf saison- und zufallsbereinigter Basis um rund 9'200 Stellen respektive erneut um 0,3% (Abbildung 30). Der Frankenschock von Mitte Januar hat somit, bezogen auf die Gesamtbeschäftigung, noch immer keine deutlichen Spuren auf dem Arbeitsmarkt hinterlassen.

**Abbildung 30: Beschäftigungswachstum der Sektoren** <sup>8,9</sup>

Beiträge zum kumulierten Beschäftigungswachstum; Vollzeitäquivalente, saison- und zufallsbereinigt



Quellen: BFS, SECO

Beschäftigungsaufbau im  
Dienstleistungssektor

Allerdings hat der Beschäftigungsaufbau nicht gleichermassen im 2. Sektor (produzierendes Gewerbe) und im 3. Sektor (Dienstleistungsgewerbe) stattgefunden. Bereits in den Jahren nach der Finanzkrise wurde das Beschäftigungswachstum fast ausschliesslich vom Dienstleistungssektor getragen. So ist die Gesamtbeschäftigung zwischen dem 1. Quartal 2006 und dem 2. Quartal 2015 insgesamt um rund 14% gewachsen, und davon gehen etwa 12% auf den Dienstleistungssektor zurück (Abbildung 30). Am aktuellen Rand setzt sich die Divergenz zwischen den Sektoren fort. Im Mittel des ersten Halbjahrs 2015 belief sich die Gesamtbeschäftigung in der Schweiz auf 3,6 Millionen Vollzeitäquivalente, rund 34'000 mehr als in der entsprechenden Vorjahresperiode. Im 2. Sektor war die Beschäftigung in der ersten Jahreshälfte 2015 allerdings um rund 400 vollzeitäquivalente Stellen geringer als in der entsprechenden Vorjahresperiode, während sie im 3. Sektor um etwa 34'400 höher war.

Aufbau im Gesundheitswesen, Abbau in Tourismus und Industrie

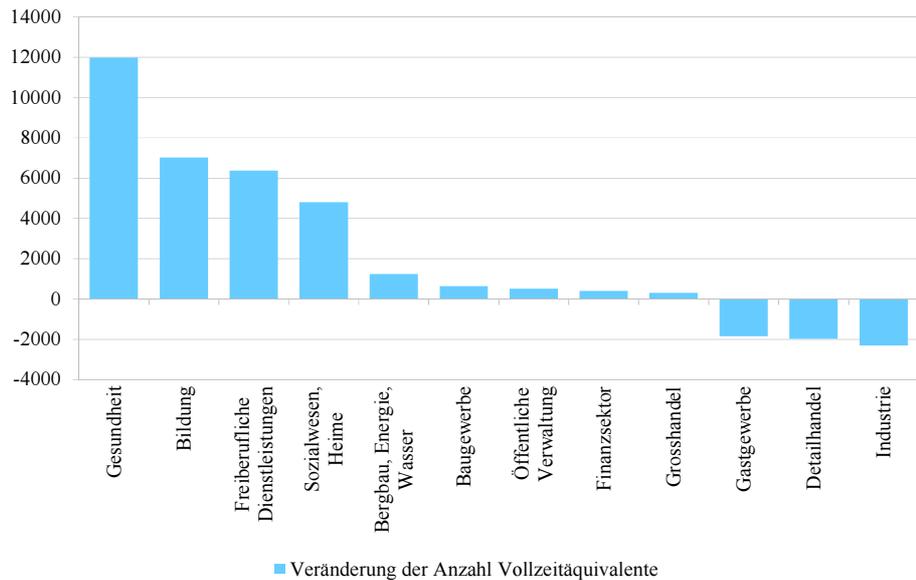
Die rückläufige Entwicklung im 2. Sektor geht auf die Industrie zurück (-2'300 Stellen; Abbildung 31); gewachsen ist die Beschäftigung hingegen im Baugewerbe (+600) und in den deutlich kleineren Branchen des Bergbaus und der Energie- und Wasserversorgung (+1'200). Innerhalb des Dienstleistungssektors entwickelte sich die Beschäftigung im Gesundheitswesen klar am kräftigsten (+12'000). Negativ entwickelte sich die Beschäftigung hingegen im Gastgewerbe und im Detailhandel. In letzterer Branche scheint sich am aktuellen Rand allerdings eine Stabilisierung abzuzeichnen: Im 2. Quartal 2015 ist die Beschäftigung im Vergleich zum Vorquartal saisonbereinigt um 1'000 Vollzeitäquivalente gewachsen.

<sup>8</sup> Industrie: In dieser Abbildung inklusive Bergbau sowie Energie und Wasser; Staatsnahe Dienstleistungen: Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- und Sozialwesen; Private Dienstleistungen: Dienstleistungssektor abzüglich Staatsnahe Dienstleistungen.

<sup>9</sup> Die Wachstumsbeiträge der Sektoren zur Beschäftigung berechnen sich analog zu denen für das BIP-Wachstum, vgl. Seite 19.

