

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





# Schweizerische Nationalbank Quartalsheft

Dezember 4/2005 23. Jahrgang



# Inhalt

5	<b>Übersicht</b>
6	<b>Bericht über die Geldpolitik</b>
38	<b>Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte</b>
42	<b>Eigenkapitalregulierung für Banken: Bestandesaufnahme und Ausblick</b> Robert Bichsel und Jürg Blum
52	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>
54	<b>Inhaltsverzeichnis 23. Jahrgang 2005</b>



## **Bericht über die Geldpolitik (S. 6)**

Die Mitte 2005 aufgekommenen Zweifel über die Widerstandskraft der Weltkonjunktur haben sich im Herbst wieder zerstreut. Zum einen entspannte sich die Lage am Erdölmarkt nach den Preisschüben von August und September. Zum anderen zog die Nachfrage in den grossen Wirtschaftszonen an und die Unternehmen fassten wieder Vertrauen. Bedeutende Impulse gingen erneut von der robusten amerikanischen Konjunktur und der dynamischen Wirtschaftsentwicklung in Asien aus. Auch in Europa hellte sich indessen die Konjunkturlage auf.

In der Schweiz verstärkte sich das Wirtschaftswachstum im dritten Quartal 2005 deutlich. Die wichtigsten Impulse gingen weiterhin vom Exportsektor aus; allmählich scheint aber auch die Binnenwirtschaft an Fahrt zu gewinnen. Das reale BIP stieg um 4,3% gegenüber der Vorperiode und lag 2,3% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die Verbesserung der Konjunkturlage widerspiegelte sich auch in den Unternehmensumfragen, die seit der Jahresmitte wieder nach oben tendieren. Auf dem Arbeitsmarkt zeigten sich zaghafte Zeichen einer Besserung. Die Zahl der Beschäftigten nahm im dritten Quartal erneut leicht zu, während die Arbeitslosenquote und die Quote der Stellensuchenden von August bis November geringfügig auf 3,7% bzw. 5,4% sanken (saisonbereinigt).

Die SNB geht davon aus, dass sich die Konjunkturerholung im Jahre 2006 auf breiter Basis fortsetzen und das reale BIP gegenüber dem Vorjahr um gut 2% steigen wird. Angesichts der erwarteten günstigen Einkommensentwicklung bleibt der private Konsum eine wichtige Konjunkturstütze, während sich das Wachstum bei den Investitionen von den Bau- zu den Ausrüstungsinvestitionen verlagern dürfte. Infolge der robusten Weltkonjunktur kann weiterhin mit einem kräftigen Wachstum der Exporte gerechnet werden. Im Zuge der konjunkturellen Erholung wird auch die Nachfrage nach Arbeitskräften zunehmen und die Arbeitslosigkeit leicht sinken.

Die SNB erhöhte am 15. Dezember 2005 im Anschluss an die vierteljährliche Lagebeurteilung vom Dezember das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 0,50%–1,50%. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten. Die SNB passte mit der Anhebung des Zielbandes ihren geldpolitischen Kurs der fortschreitenden Konjunkturerholung an und gewährleistet damit, dass die Inflationsaussichten weiterhin günstig bleiben.

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

Aus den Gesprächen der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 140 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich für die Monate September bis November 2005 ein günstigeres Bild als bei der vorangegangenen Gesprächsrunde. Der Konjunkturaufschwung scheint an Kraft gewonnen zu haben und allmählich auch die Binnenwirtschaft zu erfassen. Ausgesprochen zuversichtlich äusserten sich erneut die Vertreter der Exportindustrie, des Finanzsektors und der Bauwirtschaft. Nach wie vor verhalten schätzten dagegen die Exponenten des Detailhandels die Lage ein. Die Gesprächspartner schätzten die Aussichten für 2006 mehrheitlich optimistisch ein. Vielerorts gründete diese Zuversicht auf einem soliden Auftragspolster, das bis weit in das nächste Jahr eine gute Kapazitätsauslastung gewährleistet.

## **Eigenkapitalregulierung für Banken:**

### **Bestandesaufnahme und Ausblick (S. 42)**

Eigenkapitalvorschriften stehen im Zentrum der internationalen Bankenregulierung. Entsprechend tragen Eigenmittelanforderungen in bedeutendem Ausmass zur Stabilität des Finanzsystems bei. Nach einer mehrjährigen Revision der internationalen Eigenkapitalstandards steht nun die Implementierung einer neuen Rahmenvereinbarung – auch bekannt als «Basel II» – bevor. Vor diesem Hintergrund gibt dieser Beitrag einen Überblick über den aktuellen Stand der Eigenmittelregulierung. Zunächst werden die ökonomischen Grundlagen für Eigenkapitalrichtlinien dargestellt. Es wird argumentiert, dass unregulierte Banken aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive tendenziell zu wenig Eigenkapital halten. Danach werden mehrere Instrumente zur Regulierung der Eigenmittel von Banken – darunter auch der zunehmend populäre «Full-Model-Ansatz» – ausführlicher erklärt. Ein besonderes Gewicht wird dabei auf die Vor- und Nachteile dieser Instrumente gelegt. Schliesslich werden drei Leitlinien identifiziert, die sich für die zukünftige Ausgestaltung der Eigenkapitalanforderungen anbieten könnten.

# Bericht über die Geldpolitik

Der Bericht berücksichtigt im Wesentlichen Daten und Informationen, die bis Mitte Dezember 2005 bekannt wurden. Die Teile 1 bis 3 wurden für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Dezember 2005 verfasst.



## Inhalt

8	Zu diesem Bericht
9	Überblick
11	1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland
15	2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz
15	2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
20	2.2 Kapazitätsauslastung
21	2.3 Arbeitsmarkt
22	2.4 Güterpreise
25	3 Monetäre Entwicklung
25	3.1 Zinsentwicklung
29	3.2 Wechselkurse
30	3.3 Aktien- und Immobilienpreise
32	3.4 Geldaggregate
34	3.5 Kredite
35	4 Die Inflationsprognose der SNB
35	4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen
37	4.2 Inflationsprognose 4. Quartal 2005 bis 3. Quartal 2008
36	Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

## Zu diesem Bericht

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat den gesetzlichen Auftrag, eine im Gesamtinteresse des Landes liegende Geld- und Währungspolitik zu führen. Sie gewährleistet Preisstabilität, wobei sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung trägt.

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

Die Teile 1 bis 3 des vorliegenden Berichts wurden für die Lagebeurteilung des Direktoriums vom Dezember 2005 verfasst. Der Überblick und Teil 4 (Inflationsprognose) berücksichtigen den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums vom 15. Dezember 2005.

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

## Überblick

Die Weltkonjunktur festigte sich im zweiten Halbjahr 2005. Zum einen entspannte sich die Lage am Erdölmarkt nach den Preisschüben von August und September. Zum anderen zog die Nachfrage in den grossen Wirtschaftszonen an. Am Jahresende hielten sich die Auf- und Abwärtsrisiken ungefähr die Waage. Auf der einen Seite herrschten nach wie vor günstige monetäre Rahmenbedingungen, so dass die Weltkonjunktur bei weiter sinkenden Erdölpreisen an Schwung gewinnen könnte. Es bestanden aber auch erhebliche Risiken. Dazu gehören die zunehmenden Ertragsbilanzungleichgewichte mit der Gefahr abrupter Wechselkurskorrekturen, eine Wende bei den Vermögenspreisen infolge steigender langfristiger Zinssätze sowie ein erneuter Ölpreisschub.

Trotz des hohen Erdölpreises gewann die konjunkturelle Erholung auch in der Schweiz an Schwung. Die wichtigsten Impulse gingen weiterhin vom Exportsektor aus; allmählich scheint aber auch die Binnenwirtschaft an Fahrt zu gewinnen. Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) stieg im dritten Quartal um 4,3% gegenüber der Vorperiode und übertraf damit den Vorjahresstand um 2,3%. Die Konjunkturindikatoren für das vierte Quartal deuteten auf eine anhaltende, breit abgestützte Konjunkturerholung hin. Im Jahresdurchschnitt dürfte das reale BIP um gut 1,5% zunehmen.

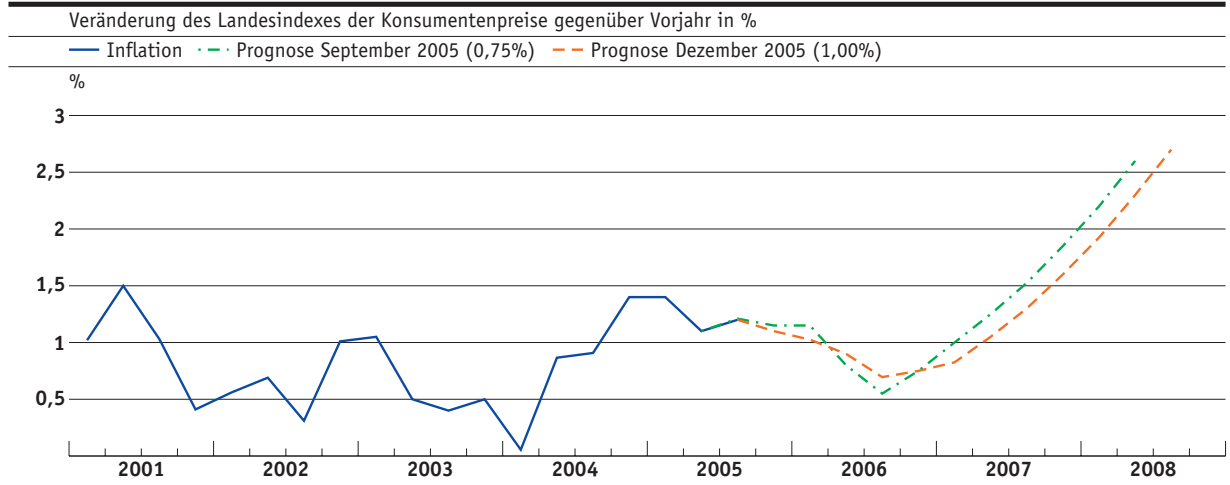
Die SNB geht davon aus, dass sich die konjunkturelle Erholung im Jahre 2006 auf breiter Basis fortsetzen und das reale BIP gegenüber dem Vorjahr um gut 2% steigen wird. Der private Konsum und die Exporte bleiben wichtige Konjunkturstützen, wäh-

rend sich das Wachstum bei den Investitionen von den Bau- zu den Ausrüstungsinvestitionen verlagern dürfte. Im Zuge der konjunkturellen Erholung wird auch die Nachfrage nach Arbeitskräften anziehen und die Arbeitslosigkeit leicht sinken.

Die SNB beschloss an der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Dezember, das Zielband für den Dreimonats-Libor um 0,25 Prozentpunkte auf 0,50%–1,50% zu erhöhen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten. Zwei Gründe waren für diesen Entscheid ausschlaggebend. Erstens hat der erfreuliche Wirtschaftsgang die Bedenken, welche die SNB noch im September aufgrund der möglichen Auswirkungen des hohen Erdölpreises auf die Konjunktur und die Inflation haben musste, zerstreut. Zweitens hat sich der Spielraum der Geldpolitik seitdem verringert. Mit der Anhebung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor will die SNB sicherstellen, dass die Preisstabilität auch in Zukunft gewährleistet bleibt.

Gemäss der Inflationsprognose vom Dezember 2005, die auf einem in den nächsten drei Jahren konstanten Dreimonats-Libor von 1,0% beruht, bildet sich die durchschnittliche Jahresteuernorm im Jahre 2006 auf 0,8% zurück. Ab Anfang 2007 lassen die verbesserten Konjunkturaussichten sowie die weiterhin hohe Liquiditätsversorgung jedoch einen deutlich steigenden Preisdruck erwarten. Durch die leichte Straffung der Geldpolitik wird die überschüssige Liquidität zwar allmählich absorbiert. Dennoch wird die Preisstabilität Mitte 2008 verletzt. Aus diesem Grund lässt sich ein Dreimonatssatz von 1% nicht aufrechterhalten, wenn die Konjunkturerholung weiter an Schwung gewinnt.

## Inflationsprognose September 2005 mit Libor 0,75% und Dezember 2005 mit Libor 1,00%



### Inflationsprognose Dezember 2005, Libor 1,00%

	2005	2006	2007
Durchschnittliche Jahresinflation in %	1,2	0,8	1,2

# 1 Wirtschaftsentwicklung im Ausland

Die Mitte 2005 aufgekomenen Zweifel über die Widerstandskraft der Weltkonjunktur zerstreuten sich im Herbst wieder. Zum einen entspannte sich die Lage am Erdölmarkt nach den Preisschüben von August und September spürbar. Zum anderen zog die Nachfrage in den grossen Wirtschaftszonen an und die Unternehmen fassten wieder Vertrauen. Allerdings trieben die gestiegenen Energiekosten die Inflation in den meisten Ländern nach oben.

Bedeutende Impulse gingen erneut von der robusten amerikanischen Konjunktur und der dynamischen Wirtschaftsentwicklung in Asien aus. Auch die europäische Konjunktur gewann indessen an Schwung. Am Jahresende hielten sich die Auf- und Abwärtsrisiken ungefähr die Waage. Auf der einen Seite herrschten nach wie vor günstige monetäre Rahmenbedingungen, so dass die Weltkonjunktur bei weiter sinkenden Erdölpreisen an Schwung gewinnen könnte. Wie die OECD in ihrem Halbjahresbericht vom Dezember betonte, bestehen aber auch erhebliche Risiken. Dazu gehören weiter zunehmende Ertragsbilanzungleichgewichte mit der Gefahr abrupter Wechselkurskorrekturen, eine Wende bei den Vermögenspreisen infolge steigender langfristiger Zinssätze sowie ein erneuter Ölpreisschub.

Die SNB liess im Hinblick auf die Inflationsprognose vom Dezember 2005 ihre Annahmen zur BIP-Entwicklung in den USA und Europa nahezu

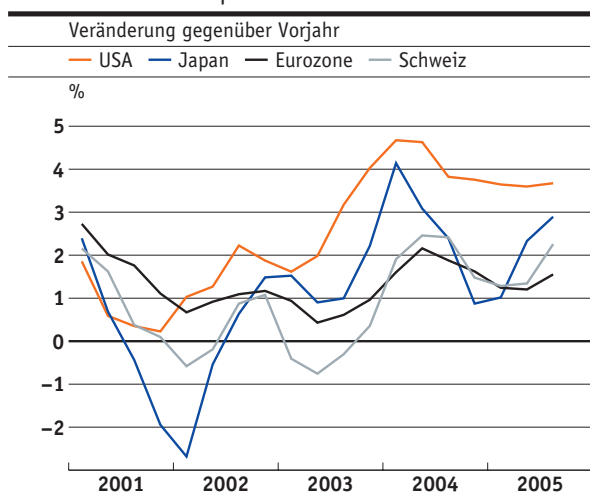
unverändert. Für das Jahr 2006 erwartet sie, dass das amerikanische BIP um durchschnittlich 3,6% und das europäische BIP (EU-15) um 2,0% steigen wird. Ihre Annahmen liegen damit leicht über den Konsensusprognosen (vgl. Tabelle 1.1 und Abschnitt 4.1).

## Robustes Wirtschaftswachstum in den USA

Die verheerenden Schäden, welche die Wirbelstürme Katrina und Rita im August und September im Süden der USA anrichteten, blieben für das amerikanische Wirtschaftswachstum zunächst ohne Folgen. Das reale BIP stieg im dritten Quartal um 4,3% gegenüber der Vorperiode und wuchs damit deutlich rascher als im zweiten Quartal. Eine bedeutende Stütze war wiederum die Binnennachfrage, insbesondere der private Konsum.

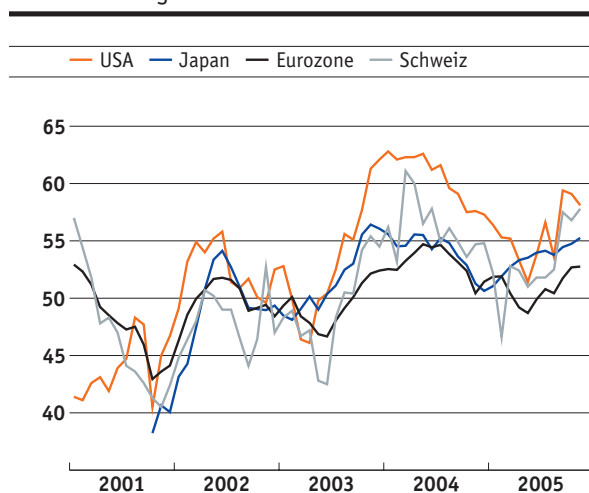
Infolge der Sturmschäden dürfte sich das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal vorübergehend verlangsamen, doch sollte diese Einbusse durch die bevorstehenden Wiederaufbauarbeiten rasch ausgeglichen werden. Gemäss der vorlaufenden Indikatoren kann in den USA über das vierte Quartal hinaus mit einem breit abgestützten Wirtschaftswachstum gerechnet werden. Der anhaltende Anstieg der Beschäftigung gibt insbesondere dem privaten Konsum Auftrieb. Angesichts der sehr tiefen Sparquote der privaten Haushalte bleibt dieser allerdings gegenüber Störungen wie einem Rückgang der Immobilienpreise oder einem Anstieg der Teuerung anfällig.

Grafik 1.1  
Reales Bruttoinlandprodukt



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

Grafik 1.2  
Einkaufsmanger-Indizes Industrie



Quelle: Thomson Datastream

### Europäische Konjunktur gewinnt an Fahrt

Nach einem moderaten Wirtschaftswachstum im ersten Halbjahr hellte sich die Konjunktur in der Eurozone zusehends auf. Das reale BIP stieg im dritten Quartal um 2,6% gegenüber der Vorperiode und wuchs damit erstmals seit mehr als einem Jahr stärker als sein langfristiges Potenzial. Die wichtigsten Impulse gingen vom Aussenhandel und den Investitionen aus. Die Abschwächung des Euro sowie die kräftige internationale Nachfrage vermochten damit die dämpfenden Effekte der höheren Energiekosten mehr als zu kompensieren. Besonders erfreulich ist, dass die Konjunktur auch in den grossen kontinentaleuropäischen Ländern anzog. Während die Erholung in Frankreich breit abgestützt war, blieb in Deutschland allerdings der private Konsum fragil. Seit dem zweiten Quartal befindet sich auch die italienische Wirtschaft wieder auf Wachstumskurs.

Die steigenden vorlaufenden Konjunkturindikatoren lassen ein weiterhin kräftiges Wirtschaftswachstum in der Eurozone erwarten. Wie die Umfragen zeigen, sind die Unternehmen auch wieder vermehrt bereit, Personal einzustellen.

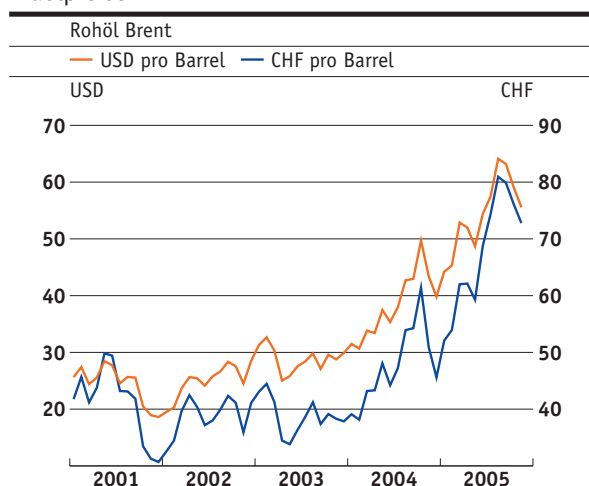
### Kräftiges Wachstum in Asien

In Japan setzte sich die Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr fort. Das reale BIP stieg im dritten Quartal um 1,0% gegenüber der Vorperiode.

Das Wachstum fiel damit schwächer aus als in der ersten Jahreshälfte, die durch Nachholeffekte beim privaten Konsum geprägt war. Die Binnennachfrage blieb jedoch robust, und die Exporte zogen im Zuge der kräftigen Nachfrage aus dem asiatischen Raum an. Ein günstiges aussenwirtschaftliches Umfeld, hohe Unternehmensgewinne und optimistische Umfrageergebnisse deuten auf eine weiterhin expandierende Investitionstätigkeit hin. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt bessert sich allmählich, was auch in einem Anstieg der Reallöhne zum Ausdruck kommt.

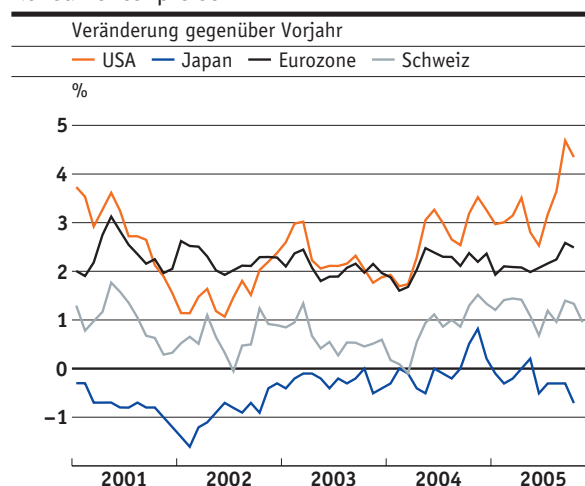
In China wuchs das reale BIP im dritten Quartal erneut stark und lag damit 9,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Die wichtigsten Impulse gingen von den Investitionen und den Exporten aus. Die Kreditnachfrage und die Gewinne der Unternehmen schwächten sich allerdings ab, was auf eine bevorstehende Verlangsamung der Investitionstätigkeit hindeutet. In den ostasiatischen Industrieländern Hongkong, Korea, Singapur und Taiwan führte insbesondere die anziehende Nachfrage nach IT-Gütern aus China zu einer deutlichen Zunahme des BIP. Die Wachstumsflaute, die im zweiten Halbjahr 2004 durch die Rezession im IT-Sektor ausgelöst worden war, scheint damit überwunden. Gemäss den Konjunkturmfragen dürfte sich die konjunkturelle Erholung in den nächsten Quartalen fortsetzen.

