

September 2001

3

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

Quartalsheft



# Schweizerische Nationalbank

## Quartalsheft

September 3/2001 19. Jahrgang



## **Inhalt**

|    |   |
|----|---|
| 4  | Übersicht   |
| 5  | Sommaire  |
| 6  | Sommario  |
| 7  | Overview  |
| 8  | <b>Geldpolitische Lagebeurteilung</b>   |
| 12 | <b>Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz</b>   |
| 13 | 1 Internationale Rahmenbedingungen  |
| 13 | 1.1 Konjunkturelle Entwicklung  |
| 15 | 1.2 Monetäre Entwicklung  |
| 16 | 1.3 Konjunkturaussichten  |
| 17 | 2 Monetäre Entwicklung  |
| 17 | 2.1 Zinsen  |
| 20 | 2.2 Wechselkurse  |
| 21 | 2.3 Geldaggregate   |
| 23 | 2.4 Kredite und Kapitalmarktbeanspruchung   |
| 25 | 3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion  |
| 25 | 3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion   |
| 27 | 3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz  |
| 29 | 3.3 Investitionen   |
| 31 | 3.4 Konsum  |
| 32 | 3.5 Kapazitätsauslastung  |
| 32 | 3.6 Konjunkturaussichten  |
| 33 | 4 Arbeitsmarkt  |
| 33 | 4.1 Beschäftigung   |
| 34 | 4.2 Arbeitslosigkeit  |
| 35 | 5 Preise  |
| 35 | 5.1 Konsumentenpreise   |
| 36 | 5.2 Kerninflation   |
| 36 | 5.3 Preise des Gesamtangebots   |
| 37 | 6 Teuerungsaussichten   |
| 37 | 6.1 Internationale Preisentwicklung   |
| 37 | 6.2 Kapazitätsauslastung im Inland  |
| 38 | 6.3 Inflationsprognose für die Jahre 2001–2003  |
| 39 | 7 Beurteilung der Konjunkturlage aus Sicht der Bankstellen  |
| 39 | 7.1 Produktion  |
| 40 | 7.2 Nachfragekomponenten  |
| 40 | 7.3 Arbeitsmarkt  |
| 40 | 7.4 Preise und Margen   |
| 42 | <b>Die Revision der nominellen und realen exportgewichteten Wechselkursindizes des Schweizer Frankens</b><br>Robert Fluri und Robert Müller |
| 48 | <b>Gearing Ratios – ein Überblick</b><br>Robert Bichsel und Jürg Blum   |
| 60 | <b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>   |

# Übersicht

## **Geldpolitische Lagebeurteilung (S. 8)**

Die Schweizerische Nationalbank senkte am 17. und am 24. September 2001 das Zielband für den Dreimonate-Libor um je 0,5 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75%. Beim ersten Zinsschritt schloss sie sich den Zinssenkungen des Federal Reserve Board und der Europäischen Zentralbank an. Neben den Risiken im internationalen Umfeld, die nach den verheerenden Terroranschlägen vom 11. September auf das World Trade Centre in New York und das Pentagon in Washington stark zugenommen hatten, sprach auch die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in der Schweiz für eine Lockerung der Geldpolitik. Die Massnahme vom 24. September erfolgte als Reaktion auf die starke und rasche Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro.

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 12)**

Im Sommerhalbjahr 2001 schwächte sich die Konjunktur in allen drei grossen Wirtschaftsräumen weiter ab und die Wachstumsprognosen für das laufende Jahr wurden nach unten revidiert. Die amerikanische und die europäische Wirtschaft wuchsen im zweiten Quartal nur noch geringfügig und in Japan verstärkten sich die Rezessionstendenzen. Die Zentralbanken reagierten auf die konjunkturelle Abschwächung und die nachlassenden Teuerungsgefahren mit einer deutlichen Lockerung der Geldpolitik.

Die Terroranschläge vom 11. September erschütterten die Finanz- und Kapitalmärkte weltweit. Um der erhöhten Rezessionsgefahr entgegenzuwirken, nahmen die Zentralbanken die Leitzinsen weiter zurück. Am 17. September senkte das amerikanische Fed den Tagesgeldsatz um weitere 0,5 Prozentpunkte auf 3%; die Bank von Kanada, die EZB, die SNB und die schwedische Zentralbank zogen unmittelbar darauf nach. Am folgenden Tag lockerten auch die Bank von England sowie die dänische und die japanische Zentralbank die Geldpolitik weiter.