**Abbildung 31: Beschäftigungsentwicklung in ausgewählten Branchen**

Veränderung der Anzahl Vollzeitäquivalente, erstes Halbjahr 2015 zum ersten Halbjahr 2014 (Mittelwerte)



Quelle: BFS

Ausblick: Weiteres Abklingen des Beschäftigungswachstums

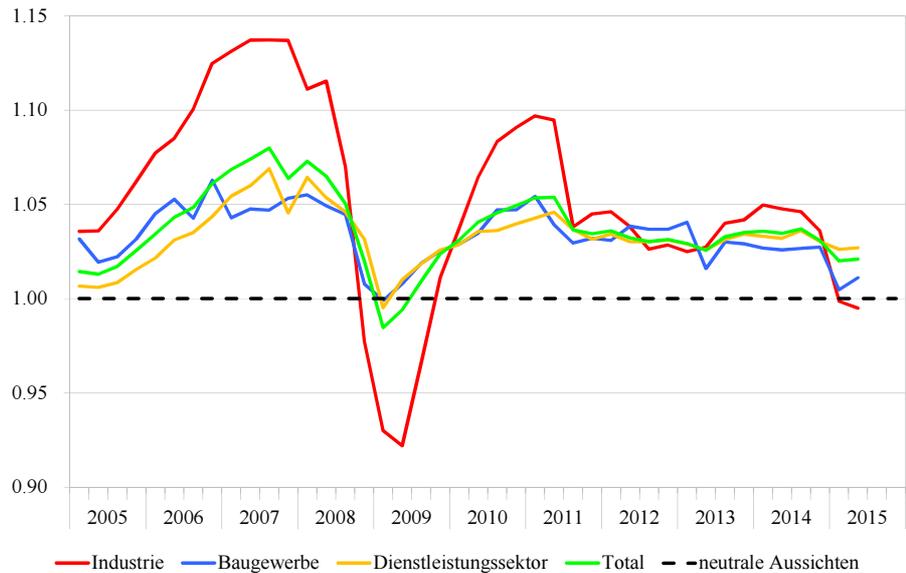
Nachdem seit Ende 2012 fast gleichbleibend leicht aufhellende Tendenzen gemeldet wurden, blieb der Indikator der Beschäftigungsaussichten im 2. Quartal 2015 auf dem zwar leicht tieferen, aber noch immer positiven Niveau vom Vorquartal (Abbildung 32). Seit Anfang 2015 rechnen die Unternehmen also mit einer Abschwächung des Beschäftigungsaufbaus. Auch bei den Frühindikatoren zeigen sich Unterschiede zwischen dem 2. und dem 3. Sektor. Während die Beschäftigungsaussichten im Dienstleistungssektor noch relativ gut sind, ist der Frühindikator für die Beschäftigung in der Industrie neu leicht unter eins gefallen – die Industriebetriebe rechnen somit mit einer Stagnation der Beschäftigung respektive mit einem minimalen Rückgang.

Der Index der insgesamt offenen Stellen des BFS zeigt sowohl saisonbereinigt im Vergleich zum Vorquartal als auch zum Vorjahresquartal zum zweiten Mal in Folge eine mehrheitlich deutlich negative Entwicklung. Aktuell beträgt der Rückgang im Vergleich zum Vorquartal 4,3% und zum Vorjahresquartal 8,2%.

In eine ähnliche Richtung weisen auch einige andere Arbeitsmarktindikatoren. Der *Adecco Swiss Job Market Index* blieb im 2. Quartal 2015 fast unverändert, nachdem er im Jahr 2014 kontinuierlich gesunken war. Im 2. Quartal 2015 war der Index daher um 8% tiefer als im Vorjahresquartal. Dass sich die Unternehmen bei der Rekrutierung von Arbeitskräften zurückhaltend zeigen wird mit der anhaltenden Unsicherheit bezüglich des Wechselkurses, der Beziehungen mit der EU sowie der internationalen Wirtschaftsentwicklung erklärt. Der *KOF-Beschäftigungsindikator* war bereits Mitte 2014 in den negativen Bereich gerutscht, was per Saldo einen geplanten Beschäftigungsabbau indiziert. Die bis Ende Juli 2015 bei den Stellenanbietern durchgeführte Umfrage des *Manpower Arbeitsmarktbarometers* zeigt für das 4. Quartal 2015 eine stagnierende Beschäftigungsentwicklung an. Rund 5% der befragten Unternehmen rechnen mit steigenden und 5% mit fallenden Personalbeständen. Saisonbereinigt beträgt der Saldo 0%. Dieser Wert ist um 2 Prozentpunkte niedriger als im Vorquartal. Im Vergleich zum Vorjahresquartal ist der Saldo um 3 Prozentpunkte gesunken.

**Abbildung 32: Indikator der Beschäftigungsaussichten**

Gewichtung nach Anzahl der Beschäftigten, saisonbereinigte Werte, 1,00 = neutrale Aussichten