Grafik 1.3  
Erdölpreise



Quellen: Reuters, SNB

Grafik 1.4  
Konsumentenpreise



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Thomson Datastream

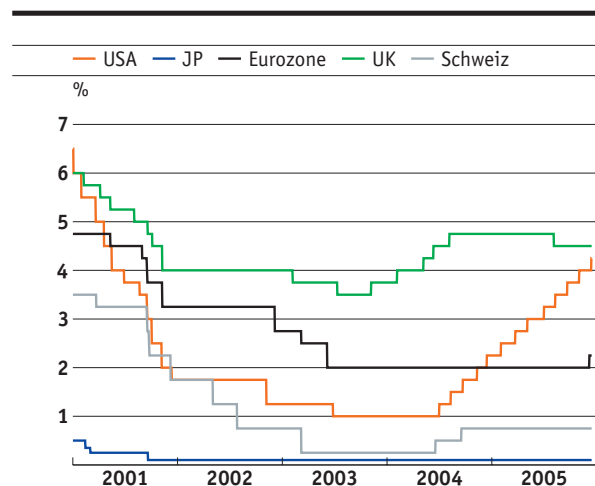
## Höhere Teuerung infolge gestiegener Energiepreise

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Inflationsrate der G7-Länder stieg im September auf 3,3%, was dem höchsten Wert seit über zwölf Jahren entspricht. In den USA erhöhte sich die Teuerung von 3,2% im Juli auf 4,3% im Oktober, wobei hauptsächlich die höheren Energiepreise ins Gewicht fielen. In der Eurozone stieg sie von 2,2% auf 2,5%. Die Kerninflation, welche die Gütergruppen Nahrungsmittel und Energie ausschliesst, blieb dagegen im Durchschnitt der G7-Länder unverändert. Die höheren Energiepreise lösten somit bislang keine Zweitrundeneffekte aus.

## Sinkende Erdölpreiserwartungen

Seit dem massiven Anstieg des Erdölpreises auf 68 USD pro Fass Brent Ende August bildete sich der Erdölpreis bis Anfang Dezember wieder auf knapp 56 Dollar zurück. Er lag damit acht Dollar höher als vor Jahresfrist. Die Bewegungen auf den Ölfutures-Märkten deuten für die nächsten zwei Jahre auf anhaltend hohe Erdölpreise hin. So belief sich der Preis des am 6. Dezember 2005 an der New Yorker Terminbörse (NYMEX) gehandelten Futures-Kontraktes mit Verfall im Dezember 2007 auf 61,8 Dollar pro Fass (Rohöl leicht). Längerfristig erwarten die Märkte jedoch wieder sinkende Erdölpreise, notierte doch der im Dezember 2011 auslaufende Kontrakt bei 56,8 Dollar. Unter der Annahme, dass die durchschnittliche Jahresteuern in den Industrieländern in den nächsten sechs Jahren 3% beträgt, entspricht dies einem heutigen Preis von rund 48 Dollar pro Fass.

Grafik 1.5  
Offizielle Zinssätze



Quellen: Thomson Datastream, SNB

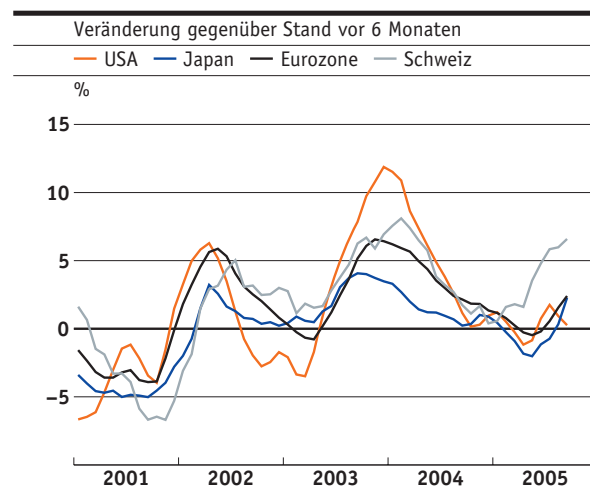
## Straffung der Geldpolitik in den USA und in der Eurozone

Vor dem Hintergrund günstiger Konjunkturaussichten und steigender Inflationsraten setzte die amerikanische Zentralbank im zweiten Halbjahr 2005 ihre Politik der schrittweisen Zinserhöhungen fort. Im Dezember hob sie den angestrebten Satz für Tagesgeld zum 13. Mal in Folge um 0,25 Prozentpunkte auf zuletzt 4,25% an. Anfang Dezember setzte die Europäische Zentralbank (EZB) den Zinssatz für Hauptfinanzierungsgeschäfte um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25% herauf. Es handelt sich dabei um die erste Erhöhung des Leitzinses seit rund fünf Jahren.

## Nahezu unveränderte Konsensusprognosen

Die Konsensusprognosen für das reale BIP-Wachstum im Jahre 2005 verharrten zwischen August und November bei 3,6% für die USA und 1,3% für die Eurozone. Die Konsensusprognose für Japan stieg dagegen auf 2,2%. Für das Jahr 2006 rechneten die Prognoseinstitute weiterhin mit einem BIP-Wachstum von 3,3% für die USA und von 1,7% für die Eurozone, während sie die Wachstumsprognose für Japan gegenüber August leicht nach oben revidierten (1,9%). Die Konsensusprognosen für die Inflation fielen für alle drei Regionen leicht höher aus (vgl. Tabelle 1.1).

Grafik 1.6  
Vorlaufende Indikatoren der OECD



Quelle: OECD

	Wirtschaftswachstum <sup>1</sup>				Teuerung <sup>2</sup>			
	August		November		August		November	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
USA	3,6	3,3	3,6	3,3	3,0	2,5	3,4	3,0
Japan	1,6	1,5	2,2	1,9	-0,2	0,2	-0,2	0,3
Eurozone	1,3	1,7	1,3	1,7	2,0	1,7	2,2	1,9
Deutschland	0,9	1,3	0,8	1,2	1,7	1,5	2,0	1,8
Frankreich	1,6	2,0	1,6	1,8	1,7	1,6	1,8	1,8
Italien	-0,2	1,2	0,1	1,2	2,0	1,9	2,0	2,0
Vereinigtes Königreich	2,0	2,2	1,8	2,2	1,9	1,9	2,1	2,0
Schweiz	1,1	1,6	1,2	1,7	1,2	1,0	1,2	1,0

1 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

2 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: Consensus Forecasts, August, November 2005. Bei den Konsensusprognosen handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei über 240 Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in mehr als 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandprodukts, der Preise und anderer volkswirtschaftlicher Daten. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London.



## 2 Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz

### 2.1 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

#### Konjunkturerholung gewinnt an Schwung

Auch in der Schweiz gewann die konjunkturelle Erholung im zweiten Halbjahr 2005 an Schwung. Die wichtigsten Impulse gingen weiterhin vom Exportsektor aus; allmählich scheint aber auch die Binnenwirtschaft an Fahrt zu gewinnen.

Gemäss Schätzungen des Staatssekretariats für Wirtschaft (Seco) stieg das reale BIP im dritten Quartal um 4,3% gegenüber der Vorperiode und übertraf damit den Vorjahresstand um 2,3%. Das BIP-Wachstum fiel deutlich höher aus, als die SNB erwartet hatte. Ein Blick auf die Daten zeigt, dass das starke Wachstum vor allem von der Produktionsseite ausging. Die inländische Nachfrage (ohne Lager) bildete sich dagegen nach dem kräftigen Anstieg im zweiten Quartal erwartungsgemäss leicht zurück, während die Exporte nur noch bescheiden zunahmen. Im Vorjahresvergleich ergab sich aber in beiden Fällen ein ansehnliches Wachstum von 1,7% bzw. 5,7%.

Der ausgeprägte Wachstumsunterschied zwischen dem BIP und der Endnachfrage widerspiegelte sich in einem entsprechend hohen Wachstumsbeitrag der Lager. Diese werden allerdings nicht separat erhoben, sondern als Differenz zwischen

der Produktions- und der Nachfrageseite ermittelt. Die Lagerkomponente enthält mit anderen Worten auch Messfehler und ist daher mit Vorsicht zu interpretieren.

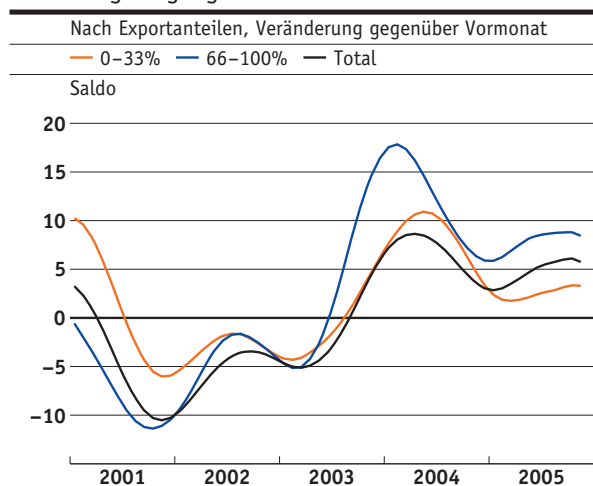
#### Nach oben revidiertes Wachstum im ersten Halbjahr

Mit der BIP-Schätzung für das dritte Quartal veröffentlichte das Seco auch revidierte Ergebnisse für das erste und zweite Quartal 2005. Mit 1,8% bzw. 2,6% liegen die Verlaufswachstumsraten in beiden Quartalen über dem Potenzialwachstum, so dass die ursprünglich verzeichnete Wachstumsflaute verschwand. Auffallend war wiederum das starke Auseinanderklaffen von BIP- und Nachfrageentwicklung.

#### Breit abgestützter Aufschwung im Industriesektor

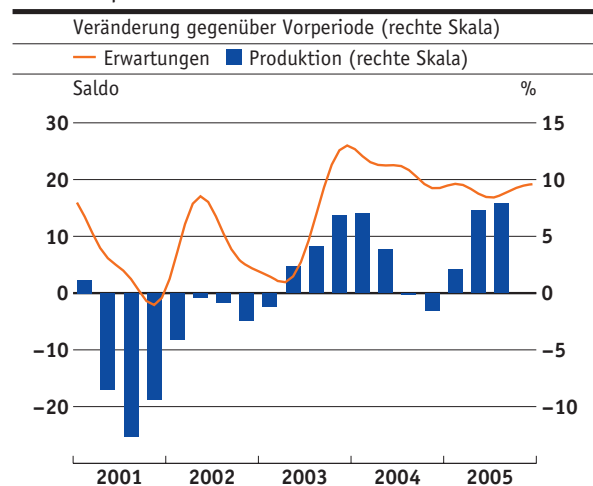
Die Lage im Industriesektor hellte sich in den Monaten Juli bis Oktober weiter auf. Gemäss den verschiedenen Umfrageergebnissen nahm der Bestellungseingang zu, und der Auftragsbestand erreichte wieder ein zufrieden stellendes Niveau. Die Erholung war nicht nur in der Export-, sondern auch in der Binnenindustrie spürbar. Die vom Bundesamt für Statistik (BFS) im Dezember veröffentlichten Daten zur Entwicklung der Industrieproduktion bestätigten das Bild eines breit abgestützten Aufschwungs. Demnach stieg die Produktion der verarbeitenden Industrie im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode um knapp 8% und übertraf den entsprechenden Vorjahresstand um 3,5%.

Grafik 2.1  
Bestellungseingang in der Industrie



Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH (KOF/ETH)

Grafik 2.2  
Industrieproduktion



Quellen: BFS, KOF/ETH

**Reales BIP und Komponenten**  
Wachstumsraten gegenüber Vorperiode, annualisiert

Tabelle 2.1

	2001	2002	2003	2004	2004					2005		
					4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.
Privater Konsum	2,0	-0,0	0,8	1,4	2,0	2,2	0,4	0,3	0,5	2,5	2,5	2,7
Staatlicher Konsum	4,2	1,7	2,2	1,4	1,9	1,5	-1,8	-0,1	1,2	6,0	1,7	-1,3
Anlageinvestitionen	-3,1	0,3	-1,3	3,3	8,5	-0,2	6,9	2,2	-6,1	-1,1	23,8	-10,8
Bau	-3,4	2,2	1,8	4,1	5,5	8,2	1,2	1,0	-6,2	-3,8	46,5	-18,1
Ausrüstungen	-2,9	-1,2	-3,8	2,7	11,1	-6,8	12,0	3,2	-5,9	1,4	6,7	-3,8
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>3,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,1</b>	<b>6,9</b>	<b>-1,0</b>
<b>Inlandnachfrage</b>	<b>2,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,0</b>	<b>4,1</b>	<b>-3,2</b>	<b>5,6</b>	<b>2,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>7,7</b>	<b>-2,1</b>	<b>4,4</b>
Exporte total	0,2	-0,7	-0,5	8,9	13,5	16,2	-0,4	3,4	7,5	-10,2	27,9	0,4
Waren	1,4	1,1	-0,1	7,8	11,7	17,4	-4,0	5,9	4,2	-7,4	36,7	-2,8
ohne EESKA <sup>1</sup>	3,7	0,4	0,7	7,6	13,8	13,5	-3,4	9,2	0,3	-5,0	37,9	-1,5
Dienstleistungen	-2,8	-5,7	-1,6	12,0	18,5	12,6	9,4	-2,7	16,2	-17,1	6,9	9,9
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,1</b>	<b>3,5</b>	<b>7,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>7,1</b>	<b>3,0</b>
Importe total	3,2	-2,6	1,3	7,4	16,9	4,2	6,8	7,5	-3,4	0,3	19,2	0,0
Waren	1,8	-3,0	2,1	6,4	18,2	-0,6	7,2	10,2	-5,0	-0,6	22,7	0,8
ohne EESKA <sup>1</sup>	1,6	-2,2	2,7	6,6	14,0	6,2	0,7	13,0	-4,9	1,1	15,3	4,7
Dienstleistungen	11,2	-0,7	-2,7	12,0	10,7	29,4	5,3	-4,4	4,3	4,6	4,7	-3,8
<b>BIP</b>	<b>1,0</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>2,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>4,3</b>

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

### Wieder zunehmendes Vertrauen

Bemerkenswert war die Entwicklung der Erwartungen. Unter dem Eindruck der Erdölpreishausse und der flauen Konjunktur in der Eurozone tendierten diese bis August nach unten, so dass ein rasches Anziehen der Industriekonjunktur als wenig wahrscheinlich galt. Im Laufe des Herbstes gewannen die Unternehmen jedoch wieder deutlich an Zuversicht. Gemäss den Umfrageergebnissen vom Oktober und November rechnen sie für die nächsten Monate mit einem weiteren Anstieg der Bestellungen und der Produktion.

Aus den von den SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte zwischen September und November geführten Gesprächen mit rund 140 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich das Bild einer zunehmend breit abgestützten Konjunkturerholung. Auch zeichnete sich eine steigende Investitionsbereitschaft ab. Die meisten Gesprächspartner sahen ihre Erwartungen für das Jahr 2005 gut erfüllt und schätzten die Aussichten für das Jahr 2006 zuversichtlich ein.

### Stagnation der Exporte auf hohem Niveau

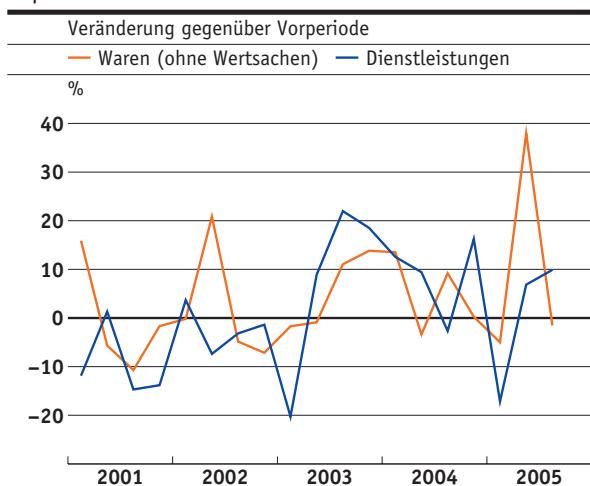
Die Exporte nahmen im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode nur noch leicht zu und übertrafen den Vorjahresstand um 5,7%. Der leichte

Anstieg war ausschliesslich auf die Dienstleistungsexporte zurückzuführen, die gegenüber der Vorperiode verstärkt wuchsen. Dank der weltweit gestiegenen Börsenumsätze und des anziehenden Tourismus aus dem Ausland stiegen sowohl die Kommissions-einnahmen der Banken als auch die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr deutlich.

Die Warenexporte bildeten sich dagegen nach dem überaus kräftigen Anstieg im zweiten Quartal leicht zurück. Die meisten Branchen wie die Maschinen-, Elektronik- und Metallindustrie sowie die chemisch-pharmazeutische Industrie vermochten dabei das hohe Ausfuhrniveau der Vorperiode zu halten. Nur wenige, darunter die Uhrenindustrie, verzeichneten eine leichte Korrektur nach unten. Im Oktober verharrten die Warenlieferungen ins Ausland weiterhin auf einem hohen Stand.

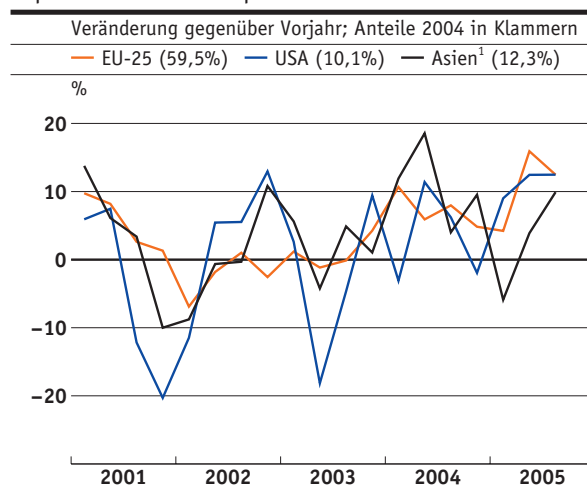
Nach Absatzgebieten entwickelten sich die (nominellen) Exporte in alle drei grossen Regionen Europa, USA und Asien günstig und übertrafen den Vorjahresstand um je 10%. Innerhalb Europas nahmen die Warenlieferungen in die neuen EU-Mitgliedsländer erneut überdurchschnittlich stark zu. Gegen Ende des Quartals schwächte sich einzig die Nachfrage aus den OPEC-Staaten sowie aus einigen kleineren westeuropäischen Ländern ab.

Grafik 2.3  
Exporte



Quelle: Seco

Grafik 2.4  
Exporte nach Handelspartnern



1 Asien: Japan, China, Südkorea, Hongkong, Singapur, Taiwan, Malaysia, Thailand, Philippinen, Indonesien  
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung (EZV)

### Weiter steigende Importe

Nach dem kräftigen Zuwachs im zweiten Quartal verloren die Importe im dritten Quartal an Schwung; im Vorjahresvergleich stiegen sie noch um 3,7%. Die Importe von Dienstleistungen sanken gegenüber der Vorperiode; gemäss den revidierten Datenreihen entspricht dies dem ersten Rückgang seit einem Jahr. Davon betroffen waren sowohl die Tourismusausgaben von Inländern im Ausland als auch die Bankkommissionen an das Ausland sowie die Ausgaben für Transportdienstleistungen.

Die Warenimporte stiegen gegenüber der Vorperiode weiter, doch fiel die Zunahme deutlich geringer aus als im zweiten Quartal. Besonders stark flachte das Wachstum der Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Investitionsgütern ab. Dagegen zogen die Importe von dauerhaften Konsumgütern, darunter Personenfahrzeuge und Haushaltsapparate, an.

### Weiterhin robuster privater Konsum

Der private Konsum setzte den seit Jahresbeginn beobachteten robusten Wachstumstrend fort. Er stieg gegenüber der Vorperiode um 2,7% und lag damit 2,1% höher als vor Jahresfrist. Wie bereits in den Vorquartalen erhöhten sich die realen Detailhandelsumsätze kräftig und übertrafen den Vorjahresstand um 2,6%. Die Nachfrage nach dauerhaften Gütern zog auf breiter Basis an.

Der Binnentourismus verzeichnete eine zufriedenstellende Sommersaison. Gemäss der Stichprobe des BFS lag die Zahl der Logiernächte inländi-

scher Gäste im dritten Quartal deutlich über dem Vorjahresstand. Die Umfrage der KOF/ETH im Gastgewerbe vom dritten Quartal wie auch die Gespräche der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte bestätigen die Aufwärtstendenz. Die Erwartungen bezüglich der Wintersaison sind optimistisch.

### Unveränderte Konsumentenstimmung

In einem gewissen Gegensatz zur steigenden Ausgabebereitschaft entwickelte sich der Index der Konsumentenstimmung, der knapp unter seinem langjährigen Durchschnitt verharrte. Im Oktober schätzten die befragten Haushalte die Wirtschaftsentwicklung sowie ihre eigene finanzielle Lage unverändert zurückhaltend ein. Auch zeigten sie sich nach wie vor über die Sicherheit der Arbeitsplätze besorgt und erachteten den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen als ungünstig.

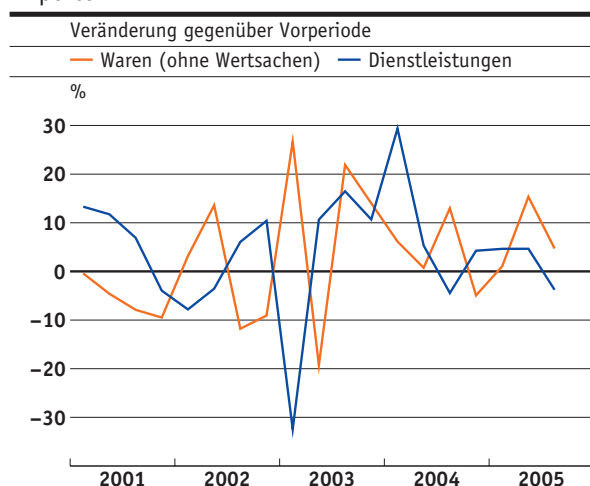
Die SNB geht davon aus, dass die realen Arbeitnehmereinkommen im Jahre 2006 mit 1,5% leicht stärker steigen werden als im Vorjahr (0,9%) und damit den privaten Konsum weiterhin stützen.