Die Schweizerische Konjunktur verlor im zweiten Quartal an Schwung. Das reale Bruttoinlandprodukt wuchs gegenüber der Vorperiode um 1,7% (auf Jahresbasis hochgerechnet), was nur noch knapp dem langfristigen Trendwachstum entsprach. Während der private Konsum und die Bauinvestitionen weiterhin wichtige Konjunkturstützen bildeten, büssten die Ausstattungsinvestitionen und die Exporte stark an Dynamik ein. Die konjunkturelle Verlangsamung, die sich besonders deutlich im Industriesektor zeigte, hinterliess auch auf dem Arbeitsmarkt Spuren. Die Beschäf-

tigung nahm erstmals seit 1997 ab und die Zahl der Arbeitslosen stieg bis August leicht. Aufgrund der vorlaufenden Indikatoren muss bis Ende Jahr mit einer weiteren Verlangsamung des Wirtschaftswachstums gerechnet werden. Die an den Konsumentenpreisen gemessene Jahreststeuerung sank von Mai bis August um 0,7 Prozentpunkte auf 1,1%. Zum Rückgang trugen unter anderem die Preisabschläge für Benzin bei. Nachdem die kurzfristigen Zinssätze zwischen April und August nahezu unverändert geblieben waren, bildeten sie sich nach der Senkung des Zielbandes für den Dreimonate-Libor vom 17. September zurück. Infolge der gestiegenen politischen Unsicherheiten gewann der Schweizer Franken gegenüber dem Euro in der zweiten Hälfte von September massiv an Wert, was zu einer unerwünschten Verschärfung der monetären Bedingungen führte. In der Folge nahm die Nationalbank das Zielband für den Dreimonate-Libor nochmals um 0,5 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75% zurück.

## **Revision der Wechselkursindizes (S. 42)**

Die SNB hat die Einführung des Euro zum Anlass genommen, die Berechnungsgrundlagen ihrer exportgewichteten Wechselkursindizes zu revidieren. Die Änderungen betreffen vor allem den Länderkreis und die Berechnungsmethode (Törnqvist-Index). Neu werden auch exportgewichtete Indizes für Europa, das Euro-Währungsgebiet, Nordamerika und Asien publiziert. Der Artikel stellt die neuen Indizes vor und legt die methodischen Grundlagen dar.

## **Gearing Ratios – Ein Überblick (S. 48)**

Mit dem Basler Akkord von 1988 haben risikogewichtete Eigenmittelvorschriften international starke Verbreitung gefunden. Daneben gibt es in verschiedenen Ländern aber auch Eigenmittelvorschriften, die auf den ungewichteten Aktiven basieren, sogenannte Gearing Ratios. Der Artikel fasst die theoretischen Argumente und die empirische Evidenz über Wirkungsweise und Nutzen von gewichteten und ungewichteten Eigenmittelvorschriften zusammen. Es wird gezeigt, dass aufgrund theoretischer Überlegungen keines der beiden Instrumente dem anderen überlegen ist. Die empirische Literatur deutet allerdings darauf hin, dass eine ungewichtete Eigenmittelquote in der kurzen und mittleren Frist besser über die zukünftige Verfassung der Bank Auskunft gibt als eine gewichtete Quote. Der Artikel kommt daher zum Schluss, dass Gearing Ratios ein sinnvolles, ergänzendes Instrument zu den geltenden risikogewichteten Eigenmittelvorschriften darstellen.

## **Appréciation de la situation économique et monétaire (p. 8)**

A deux reprises, soit les 17 et 24 septembre, la Banque nationale a abaissé d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor à trois mois, marge qui a ainsi passé de 2,75%–3,75% à 1,75%–2,75%. Le 17 septembre, elle a emboîté le pas à la Réserve fédérale des Etats-Unis et à la Banque centrale européenne. Outre les risques qui avaient fortement augmenté sur le plan international après les terribles attentats perpétrés le 11 septembre contre le World Trade Center, à New York, et contre le Pentagone, à Washington, le ralentissement de la croissance économique en Suisse a incité à un assouplissement de la politique monétaire. La décision du 24 septembre a été prise en réaction à la forte et rapide revalorisation du franc suisse vis-à-vis de l'euro.