Quellen: BFS, SECO

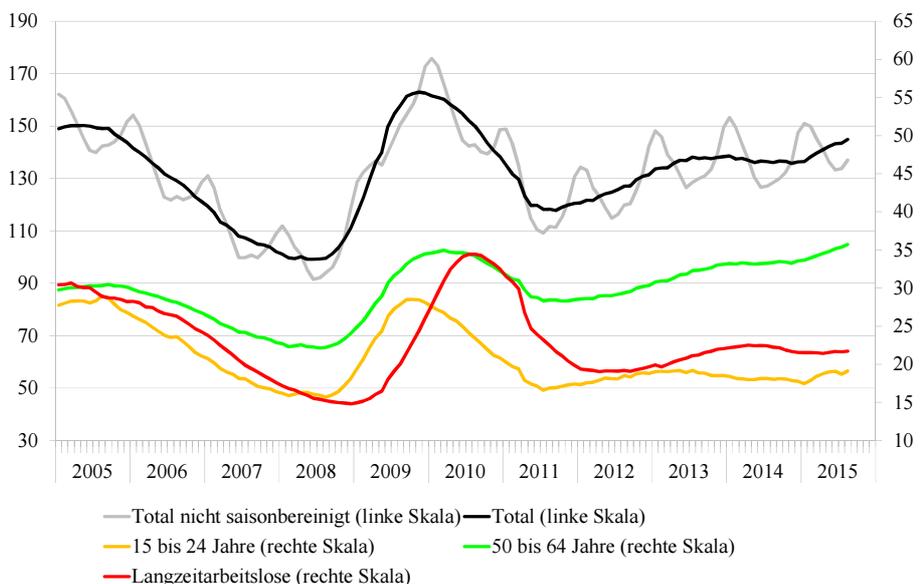
Insgesamt zeigen die der Beschäftigung vorausweisenden Indikatoren am aktuellen Rand eine noch immer leicht zunehmende Beschäftigung an, wenn auch mit einer sich abschwächenden Tendenz. Mit Ausnahme des Industriesektors, und bedingt auch des Bau-sektors, sind noch immer keine klaren Signale einer bald eintreffenden Trendumkehr hin zu insgesamt sinkenden Beschäftigungszahlen erkennbar. Sollten der Frankenaufwertungsschock von Mitte Januar 2015 und die sich allmählich abzeichnende Abkühlung der Weltkonjunktur doch noch deutliche Bremspuren hinterlassen, dann wird es wahrscheinlich frühestens am Ende des Jahres der Fall sein.

Steigende Arbeitslosigkeit seit Februar

Von Januar 2013 bis März 2015 schwankte die saisonbereinigte Arbeitslosenquote zwischen 3,1% und 3,2%. Seit Februar 2015 lässt sich jedoch eine steigende Tendenz beobachten, und im April 2015 hat die saisonbereinigte Arbeitslosenquote erstmals wieder seit langer Zeit den Wert von 3,2% überstiegen. Ende August 2015 lag sie bei 3,3%.

**Abbildung 33: Registrierte Arbeitslose**

in Tausend Personen; ohne abweichende Angabe saisonbereinigte Werte



Quelle: SECO

Die steigende Arbeitslosenquote bei einem gleichzeitigen Beschäftigungswachstum mag auf den ersten Blick überraschen. Zumindest teilweise kann diese Tendenz mit der divergierenden Entwicklung in den einzelnen Wirtschaftssektoren erklärt werden. So wächst die Beschäftigung am aktuellen Rand, wie oben erläutert, im Dienstleistungssektor, während sie in der Industrie leicht rückläufig ist. Der Zuwachs der Arbeitslosigkeit findet wiederum zu einem grossen Teil in der Industrie statt.

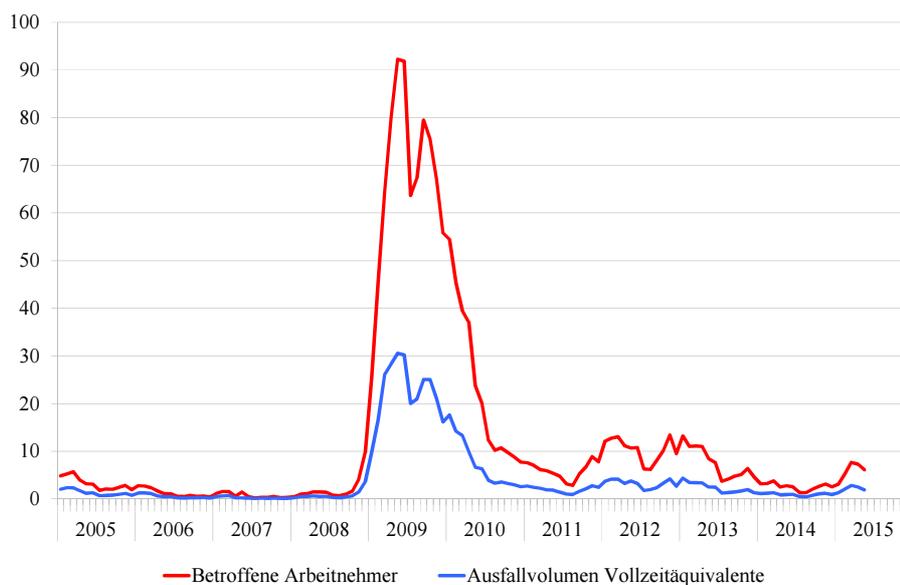
Ende August waren insgesamt 192'700 Personen als Stellensuchende gemeldet (registrierte Arbeitslose und registrierte Stellensuchende, die an Aktivierungsprogrammen der ALV teilnehmen). Saisonkorrigiert entspricht dies knapp 204'000 Stellensuchenden. Während sich die Langzeit- im Verhältnis zur Gesamtarbeitslosigkeit trendmässig in den letzten zehn Jahren nicht gross veränderte, hat sich eine Schere zwischen den jüngeren und den älteren arbeitslosen Personen geöffnet (Abbildung 33).