### Stabilisierung der Bauinvestitionen

Nach dem sehr starken, durch witterungsbedingte Nachholeffekte geprägten Wachstum im zweiten Quartal verloren die Bauinvestitionen im dritten Quartal erwartungsgemäss an Schwung. Gegenüber dem Vorjahr stiegen sie noch um 2,0%.

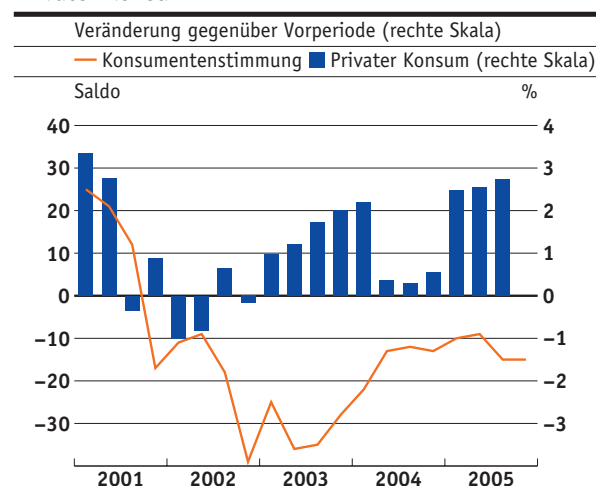
Die Wohnbauinvestitionen dürften sich im nächsten Jahr auf einem hohen Niveau stabilisie-

Grafik 2.5  
Importe



Quelle: Seco

Grafik 2.6  
Privater Konsum



Quelle: Seco

ren. Aufgrund der hohen Wohnbautätigkeit in den letzten drei Jahren scheint der Nachfrageüberhang inzwischen weitgehend abgebaut worden zu sein. Dies zeigt sich unter anderem in der wieder zunehmenden Leerwohnungsquote und den schwächer steigenden Angebotspreisen. Dementsprechend stagnierte die Zahl der Wohnbaubewilligungen im Durchschnitt der ersten drei Quartale. Seitens des Geschäftsbaus, wo der Markt nach wie vor durch Überkapazitäten geprägt ist, gibt es keine Anzeichen einer Belebung. Auch vom Tiefbau sind vorderhand keine Impulse zu erwarten. Insgesamt dürften damit die Bauinvestitionen im Jahre 2006 nur noch leicht zunehmen.

### Stagnierende Ausrüstungsinvestitionen

Die Ausrüstungsinvestitionen nahmen im dritten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht ab und erreichten das Vorjahresniveau nur knapp. Gemäss Angaben des Seco expandierte die Nachfrage im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie kräftig, während die Ausgaben für Maschinen und Fahrzeuge sanken.

Das seit mehr als sechs Quartalen annähernd unveränderte Investitionsvolumen reichte für den Ersatzbedarf nur knapp, so dass die technischen Kapazitäten kaum mehr zunahmen. Vor dem Hintergrund der inzwischen wieder kräftig steigenden Industrieproduktion und der günstigen Konjunkturaussichten dürfte die Investitionstätigkeit der

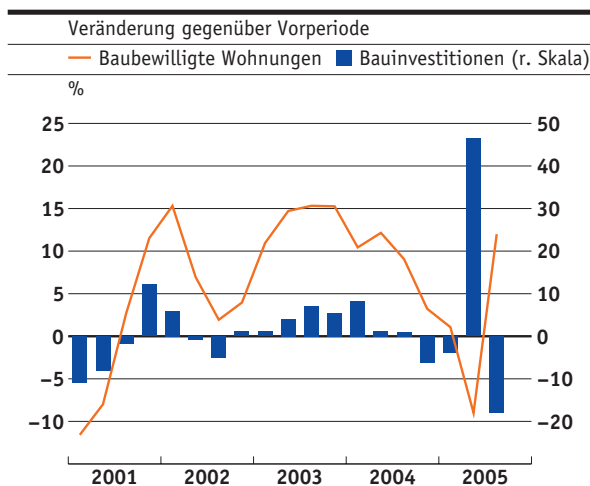
Unternehmen in den kommenden Quartalen deutlich anziehen. In die gleiche Richtung weisen auch die gestiegene Kapazitätsauslastung und die Verbesserung der Ertragslage.

### BIP-Prognosen für 2005 und 2006

Die SNB rechnet für das Jahr 2005 mit einem durchschnittlichen Anstieg des realen BIP von gut 1,5% und revidierte damit ihre Prognose gegenüber der vierteljährlichen Lagebeurteilung vom September («gut 1%») nach oben. In dieser Korrektur widerspiegelt sich teilweise die durch das Seco vorgenommene Revision der BIP-Ergebnisse für das erste Halbjahr 2005.

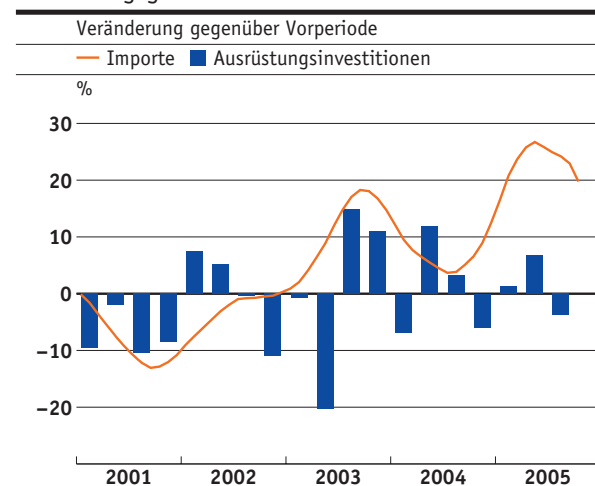
Die SNB geht davon aus, dass sich die Erholung im Jahre 2006 auf breiter Basis fortsetzen und das reale BIP gegenüber dem Vorjahr um gut 2% steigen wird. Angesichts der günstigen Einkommensentwicklung bleibt der private Konsum eine wichtige Konjunkturstütze, während sich das Wachstum bei den Investitionen von den Bau- zu den Ausrüstungsinvestitionen verlagern dürfte. Infolge der robusten Weltkonjunktur kann weiterhin mit einem kräftigen Wachstum der Exporte gerechnet werden. Im Hinblick auf die anziehende Investitionstätigkeit der Unternehmen dürften auch die Importe verstärkt zunehmen. Im Zuge der konjunkturellen Erholung wird auch die Nachfrage nach Arbeitskräften zunehmen und die Arbeitslosigkeit leicht sinken.

Grafik 2.7  
Bau



Quellen: BFS, Seco

Grafik 2.8  
Ausrüstungsgüter



Quellen: EZV, Seco

## 2.2 Kapazitätsauslastung

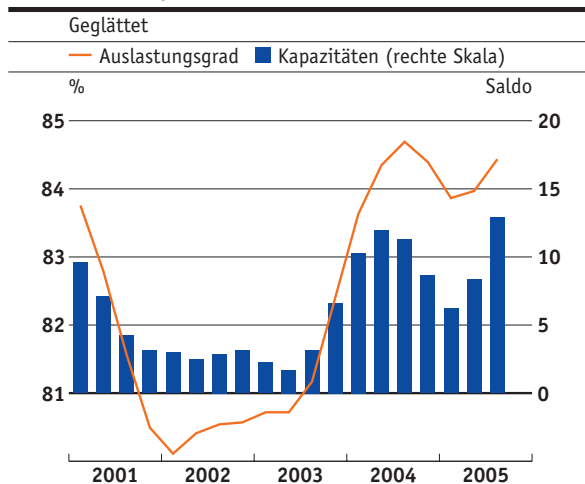
### Steigende Kapazitätsauslastung in der Industrie

Gemäss der im Oktober 2005 durchgeführten Industrieumfrage der KOF/ETH stieg die Auslastung der technischen Kapazitäten im dritten Quartal von 84,0% auf 84,4% und lag damit über ihrem langfristigen Durchschnitt. Auch die technischen Kapazitäten wurden im selben Zeitraum deutlich ausgeweitet; der ausgewiesene Umfragewert erreichte den höchsten Stand seit 15 Jahren. Während die gesamtwirtschaftlichen Investitionen in den letzten Quartalen flach verliefen, scheint die Investitionstätigkeit im Industriesektor bereits angezogen zu haben.

### Sich rascher schliessende gesamtwirtschaftliche Produktionslücke

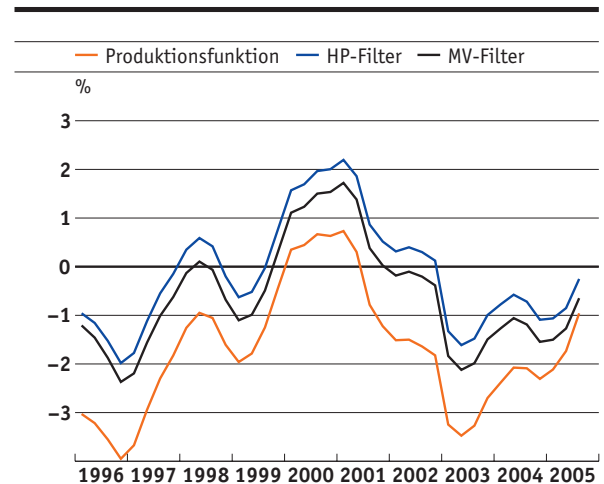
Die Anhebung des BIP-Wachstums im ersten Halbjahr blieb nicht ohne Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke, die als Differenz zwischen dem realen BIP und dem geschätzten Produktionspotenzial definiert ist. Grafik 2.10 zeigt drei Schätzungen der Produktionslücke, die auf verschiedenen Verfahren zur Berechnung des Produktionspotenzials basieren (Produktionsfunktion, Hodrick-Prescott-Filter (HP), multivariater Filter (MV)). Alle drei Berechnungen weisen weiterhin einen negativen Wert aus und signalisieren damit eine Unterauslastung der Produktionsfaktoren. Die aktualisierten Berechnungen deuten jedoch darauf hin, dass sich die Lücke im bisherigen Jahresverlauf deutlich rascher schloss als ursprünglich angenommen. Verstärkt wurde diese Entwicklung durch das starke BIP-Wachstum im dritten Quartal. Zudem ist zu beobachten, dass sich die drei Schätzungen der Produktionslücke einander annähern.

Grafik 2.9  
Technische Kapazitäten in der Industrie



Quelle: KOF/ETH

Grafik 2.10  
Produktionslücke



Quelle: SNB

## 2.3 Arbeitsmarkt

### Leichter Beschäftigungsanstieg

Die konjunkturelle Belegung widerspiegelte sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Die Zahl der Beschäftigten nahm im dritten Quartal zum zweiten Mal in der Folge um 0,4% gegenüber der Vorperiode zu und lag damit geringfügig über dem entsprechenden Vorjahresstand. Erstmals seit 2001 stieg auch die Zahl der Vollzeitstellen. Die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden erhöhte sich um 0,5% und übertraf damit den Vorjahresstand leicht.

Nach Sektoren gegliedert waren allerdings weiterhin erhebliche Unterschiede zu beobachten. Die Beschäftigung nahm sowohl in der Industrie als auch in der Bauwirtschaft gegenüber der Vorperiode deutlich zu (0,7% bzw. 3,3%), mit überdurchschnittlich hohen Zuwachsraten in der chemischen Industrie, der Metallindustrie, der Medizinaltechnik sowie der Uhrenindustrie. Im Dienstleistungssektor stagnierte die Beschäftigung dagegen. Wichtige Branchen wie der Detailhandel und die Banken, auf die zusammen rund 12% der Gesamtbeschäftigung entfallen, bauten weiter Stellen ab.

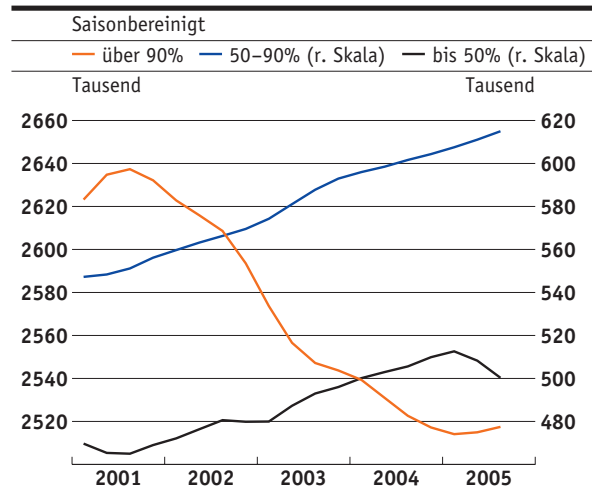
### Leichter Rückgang der Arbeitslosigkeit

Die Zahl der bei den regionalen Arbeitsämtern gemeldeten Arbeitslosen stieg von August bis November auf 146 800 und diejenige der Stellensuchenden auf 216 900 Personen; dies entsprach einem Anteil von 3,7% bzw. 5,5% an den Erwerbspersonen. Die um Saisoneinflüsse bereinigte und damit aussagekräftigere Arbeitslosenquote sank dagegen im gleichen Zeitraum um 0,1 Prozentpunkte auf 3,7% und die Quote der Stellensuchenden auf 5,4%.

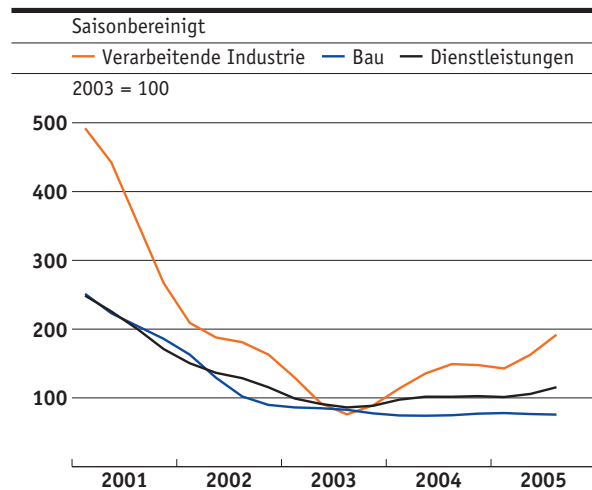
### Verbesserte Beschäftigungsaussichten

Der Index der offenen Stellen wies im dritten Quartal für die Industrie und den Dienstleistungssektor nach oben, was auf eine Erholung der Beschäftigung hindeutet. Die SNB geht davon aus, dass die Zahl der Beschäftigten im Jahre 2006 zwischen 0,5%–1% steigen wird, nach einer Zunahme von schätzungsweise 0,4% im Jahre 2005. Die Arbeitslosenquote dürfte bis zum vierten Quartal 2006 auf 3,2% sinken.

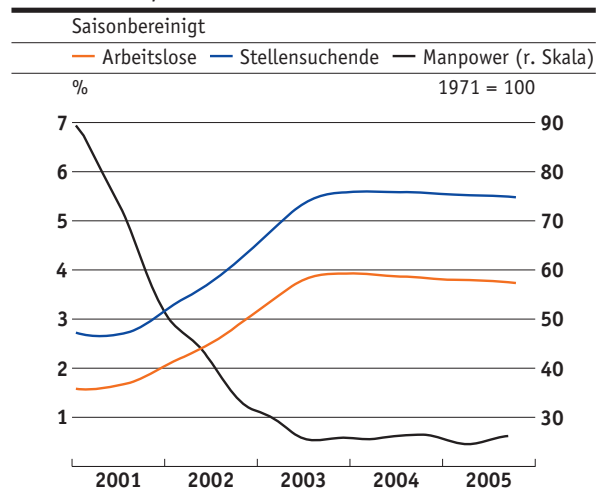
Grafik 2.11  
Voll- und Teilzeitbeschäftigung



Grafik 2.12  
Index der offenen Stellen



Grafik 2.13  
Arbeitslosenquoten und offene Stellen



Grafiken 2.11 und 2.12:  
Quelle: BFS

Grafik 2.13:  
Bei den regionalen Arbeitsämtern registrierte Arbeitslose und Stellensuchende in Prozent der Erwerbspersonen gemäss Volkszählung 2000 (3 946 988 Erwerbspersonen)  
Quellen: Manpower, Seco



## 2.4 Güterpreise

### Moderate Teuerungsimpulse auf der Produzenten- und Importstufe

Die Teuerungsimpulse, die von den Produzenten- und Importpreisen auf die nachgelagerte Konsumstufe ausgehen, waren zwischen Juli und Oktober weiterhin gering. Ins Gewicht fielen einzig die Mineralölprodukte, deren Preise sich gegenüber dem Vorjahr im Durchschnitt um knapp 34% erhöhten. Die Jahresteuerung der im Inland hergestellten Waren betrug im Oktober 0,9%, verglichen mit 0,6% im Juli. Demgegenüber ging die Teuerung bei den importierten Produkten im gleichen Zeitraum von 2,0% auf 1,4% zurück.

Die Preise der landwirtschaftlichen Güter, die seit Juli 2004 tendenziell sinken, bildeten sich verlangsamt weiter zurück und lagen im Oktober 0,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand (Durchschnitt der Import- und Produzentenpreise). Eine rückläufige Tendenz wiesen auch die Preise der Konsum- und der Investitionsgüter auf, während sich die Teuerung bei den Vorleistungsgütern auf 0,3% abschwächte. Demgegenüber blieb die Jahresteuerung der Energieträger, zu denen neben den Mineralölprodukten auch Gas und Elektrizität gehören, hoch. Im Oktober betrug sie 15,6%, gegenüber 17,1% im Juli.

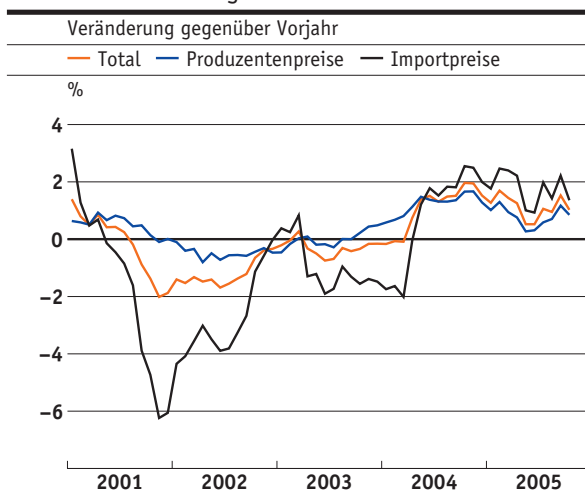
### Rückgang der Teuerung auf Konsumentenstufe

Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahresteuerung bildete sich im November auf 1,0% zurück, nachdem sie im September und Oktober auf 1,4% bzw. 1,3% gestiegen war. Der bedeutendste Teuerungsbeitrag stammte weiterhin von den Erdölprodukten (Heizöl und Treibstoff), auf die zwischen August und November durchschnittlich gut 80% der gesamten Konsumteuerung entfielen. Unter Ausschluss der Erdölkomponenten betrug die Konsumteuerung unverändert 0,2%. Bei den Waren, deren Anteil am Güterkorb fast 40% beträgt, schwächte sich die rückläufige Preistendenz leicht ab.

### Weitere Abnahme der Binnenteuerung

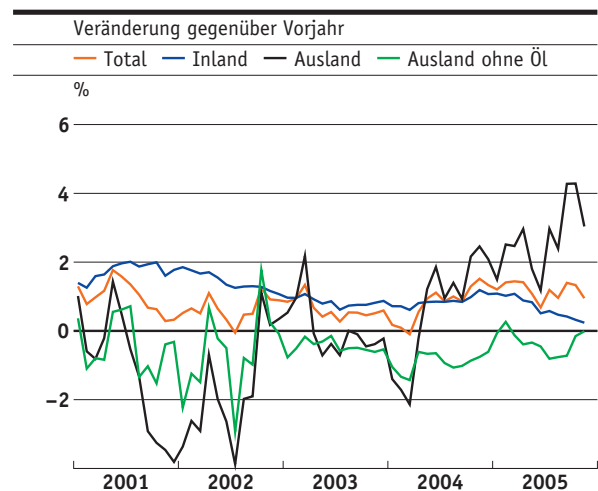
Die Jahresteuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen liess zwischen August und November auf 0,2% nach. Bei den Waren verstärkte sich der Preisrückgang gegenüber dem Vorjahr auf -0,7%, wobei insbesondere die Preise zahlreicher Nahrungsmittel sowie der Elektrizität sanken. Zudem schwächte sich der Preisauftrieb bei den Dienstleistungen ab, vor allem infolge tieferer Preise im Telekommunikationsbereich und in der Hotellerie. Der vierteljährlich erhobene Mietpreisindex stieg im November um 0,5% gegenüber der Vorerhebung, so dass die jährliche Mietteuerung bei 1,0% verharrte.

Grafik 2.14  
Preise des Gesamtangebots



Quelle: BFS

Grafik 2.15  
LIK: In- und ausländische Güter



Quellen: BFS, SNB



	2004	2005						
		1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober	November
<b>LIK total</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>
Inländische Waren und Dienstleistungen	0,9	1,1	0,7	0,5	0,5	0,4	0,3	0,2
Waren	0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-0,8	-0,7
Dienstleistungen	1,0	1,5	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7	0,5
private Dienstleistungen ohne Mieten	0,6	1,1	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,0
Mieten	1,2	1,9	1,6	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
öffentliche Dienstleistungen	1,9	1,9	1,3	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3
Ausländische Waren und Dienstleistungen	0,6	2,2	2,0	3,2	2,4	4,3	4,3	3,0
ohne Erdölprodukte	-0,9	0,0	-0,4	-0,8	-0,8	-0,7	-0,2	-0,0
Erdölprodukte	9,3	14,0	14,7	23,5	18,2	29,4	26,0	18,1

Quellen: BFS, SNB

### Anstieg der Importteuerung

Die Jahresteuerung der importierten Konsumgüter erhöhte sich zwischen August und November von 2,4% auf 3,0%. Diese Zunahme war auf die importierten Waren (ohne Erdölprodukte) zurückzuführen, die sich im November nicht mehr weiter verbilligten. Der Preisrückgang bei der Bekleidung kam zum Stillstand, während sich das Gas verteuerte. Im Bereich der Heimelektronik hielt dagegen die sinkende Preistendenz an. Die Preise der im LIK erfassten Erdölprodukte (Heizöl und Treibstoff) lagen weiterhin deutlich über dem Vorjahresstand (18,1%).