## **Situation économique et monétaire (p. 12)**

Au semestre d'été de 2001, la conjoncture a continué à faiblir dans les trois grandes zones économiques, et les prévisions de croissance pour l'année en cours ont été révisées à la baisse. Au deuxième trimestre, les économies américaine et européenne n'ont enregistré qu'une légère progression, et les tendances à la récession se sont accentuées au Japon. Eu égard à l'affaiblissement de la conjoncture et à la diminution des dangers inflationnistes, les banques centrales ont réagi en assouplissant sensiblement leur politique monétaire.

Les attentats terroristes du 11 septembre ont ébranlé les marchés financiers du monde entier. Afin de contrer le danger accru d'une récession, les banques centrales ont une nouvelle fois réduit leurs taux directeurs. Le 17 septembre, la Réserve fédérale des Etats-Unis a ramené de 3,5% à 3% le taux de l'argent au jour le jour; la Banque du Canada, la Banque centrale européenne, la Banque nationale suisse et la Banque de Suède lui ont immédiatement emboîté le pas. Le 18 septembre, la Banque d'Angleterre ainsi que les banques centrales danoise et japonaise ont elles aussi assoupli leur politique monétaire.

Au deuxième trimestre, la conjoncture a perdu de sa vigueur en Suisse. Par rapport à la période précédente, le produit intérieur brut réel a augmenté de 1,7% (en taux annualisé), soit à un rythme correspondant à peine à la tendance à long terme. Alors que la consommation privée et les investissements en constructions sont restés d'importants soutiens de la conjoncture, les investissements en biens d'équipement et les exportations ont perdu beaucoup de leur dynamisme. Le ralentissement de la conjoncture, très

net dans l'industrie, a fait sentir ses effets sur le marché du travail également. L'emploi a diminué pour la première fois depuis 1997, et le nombre des chômeurs a augmenté légèrement jusqu'en août. Selon les indicateurs avancés, la croissance économique devrait se ralentir encore jusqu'à la fin de l'année. Le taux annuel de renchérissement, mesuré aux prix à la consommation, a fléchi de 0,7 point entre mai et août pour s'établir à 1,1%. Les baisses de prix de l'essence ont contribué à ce repli. Les taux d'intérêt à court terme, qui étaient restés presque inchangés entre avril et août, ont diminué après la réduction, le 17 septembre, de la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Du fait des incertitudes politiques accrues, le franc suisse s'est fortement revalorisé vis-à-vis de l'euro dans la seconde moitié de septembre, ce qui a entraîné un resserrement indésirable des conditions monétaires. La Banque nationale a alors abaissé de 0,5 point, une fois encore, la marge de fluctuation du Libor à trois mois, marge qui, depuis, est de 1,75%–2,75%.

## **Révision des indices du cours du franc (p. 42)**

L'introduction de l'euro a incité la BNS à réviser les bases de calcul de ses indices, pondérés par les exportations, du cours du franc. Les modifications portent principalement sur la liste des pays et la méthode de calcul (indice de Törnqvist). Depuis, des indices pondérés par les exportations sont publiés également pour l'Europe, la zone euro, l'Amérique du Nord et l'Asie. L'article présente les nouveaux indices ainsi que les fondements méthodologiques.

## **Gearing ratios – Un aperçu (p. 48)**

Depuis l'accord de Bâle de 1988, les normes de fonds propres, avec pondérations-risques, se sont largement répandues sur le plan international. Plusieurs pays appliquent cependant en la matière des normes qui reposent sur des actifs non pondérés, à savoir les «gearing ratios». L'article résume les arguments théoriques et l'évidence empirique à propos de l'efficacité et des avantages de normes de fonds propres, avec et sans pondérations-risques. Il ressort de l'article que, sur la base de considérations théoriques, aucun des deux instruments n'est supérieur à l'autre. Selon la littérature empirique, les informations à court et à moyen terme qu'un ratio de fonds propres sans pondérations-risques donne sur la situation future d'une banque sont meilleures que celles qui découlent d'un ratio avec pondérations-risques. Aussi l'article conclut-il que les «gearing ratios» constituent un instrument judicieux, qui complète les normes de fonds propres, avec pondérations-risques, qui sont en vigueur.