Kurzarbeit im 2. Quartal 2015 weiter auf tiefem Niveau, aber mit anziehender Tendenz

In der Rezession von 2009 wurde die Kurzarbeitsentschädigung besonders von Industrieunternehmen sehr stark beansprucht. Im Mai 2009 erreichte das Volumen der Ausfallstunden mit einem Äquivalent von rund 30'000 Vollzeitbeschäftigten oder 4,8 Mio. Ausfallstunden einen Höchstwert. Rund 4'800 Betriebe nahmen damals das Instrument der Kurzarbeit in Anspruch. Im Juni 2015 (provisorischer offizieller Wert Stand Ende August 2015) verrichteten nur rund 5'300 Arbeitnehmende Kurzarbeit (rund 1'860 vollzeitäquivalente Stellen), rund 150 (2,7%) Arbeitnehmende weniger als im Mai 2015. Dies stellt aber keine Trendumkehr dar, sondern ist rein saisonal bedingt (Abbildung 34).

**Abbildung 34: Bezüger von Kurzarbeitsgeld und Ausfallvolumen**

in Tausend



Quelle: SECO

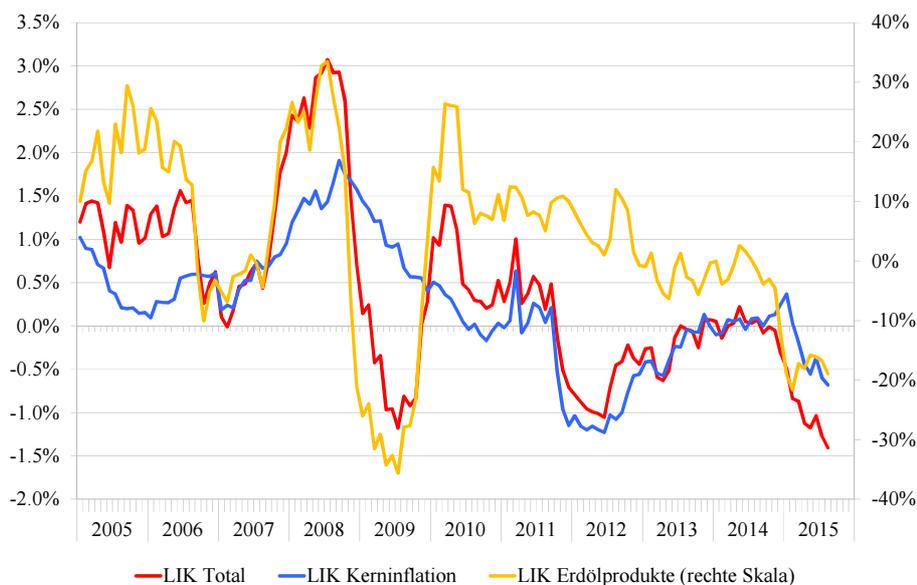
Um einen Eindruck des zu erwartenden Anstiegs der Kurzarbeit zu erhalten, können die aktuell genehmigten Voranmeldungen zur Kurzarbeit betrachtet werden. Ende August 2015 waren rund 6'500 Personen angemeldet, rund 1'500 mehr als im Vormonat. Im Vorjahresmonat waren es noch rund 1'100. Innerhalb eines Jahres fand somit ein markanter Anstieg statt. Doch auch der damit erhöhte Bestand war noch sehr weit vom Krisenniveau von 2009 entfernt, obwohl seit Aufhebung der Euro-Kursuntergrenze der Wechselkurs als Begründung für Kurzarbeitsanträge zulässig ist.

**Preise**  
LIK und Kerninflation  
rückgängig

Nachdem in der Schweiz im Jahr 2014 fast durchgängig Teuerungsraten von null oder knapp darüber beobachtet wurden, bildete sich der Landesindex der Konsumentenpreise seit Anfang 2015 deutlich zurück (Abbildung 35). Im Januar lag die Teuerung im Vorjahresvergleich noch bei -0,5%, im April waren es bereits -1,1% und im August -1,4%. Damit hat der LIK die tiefste monatliche Teuerungsraten seit Anfang der 1980er Jahre verzeichnet. Die rückläufige Tendenz zeigt sich auch bei der Kerninflation, welche anhand eines Subaggregats des LIK ohne Energie und frische sowie saisonale Produkte gemessen wird. Die Kerninflation ist seit März dieses Jahres in den negativen Bereich gerutscht und belief sich im August im Vorjahresvergleich auf -0,7%.