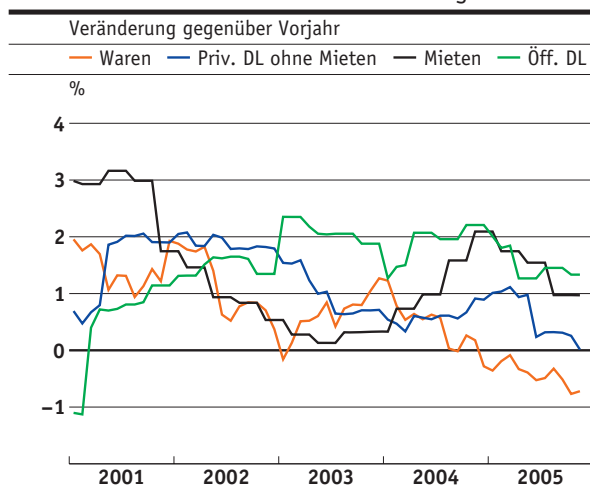
### Stabile Kerninflation der SNB ...

Die am LIK gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen und dauerhaften Preispfad verzerren können. Die SNB berechnet deshalb eine Messgrösse für die Kerninflation, die jeden Monat die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuerung aus dem Konsumentenpreisindex ausklammert. Die so berechnete Kernteuerung lag zwischen August und November unverändert bei 0,6%. Sie deutete auf einen schwachen und stabilen Trend im allgemeinen Preisniveau hin.

### ... und des BFS

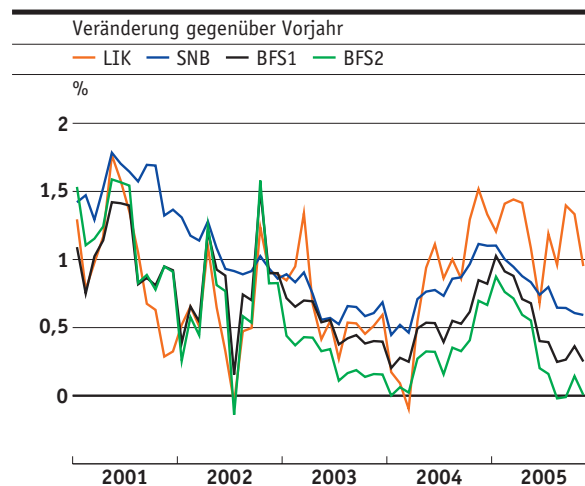
Im Unterschied zur Kerninflation der SNB schliessen die beiden Kerninflationen des BFS in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Zwischen August und November stieg die Kerninflation 1 um 0,1 Prozentpunkte auf 0,3%, während die Kerninflation 2 unverändert blieb (0,0%). Die Abweichung zwischen der Kerninflationenrate der SNB und den Kerninflationenraten des BFS lässt sich grösstenteils durch die Preissenkungen für elektronische Güter und Telekommunikationsdienste erklären. Während diese in der Berechnung der SNB als teuerungsdämpfende Sondereffekte aus dem Warenkorb ausgeschlossen werden, verbleiben sie im jeweiligen Korb der Kerninflationenraten des BFS.

Grafik 2.16  
LIK: Inländische Waren und Dienstleistungen



Quellen: BFS, SNB

Grafik 2.17  
Kerninflation



Quellen: BFS, SNB

### 3 Monetäre Entwicklung

#### 3.1 Zinsentwicklung

An der Lagebeurteilung vom September 2005 beschloss die SNB, das Zielband für den Dreimonats-Libor (3M-Libor) unverändert bei 0,25% bis 1,25% zu lassen. Sie kündigte an, sie werde die Mitte des Zielbandes, d. h. einen Wert von 0,75%, anstreben. Zwei Überlegungen waren für diesen Entscheid ausschlaggebend. Erstens blieben die Inflationsaussichten bis Mitte 2006 trotz der hohen Erdölpreise günstig. Zweitens waren die Konjunkturaussichten aufgrund der stark gestiegenen Erdölpreise mit einer grösseren Unsicherheit behaftet. Die Nationalbank nahm deshalb eine abwartende Haltung ein. Gleichzeitig wies sie aber darauf hin, dass eine Korrektur des geldpolitischen Kurses unausweichlich sei, wenn sich die erwartete Erholung der Wirtschaft bestätigen sollte.

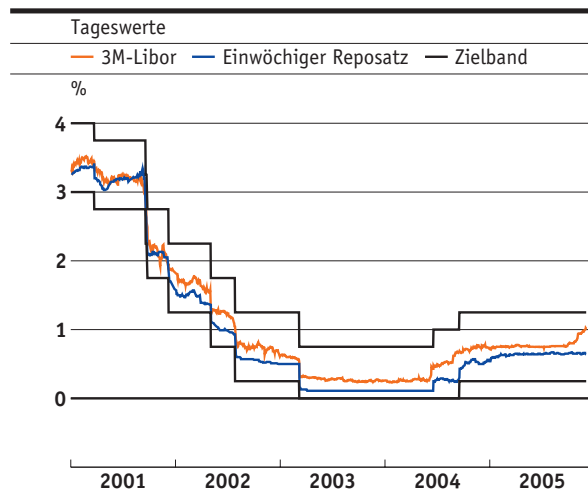
#### Anstieg der Geldmarktzinsen in der Schweiz

Obwohl die Nationalbank die Sätze der Repo-geschäfte, mit denen sie den 3M-Libor indirekt steuert, seit der letzten Lagebeurteilung praktisch unverändert zwischen 0,64% und 0,67% hielt, stieg der 3M-Libor von 0,76% Mitte September bis auf 1,04% Mitte Dezember. Die Märkte rechneten somit immer stärker mit einer Anhebung des Zielbandes für den 3M-Libor. Die Nationalbank liess den Anstieg des 3M-Libor zu, weil die Gründe, die im September eine abwartende Haltung nahe gelegt hatten, an Bedeutung verloren.

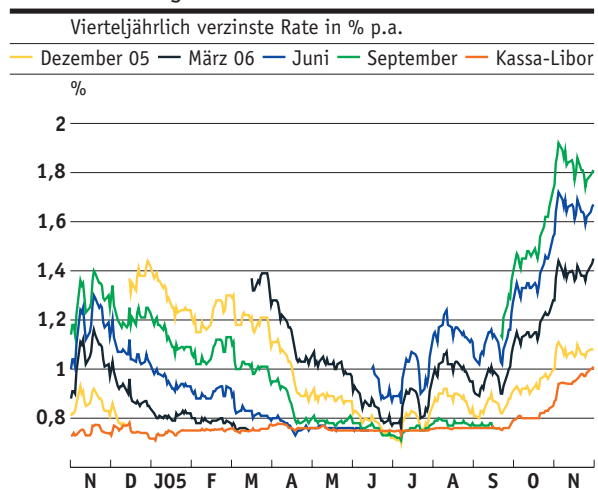
Die Erwartungen eines bevorstehenden Zinsanstiegs spiegeln sich auch in den Futures-Kontrakten auf dem 3M-Libor mit Verfall kurz nach der Lagebeurteilung vom Dezember. Die Sätze aus dem Dezemberkontrakt 2005 stiegen bis auf 1,10%, was einem Zinsschritt von mindestens 25 Basispunkten entspricht. Die Futures-Zinssätze aus dem März-, dem Juni- und dem Septemberkontrakt 2006 lagen deutlich höher. Daraus lässt sich schliessen, dass die Märkte mit einem schrittweisen Anstieg der kurzfristigen Zinsen im nächsten Jahr rechnen (Grafik 3.2).

Die Unsicherheit der Finanzmarktteilnehmer über den Zinsverlauf war aber gross. Dies lässt sich aus der Differenz zwischen dem per Mitte März 2006 fälligen Futures- oder Terminzinssatz des 3M-Libor und dem mithilfe eines Zinsstrukturmodells geschätzten erwarteten 3M-Libor ablesen. Die so ermittelte Differenz, die eine Risikoprämie widerspiegelt, betrug am 7. November 2005 mehr als 30 Basispunkte (Grafik 3.3).

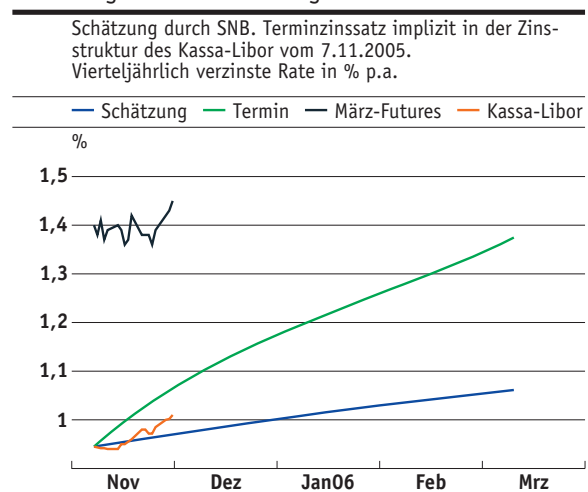
Grafik 3.1  
Geldmarktsätze



Grafik 3.2  
Der dreimonatige Zinssatz-Futures



Grafik 3.3  
Erwartungen des dreimonatigen Zinssatzes



Grafiken 3.1, 3.2 und 3.3:  
Quelle: SNB

### Auch international ansteigende Kurzfristzinsen

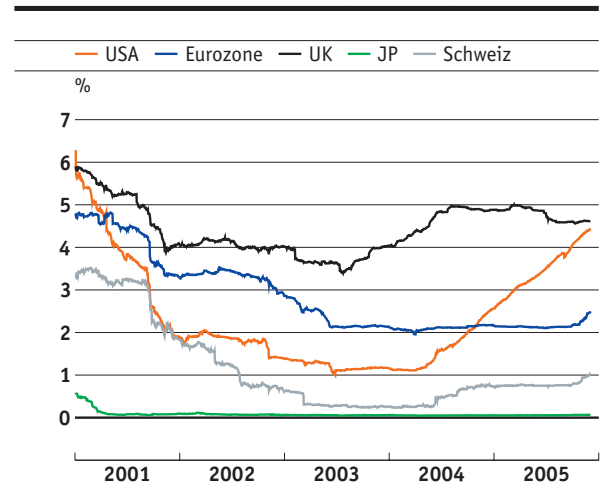
Ähnlich wie in der Schweiz zogen auch die kurzfristigen Zinssätze im Ausland an. Da die Erwartung einer Leitzinsanhebung durch die Europäische Zentralbank (EZB) mehr und mehr an Boden gewann, stieg der 3M-Libor für Euroanlagen von 2,14% Mitte September auf 2,46% Mitte Dezember. Die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Franken- und Euroanlagen blieb damit weitgehend unverändert und belief sich Mitte Dezember auf 1,41 Prozentpunkte. Vergleichsweise stark stiegen hingegen die kurzfristigen Dollarzinsen. Die am 3M-Libor gemessene Zinsdifferenz zwischen Dollar- und Frankenanleihen erhöhte sich von 3,11 Prozentpunkten Mitte September auf 3,45 Prozentpunkte Mitte Dezember.

### Weltweiter Anstieg der langfristigen Zinsen

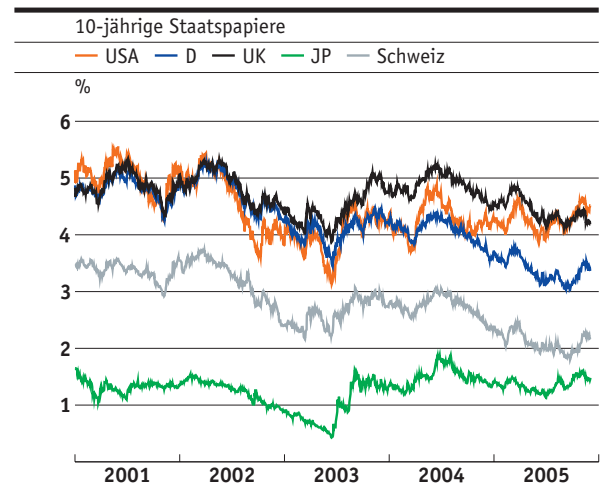
Der seit April 2004 beobachtete Rückgang der langfristigen Renditen auf den wichtigsten Obligationenmärkten kehrte sich im September 2005 um (Grafik 3.5). Zwischen Mitte September und Mitte Dezember stieg die Rendite einer 10-jährigen Anleihe der schweizerischen Eidgenossenschaft um 28 Basispunkte auf 2,15% und lag damit wieder auf dem gleichen Stand wie im April dieses Jahres. Die Hauptantriebskräfte hinter dem weltweit zu beobachtenden Renditeanstieg am Kapitalmarkt dürften die verbesserten Konjunkturaussichten und die gestiegenen Inflationserwartungen sein.

Grafik 3.6 zeigt die Renditen von nominalen Diskontanleihen unterschiedlicher Laufzeiten der schweizerischen Eidgenossenschaft. Daraus kann entnommen werden, dass die Renditen am kurzen Laufzeitenende deutlich stiegen. Am langen Laufzeitenende veränderten sich die Renditen hingegen kaum. Die Zinskurve flachte damit deutlich ab (Grafik 3.7).

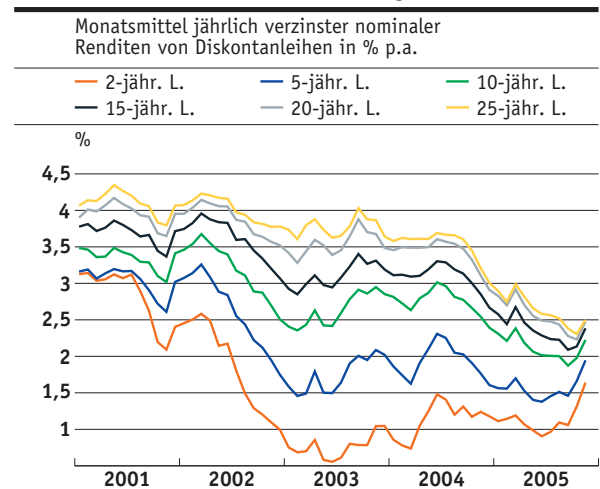
Grafik 3.4  
Internationale Kurzfristzinsen (3 Monate)



Grafik 3.5  
Zinssätze im Ausland



Grafik 3.6  
Anleihsrenditen der Schweiz. Eidgenossenschaft



Grafiken 3.4 und 3.6:  
Quelle: SNB

Grafik 3.5:  
Quellen: Thomson Datastream, SNB

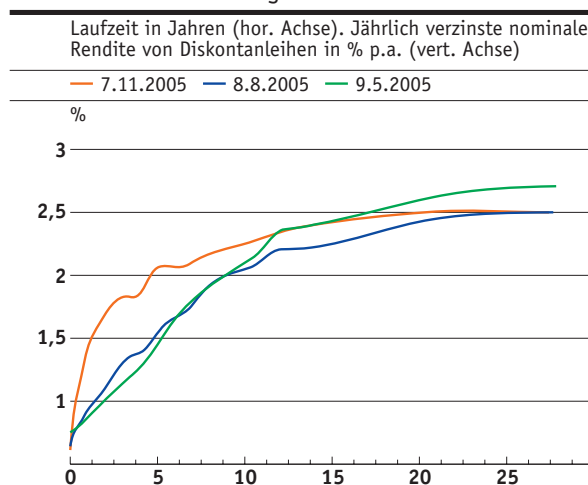
## Geringe Kreditzinsspannen

Die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen für Obligationenschuldner lässt sich anhand von Kreditzinsspannen darstellen. Diese entsprechen der Differenz der Renditen von Kantons- und Unternehmungsanleihen zur Rendite von Bundesobligationen und lassen sich auch als Kreditrisikoprämien interpretieren (siehe «Box: Einteilung von Anleihen in Bonitätsklassen», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 33). Die Grafiken 3.8 und 3.9 zeigen, dass die Kreditzinsspannen sowohl für erstklassige als auch für drittklassige Schuldner seit Juli auf tiefem Niveau verharrten. Bei den erstklassigen Industrieanleihen verringerte sich die Kreditzinsspanne markant von 50 Basispunkten Anfang September auf 20 Basispunkte Ende November. Die diesen Berechnungen zugrunde liegenden Renditen beziehen sich auf Diskontanleihen mit fünfjähriger Laufzeit.

Das Risiko, dass Unternehmungen ihre Anleihen nicht bedienen können, ist in konjunkturellen Aufschwungsphasen deutlich kleiner als bei sich abschwächender Wirtschaftsaktivität. Die im historischen Vergleich tiefen und zum Teil sinkenden Kreditzinsspannen deuten somit auf positive Konjunkturaussichten hin.

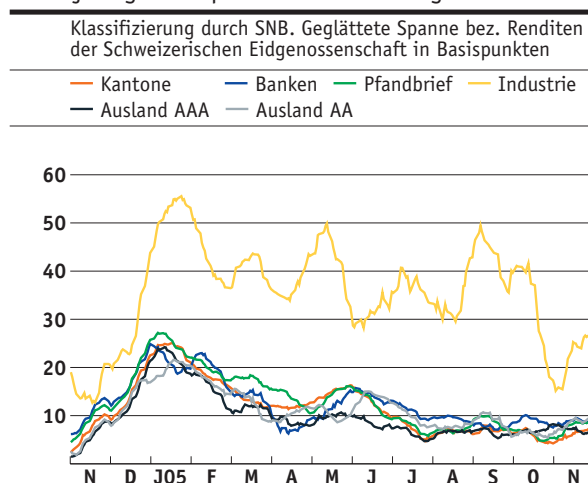
Grafik 3.7

### Die Zinsstruktur von eidgenössischen Anleihen



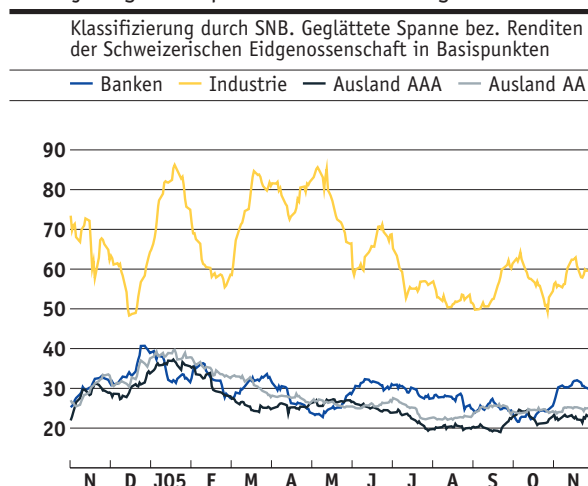
Grafik 3.8

### Die 5-jährige Zinsspanne von erstklassigen Anleihen



Grafik 3.9

### Die 5-jährige Zinsspanne von drittklassigen Anleihen



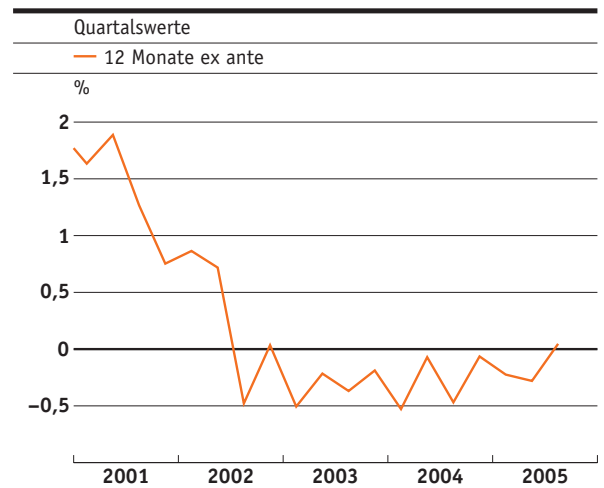
Grafiken 3.7, 3.8 und 3.9:  
Quelle: SNB

### Kurzfristiger realer Zinssatz leicht positiv

Grafik 3.10 zeigt die Entwicklung des kurzfristigen Realzinses, der als Differenz zwischen dem nominalen Zinssatz für zwölfmonatige Geldmarktanlagen und dem über den gleichen Zeitraum erwarteten Anstieg der Konsumentenpreise definiert ist. Die dabei verwendeten Inflationserwartungen entsprechen dem Durchschnitt einjähriger Inflationsprognosen verschiedener Institute («Konsensusprognose»: September 2005).<sup>2</sup> Der kurzfristige Realzins stieg im dritten Quartal um 35 Basispunkte auf 0,1% und war damit erstmals seit beinahe drei Jahren wieder leicht positiv. Der Anstieg gegenüber dem Vorquartal ist zu einem Drittel auf erhöhte Nominalzinsen und zu zwei Dritteln auf tiefere Inflationserwartungen zurückzuführen. Gemessen am kurzfristigen Realzinssatz war die Geldpolitik somit gegenüber dem Vorquartal etwas weniger expansiv ausgerichtet.

<sup>2</sup> Vgl. Tabelle 1.1

Grafik 3.10  
Geschätzter Realzinssatz



Quelle: SNB

## 3.2 Wechselkurse

### Dollaranstieg

Der Dollar wertete sich gegenüber den wichtigsten Währungen auf und notierte gegenüber diesen so fest wie zuletzt vor zwei Jahren. Ausschlaggebend dafür dürfte zum einen die höhere Wachstumsdynamik in den USA gewesen sein. Im Weiteren machte die fortgesetzte Ausdehnung des Zinsvorsprungs Dollaranlagen attraktiver, was den Dollar festigt. Die Marktteilnehmer scheinen von weiteren Zinsschritten durch das Fed in den nächsten Monaten auszugehen. Mitte Dezember notierte der Dollar bei CHF/USD 1.295, gegenüber 1.26 CHF/USD an der Lagebeurteilung vom September. Gegenüber dem Franken erreichte der Dollar Mitte November den höchsten Stand seit Anfang Mai 2004. Während sich der Dollar seit Anfang Jahr um 14% aufwertete, bewegte sich der Kurs des Euro in einer engen Spanne von 1.55 und 1.54 CHF/Euro.