### **Valutazione della situazione economica e monetaria (p. 8)**

A due riprese, il 17 e il 24 settembre, la Banca nazionale ha ridotto di 0,5 punti percentuali il margine di oscillazione del Libor a tre mesi portandolo all'1,75%-2,75%. In occasione del primo intervento la Banca nazionale si è unita alla Federal Reserve Board e alla Banca centrale europea. Un allentamento della politica monetaria era indicato – oltre che per i maggiori rischi internazionali dopo i devastanti attacchi terroristici dell'11 settembre al World Trade Center a New York e al Pentagono a Washington – anche in considerazione del rallentamento della crescita economica in Svizzera. Con il provvedimento del 24 settembre la Banca nazionale ha reagito al forte e rapido apprezzamento del franco svizzero nei confronti dell'euro.

### **Situazione economica e monetaria (p. 12)**

Nel corso del semestre estivo 2001, la congiuntura si è ulteriormente indebolita in tutte e tre le grandi regioni economiche. Le previsioni di crescita sono state riviste verso il basso. In Europa e negli Stati Uniti, la crescita economica è risultata minima, mentre in Giappone i segnali di recessione si sono moltiplicati. Le banche centrali hanno reagito all'indebolimento congiunturale e alle minori pressioni inflazionistiche con un netto allentamento della politica monetaria.

Gli attacchi terroristici dell'11 settembre hanno scosso i mercati finanziari e dei capitali in tutto il mondo. Per opporsi al pericolo di recessione, le banche centrali hanno ulteriormente ridotto i tassi ufficiali. Negli Stati Uniti, la Fed ha deciso, il 17 settembre, un calo di 0,5 punti percentuali del tasso sui federal funds, portandolo al 3%. La banca centrale canadese, la BCE, la BNS e la banca centrale svedese hanno immediatamente seguito l'esempio statunitense. Il giorno seguente, anche le banche centrali di Gran Bretagna, Danimarca e Giappone hanno proceduto ad un allentamento della loro politica monetaria.

In Svizzera, la congiuntura ha perso slancio nel secondo trimestre dell'anno. Il prodotto interno lordo reale è cresciuto rispetto al periodo precedente dell'1,7% (annualizzato), e quindi ad un ritmo leggermente inferiore rispetto alla tendenza di lungo termine. Mentre la congiuntura ha continuato a trarre sostegno dal consumo privato e dagli investimenti nell'edilizia, gli investimenti in beni d'equipaggiamento e le esportazioni sono risultati molto meno dinamici. Il rallentamento congiunturale, particolarmente pronunciato nel settore industriale, ha avuto

ripercussioni sul mercato del lavoro. Per la prima volta dal 1997, l'occupazione è calata, ed il numero di disoccupati a fine agosto è leggermente aumentato. Gli indicatori anticipatori lasciano presumere che il rallentamento della crescita economica si protrarrà fino alla fine dell'anno. Da maggio ad agosto, il rincaro annuale, misurato attraverso i prezzi al consumo, si è ridotto di 0,7 punti percentuali scendendo all'1,1%. Vi ha contribuito, tra l'altro, il calo del prezzo della benzina. I tassi d'interesse a breve, pressoché invariati da aprile ad agosto, sono diminuiti dopo la riduzione del margine di oscillazione del Libor a tre mesi del 17 settembre. Durante la seconda metà di settembre, le crescenti incertezze politiche hanno provocato un forte apprezzamento del franco svizzero nei confronti dell'euro e un conseguente inasprimento indesiderato delle condizioni monetarie. La Banca nazionale ha perciò proceduto ad un secondo ribasso di 0,5 punti percentuali del margine di oscillazione del Libor a tre mesi, portandolo all'1,75-2,75%.

### **Revisione degli indici dei tassi di cambio (p. 42)**

In occasione dell'introduzione dell'euro, la BNS ha riveduto le modalità di calcolo degli indici dei tassi di cambio ponderati all'esportazione. Le modifiche riguardano soprattutto la cerchia dei Paesi considerati e il metodo di calcolo (indice Törnqvist). In futuro, saranno pubblicati indici ponderati all'esportazione anche per l'Europa, l'area dell'euro, il Nord America e l'Asia. L'articolo presenta i nuovi indici ed espone i fondamenti metodologici.