**Abbildung 35: Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)**

Veränderungsraten zum Vorjahr



Quelle: BFS

Erdöl und Wechselkurs  
drücken Teuerung

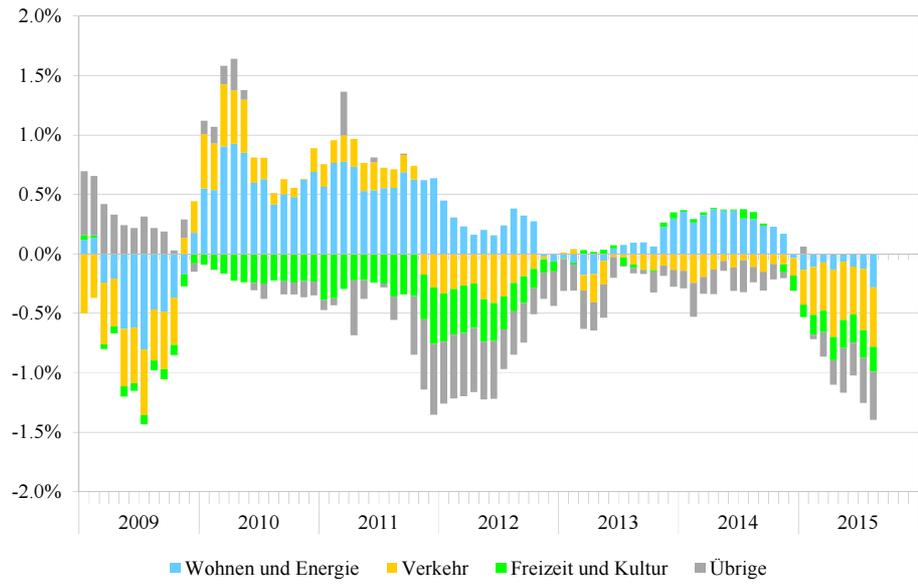
Ein Grund für die jüngste Entwicklung sind die seit Mitte 2014 sehr stark gesunkenen Erdöl- und Energiepreise. Ein anderer ist die Aufwertung des Schweizer Frankens nach der Aufhebung der Euro-Kursuntergrenze, die mit einer entsprechenden Verbilligung der Importe einhergeht. So haben sich die Preise von inländischen Gütern und Dienstleistungen bis Juli 2015 positiv entwickelt und sind im August unverändert geblieben, während die Bestandteile des Warenkorb, welche aus dem Ausland importiert werden, zum wiederholten Mal negative Teuerungsraten registrieren (-5,5% im August).

Preise für Individualverkehr  
deutlich rückläufig

Fast alle Hauptkomponenten des LIK – so etwa „Wohnen und Energie“ und „Freizeit und Kultur“ – haben seit Anfang des Jahres eine negative Preisentwicklung erfahren, wenn auch in unterschiedlich starkem Ausmass. Ein Grund für die unterschiedliche Entwicklung liegt im Anteil an Importen in den einzelnen Kategorien. So ist seit Anfang Jahr der negative Beitrag zur allgemeinen Teuerungsentwicklung der Hauptkomponente „Verkehr“ besonders gross ausgefallen (Abbildung 36). Hintergrund ist der Rückgang der Treibstoffpreise sowie der Automobilpreise: Im Zuge der Verbilligung von importierten Neuwagen (August 2015: -5,0%) sind seit einigen Monaten auch die Preise von Occasionsautos deutlich rückläufig (August 2015: -4,6%). Einige binnenmarktorientierte Subkomponenten der Kategorie Verkehr, wie etwa Serviceleistungen für Velos oder der öffentliche Verkehr, weisen hingegen positive Teuerungsraten auf.

**Abbildung 36: Preisentwicklung nach Hauptkomponenten des LIK**

Beiträge der Hauptkomponenten zur Teuerung im Vorjahresvergleich



Quelle: BFS

## Konjunkturprognose

### Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Mässige Dynamik der Weltwirtschaft

Die Weltwirtschaft zeigte im ersten Halbjahr 2015 eine mässige Wachstumsdynamik, die durch gegenläufige Tendenzen zwischen Industrie- und Schwellenländern geprägt war. Während die US-Konjunktur nach einem verhaltenen Jahresbeginn wieder Tempo aufnahm und sich im Euroraum die langsame Erholung fortsetzte, kühlte sich die Konjunktur in vielen Schwellenländern noch weiter ab. Länder wie Brasilien und Russland leiden erheblich unter unsicheren politischen Bedingungen sowie fallenden Rohwarenerlösen und finden bislang nicht aus der Rezession.

China im Fokus

Über den Sommer sind vor allem die Unsicherheiten über die weitere Wirtschaftsentwicklung in China in den Fokus gerückt. Zu der bereits seit einigen Jahren stattfindenden strukturellen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums (von über 10% bis zum Jahr 2011 auf 7% im ersten Halbjahr 2015) gesellten sich vermehrte Befürchtungen eines drohenden Konjunkturreinbruchs (hard landing). Sowohl die abrupte Korrektur der chinesischen Börsenhausse als auch die teilweise Freigabe des Wechselkurses mit anschliessender Abwertung des Yuan gegenüber dem US-Dollar sorgten an den internationalen Finanzmärkten für Verunsicherung. Allerdings gibt es bislang keine klaren Signale für einen starken realwirtschaftlichen Abschwung der chinesischen Wirtschaft. So stehen ausgeprägten Schwächetendenzen in der Industrie und am Immobilienmarkt positive Indikatoren aus dem Dienstleistungssektor und vom Konsum gegenüber. Entsprechend erscheint eine Fortsetzung des langsameren Wachstumstempos der chinesischen Wirtschaft wahrscheinlicher als eine krisenhafte Zuspitzung mit stark negativer globaler Ausstrahlung.