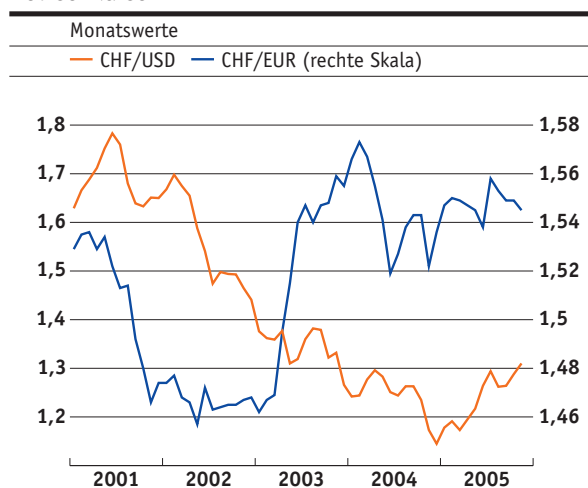
Der exportgewichtete reale Aussenwert des Frankens gegenüber den wichtigsten Handelspartnern stieg seit September leicht an (Grafik 3.12). Er liegt noch etwas unter dem Stand, den er Anfang Jahr aufwies. Gegenüber dem Euro entspricht der Index dem Stand zu Jahresbeginn, liegt aber um 3,6% unter dem Wert bei Einführung der gemeinsamen europäischen Währung Anfang 1999.

### Unveränderte monetäre Bedingungen

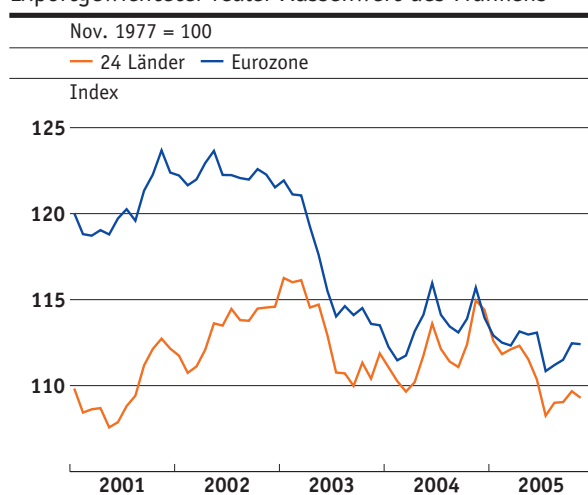
Der Monetary Conditions Index (MCI) kombiniert den 3M-Libor mit dem nominalen handelsgewichteten Aussenwert des Frankens zu einem Mass der monetären Bedingungen, mit denen sich die Schweizer Wirtschaft konfrontiert sieht. In den in Grafik 3.13 abgebildeten Indizes sind die zwei Komponenten mit 5:1 und 3:1 gewichtet. Ein Anstieg deutet eine Straffung, ein Rückgang eine Lockerung der monetären Bedingungen an (siehe «Box: Der Monetary Conditions Index», Bericht über die Geldpolitik 1/2004, S. 27). Die Indizes werden jeweils zum Zeitpunkt der letzten Lagebeurteilung auf null gesetzt.

Gemessen am Verlauf des MCI waren die monetären Bedingungen in der Schweiz Anfang Dezember leicht restriktiver als an der Lagebeurteilung vom September.

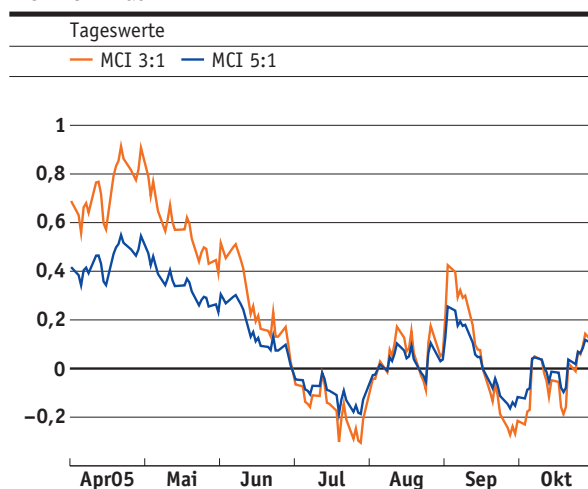
Grafik 3.11  
Devisenkurse



Grafik 3.12  
Exportgewichteter realer Aussenwert des Frankens



Grafik 3.13  
MCI nominal



Grafiken 3.11, 3.12 und 3.13:  
Quelle: SNB



### 3.3 Aktien- und Immobilienpreise

#### Fortgesetzter Anstieg der Aktienmärkte

Nach einem Rückgang im Oktober setzte sich die Aufwärtsbewegung der Aktienkurse in Europa und Japan im November fort. Die Märkte profitierten von positiven Konjunkturdaten, den rückläufigen Erdölpreisen sowie von guten Unternehmensabschlüssen. Seit Anfang Jahr nahmen der Euro-Stoxx 50 um 18% und der japanische Nikkei 225 um 36% zu. Hingegen veränderte sich der amerikanische S&P 500 nur wenig (+5%). Der schweizerische Aktienmarkt (SPI) verzeichnete mit einem Plus von 33% eine überdurchschnittlich hohe Zuwachsrate. Alle Subindizes waren an dieser günstigen Entwicklung beteiligt (Grafik 3.15).

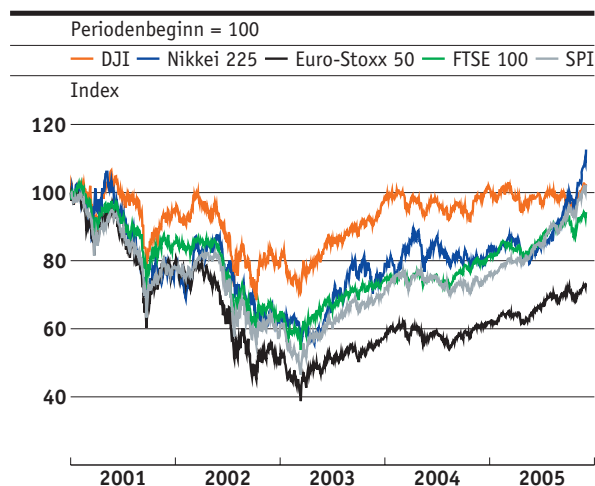
Grafik 3.16 zeigt die annualisierten monatlichen Standardabweichungen des SPI im Vergleich zum S&P 500 über die letzten fünf Jahre. Dieses Volatilitätsmass entwickelte sich für beide Indizes sehr ähnlich und war in letzter Zeit im historischen Vergleich tief, was sich im Sinne eines geringen Marktrisikos interpretieren lässt. Der starke Wertzuwachs schweizerischer Aktien fand somit in einem von geringer Unsicherheit geprägten Markumfeld statt. Bemerkenswert ist auch, dass die Performance der Schweizer Aktien im Jahr 2005 – bei praktisch identischem Marktrisiko – viel besser war als in den USA.

#### Stark ansteigende Wohnungspreise, aber insgesamt keine Anzeichen von Überhitzung auf dem Immobilienmarkt

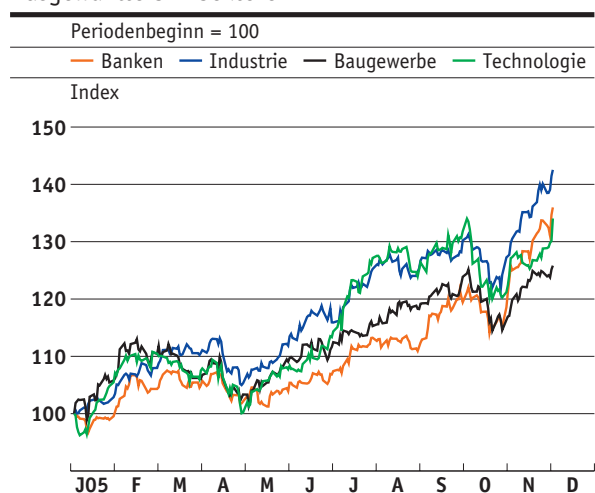
Die Wirkungen von Zinsänderungen auf die Realwirtschaft sind unter anderem auf dem Immobilienmarkt wahrnehmbar. Da es sich bei Immobilien um Konsumgüter mit einer sehr langen Nutzungsdauer handelt, bewirken Zinsänderungen grosse Anpassungen in der Nachfrage nach sämtlichen Liegenschaften. Da aber das Angebot an neuen Immobilien im Vergleich zum Gesamtbestand sehr gering ist, schlagen sich Nachfrageänderungen in grossen Preisbewegungen nieder. Die Nachfrage nach Wohnimmobilien dürfte von allen Komponenten des BIP am stärksten auf eine Lockerung der geldpolitischen Zügel reagieren. Angesichts einer lange anhaltenden expansiven Geldpolitik stellt sich somit die Frage, ob es Anzeichen von Überhitzung am schweizerischen Immobilienmarkt gibt.

In den Grafiken 3.17 und 3.18 ist die Entwicklung der Mieten und der Immobilienpreise im Haushaltssektor bzw. im gewerblichen Sektor sowie die am Konsumentenpreisindex gemessene Teuerung der

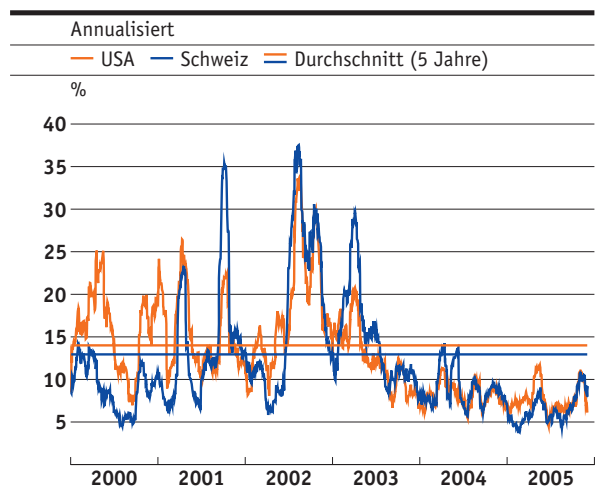
Grafik 3.14  
Aktienkurse



Grafik 3.15  
Ausgewählte SPI-Sektoren



Grafik 3.16  
Aktienkursvolatilität



Grafik 3.14:  
Quellen: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Bloomberg

Grafik 3.15:  
Quelle: Bloomberg

Grafik 3.16:  
Quellen: Bloomberg, Thomson Datastream



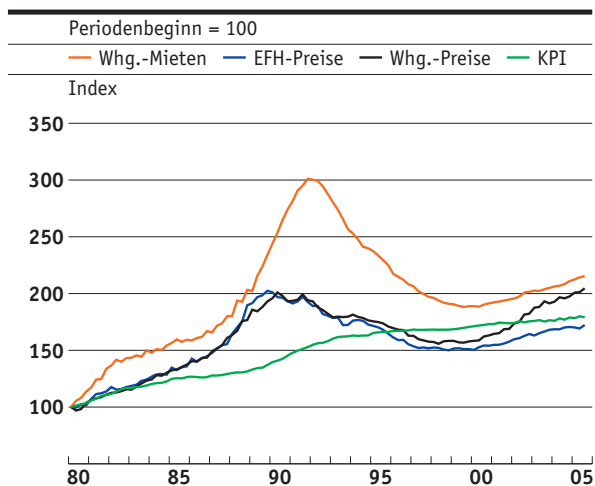
vergangenen 25 Jahre zu sehen. In den 80er-Jahren kam es in beiden Sektoren zu einem massiven Preisanstieg. Die Preise von Einfamilienhäusern und Wohnungen verdoppelten sich innert eines Jahrzehnts. Noch stärker zogen die Wohnungsmieten an. Mit dem Platzen der Immobilienblase setzte zu Beginn der 90er-Jahre eine lang andauernde Korrekturphase ein. Erst vor der Jahrtausendwende begannen die Wohnungsmieten sowie die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen wieder zu steigen (Grafik 3.17). Dieser Anstieg war jedoch gesamtschweizerisch nur moderat. Das allgemeine Niveau der Immobilienpreise liegt immer noch deutlich unter den in den Jahren 1989/90 erreichten Höchstwerten. Dies gilt aber nicht für die Preise von Eigentumswohnungen, die in der letzten Zeit kräftig gestiegen sind und ihr Rekordniveau von 1990 in diesem Jahr überschritten haben. Wird die Teuerung mitberücksichtigt, liegen die Preise von Eigentumswohnungen und die Wohnungsmieten höher als 1980. Demgegenüber befinden sich die Preise der Einfamilienhäuser gegenwärtig noch darunter.

Der gewerbliche Sektor zeichnet ein anderes Bild (Grafik 3.18). Während die Büromieten von der Jahrtausendwende bis zum Jahr 2003 stiegen, weisen sie seitdem eine rückläufige Tendenz auf. Fer-

ner deuten die Mieten für Gewerbeflächen seit zehn Jahren keinen Trend an. Wird die Teuerungsentwicklung berücksichtigt, sind die Mieten im gewerblichen Sektor sogar tiefer als 1980.

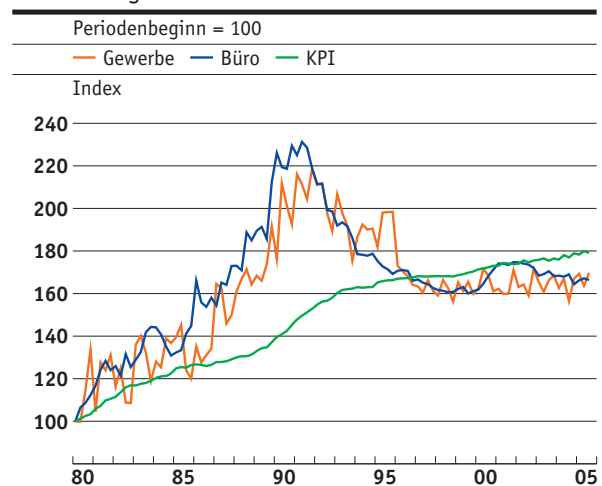
Zusammenfassend hatte die expansive Geldpolitik keine blasenähnlichen Erscheinungen auf dem Immobilienmarkt zur Folge. Zur Bildung einer Blase kommt es dann, wenn Marktteilnehmer glauben, dass die Bewertungen in Zukunft höher sein werden, was sie veranlasst, Immobilien zusätzlich nachzufragen. Je mehr sich aber die Preise von ihrem Gleichgewichtswert entfernen, desto grösser das Risiko einer Korrektur. Um das erhöhte Risiko abzugelten, müssen die Preise immer rascher anziehen. Auch wenn die Entwicklung teilweise erhebliche regionale Unterschiede aufweist, sind derartige Verhältnisse in der Schweiz nicht in Sicht. Vielmehr steigen die Preise im Haushaltssektor, ausgenommen die Preise für Eigentumswohnungen, moderat. Im gewerblichen Sektor scheint dagegen eine Anpassung an strukturelle Veränderungen wie die «just-in-time»-Produktion und die Verringerung des Platzbedarfs im Dienstleistungssektor aufgrund elektronischer Datenspeicherung im Gange zu sein. Die Nationalbank beobachtet die Entwicklung am Immobilienmarkt weiterhin sorgfältig.

Grafik 3.17  
Mieten und Preise im Haushaltssektor



Quelle: Wüest & Partner

Grafik 3.18  
Mieten im gewerblichen Sektor



Quelle: Wüest & Partner

## 3.4 Geldaggregate

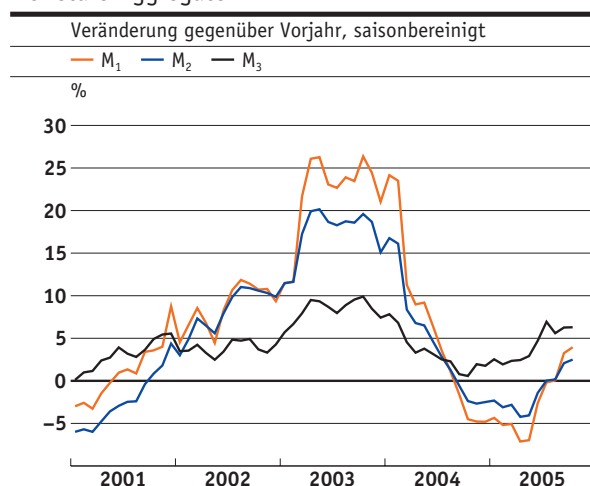
### Kräftiges Wachstum von $M_3$

Im November lagen die Geldmenge  $M_1$  (Bargeldumlauf, Sichteinlagen und Transaktionskonti) und  $M_2$  ( $M_1$  plus Spareinlagen) um 4,2% bzw. 2,6% über dem Stand vor Jahresfrist. Das stärkste Wachstum wies  $M_3$  ( $M_2$  plus Termineinlagen) mit 6,4% auf. Wie bereits in den Vorquartalen war das hohe Wachstum von  $M_3$  vor allem auf einen starken Anstieg der Termineinlagen (29,7%) zurückzuführen. Während sich dieser Anstieg bisher zumindest teilweise durch Portfolio-Verlagerungen von Sichteinlagen zu Termineinlagen erklären liess, stiegen im November aber auch die Sichteinlagen um 2,7% an.

Zur Beurteilung der Liquiditätsversorgung der Wirtschaft und der möglichen Inflationsgefahren muss der Geldüberhang geschätzt werden (siehe «Box: Geldmengenwachstum und Inflation»,

Bericht über die Geldpolitik 1/2005, S. 33). Anhand des Transaktionsvolumens der Volkswirtschaft und der Opportunitätskosten der Geldhaltung wird eine Gleichgewichtsgeldmenge als Mass für die angemessene Geldversorgung der Volkswirtschaft bestimmt. Liegt die aktuelle Geldmenge über dieser Gleichgewichtsgeldmenge, so ist die Liquiditätsausstattung zu reichlich, was auf einen Teuerungsanstieg in den folgenden vier bis sechs Quartalen hindeuten kann. Grafik 3.20 zeigt die prozentualen Abweichungen der Geldmenge  $M_3$  von ihrem Gleichgewichtswert. Um der Modellunsicherheit Rechnung zu tragen, wurden zwei verschiedene Modellvarianten geschätzt. Da die Schätzungen im dritten Quartal keinen bzw. nur einen geringen Geldüberhang ergeben, ist gemäss diesem nach dem ECM-Konzept konstruierten Indikator kaum mit einem Preisrisiko in den nächsten ein bis eineinhalb Jahren zu rechnen.

Grafik 3.19  
Monetäre Aggregate



Quelle: SNB

	2003	2004	2004		2005			September	Oktober	November
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.			
<b>Notenbankgeldmenge<sup>2</sup></b>	<b>40,4</b>	<b>41,7</b>	<b>41,1</b>	<b>41,8</b>	<b>42,1</b>	<b>41,6</b>	<b>41,2</b>	<b>41,2</b>	<b>41,5</b>	<b>41,7</b>
<i>Veränderung<sup>3</sup></i>	<i>5,3</i>	<i>3,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,7</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>0,7</i>	<i>1,9</i>	<i>0,9</i>
<b>M<sub>1</sub><sup>2</sup></b>	<b>273,5</b>	<b>288,5</b>	<b>281,9</b>	<b>279,1</b>	<b>283,0</b>	<b>279,0</b>	<b>284,8</b>	<b>287,2</b>	<b>289,4</b>	<b>294,3</b>
<i>Veränderung<sup>3</sup></i>	<i>21,9</i>	<i>5,5</i>	<i>1,0</i>	<i>-4,8</i>	<i>-4,9</i>	<i>-5,6</i>	<i>1,0</i>	<i>3,2</i>	<i>3,9</i>	<i>4,2</i>
<b>M<sub>2</sub><sup>2</sup></b>	<b>475,1</b>	<b>495,6</b>	<b>488,3</b>	<b>485,4</b>	<b>491,2</b>	<b>487,2</b>	<b>492,1</b>	<b>494,2</b>	<b>495,9</b>	<b>501,2</b>
<i>Veränderung<sup>3</sup></i>	<i>17,4</i>	<i>4,3</i>	<i>1,2</i>	<i>-2,6</i>	<i>-2,8</i>	<i>-3,2</i>	<i>0,8</i>	<i>2,1</i>	<i>2,5</i>	<i>2,6</i>
<b>M<sub>3</sub><sup>2</sup></b>	<b>544,9</b>	<b>562,5</b>	<b>557,9</b>	<b>564,8</b>	<b>576,6</b>	<b>582,4</b>	<b>593,0</b>	<b>593,2</b>	<b>595,5</b>	<b>603,2</b>
<i>Veränderung<sup>3</sup></i>	<i>8,3</i>	<i>3,2</i>	<i>1,9</i>	<i>1,4</i>	<i>2,3</i>	<i>3,3</i>	<i>6,3</i>	<i>6,3</i>	<i>6,3</i>	<i>6,4</i>

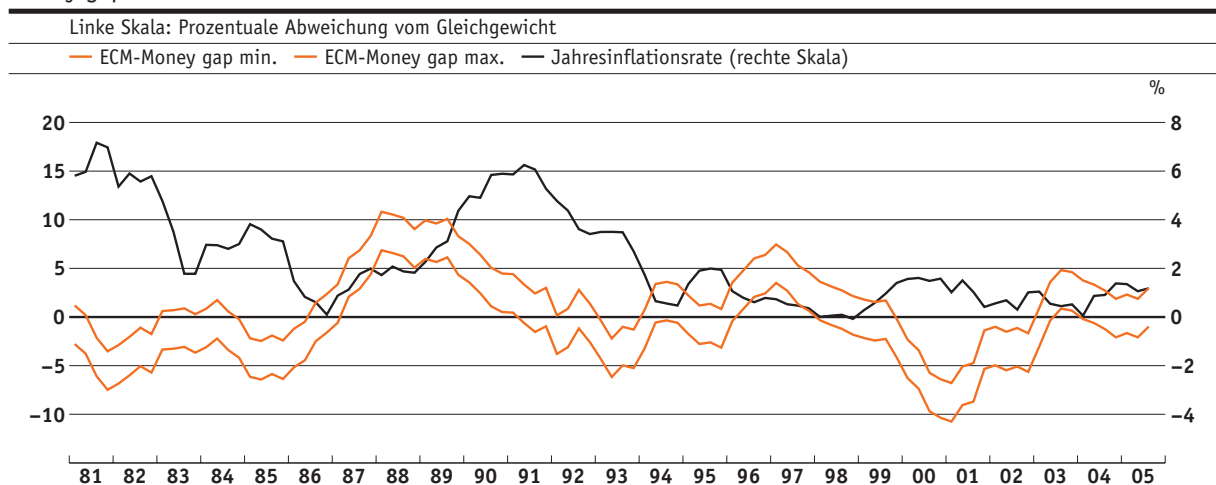
1 Definition 1995

2 Niveau in Mrd. Franken

3 Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Quelle: SNB

Grafik 3.20  
Money gap und Jahresinflationsrate



Quelle: SNB

## 3.5 Kredite

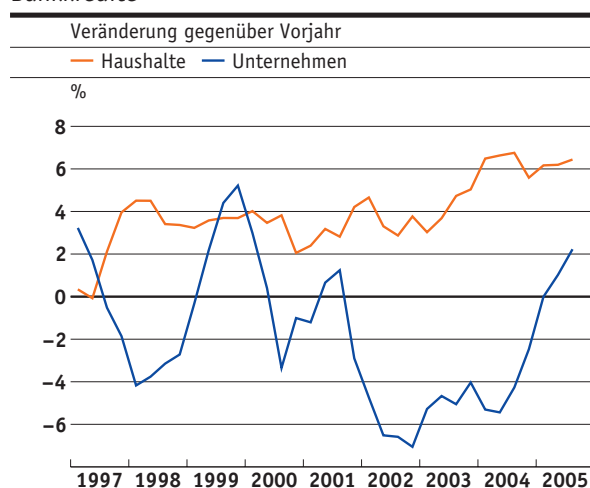
### Höheres Kreditwachstum

Die Bankkredite nahmen weiterhin zu. Ende Oktober lagen sie 4,4% über dem Vorjahresstand.