Beschleunigung in den USA erwartet

Wie schon im bisherigen Jahresverlauf dürften die gedämpften Impulse aus den Schwellenländern auch in den kommenden Quartalen den Welthandel und die Exporte der Industrieländer etwas bremsen. Jedoch erscheinen insbesondere in den USA, aber zunehmend auch im Euroraum, die konjunkturellen Auftriebskräfte genügend gefestigt, um dies ohne grössere Rückschläge verkraften zu können. Für die USA wird von einer Wachstumsverstärkung auf 2,5% 2015 und 2,8% 2016 ausgegangen. Angesichts der gestiegenen konjunkturellen Unsicherheit, des aufgewerteten US-Dollars sowie des fehlenden Inflationsdrucks hat sich aber die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die US-Notenbank die erste Leitzinserhöhung, die bis vor kurzem noch für September erwartet wurde, noch um einige Monate verzögern wird.

Langsame Verbesserung im Euroraum

Im Euroraum ist die Wirtschaft im 2. Quartal um 0,4% (im Vergleich zum Vorquartal) gewachsen, was einer moderaten Erholung entspricht. Diese schlägt zunehmend auch auf den Arbeitsmarkt durch. Im Juli fiel die Arbeitslosenquote im Euroraum mit 10,9% erstmals seit Februar 2012 wieder unter die Marke von 11%. Die Tendenz einer langsam voranschreitenden Verbesserung der Wirtschaftslage dürfte sich in den kommenden Quartalen und im nächsten Jahr fortsetzen. Den Bremseffekten aus den Schwellenländern steht der in den letzten Wochen erfolgte nochmalige Rückgang der Ölpreise um rund 10 Dollar als konjunkturstimulierender Faktor gegenüber. Ausserdem dürfte die expansive Geldpolitik vermehrt Wirkung entfalten, und die Finanzpolitik ist in den meisten Euro-Mitgliedsländern weniger restriktiv ausgerichtet als in den vergangenen Jahren. Vor diesem Hintergrund ist für den Euroraum weiterhin von einer leichten Beschleunigung des BIP-Wachstums von 0,9% im Jahr 2014 auf 1,3% 2015 und 1,6% 2016 auszugehen (Juni-Prognose: 1,4% im 2015; 1,7% im 2016).

Erwartungen leicht nach unten korrigiert

Insgesamt stellen sich damit die Aussichten für das internationale Konjunkturmilieu weiterhin relativ positiv dar. Allerdings dürfte die weltwirtschaftliche Beschleunigung wegen der schwächeren Tendenzen in den Schwellenländern etwas langsamer verlaufen als noch in der letzten Prognose (von Juni 2015) angenommen wurde. Tabelle 3 enthält die exogenen Annahmen, die der Konjunkturprognose der Expertengruppe des Bundes<sup>10</sup> von September 2015 zugrunde liegen.

<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 17. September 2015.

Exogene Annahmen für die Prognosen

**Tabelle 3: Exogene Annahmen für die Prognose (September 2015)**

	2014	2015	2016
BIP			
USA	2.4%	2.5%	2.8%
Euroraum	0.9%	1.3%	1.6%
Deutschland	1.6%	1.6%	1.8%
Japan	0.0%	0.7%	1.2%
BRIC <sup>1</sup>	5.8%	4.8%	5.1%
China	7.4%	6.5%	6.0%
Erdölpreis (\$/Fass Brent)	99.0	55.0	60.0
Zinsen für Dreimonatsdepots (Libor)	0.0%	-0.8%	-0.8%
Rendite eidg. Obligationen (10 Jahre)	0.7%	0.0%	0.2%
Realer Wechselkursindex exportgewogen	0.3%	8.4%	-2.0%
Landesindex der Konsumentenpreise	0.0%	-1.1%	0.1%

<sup>1</sup> Gewichtetes Aggregat aus Brasilien, Russland, Indien, China (BIP zu Kaufkraftparitäten IWF)

Quellen: Internationale Organisationen, SNB, BFS, Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes

**Prognose Schweiz**

Stillstand in der ersten Jahreshälfte 2015

In der ersten Jahreshälfte 2015 kam das Wirtschaftswachstum der Schweiz praktisch zum Stillstand. Wachstumsimpulse kamen von der Inlandnachfrage, insbesondere vom privaten Konsum sowie von den Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen. Die Exporte von Waren und Dienstleistungen waren durch die Frankenaufwertung Mitte Januar und die etwas schwächere Dynamik des Welthandels negativ betroffen. Angesichts der Wechselkurssituation und der etwas nach unten korrigierten Erwartungen für die Weltwirtschaft rechnet die Expertengruppe des Bundes für das Jahr 2015 mit negativen Wachstumsbeiträgen durch die Handelsbilanz (Exporte entwickeln sich schwächer als Importe). Erst 2016 sind von der Handelsbilanz wieder positive Impulse zu erwarten.

Preisrückgänge auf breiter Front

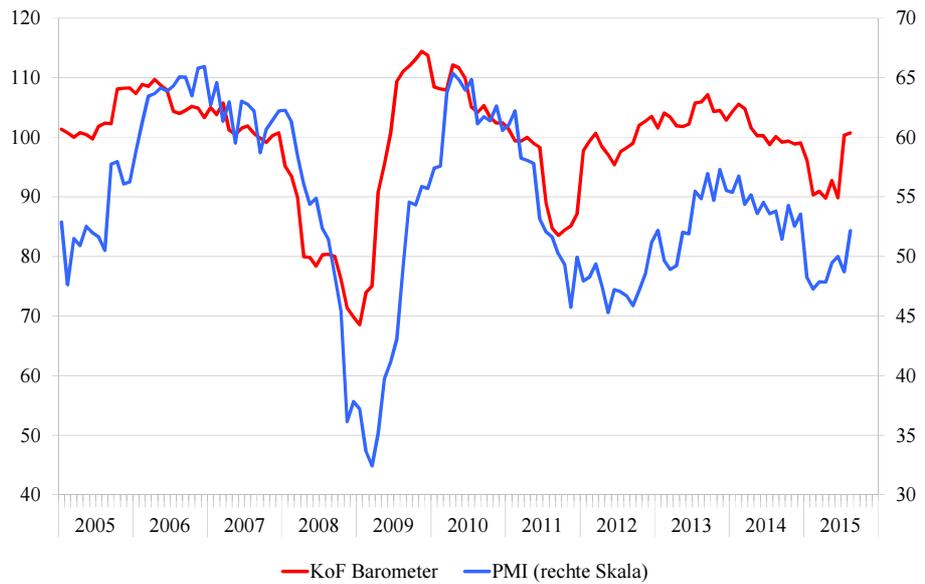
Mehr noch als in den realen (preisbereinigten) Wirtschaftszahlen hat sich die Frankenaufwertung von Mitte Januar in ausgeprägten **Preisrückgängen** auf breiter Front niedergeschlagen. Sowohl die Aussenhandelspreise (Export- und Importpreise) als auch die inländischen Produzenten- und Konsumentenpreise sind im bisherigen Jahresverlauf stark gesunken. Die ausgeprägten Preissenkungen sind einerseits Ausdruck der schmerzhaften Margenverluste vieler Firmen, um konkurrenzfähig bleiben zu können. Andererseits spiegeln sie aber zum Teil auch tiefere Kosten der Firmen, etwa durch tiefere Einkaufspreise für importierte Vorleistungen, darunter insbesondere auch Erdölprodukte.

Indikatoren suggerieren leichte Entspannung

Über den Sommer scheint sich die Stimmung bei den Schweizer Unternehmen zumindest nicht weiter verschlechtert zu haben. So zeigt sich bei wichtigen Stimmungsindikatoren wie den KOF-Umfragen und dem Einkaufsmanagerindex (PMI), die sich im Frühjahr stark verschlechtert hatten, in jüngster Zeit (Juli/August) eine Stabilisierungstendenz (Abbildung 37). Hierzu könnte die leichte **Entspannung der Währungslage** beigetragen haben, die vor allem zum Euro eingetreten ist. Seit der Einigung in der Griechenlandkrise Mitte Juli hat sich der Franken zum Euro leicht abgewertet. Auch wenn sich der Franken in der gleichen Zeit gegenüber diversen Schwellenländerwährungen aufgewertet hat, präsentiert sich die Wechselkurssituation derzeit günstiger als noch im Juni, bleibt jedoch weiterhin angespannt.

**Abbildung 37: Schweiz, konjunkturelle Frühindikatoren**

Saisonbereinigte Indizes (KOF-Barometer 100=langjähriger Durchschnitt, PMI 50=neutral)



Quellen: KOF, Crédit Suisse

BIP-Prognose: Zwei Jahre unter Potentialwachstum

Die Expertengruppe geht wie bisher davon aus, dass die Wirtschaftsentwicklung in der zweiten Jahreshälfte noch sehr verhalten bleiben sollte und sich erst im Verlauf von 2016 festigen dürfte. Insgesamt wird für 2015 ein **BIP-Wachstum** von 0,9% und für 2016 eine leichte Beschleunigung auf 1,5% erwartet (Juni-Prognose: +0,8% 2015, +1,6% 2016). Damit würde die Schweizer Wirtschaft für zwei Jahre eine deutlich unterdurchschnittliche Wachstumsdynamik verzeichnen, gemessen am Potenzialwachstum, das im Bereich von rund 2% liegen dürfte.

Inlandnachfrage stützt Konjunktur

Die **inländische Nachfrage** dürfte zwar weiterhin eine wichtige Konjunkturstütze bleiben, allerdings mit Einschränkungen. So zeigen sich insbesondere bei den Bauinvestitionen, welche die Konjunktur seit der Finanzkrise massgeblich gestützt haben, nach den hohen Zuwachsraten der letzten Jahre nunmehr deutliche Abkühlungstendenzen. Demgegenüber dürfte der private Konsum dank fortgesetztem Bevölkerungswachstum und steigenden Reallöhnen weiterhin wachsen, auch wenn die Eintrübung der Arbeitsmarktlage die Konsumdynamik etwas bremsen könnte. Bei den Ausrüstungsinvestitionen kann angesichts der gedämpften Konjunkturaussichten kaum mit einer beschleunigten Expansion gerechnet werden.