Die Kredite, die an Haushalte vergeben wurden und rund zwei Drittel des Totals der Bankkredite ausmachen, setzten ihren Anstieg im dritten Quartal fort. Sie erhöhten sich um 6,4% gegenüber dem Vorjahr (Kreditvolumenstatistik der SNB). Die stärker auf die Konjunktur reagierenden Kredite an Unternehmen setzten ebenfalls ihre in diesem Jahr begonnene Expansion fort, nachdem sie längere Zeit geschrumpft waren. Gegenüber der Vorjahresperiode wurde eine Zunahme von 2,2% verzeichnet.

Werden die Kredite nach Kreditarten gegliedert, zeigt sich eine ähnliche Entwicklung. Die Hypothekarforderungen, die vier Fünftel des Totals der Bankkredite ausmachen, expandierten im Oktober weiter. Die übrigen Kredite weisen seit dem Frühjahr ein nahezu unverändertes Volumen auf (Monatsbilanzstatistik der SNB). Sie scheinen somit ihren mehrjährigen Schrumpfungsprozess beendet zu haben. Die beiden Komponenten, aus denen sich die übrigen Kredite zusammensetzen, entwickelten sich jedoch weiterhin unterschiedlich. Auf der einen Seite setzten die gedeckten übrigen Kredite ihren seit Ende 2003 beobachtbaren positiven Trend fort. Im Vorjahresvergleich legten sie sogar kräftig zu. Auf der anderen Seite lagen die ungedeckten übrigen Kredite weiterhin ungefähr auf dem Mitte 2004 erreichten Stand. Sie sind die einzige Kategorie, die im Oktober im Vergleich zum Vorjahr noch leicht schrumpfte.

Grafik 3.21  
Bankkredite



Quelle: SNB

### Bankkredite

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

Tabelle 3.2

	2003	2004	2004		2005					
			3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	August	September	Oktober
<b>Total</b>	<b>2,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>
Hypothekarforderungen	5,6	5,4	5,4	5,2	5,1	5,1	5,3	5,3	5,4	5,4
Übrige Kredite	-8,7	-3,1	-1,2	-2,6	-1,9	-1,2	0,1	-0,4	-0,2	0,3
davon gedeckt	-10,7	3,2	7,2	4,0	3,5	-0,1	3,2	2,5	3,2	4,6
davon ungedeckt	-7,4	-7,1	-6,6	-6,8	-5,7	-1,9	-2,2	-2,6	-2,7	-2,8

Quelle: SNB

## 4 Die Inflationsprognose der SNB

Die Geldpolitik wirkt mit einer erheblichen Verzögerung auf Produktion und Preise. In der Schweiz wird die maximale Wirkung geldpolitischer Impulse auf die Inflationsrate nach rund drei Jahren erreicht. Aus diesem Grund orientiert die Nationalbank ihre Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflation, sondern an der Inflation, die sich bei unveränderter Geldpolitik in zwei bis drei Jahren ergeben würde. Die Inflationsprognose ist neben der Definition der Preisstabilität und dem Zielband für den Dreimonats-Libor eines der drei Elemente des geldpolitischen Konzepts der SNB.

## 4.1 Weltwirtschaftliche Annahmen

Die Inflationsprognosen der SNB sind in ein internationales Konjunkturszenario eingebettet. Es stellt die nach Einschätzung der SNB wahrscheinlichste Entwicklung der Weltwirtschaft in den kommenden drei Jahren dar. Die Tabelle 4.1 fasst die wichtigsten exogenen Annahmen zusammen und gibt zum Vergleich die entsprechenden Annahmen der September-Prognose an.

### Trotz Ölpreisanstieg Beschleunigung der Weltkonjunktur unterstellt

Die weltwirtschaftlichen Annahmen haben sich im Vergleich zur September-Prognose nur geringfügig verändert. Das BIP-Wachstum in den USA fällt kurzfristig etwas tiefer, mittelfristig aber etwas höher aus. Umgekehrt wurde für Europa eine etwas raschere Erholung im laufenden Jahr und ein längerfristig etwas abgeschwächtes Wachstum unterstellt. Die Annahme zum Erdölpreis blieb praktisch unverändert. Dafür wurden stärkere Auswirkungen des bisherigen Anstiegs der Erdölpreise auf das ausländische Preisniveau angenommen. Für den Dollar/Euro-Wechselkurs wurde mit 1.20 nahezu derselbe Wert unterstellt wie im September.

Annahmen für die Inflationsprognosen

Tabelle 4.1

	2005	2006	2007
<b>Inflationsprognose Dezember 2005</b>			
BIP USA <sup>1</sup>	3,5	3,6	3,5
BIP EU-15 <sup>1</sup>	1,4	2,0	2,4
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>	1,25	1,20	1,20
Ölpreis in USD/Barrel <sup>2</sup>	55,0	59,0	59,0
<b>Inflationsprognose September 2005</b>			
BIP USA <sup>1</sup>	3,6	3,6	3,4
BIP EU-15 <sup>1</sup>	1,4	2,0	2,4
Wechselkurs USD/EUR <sup>2</sup>	1,25	1,21	1,21
Ölpreis in USD/Barrel <sup>2</sup>	53,3	58,0	58,0

1 Veränderung in %

2 Niveau

## Box: Die Inflationsprognose als Teil des geldpolitischen Konzepts

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

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

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

## 4.2 Inflationsprognose 4. Quartal 2005 bis 3. Quartal 2008

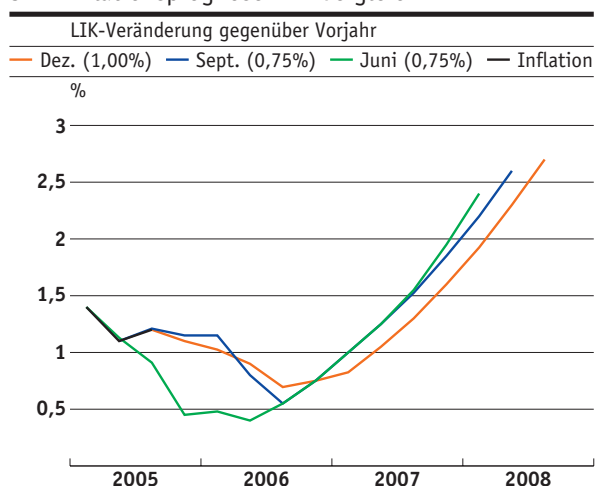
Die Inflationsprognose ergibt sich aus der Analyse verschiedener Indikatoren, aus Modellschätzungen und der Beurteilung allfälliger Sonderfaktoren. Grafik 4.1 zeigt die Inflationsprognose vom Dezember 2005 zusammen mit den Inflationsprognosen vom September und Juni. Die neue Prognose erstreckt sich vom vierten Quartal 2005 bis zum dritten Quartal 2008. Die Prognosen vom Juni und September beruhten auf einem konstanten Dreimonats-Libor von 0,75%. Die neue Prognose zeigt den Inflationsverlauf bei einem Dreimonatssatz von 1,0%, dem Mittelwert des am 15. Dezember 2005 von der SNB um 25 Basispunkte angehobenen Zielbandes für den Dreimonatssatz von 0,50%–1,50%.

Für das vierte Quartal 2005 rechnet die SNB mit einer Teuerung von 1,1%, was für das Jahr insgesamt eine Durchschnittsteuerung von 1,2% ergibt. Zwischen dem ersten Quartal und dem dritten Quartal 2006 dürfte die Jahresteuerung von 1,0% auf 0,7% sinken. Unter der Annahme eines konstanten Rohölpreises von 59 Dollar pro Fass (vgl. Abschnitt 4.1) wird der Teuerungsbeitrag der im Konsumentenpreisindex erfassten Erdölprodukte (Heizöl und Treibstoff) im Laufe des Jahres abnehmen, während die Teuerung bei den übrigen Waren und Dienstleistungen tief bleiben dürfte. Infolge des anhaltend starken Wettbewerbs im Detailhandel

bleibt der Spielraum für Preiserhöhungen insbesondere bei den Gütern des täglichen Bedarfs klein. Im Jahresdurchschnitt 2006 rechnet die SNB mit einer Teuerung von durchschnittlich 0,8%, was dem im September prognostizierten Wert entspricht. Ohne die leichte Anhebung des Zielbandes wäre die Inflation indessen etwas höher ausgefallen. Der Grund dafür liegt in der Wirtschaftsentwicklung, die sich günstiger präsentiert als im September angenommen. Die SNB geht davon aus, dass das reale BIP im Jahre 2006 um gut 2% steigen wird.

Als Folge der expansiven Geldpolitik sowie des konjunkturellen Aufschwungs nahmen auch die Kredit- und Geldaggregate deutlich zu. Die Wirtschaft ist reichlich mit Liquidität versorgt, was Risiken für die Preisstabilität in der Zukunft birgt. Dennoch verläuft die neue Inflationsprognose ab 2007 unterhalb der alten Prognose. Darin spiegelt sich der dämpfende Effekt der an der Lagebeurteilung vom Dezember beschlossenen Zinsanhebung auf die Inflation. Die bei einem unveränderten Dreimonats-Libor von 1,0% erwartete Inflation im Jahre 2007 liegt bei durchschnittlich 1,2%. Ab der Jahresmitte zieht die Teuerung indessen an und verletzt ab dem zweiten Quartal 2008 die Preisstabilität. Daraus wird ersichtlich, dass die Geldpolitik bei einem konstanten Dreimonats-Libor von 1,0% auf die Dauer zu expansiv wäre. Der geldpolitische Kurs wird daher im Falle einer fortschreitenden Konjunkturerhölung korrigiert werden müssen.

Grafik 4.1  
SNB-Inflationsprognosen im Vergleich



# Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte

Zusammenfassender Bericht für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank vom Dezember 2005

Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der Schweizerischen Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den von September bis November 2005 geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.



## Zusammenfassung

Aus den Gesprächen der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit rund 140 Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftssektoren und Branchen ergab sich für die Monate September bis November 2005 ein günstigeres Bild als bei der vorangegangenen Gesprächsrunde. Der Konjunkturaufschwung scheint an Kraft gewonnen zu haben und allmählich auch die Binnenwirtschaft zu erfassen. Ausgesprochen zuversichtlich äusserten sich erneut die Vertreter der Exportindustrie, des Finanzsektors und der Bauwirtschaft. Nach wie vor verhalten schätzten dagegen die Exponenten des Detailhandels die Lage ein. Fast alle Gesprächspartner betonten den ausgeprägten Preiswettbewerb.

Die Investitionstätigkeit nahm insgesamt zu, von einem Investitionsstopp war nicht mehr die Rede. Angesichts des scharfen Wettbewerbs standen zwar weiterhin Erneuerungs- und Rationalisierungsinvestitionen im Vordergrund. Vermehrt wurden aber auch Erweiterungsinvestitionen getätigt. Die Gesprächspartner schätzten die Aussichten für 2006 mehrheitlich optimistisch ein. Vielerorts gründete diese Zuversicht auf einem soliden Auftragspolster, das bis weit in das nächste Jahr eine gute Kapazitätsauslastung gewährleistet.

# 1 Produktion

## Industrie

Die Gesprächspartner aus der Industrie schätzten die Geschäftsentwicklung zuversichtlich ein. Die teilweise recht ehrgeizigen Umsatzziele für das Jahr 2005 konnten eingehalten, oft auch übertroffen werden. Angesichts der voll ausgelasteten Kapazitäten verlängerten sich die Lieferfristen. Als besonders dynamische Absatzmärkte wurden weiterhin Asien (China), Mittel- und Osteuropa sowie die USA genannt. Demgegenüber wurde das Europageschäft weiterhin als verhalten eingestuft; immerhin scheint sich die Lage nicht mehr weiter verschlechtert zu haben.

Zu den stark expandierenden Branchen gehörten weiterhin die chemisch-pharmazeutische Industrie, die Medizinaltechnik und Biotechnologie, die Elektrotechnik (inkl. Elektronik) sowie die Uhrenindustrie. Inzwischen scheint sich die Geschäftslage aber auch in denjenigen Branchen langsam aufzuheben, die im bisherigen Konjunkturverlauf nachhinkten. Dazu gehören insbesondere der allgemeine Maschinenbau und der Fahrzeugbau. Andere Branchen wie die Textil- und Bekleidungsindustrie operierten weiterhin in einem schwierigen Umfeld, doch wurden auch dort die Aussichten für 2006 recht zuversichtlich beurteilt.

## Dienstleistungen

Der Detailhandel beurteilte den Geschäftsgang weiterhin verhalten, doch gab es vereinzelt Stimmen, die von einer zögerlichen Verbesserung sprachen. Die Konsumenten wurden indessen weiterhin als vorsichtig und preisbewusst bezeichnet. Der Preissenkungsdruck machte insbesondere den Grossverteilern stark zu schaffen: Der Umsatz in den neu geschaffenen Tiefpreissegmenten nimmt zwar massiv zu, doch geht dies zulasten des normalen Sortiments, so dass insgesamt kaum Umsatzsteigerungen erreicht werden. Kleinere, im oberen Preissegment angesiedelte Spezialgeschäfte verzeichneten eine recht gute Umsatzentwicklung, teilweise auch dank des anziehenden Tourismus.

Trotz des schlechten Wetters und der Hochwasser von Ende August beurteilten die Gesprächspartner aus der Hotellerie die Sommersaison mehrheitlich als zufrieden stellend bis gut. Oft entschädigten die guten Buchungszahlen im Herbst zumindest teilweise für die Umsatzeinbussen im Sommer. Der Städtetourismus zog deutlich an, nicht

zuletzt dank der steigenden Gästezahlen aus Asien. Die Restaurateure, die nach wie vor mit einer zurückhaltenden Kundschaft und einem starken Wettbewerb konfrontiert sind, sprachen dagegen weiterhin von einer schwierigen Situation. Nicht nur die Privat-, sondern auch die Firmenkunden befinden sich weiterhin auf Sparkurs; ein etwas grosszügigeres Ausgabeverhalten legen inzwischen die Kunden aus dem Finanzsektor an den Tag.

Die Gesprächspartner aus unternehmensbezogenen Dienstleistungsbranchen wie dem Transportwesen, der Telekommunikation, der Logistik und der Unternehmensberatung registrierten eine Belebung des Geschäftsgangs. Dies gilt auch für die Werbebranche. Diese profitierte insbesondere von den aufwändig gestalteten Inseraten im Immobilienbereich, doch scheint sich auch das allgemeine Inseratgeschäft aus der Flaute zu lösen.

Einen unverändert guten Geschäftsgang meldeten die Banken. Die beiden wichtigsten Umsatzträger bildeten weiterhin das Hypothekengeschäft und die Vermögensverwaltung. Bezüglich der Entwicklung auf dem Hypothekemarkt scheiden sich die Geister, wobei die jeweilige Einschätzung stark regional geprägt ist. Einige Gesprächspartner – auch aus der Bauwirtschaft und dem Liegenschaftsbereich – orteten lokale Überhitzungserscheinungen und eine klar gestiegene Risikobereitschaft der Banken, andere waren überzeugt, dass die Risiken unter Kontrolle sind.

## Bau

Die auf den Wohnungsbau ausgerichteten Unternehmen beurteilten die Geschäftslage weiterhin als ausgesprochen gut und sahen für die kurze Frist kaum Abschwächungstendenzen. Das Auftragsvolumen dürfte vorläufig hoch bleiben, mancherorts sogar weiter leicht zunehmen. Die Gesprächspartner waren sich allerdings bewusst, dass auf die starke Expansion des Wohnbaus wieder flauere Zeiten folgen dürften. Die Bauunternehmen bauten denn auch ihre Kapazitäten in den letzten Jahren kaum aus, so dass sie auch bei einer Abschwächung des Auftragseingangs gut ausgelastet bleiben sollten. Beim Geschäfts- und Gewerbebau sahen die Gesprächspartner mehrheitlich keine Belebung, ausser bei den Verkaufsflächen. Weiterhin pessimistisch wurde die Lage im Tiefbau eingeschätzt.

## 2 Arbeitsmarkt

Die Einstellungspraxis blieb insgesamt zurückhaltend. So bauten die Unternehmen den Personalbestand oftmals nur auf temporärer Basis aus. Im Detailhandel hielt die Tendenz zum Personalabbau an. Gesprächspartner aus verschiedensten Branchen wiesen auf den ausgeprägten Mangel an Fachkräften hin; dies gilt vor allem für den kaufmännisch-technischen Bereich.

## 3 Preise, Margen und Ertragslage

Ungeachtet des besseren Geschäftsverlaufs blieb der hohe Druck auf Verkaufspreise und Margen ein dominierendes Thema. Kostensteigerungen infolge höherer Energie- und Rohstoffpreise liessen sich in der Regel nicht auf die Endkunden überwälzen, was in einigen Bereichen wie dem Transportsektor (insbesondere Flugverkehr) zu massiven Ertrags-einbussen führte. Häufig wurde versucht, die Schmälerung der Marge durch Kosteneinsparungen in anderen Bereichen zu kompensieren. Viele Zulieferer – insbesondere aus dem Nahrungsmittelbereich – bekamen unmittelbar den Preisdruck im Detailhandel zu spüren. Als Reaktion auf diese Entwicklung betonten die Gesprächspartner mehr denn je die Notwendigkeit, die Produktivität zu steigern, die Kosten zu senken und mittels Innovationen möglichst lukrative Geschäftszweige zu eröffnen. Dies gilt sowohl für Industrie- als auch für Dienstleistungsunternehmen. Vereinzelt vermochten indessen Unternehmen, die sich einer robusten Nachfrage nach ihren Produkten gegenübersahen, die Preise anzuheben; vermehrt nahmen auch Firmen Preiserhöhungen für das nächste Jahr in Aussicht.

# Eigenkapitalregulierung für Banken: Bestandesaufnahme und Ausblick

Robert Bichsel und Jürg Blum, Systemstabilität,  
Schweizerische Nationalbank, Zürich

## 1 Einführung<sup>1</sup>

Seit nunmehr fast zwei Jahrzehnten sind Eigenkapitalrichtlinien ein Schwerpunktthema der internationalen Bankenaufsicht. Nach einer Phase der weltweiten Liberalisierung und Deregulierung markierte das Basler Eigenkapitalabkommen von 1988<sup>2</sup> («Basel I») den Anfang einer neuen Phase der Regulierung und den Versuch, die Bankenaufsicht international zu harmonisieren. Nach mehreren Jahren der Revision und Neuverhandlung von Basel I kam es im Juni 2004 zur Verabschiedung einer neuen Eigenkapitalvereinbarung («Basel II»), die bis 2007 umgesetzt werden soll. Wir nehmen diesen bedeutenden Meilenstein zum Anlass für einen Überblick über den aktuellen Stand der Eigenmittelregulierung.

Dieses Papier verfolgt drei Ziele. Erstens: Wir nehmen einen Schritt zurück und beschäftigen uns mit der Frage nach der ökonomischen Grundlage für Eigenkapitalrichtlinien im Bankensektor. Zweitens: Wir geben einen Überblick über vorhandene Instrumente zur Bestimmung der Mindestkapitalerfordernisse. Abschliessend identifizieren wir drei Leitlinien, an denen sich unseres Erachtens künftige Eigenkapitalanforderungen orientieren sollten.

Unsere Kernaussage lautet, dass Eigenkapitalanforderungen und vor allem eine risikoadäquate Eigenkapitalausstattung gesellschaftlich wünschenswert sind. Allerdings verhindern Probleme in der Risikomessung und Informationsasymmetrien, die dem Bankgeschäft zugrunde liegen, die Umsetzung optimaler Eigenmittelvorschriften, d. h. Kapitalanforderungen, welche die tatsächlichen Risiken der Banken vollständig und exakt reflektieren. Wir betonen insbesondere, dass die vom so genannten Full-Model-Ansatz geweckten Hoffnungen, die Probleme der Risikobestimmung durch das Delegieren der Risikoeinschätzung an die Banken lösen zu können, fehl am Platz sind. Das Unvermögen, die dem Bankgeschäft zugrunde liegenden Risiken im Rahmen von Eigenkapitalanforderungen vollständig und exakt zu erfassen, hat zur Folge, dass jedes realistische Regelwerk den Banken Spielraum für «regulatorische Arbitrage» lässt. Vor diesem Hintergrund stellen wir die Behauptung auf, dass – zum Schutz vor dem Ausnutzen falscher Risikogewichtungen und vor der Wahl zu hoher Risiken seitens der Banken – risikosensitive Eigenkapitalanforderungen durch eine Kapitaluntergrenze ergänzt werden sollten, die unabhängig von den Risiken der Banken ist.