Steigende Arbeitslosenquote erwartet

Die verhaltene konjunkturelle Dynamik dürfte den **Arbeitsmarkt** noch über längere Zeit belasten. Bezogen auf die Gesamtbeschäftigung hat der Frankenschock von Mitte Januar zwar bislang noch keine deutlichen Spuren hinterlassen; die Beschäftigung nahm auch im 2. Quartal 2015 weiter zu. Nach Sektoren betrachtet stieg die Beschäftigung aber nur noch im Dienstleistungssektor, während sie insbesondere in der Industrie, aber auch im Baugewerbe, leicht zurückging. Die Expertengruppe erwartet, dass sich diese Divergenzen in den kommenden Quartalen noch akzentuieren könnten. Für 2015 wird im Jahresdurchschnitt ein Beschäftigungszuwachs von 0,9% erwartet, für 2016 von 0,8%. Seit dem Frühjahr 2015 steigt zudem die saisonbereinigte Arbeitslosigkeit wieder langsam an, und diese unerfreuliche Tendenz dürfte sich bis ins kommende Jahr hinein fortsetzen. Die Expertengruppe erwartet für 2015 unverändert eine **Arbeitslosenquote** von 3,3% im Jahresdurchschnitt. Die Prognose für 2016 wurde infolge der erwarteten zögerlichen Wirtschaftserholung nochmals leicht nach oben korrigiert auf 3,6% (Juni-Prognose: 3,5%).

Negative Teuerung im 2015

Die stark rückläufige Preisdynamik dürfte mit abklingenden Effekten der Aufwertung allmählich nachlassen. Für das laufende Jahr erwartet die Expertengruppe eine deutlich negative **Konsumteuerung** von -1,1%, für 2016 praktisch Nullinflation (+0,1%).

**Tabelle 4: Konjunkturprognose Schweiz (September 2015)**

Ausgewählte Prognoseergebnisse zur schweizerischen Wirtschaft				
Vergleich der Prognosen vom September 15 und Juni 15				
Veränderung zum Vorjahr in %, Quoten				
	2015		2016	
	Sept. 15	Juni 15	Sept. 15	Juni 15
BIP	0.9%	0.8%	1.5%	1.6%
Konsumausgaben:				
Private Haushalte und POoE	1.3%	1.7%	1.5%	1.3%
Staat	2.7%	2.6%	1.8%	2.1%
Bauinvestitionen	-1.2%	-1.2%	0.0%	0.0%
Ausrüstungsinvestitionen	2.2%	1.5%	1.4%	1.7%
Exporte	0.8%	1.7%	3.1%	3.4%
Importe	2.4%	3.8%	2.9%	3.1%
Beschäftigung (Vollzeitäquivalente)	0.9%	0.8%	0.8%	0.4%
Arbeitslosenquote	3.3%	3.3%	3.6%	3.5%
Landesindex der Konsumentenpreise	-1.1%	-1.0%	0.1%	0.3%

Quelle: Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes

**Risiken**

Abwärtsrisiken durch Weltwirtschaft

Angesichts der verstärkten Abkühlung in den Schwellenländern sind die **weltwirtschaftlichen Risiken** im Vergleich zur Juni-Prognose eher gestiegen. Falls einige Schwellenländer in eine noch ernsthaftere Krise und die Industrieländer wieder erwarten erneut in einen Abwärtssog geraten würden, hätte die Schweizer Wirtschaft nur geringe Chancen, weiter wachsen zu können. Im Euroraum bleibt überdies das latente Risiko bestehen, dass die griechische Schuldenkrise zwar eingedämmt wurde, die Probleme der Überschuldung und der mangelnden Wettbewerbsfähigkeit jedoch nicht gelöst sind. Ein neuerliches Aufflackern der Unsicherheit über die Stabilität der Währungsunion kann daher nicht ausgeschlossen werden und würde sich rasch auf den EUR/CHF Wechselkurs auswirken.

Unsicherheit für Standort- und Investitionsentscheide

Neben der Währungsstärke haben in den letzten Jahren andere Entscheidungen die **Unsicherheit** für die Schweizer Wirtschaft erhöht, insbesondere für Standort- und Investitionsentscheide. Hier sind die unklare künftige Regelung der Zuwanderung und die Zukunft der bilateralen Verträge mit der EU zu erwähnen.

Positive Risiken am aktuellen Rand

Demgegenüber besteht ein gewisses positives Risiko einer besseren Konjunktorentwicklung als erwartet. So deutet die Entwicklung der ersten Jahreshälfte 2015, obwohl einige Sektoren stark unter Druck geraten sind, insgesamt auf eine gewisse **Widerstandsfähigkeit** der Gesamtwirtschaft hin. Am aktuellen Rand sind zudem eine leichte Entspannung der Wechselkurssituation sowie eine Stabilisierung einiger wichtiger Konjunkturindikatoren (PMI, KOF-Umfragen) zu beobachten.

Impressum

ISSN 1661-3767

Die "Konjunkturtendenzen" erscheinen viermal pro Jahr auf dem Internet als PDF-Dokument und werden als gedruckte Ausgabe der Januar/Februar-, April-, Juli/August- und Oktobernummern der Zeitschrift "Die Volkswirtschaft" beigelegt.

SECO

Staatssekretariat für Wirtschaft  
Direktion für Wirtschaftspolitik  
Holzikofenweg 36  
3003 Bern

Tel. 058 462 42 27

Fax. 058 463 50 01

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

Themen, Konjunktur, Wirtschaftsentwicklung, Konjunkturtendenzen