<sup>1</sup> Die Autoren bedanken sich bei Niklaus Blattner, Bertrand Rime und einem anonymen Referee für die hilfreichen Kommentare und Diskussionen.

<sup>2</sup> Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1988).

## 2 Grundlagen der Eigenkapitalregulierung

Dieser Abschnitt fasst die wichtigsten Beweggründe für die Regulierung der Kapitalausstattung von Banken zusammen. Nach der Darstellung der Faktoren, die eine optimale Kapitalstruktur von Banken beeinflussen, analysieren wir zwei Gründe, warum eine von den Banken selbst bestimmte Kapitalstruktur von einer für die Gesamtwirtschaft effizienten Struktur abweichen kann. Insbesondere argumentieren wir, dass Banken eine Tendenz haben, zu wenig Eigen- und zu viel Fremdmittel zu halten. In diesem Zusammenhang sollten Eigenkapitalvorschriften als ein Instrument gesehen werden, um die Kapitalquoten von Banken in Übereinstimmung zu bringen mit den aus gesamtwirtschaftlicher Sicht optimalen Quoten.

### Die optimale Kapitalstruktur von Banken

Diskussionen über die Kapitalstruktur beginnen gewöhnlich mit den richtungweisenden Erkenntnissen von Modigliani und Miller (1958). Sie haben gezeigt, dass unter der Annahme vollkommener Märkte die Finanzierungsentscheidung zwischen Fremd- und Eigenkapital keinen Einfluss auf den Unternehmenswert hat, d. h., dass der Finanzierungsmix irrelevant und die Kapitalstruktur nicht eindeutig bestimmt ist. Dieses Ergebnis bildet einen guten Ausgangspunkt für weitere Überlegungen zur optimalen Kapitalstruktur. Nicht weil es realistisch ist – in der Realität kann die Kapitalstruktur offensichtlich von Bedeutung sein –, sondern weil es die Faktoren beleuchtet, welche die Finanzierungsentscheidungen eines Unternehmens beeinflussen.

Von zentraler Bedeutung für das Ergebnis von Modigliani und Miller ist die Annahme vollkommener, friktionsloser Märkte. Diese Annahme impliziert insbesondere, dass es keine Informationsasymmetrien gibt und jeder in der Lage ist, einen Kredit zum Marktzins aufzunehmen. In der Realität gibt es jedoch zwei entscheidende Abweichungen von dieser friktionslosen Welt: Steuern und Insolvenzkosten.<sup>3</sup> Einerseits bietet Fremdkapital die Möglichkeit der steuerlichen Abzugsfähigkeit (Tax Shield). Im Gegensatz zu Dividendenausschüttungen an Aktionäre sind Zinszahlungen an Fremdkapitalgeber steuerlich abzugsfähige Aufwendungen. Eine Ausweitung des Fremdkapitals verringert daher die Steuerschuld eines Unternehmens und erhöht seine Auszahlungen nach Steuern an Gläubiger und

<sup>3</sup> Diese «klassischen» Abweichungen wurden bereits von Modigliani und Miller (1958) selbst analysiert. Zudem entstand eine umfangreiche Literatur, die weitere Abweichungen vom Paradigma perfekter Märkte untersucht. Siehe Myers (2001) für eine Übersicht über die verschiedenen konkurrierenden Theorien zur Kapitalstruktur.

Aktionäre. Andererseits wachsen mit steigendem Schuldeniveau die Konkursrisiken und damit die erwarteten Insolvenzkosten. Dieser vereinfachten Tradeoff-Theorie zufolge nimmt ein Unternehmen so lange Schulden auf, bis der Grenznutzen des Tax Shields den erwarteten Grenzkosten einer finanziellen Schieflage entspricht.

Wonach sich das optimale Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital für Firmen auch richten mag,<sup>4</sup> es gibt zwei Gründe, warum für Banken Fremdkapital attraktiver ist als für andere Unternehmen. Erstens, ein erheblicher Teil der Bankschulden besteht aus Sichteinlagen und anderen sehr kurzfristigen Verbindlichkeiten. Da die Einleger die hohe Liquidität dieser Forderungen schätzen, sind sie bereit, einen niedrigeren Zins zu akzeptieren, als sie für weniger liquide Anlagen erhalten würden. Aufgrund dieser «Liquiditätsprämie» sind die Grenzkosten von (kurzfristigem) Fremdkapital für Banken geringer als für andere Unternehmen. Zweitens: die Gläubiger von Banken sind durch ein weit gespanntes Sicherheitsnetz geschützt. Dank (expliziten) Einlagensicherungen und (impliziten) Staatsgaran-

tien gilt das Fremdkapital von Banken als relativ sicher – unabhängig vom tatsächlichen Risiko der Banken. Diese «Subvention» trägt ebenfalls zur stärkeren Präferenz der Banken für Fremdkapital bei. Während noch weitere Faktoren die Entscheidung über die Kapitalstruktur beeinflussen, weisen Banken in der Regel tatsächlich sehr geringe Eigenkapitalquoten aus (siehe Box).

### Die Rechtfertigung von Eigenkapitalvorschriften

Wie im vorangegangenen Abschnitt beschrieben, entscheiden sich Banken in der Regel sogar freiwillig für eine positive Eigenkapitalquote. Gleichwohl ist ihre Kapitalausstattung aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive tendenziell zu gering. Zwei Faktoren tragen zur Divergenz der aus Bankersicht optimalen und der aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive optimalen Eigenkapitalquote bei.

Erstens vernachlässigen Banken negative Auswirkungen und Kosten, die Dritten im Fall ihrer Insolvenz entstehen (so genannte Externalitäten). Während dies für alle Unternehmen gilt, lässt sich

4 Siehe auch Harris und Raviv (1991) für einen umfassenden Überblick über die Literatur zur Kapitalstruktur.

## Box: Eigenkapitalquoten von Banken im Kontext

Das Verhältnis von Eigenkapital zur Bilanzsumme liegt bei Banken weltweit in der Regel deutlich unter 10%. Die beiden Schweizer Grossbanken beispielsweise – die gemessen an ihren risikogewichteten Kapitalquoten über eine gute Kapitalausstattung verfügen – weisen (ungewichtete) Eigenkapitalquoten von jeweils unter 3% aus.<sup>5</sup> Die nachfolgenden Vergleiche stellen diese Zahlen in einen grösseren Zusammenhang:

- Die Eigenkapitalquoten von börsennotierten Gesellschaften bewegen sich gewöhnlich in einer Bandbreite von 30–40%. Grosse, international erfolgreiche Unternehmen wie Nestlé (40%) oder Novartis (63%) verfügen ebenfalls über hohe Eigenkapitalquoten.
- In der Vergangenheit lagen die (ungewichteten) Eigenkapitalquoten der Banken deutlich über dem aktuellen Niveau. Um 1900 herum betrug das Verhältnis von Eigenkapital zu

Bilanzsumme der Schweizer Grossbanken mehr als 20%, während es bei den Kantonalbanken deutlich über 10% lag.

- Die Banken selbst halten ihre Schuldner üblicherweise für kreditwürdig, wenn diese über Eigenkapitalquoten in der Grössenordnung von mindestens 30% verfügen. Diese Grenze kann in Abhängigkeit von anderen Merkmalen des Schuldners höher oder niedriger ausfallen.

Diese Vergleiche illustrieren, dass der Eigenkapitalpuffer von Banken in Prozent ihrer Aktiva sowohl historisch betrachtet als auch im Vergleich zu anderen Branchen aussergewöhnlich dünn ist. Daraus ist jedoch nicht notwendigerweise zu schliessen, dass die Eigenkapitalquoten der Banken derzeit zu niedrig sind, d. h. unterhalb des gesamtwirtschaftlichen Optimums liegen.

5 Auf Konzernebene, Ende 2004. Siehe Abschnitt 3.2 für eine Definition von risikogewichteten Eigenkapitalquoten.

argumentieren, dass die Externalitäten im Bankensektor besonders gravierend sind. Zu den negativen Externalitäten gehören Störungen im Zahlungssystem und ein allgemeiner Vertrauensverlust in das Bankensystem (mit einem möglicherweise ansteckenden Ansturm auf andere Banken). Kreditbeschränkungen aufgrund einer Bankenkrise können das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen und Kosten in Form eines niedrigeren BIP verursachen.<sup>6</sup> Zwar haben Banken ein Eigeninteresse an einer positiven Kapitalausstattung, um eine Insolvenz zu vermeiden und ihren Fortbestand zu sichern. Aufgrund ihrer beschränkten Haftung vernachlässigen sie jedoch die beschriebenen Folgen ihrer Insolvenz. Daher liegt ihr Eigenkapital unter dem aus gesellschaftlicher Sicht optimalen Niveau, welches diese Kosten berücksichtigt.<sup>7</sup>

Zweitens, wie im vorangegangenen Abschnitt beschrieben, resultiert die Präferenz der Banken für eine hohe Verschuldung zum Teil aus den Subventionen, die sie bei ihrem Fremdkapital erhalten. Durch eine in der Regel zu günstige Einlagensicherung und Staatsgarantien reflektieren nicht alle Bankschulden die zugrunde liegenden Risiken. Die Kosten dieses Sicherheitsnetzes werden von der Einlagensicherung und dem Staat bzw. letztendlich vom Steuerzahler getragen. Noch einmal: Da Banken nicht die vollen Kosten von Fremdkapital berücksichtigen, haben sie eine Tendenz, mehr Fremdmittel aufzunehmen, als gesellschaftlich optimal wäre.<sup>8</sup>

Angesichts der Tendenz von Banken, suboptimale Eigenkapitalquoten anzustreben, können Eigenkapitalvorschriften als nahe liegender Versuch gesehen werden, dieses Marktversagen zu korrigieren.<sup>9</sup> Indem sie den beschriebenen Verzerrungen entgegenwirken, versuchen Eigenkapitalanforderungen, die gesamtwirtschaftliche Effizienz zu steigern.

6 Siehe Hoggarth und Saporta (2001) für eine Übersicht über die Kosten von Banken Krisen.

7 Siehe z. B. John, John und Senbet (1991).

8 Siehe z. B. Berger, Herring und Szegö (1995). Freixas und Rochet (1997) geben einen allgemeinen Überblick über die Rechtfertigung der Bankenregulierung und über die negativen Auswirkungen des Sicherheitsnetzes auf das Bankenverhalten.

9 Es gibt natürlich noch andere Mittel, um das Verhalten und die Risiken von Banken zu beeinflussen. Dazu gehören Anlagebeschränkungen, Liquiditätsanforderungen, Verzinsungsobergrenzen oder eine stärkere Marktdisziplin (z. B. durch eine Reduktion des finanziellen Sicherheitsnetzes). Siehe Freixas und Rochet (1997) für eine Lehrbuchabhandlung. Wir lassen diese Instrumente an dieser Stelle ausser Acht und konzentrieren uns ausschliesslich auf Eigenkapitalvorschriften.

## 3 Eigenkapitalvorschriften

Eigenkapitalanforderungen können unterschiedliche Formen aufweisen. Wir unterscheiden zwischen drei breit gefassten Klassen von Eigenkapitalrichtlinien: dem einfachen Gearing-Ratio-Limit, den traditionellen risikogewichteten Eigenkapitalvorschriften und dem so genannten Full-Model-Ansatz.<sup>10</sup>

### 3.1 Gearing-Ratio-Limit

Die Auflage eines «Gearing-Ratio-Limits» (GRL), d. h. die Festlegung einer Obergrenze für das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital einer Bank, ist vermutlich das nahe liegendste Mittel, um eine Bank davon abzuhalten, zu viel Fremdkapital aufzunehmen. Aus aufsichtsrechtlicher Sicht hat dieses Instrument drei attraktive Eigenschaften. Erstens, ein GRL gewährleistet einen Mindestpuffer, der eine Bank vor den Folgen von Verlusten schützt. Je tiefer die Gearing Ratio, umso grösser die Schocks, die eine Bank absorbieren kann, ohne in Konkurs zu geraten. Zweitens, ein GRL bestimmt den Mindestverlust, der von den Aktionären zu tragen ist. Dies beeinflusst die Risikobereitschaft der Bank: je tiefer die Gearing Ratio, umso geringer der Anreizeffekt (Moral-Hazard-Effekt) aufgrund beschränkter Haftung und damit ein umso geringerer Anreiz zur Risikoübernahme – vergleichbar zum Selbstbehalt in Versicherungsverträgen. Drittens, das GRL ist eine einfache und transparente Regel. Sie ist nicht nur für die Banken einfach anzuwenden – ihre Einhaltung ist auch von der Bankenaufsicht und den Marktteilnehmern leicht zu überprüfen.

Die Einfachheit des GRL ist jedoch zugleich sein grösster Nachteil. Ein GRL ist eine Kapitaladäquanzrichtlinie, die lediglich eine Komponente des gesamten Risikoprofils einer Bank berücksichtigt – ihren Verschuldungsgrad. Die zweite Komponente – das Risiko ihrer Aktiva – wird ignoriert. Daher kann die Einführung eines GRL unter Umständen einen Anreiz zur Risikoverlagerung schaffen, was zu einem potenziell höheren Insolvenzrisiko führt. Der zugrunde liegende Mechanismus funktioniert wie folgt: Aus Sicht der Bank ist die durch das GRL vorgegebene einheitliche Eigenkapitalanforderung für sehr sichere Aktiva zu hoch und für stark risikobehaftete Assets zu niedrig, d. h. ohne Regulierung

10 Es sind noch eine Reihe von alternativen Ansätzen vorgeschlagen worden, die aber in der aufsichtsrechtlichen Diskussion nur eine begrenzte Rolle gespielt haben. Dazu zählen der Pre-Commitment-Ansatz (Kupiec und O'Brien, 1995), der Supervisory-Ansatz (Estrella, 1998) und der Base-Plus-Ansatz (Shepherd-Walwyn und Litterman, 1998). Für weitere Informationen über Eigenkapitalvorschriften siehe Dewatripont und Tirole (1994) oder die Übersicht von Santos (2001).



würde eine Bank risikoarme Aktiva mit weniger und risikoreiche Aktiva mit mehr Eigenkapital unterlegen. Folglich könnte die Bank versucht sein, risikoarme Assets, die hinsichtlich der Eigenkapitalbindung zu «teuer» erscheinen, durch Assets mit höherem Risiko zu substituieren, die relativ billig erscheinen.<sup>11</sup>

Mithin hängt die Auswirkung eines GRL auf das gesamte Risikoprofil einer Bank, also auf die Insolvenzwahrscheinlichkeit, von zwei Faktoren ab. Erstens gibt es den Puffereffekt, der gewährleistet, dass – bei konstantem Risikoniveau – die Insolvenzgefahr umso geringer ist, je höher das Eigenkapital der Bank. Zweitens gibt es den indirekten Effekt eines GRL auf die Risikowahlanreize der Bank. Die Auswirkungen dieses zweiten Effekts sind jedoch nicht eindeutig. Das Risiko kann zu- oder abnehmen, abhängig von der relativen Grössenordnung des Effekts der beschränkten Haftung (Risiko-reduzierung) und des Effekts der Asset-Substitution (Risikoerhöhung). In der Theorie ist der Nettoeffekt eines GRL hinsichtlich der Insolvenzwahrscheinlichkeit von Banken daher ebenfalls nicht eindeutig. In der Praxis ist es allerdings weiterhin eine offene Frage, ob es sich bei der möglichen Erhöhung des Gesamtrisikoprofils einer Bank durch ein GRL um ein plausibles Szenario oder um einen unrealistischen Extremfall handelt.<sup>12</sup>

11 Für eine formale Erläuterung dieses Arguments siehe Kim und Santomero (1988) oder Rochet (1992).

12 Siehe Bichsel und Blum (2004) für eine empirische Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Eigenkapitalquoten und Risiken bei Banken.

## 3.2 Risikogewichtete Eigenkapitalanforderungen

Ein offensichtliches Mittel zur Verbesserung des GRL ist die Berücksichtigung des Risikos der Bankaktivitäten bei der Bestimmung des erforderlichen Eigenkapitals. Banken, die risikoreichere Aktiva halten, sollten höhere Eigenkapitalanforderungen erfüllen. Dieser Ansatz wird gemeinhin als «Risk-Weighted Capital Requirements» (RWCR) bzw. risikogewichtete Eigenmittelvorschriften bezeichnet, worin ausgedrückt werden soll, dass bei dieser Vorschrift eine Untergrenze für das Verhältnis zwischen dem Eigenkapital einer Bank und einer gewichteten Summe ihrer Aktiva definiert wird, wobei risikoreichere Assets stärker gewichtet werden.

RWCR sind zwar konzeptionell einfach und intuitiv überzeugend, ihre praktische Umsetzung wird aber durch ein fundamentales Problem erschwert: die Messung des Risikos von Bankaktiva. Diese Schwierigkeit resultiert aus der inhärenten Intransparenz des Bankgeschäfts. Banken sind darauf spezialisiert, Projekte zu finanzieren, für die der direkte Zugang zum Kapitalmarkt aufgrund von Informationsasymmetrien begrenzt ist. Externe, denen nicht die gleichen Informationen wie den Banken zur Verfügung stehen, sind im Nachteil und nicht in der Lage, das Risiko der Assets angemessen zu beurteilen.<sup>13</sup> Daher sieht sich die Bankenaufsicht als Aussenstehender mit zwei zusammenhängenden Schwierigkeiten konfrontiert: Sie hat Risikogewichte für Assets oder Assetklassen festzulegen, deren Risiko sie nicht genau messen kann, und sie muss verifizieren, ob die Banken ihre Aktiva den zuvor festgelegten Risikoklassen korrekt zuordnen. Dies führt im Allgemeinen zu Risikogewichtungen, welche die zugrunde liegenden Risiken nicht exakt widerspiegeln, und zu Möglichkeiten der regulatorischen Arbitrage: Wie bei einem GRL haben Banken einen Anreiz, Aktiva mit einem als zu hoch eingeschätzten Risikogewicht durch Aktiva zu ersetzen, deren Risikogewichtungen zu niedrig sind.

Das Basler Abkommen von 1988 (Basel I), das international einheitliche Eigenkapitalanforderungen schuf, bietet ein gutes Beispiel für ein RWCR-Verfahren, das Spielraum für Möglichkeiten zur regulatorischen Arbitrage bietet. Basel I basiert auf einer kleinen Zahl von breiten und heterogenen Risikoklassen. Unternehmenskredite beispielsweise erhalten alle die gleiche Risikogewichtung von

13 Zum Thema Intransparenz von Banken, siehe z. B. Morgan (2002).



100% – unabhängig von der Bonität des Schuldners und damit unabhängig vom effektiven Risiko. Allgemeiner formuliert, bei Basel I sind Risikogewichte, welche die zugrunde liegenden Risiken exakt reflektieren, eher die Ausnahme als die Regel. Mit der Zeit stellte sich heraus, dass Banken mehr und mehr Möglichkeiten für Arbitrageprozesse fanden (und ausnutzten).<sup>14</sup>

Die Bedenken gegenüber regulatorischer Arbitrage waren denn auch das Hauptmotiv für die Überarbeitung von Basel I. Die Neuregelung der Eigenkapitalvorschriften (Basel II)<sup>15</sup> strebt eine Einschränkung der Arbitragemöglichkeiten durch eine Verbesserung der Risikomessung und eine bessere Übereinstimmung der Risikogewichte mit den zugrunde liegenden Risiken an. Der Erfolg der Überarbeitung erscheint allerdings etwas durchwachsen. Einerseits sind erhebliche Fortschritte erzielt worden. Unter dem so genannten Standardansatz werden die Arbitragemöglichkeiten durch die Erhöhung der Zahl der Risikoklassen, die Einbeziehung von externen Ratings oder die explizite Berücksichtigung von Kreditderivativen und -verbriefungen eingeschränkt, zu vertretbaren Kosten hinsichtlich der Komplexität. Andererseits ist bei dem anspruchsvolleren, auf internen Ratings basierenden IRB (Internal Ratings Based)-Ansatz der Grad der Komplexität – und damit der administrative Aufwand – deutlich gestiegen, ohne zu gewährleisten, dass sich damit die Risikosensitivität der Vorschriften tatsächlich verbessert. Dies gilt insbesondere für den Advanced IRB-Ansatz, bei dem die Eigenkapitalanforderungen auf Parametern basieren, die von den Banken selbst geschätzt werden (Ausfallwahrscheinlichkeit, Ausfall exposure und Höhe des Verlusts im Bankenbuch). Das stärkere Vertrauen auf die Beurteilung des Risikos ihrer Assets durch die Banken selbst ist ein zweischneidiges Schwert.

Einerseits ist das Abstützen auf die Urteils kraft der Banken bei der Lösung des Problems der Risikoeinschätzung *a priori* attraktiv. Banken haben einen Anreiz, detaillierte Informationen hinsichtlich ihres Risikoprofils zu sammeln und sind dazu in einer besseren Position als ein Aussenstehender. Daher ist es für die Aufsichtsbehörde sinnvoll, auf diese Informationsquelle zurückzugreifen, insbesondere für diejenigen Teile eines Bankportfolios, für die keine öffentlich zugänglichen Informationen verfügbar sind. Andererseits ist dieser Ansatz jedoch aus zwei Gründen problematisch. Erstens vermittelt er in starkem Masse lediglich die Illusion einer exakten Risikobestimmung. Dies liegt daran,

dass Banken oftmals selbst nicht über die erforderlichen Daten verfügen, die es ihnen erlauben würden, das Risiko ihrer Aktiva in befriedigender Weise zu ermitteln. Beispielsweise stehen Daten zu langfristigen Krediten gewöhnlich nicht im erforderlichen Umfang und in ausreichend hoher Frequenz zur Verfügung, um das Risiko mit der nötigen Präzision bestimmen zu können. Es kann daher sein, dass Banken die Risiken ihrer Aktiva in gutem Glauben unter- oder überschätzen. Zweitens fällt es der Aufsicht schwer, die von den Banken zur Verfügung gestellten Informationen zu überprüfen. Auf der Grundlage eines gegebenen Datensatzes kann sie gewöhnlich nicht zu der bedeutenden Unterscheidung zwischen dem Profil einer riskanten Bank und dem Profil einer sicheren Bank gelangen, die Pech gehabt hat. Diese Unsicherheit kann von Banken systematisch ausgenutzt werden.<sup>16</sup> Folglich eröffnet Basel II mit dem IRB-Ansatz den Banken neue Arbitragemöglichkeiten, die potenziell schädlicher sind als diejenigen, die vermieden werden sollten. Wir kommen auf dieses Problem der so genannten Validierung im nächsten Abschnitt zurück.

Zusammengefasst lässt sich festhalten, dass Eigenkapitalrichtlinien, die das Risiko der Bankaktivitäten berücksichtigen, theoretisch besser geeignet sind, die Eigenkapitalquoten der Banken dem gesellschaftlich wünschenswerten Niveau anzupassen als ein einfaches GRL. In der Praxis begrenzen jedoch die bei der Ermittlung der Bankrisiken entstehenden Probleme den Nutzen und die Anwendbarkeit dieses Ansatzes.

<sup>16</sup> Siehe Prescott (2004) für eine formale Erläuterung dieses Arguments.

<sup>14</sup> Siehe z. B. Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (1999).

<sup>15</sup> Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2004).

### 3.3 Full-Model-Ansatz

Der Full-Model-Ansatz zur Eigenkapitalregulierung treibt die Logik des RWCR auf die Spitze. Bei diesem Ansatz ermittelt eine Bank ihre gesamte Risikosituation und ihr Eigenkapitalerfordernis auf Grundlage eines Modells, das sämtliche Korrelationen zwischen den Positionen innerhalb ihres Gesamtportfolios berücksichtigt. In diesem Prozess erhält jede Position implizit ein eigenes Risikogewicht, das sich am Grenzbeitrag zum Risiko des Gesamtportfolios der Bank bemisst. Die Bankenaufsicht kann sich schlicht auf die Kalkulationen der Banken stützen, statt zu versuchen, ein komplexes Regelwerk aufzustellen. In diesem Fall liegt die Hauptaufgabe der Aufsicht in der Qualitätsüberwachung der Modelle. Dabei gilt es insbesondere darauf zu achten, dass die Modelle das tatsächliche Exposure von Banken sowie ihre zugrunde liegenden Risiken reflektieren.

Ein Vorteil dieses Ansatzes ist seine Kosteneffizienz. Banken bestimmen ohnehin ihre Risikosituation und kalkulieren ihr erwünschtes «ökonomisches Eigenkapital» unabhängig von jeder Regulierung. Zudem bringt dieser Ansatz die regulatorischen und die ökonomischen Kapitalanforderungen in Einklang. Im Gegensatz zu mehr oder weniger willkürlich von der Aufsicht festgesetzten Risikogewichten ist der Full-Model-Ansatz flexibel genug, die wahren Risiken der Bankaktiva vollständig wiederzugeben. Folglich lassen sich Portfolioverzerrungen aufgrund falscher Risikogewichte vermeiden.

Während der Full-Model-Ansatz auf den ersten Blick sehr attraktiv erscheint – was die wachsende Zahl von Befürwortern dieses Ansatzes erklären mag –, leidet er unter drei gewichtigen Nachteilen. Erstens, es bestehen Probleme im Zusammenhang mit **fehlenden oder unzureichenden Daten**. Im Vergleich zu RWCR à la Basel II, bei denen die Banken lediglich bestimmte Parameter zu schätzen haben, kommen im Rahmen vollständiger Modelle die nahezu gänzlich fehlenden Daten zu Extremereignissen und deren Korrelationen erschwerend hinzu. Genau diese Informationen sind aber von entscheidender Bedeutung, um das Insolvenzrisiko bei Banken – und damit die Eigenkapitalanforderungen – zu ermitteln. Die fehlenden Daten können nur durch Ad-hoc-Annahmen ersetzt werden, deren Angemessenheit gewöhnlich weder *ex ante* nachgewiesen noch *ex post* widerlegt werden kann. Folglich können die Bankmodelle und ihre Risikoein-

schätzungen erheblich von den korrekten Werten abweichen. Einige Banken könnten ihre Risikosituation systematisch unterschätzen, ohne sich dessen bewusst zu sein.<sup>17</sup>

Zweitens, die beschriebenen Datenbeschränkungen stellen eine beträchtliche Herausforderung für die **Validierung** durch die Aufsicht dar. Die Aufsichtsbehörden haben es nicht nur mit den Problemen zu tun, die bei der Validierung einzelner Parameter bestehen (siehe Abschnitt 3.2), sondern sie müssen auch die Angemessenheit ganzer Modelle beurteilen. Dies stellt eine schwierige Aufgabe dar, da es nicht ein einzig richtiges Modell sowie keine allgemein anerkannte Methode zur Risikobestimmung gibt. Neben der Prüfung der Bankmodelle auf Basis der vorhandenen Daten müssen die Aufsichtsstellen zudem die Qualität der von den Banken gelieferten Daten verifizieren. Angesichts der Intransparenz der Bankaktiva ist dies nur bis zu einem gewissen Grad möglich. Insgesamt ist es für die Aufsicht schwierig oder sogar unmöglich, ein schlechtes Modell zu identifizieren. Noch schwieriger ist für sie *der Beweis*, dass ein Modell oder eine Risikoeinschätzung falsch ist. Banken könnten daher geneigt sein, diese Unsicherheit über die wahren Parameter und Modelle auszunutzen und ihre Modelle und Annahmen über zugrunde liegende Parameter so wählen, dass sie ihr Eigenkapitalerfordernis minimieren.

Drittens, es besteht ein potenzieller **Konflikt zum Motiv der Regulierung**. Eigenkapitalvorschriften basieren auf der Überlegung, dass Banken auf freiwilliger Basis für eine zu geringe Eigenkapitalunterlegung sorgen (siehe Abschnitt 2). Zumindest in seiner reinen Form, in der die regulatorischen Eigenmittel dem ökonomischen Eigenkapital der Banken entsprechen, ist der Full-Model-Ansatz daher nutzlos. Um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass unregulierte Banken tendenziell über ein zu geringes Eigenkapital verfügen, muss das vom Regulator festgesetzte Mindestkapital unbedingt über dem Niveau des – von den Banken als wünschenswert betrachteten – ökonomischen Eigenkapitals liegen. Ein angemessener Aufschlag zum ökonomischen Eigenkapital einer Bank könnte z. B. vom Risikoprofil der Bank und der Qualität ihres Risikomanagements abhängen. Wie im vorherigen Abschnitt erläutert, wäre eine solche Einschätzung allerdings sehr aufwändig, sowohl für die Aufsichtsbehörden als auch für die Banken. Selbst bei Realisierbarkeit dieses Ansatzes würde er viel von seinem Reiz, der ja in seiner Kosteneffizienz liegt, verlieren.

<sup>17</sup> Wie Rebonato (2003, S. S11) es formulierte: «Es ist so gut wie unmöglich, die im Zusammenhang mit ökonomischem Eigenkapital oft zitierten Prozentsätze (99,75 oder 99,90) auf einer statistisch signifikanten Grundlage zu ermitteln; sie sind zudem von zweifelhafter Relevanz für strategische Entscheidungen.»

Als Fazit lässt sich festhalten, dass ein Full-Model-Ansatz zur Bestimmung der Eigenkapitalanforderungen attraktiv erscheint, da er Verzerrungen aufgrund unangemessener Risikogewichte minimiert und mit den internen Kapitalallokationssystemen der Banken kompatibel ist. Dieser Ansatz weist jedoch auch gravierende Nachteile auf, vor allem im Zusammenhang mit der Schätzung und der Validierung von bankeigenen Modellen. Bis diese Probleme zufrieden stellend gelöst sind, kann ein Full-Model-Ansatz keine realistische Option für die Eigenkapitalregulierung von Banken darstellen.

## 4 Die Zukunft der Eigenkapitalregulierung: drei Leitlinien

Wir haben argumentiert, dass Banken, wenn sich selbst überlassen, zu einer zu geringen Eigenkapitalausstattung tendieren und einen Verschuldungsgrad wählen, der über dem wohlfahrtsmaximierenden Optimum liegt. Diese Verzerrung resultiert aus der beschränkten Haftung der Banken, dem Vorhandensein finanzieller Sicherheitsnetze und Externalitäten im Fall von Bankpleiten. Mithin sind Eigenkapitalvorschriften für Banken gesamtwirtschaftlich wünschenswert.

Wir haben betont, dass die Risikosensitivität zu den wünschenswerten Merkmalen von Eigenkapitalvorschriften zählt, d. h. die Höhe der Mindestkapitalausstattung sollte sich am Risiko der Bankaktiva orientieren. Aspekte der Risikomessung in Verbindung mit Informationsasymmetrien begrenzen jedoch die erreichbare Präzision bei der Risikomessung und damit auch die Präzision der Risikogewichte. Darüber hinaus haben wir argumentiert, dass die Probleme bei der Risikomessung nicht durch eine vollständige Verlagerung der Risikoeermittlung auf die Banken – d. h. durch Vertrauen auf einen Full-Model-Ansatz – zu lösen sind. Vor dem Hintergrund dieser Feststellungen identifizieren wir drei Leitlinien, an denen sich unseres Erachtens künftige Entwicklungen der Eigenkapitalvorschriften ausrichten sollten.

### **Leitlinie 1: Optimale Eigenkapitalanforderungen sind nicht notwendigerweise vollkommen risikosensitiv.**

Eigenkapitalanforderungen sollten risikosensitiv sein. Allerdings sollten bei der Erarbeitung von Eigenkapitalvorschriften die Kosten ebenso wie der Nutzen aus einer höheren Genauigkeit in der Risikomessung – und damit der Risikosensitivität – berücksichtigt werden. Einerseits ist der marginale Nutzen einer Verbesserung eines Risikogewichtungsschemas – sowohl hinsichtlich eines reduzierten Spielraums für regulatorische Arbitrage als auch eines reduzierten Anreizes, diesen Spielraum auszunutzen – abnehmend. Andererseits sind die in Verbindung mit einer Verbesserung des Risikogewichtungsschemas entstehenden Grenzkosten u. a. für Erarbeitung, Implementierung, Compliance und Überwachung positiv. Optimale Eigenkapitalvorschriften reflektieren die zugrunde liegenden Risiken somit unvollkommen – selbst wenn eine voll-

kommene Risikobestimmung möglich wäre. Für die praktische Anwendung impliziert dies, dass es wichtiger ist, künftige Verfeinerungen der Eigenkapitalvorschriften auf sorgfältigen Kosten-Nutzen-Analysen zu basieren, statt nach perfekten, aber masslos teuren Risikogewichten zu suchen.

**Leitlinie 2: Risikoeinschätzungen sollten nur in dem Masse an Banken delegiert werden, in dem die Einschätzungen der Banken von Aufsichtsbehörden akkurat verifiziert werden können.**

Unter Kosteneffizienzaspekten wäre es wünschenswert, Mindestkapitalanforderungen auf den eigenen Risikoeinschätzungen der Banken zu basieren. Banken haben zwar im Allgemeinen einen Anreiz, ihre eigenen Risiken akkurat abzuschätzen; gleichzeitig besteht für sie aber auch der Anreiz, mit weniger Eigenkapital auszukommen als gesamtwirtschaftlich optimal. Dies sorgt bei den Banken für einen Interessenskonflikt: Berichten sie ihre Risiken wahrheitsgemäss an die Aufsichtsbehörden, müssen sie über mehr Eigenkapital verfügen, als sie freiwillig vorhalten würden. Die Banken können nur dann daran gehindert werden, ihre tatsächlichen Risiken zu gering auszuweisen, wenn die Aufsichtsbehörden in der Lage sind, die Bankangaben zu verifizieren und im Fall von Falschdarstellungen Sanktionen zu verhängen. Daher sollte die erforderliche Eigenkapitalunterlegung für ein bestimmtes Asset oder für eine Assetklasse dann und nur dann auf der Eigeneinschätzung der Banken beruhen, wenn (i) Banken in der Lage sind, die zugrunde liegenden Risiken angemessen zu beurteilen, und (ii) die Aufsicht in der Lage ist, mit ausreichender Sicherheit zu verifizieren, dass die Banken eine adäquate Risikobestimmung für die betroffenen Assets vornehmen. Die Annahme, dass sich Banken stets gesamtwirtschaftlich effizient verhalten (entgegen ihren Eigeninteressen) und daher ihre nicht verifizierbaren Risiken wahrheitsgemäss melden, würde dem Motiv von Eigenkapitalvorschriften widersprechen.

**Leitlinie 3: Risikosensitive Eigenkapitalanforderungen sollten um eine Kapitaluntergrenze ergänzt werden, die unabhängig von den Bankrisiken ist.**

Aus den Leitlinien 1 und 2 dürfte erkennbar geworden sein, dass Eigenkapitalvorschriften immer in dem Sinne unvollkommen bleiben, als sie den Banken stets einen gewissen Spielraum für regulatorische Arbitrage belassen. Während solche Unvollkommenheiten allgemein recht unbedenklich sein mögen, können sie ernste Folgen haben, wenn Banken sehr niedrige Eigenkapitalquoten aufweisen. Erstens ist aufgrund der aus der beschränkten Haftung resultierenden Anreizeffekte (Moral Hazard) die Diskrepanz zwischen dem optimalen Risikoniveau aus Sicht der Bank und dem aus gesellschaftlicher Sicht optimalen Niveau umso grösser, je höher der Verschuldungsgrad einer Bank ist. Entsprechend ist der Anreiz, regulatorische Arbitragemöglichkeiten auszuschöpfen und übermässige Risiken einzugehen bei einem niedrigen Eigenkapitalniveau am stärksten. Daher dürfte die Aufsichtsbehörde das wahre Risiko von Banken genau zu dem Zeitpunkt unterschätzen, wenn deren Eigenkapitalbasis niedrig ist. Zweitens sind die Folgen eines zu niedrig eingeschätzten Risikos bei Banken besonders schädlich, wenn die Eigenkapitalausstattung gering ist, d.h. wenn der Puffer klein ist, der eine Bank vor den Konsequenzen aus Verlusten schützt. Aus diesen Gründen ist es von entscheidender Bedeutung, dass optimale risikosensitive Eigenkapitalanforderungen um eine Kapitaluntergrenze ergänzt werden, die nicht von den Geschäftsrisiken der Banken abhängt.<sup>18</sup> Die Festlegung einer Untergrenze bei den absoluten (ungegewichteten) Eigenkapitalquoten von Banken kann die Folgen aus den Mängeln risikogewichteter Eigenkapitalvorschriften begrenzen.<sup>19</sup>

18 Eine derartige Kombination aus risikogewichteten Eigenkapitalvorschriften und einem Gearing-Ratio-Limit besteht in den USA. Ein ähnlicher Ansatz ist in der Versicherungsbranche geplant, wo die Einführung anspruchsvoller risikogewichteter Eigenkapitalvorschriften durch eine einfache Kapitaluntergrenze ergänzt werden soll. Zur Diskussion über den künftigen Solvabilitätsrahmen («Solvabilität II») in der Versicherungsbranche siehe [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/insurance/](http://europa.eu.int/comm/internal_market/insurance/).

19 Für eine detailliertere Analyse der Kombination aus risikogewichteten Eigenkapitalvorschriften und einem Gearing-Ratio-Limit siehe Bichsel und Blum (2001).

## 5 Literaturverzeichnis

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. 1988. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. 1999. Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basel Accord. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich Working Paper No. 1.

Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. 2004. International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, A Revised Framework. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Juni.

Berger, Allen, Richard Herring und Giorgio Szegö. 1995. The Role of Capital in Financial Institutions. *Journal of Banking and Finance* 19: 393–430.

Bichsel, Robert und Jürg Blum. 2001. Gearing Ratios – Ein Überblick. Schweizerische Nationalbank *Quartalsheft* 3: 48–58.

Bichsel, Robert und Jürg Blum. 2004. The Relationship Between Risk and Capital in Swiss Commercial Banks: A Panel Study. *Applied Financial Economics* 14: 591–597.

Dewatripont, Mathias und Jean Tirole. 1994. *The Prudential Regulation of Banks*. Cambridge: MIT Press.

Estrella, Arturo. 1998. Formulas or Supervision? Remarks on the Future of Regulatory Capital. Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review* 4: 191–200.

Freixas, Xavier und Jean-Charles Rochet. 1997. *Microeconomics of Banking*. Cambridge: MIT Press.

Harris, Milton und Artur Raviv. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance* 46: 297–355.

Hoggarth, Glenn und Victoria Saporta. 2001. Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence. Bank of England *Financial Stability Review*, June.

John, Kose, Teresa John und Lemma Senbet. 1991. Risk-Shifting Incentives of Depository Institutions. *Journal of Banking and Finance* 15: 895–915.

Kim, Daesik und Anthony Santomero. 1988. Risk in Banking and Capital Regulation. *Journal of Finance* 43: 1219–33.

Kupiec, Paul und James O'Brien. 1995. A Pre-Commitment Approach to Capital Requirements for Market Risk. Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series 95–36.

Modigliani, Franco und Merton Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 53: 443–453.

Morgan, Donald. 2002. Rating Banks: Risk and Uncertainty in an Opaque Industry. *American Economic Review* 92: 874–888.

Myers, Stewart. 2001. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives* 15: 81–102.

Prescott, Edward S. 2004. Auditing and Bank Capital Regulation. Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 90: 47–63.

Rebonato, Riccardo. 2003. Accord Preparations: The Rest Is Yet to Come. *Risk* 16: S8–S11.

Rochet, Jean-Charles. 1992. Capital Requirements and the Behaviour of Commercial Banks. *European Economic Review* 36: 1137–78.

Santos, João. 2001. Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory: A Review of the Literature. *Financial Markets, Institutions & Instruments* 10: 41–84.

Shepherd-Walwyn, Tim und Robert Litterman. 1998. Building a Coherent Risk Measurement and Capital Optimisation Model for Financial Firms. Federal Reserve Bank of New York *Economic Policy Review* 4: 171–182.



## Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor

Die Schweizerische Nationalbank erhöhte am 15. Dezember 2005 im Anschluss an die vierteljährliche Lagebeurteilung vom Dezember das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,25 Prozentpunkte auf 0,50%–1,50%. Sie beabsichtigt, den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten.

## KOSA-Initiative und indirekter Gegenvorschlag

Die im Oktober 2002 eingereichte Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» (KOSA-Initiative), die verlangt, den Reingewinn der Nationalbank – abzüglich 1 Mrd. Franken pro Jahr für die Kantone – an den AHV-Fonds auszuschütten, war 2005 während mehrerer Monate in den eidg. Räten blockiert. Am 23. Oktober 2005 wurde in der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats ein zwischen den Bundesratsparteien abgeprochener Antrag eingebracht, wonach der Bundesanteil am Erlös aus dem Verkauf der nicht mehr benötigten Goldreserven der SNB (rund 7 Mrd. Franken; vgl. Quartalsheft 1/2005, S. 61) in den AHV-Ausgleichsfonds fliessen solle. Gestützt darauf entwarf die Kommission ein «Bundesgesetz über die Verwendung des Bundesanteils am Nationalbankgold». Das Gesetz ist als indirekter Gegenvorschlag zur KOSA-Initiative gedacht, indem es nur in Kraft tritt, falls das Volksbegehren an der Urne scheitert. In der Dezember-Session verabschiedeten zunächst der Nationalrat und anschliessend der Ständerat dieses Bundesgesetz. In der Schlussabstimmung vom 16. Dezember 2005 wurde es in beiden Räten angenommen. Gleichentags beschlossen die beiden Räte, Volk und Ständen zu empfehlen, die Volksinitiative «Nationalbankgewinne in die AHV» abzulehnen.

# Inhaltsverzeichnis 23. Jahrgang, 2005



Heft Nr.	Seite	
1	6	<b>Bericht über die Geldpolitik</b>
2	6	
3	6	
4	6	
1	38	<b>Konjunkturlage aus Sicht der Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte</b>
2	40	
3	40	
4	38	
1	58	<b>Swiss National Bank Working Papers und Swiss National Bank Economic Studies: Zusammenfassungen</b>
2	56	
		<b>Artikel und Referate</b>
3	62	<b>Amstad, Marlene und Philipp M. Hildebrand</b> Erdölpreis und Geldpolitik – ein neues Paradigma
4	42	<b>Bichsel, Robert und Jürg Blum</b> Eigenkapitalregulierung für Banken: Bestandesaufnahme und Ausblick
1	42	<b>Hildebrand, Philipp M.</b> Jüngste Entwicklungen in der Hedge-Fonds-Branche
3	44	<b>Kübler, Thomas</b> Rezepte erfolgreicher Unternehmen
2	44	<b>Raggenbass, Hansueli</b> Präsidialansprache an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank vom 29. April 2005
2	50	<b>Roth, Jean-Pierre</b> Referat an der Generalversammlung der Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank vom 29. April 2005
3	52	<b>Roth, Jean-Pierre</b> Setting the Right Priorities – Wir müssen mehr wachsen
1	60	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>
2	60	
3	82	
4	52	

**Herausgeber**  
Schweizerische Nationalbank  
Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach  
8022 Zürich

**Gestaltung**  
Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

**Satz und Druck**  
Neidhart + Schön AG, Zürich

**Copyright**  
Nachdruck unter Quellenangabe gestattet  
Belegexemplare erwünscht

**Abonnemente, Einzelexemplare und Adressänderungen**  
Schweizerische Nationalbank, Bibliothek, Fraumünsterstrasse 8,  
Postfach, CH-8022 Zürich, Fax: +41 44 631 81 14,  
E-Mail: [library@snb.ch](mailto:library@snb.ch). Adressmutationen sind ebenfalls der  
Bibliothek, [library@snb.ch](mailto:library@snb.ch), zu melden.  
Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint  
separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer  
Sprache (ISSN 1423-3797).

**Preis**  
Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–)  
Für die Abonnenten des Statistischen Monatshefts:  
Fr. 15.– pro Jahr (Ausland: Fr. 20.–)  
Preise Inland inkl. 2,4% MWSt

**Internet**  
<http://www.snb.ch>