### **Uno sguardo ai gearing ratios (p. 48)**

Con l'accordo di Basilea del 1988, le prescrizioni sui fondi propri ponderate al rischio hanno trovato ampia diffusione sul piano internazionale. In diversi Paesi sussistono tuttavia prescrizioni sui fondi propri relative ad attivi non ponderati, i cosiddetti quozienti di indebitamento o «gearing ratios». L'articolo riassume gli argomenti teorici e l'evidenza empirica relative all'efficacia e all'utilità delle quote obbligatorie ponderate e non ponderate di fondi propri. In base a considerazioni teoriche nessuno dei due strumenti risulta superiore all'altro. La letteratura empirica suggerisce tuttavia che, a breve e medio termine, le quote non ponderate siano in grado di dare indicazioni più affidabili sulla situazione futura di una banca. L'articolo giunge perciò alla conclusione che i «gearing ratios» possono costituire un utile strumento complementare alle prescrizioni sui mezzi propri ponderate al rischio.

## Overview

### **Monetary policy assessment (p. 8)**

On September 17 and 24 the Swiss National Bank lowered the target range for the three-month Libor rate by 0.5 percentage points each to 1.75%–2.75%. The first cut followed on the heels of similar moves by the Federal Reserve Board and the European Central Bank. In addition to the risks in the international environment, which had grown considerably in the wake of the devastating terrorist attacks on the World Trade Centre in New York and the Pentagon in Washington on 11 September, declining economic growth in Switzerland also called for an easing of monetary policy. The move of 24 September came as a reaction to the marked and rapid appreciation of the Swiss franc against the euro.

### **Economic and monetary developments (p. 12)**

In the summer half-year 2001 the economy continued to weaken in all the three big economic areas, and growth forecasts for the current year were revised downward. Economic activity in the United States and Europe saw only minimal growth rates in the second quarter, and recessionary trends in Japan strengthened. Central banks responded to the economic downturn and easing inflationary threats by relaxing the monetary reins significantly.

The terror attacks of 11 September rocked the financial and capital markets all over the world. In order to counter the increased threat of recession central banks made further cuts in their key interest rates. On 17 September, the Fed lowered the call money rate by another 0.5 percentage points to 3%; the Bank of Canada, the ECB, the SNB and the Swedish central bank followed suit immediately. The following day, the Bank of England as well as the Danish central bank and the Bank of Japan eased monetary policy as well.

The Swiss economy lost momentum in the second quarter. Real gross domestic product grew by 1.7% compared with the previous period (at an annualised rate), which was barely equivalent to the long-term growth trend. While private consumption and building investment remained important engines of growth, capital spending and exports weakened markedly. The economic slowdown, particularly apparent in the industrial sector, also had an impact on the labour market. Employment figures receded for the first time since 1997, and the jobless rate edged up slightly until August. Leading indicators point to a continued slowdown in economic growth through the

end of the year. Annual inflation measured by consumer prices receded by 0.7 percentage points to 1.1% between May and August. This decline was in part due to cheaper prices for petrol. After remaining practically constant between April and August, short-term interest rates recorded a slight drop following the lowering of the target range for the three-month Libor on 17 September. Mounting political uncertainties pushed up the Swiss franc substantially against the euro in the second half of September, leading to an undesirable tightening of monetary conditions. As a result, the National Bank undertook another 0.5 percentage rate cut in the target range for the three-month Libor to 1.75–2.75%.

### **Revision of the exchange rate indices (p. 42)**

The launch of the euro has prompted the SNB to revise the basis for calculating the export-weighted exchange rate indices. The changes primarily concern the group of countries included in the index and the method of calculation (Törnqvist index). Export-weighted indices will henceforth also be published for Europe, the euro currency area, North America and Asia. The article introduces the new indices and explains the methodical basis.

### **Gearing ratios – A survey (p. 48)**

After the 1988 Basel Capital Accord, risk-weighted capital adequacy rules became widespread internationally. Many countries, however, have adopted capital adequacy rules that are based on unweighted assets, expressed by the so-called gearing ratio. The article provides a summary of the theoretical arguments and empirical evidence on the mechanism and the benefits of weighted and unweighted capital adequacy rules. It is shown that based on theoretical considerations, neither one of the two instruments is superior to the other. Empirical literature, however, suggests that an unweighted equity ratio gives a better short-term and medium-term indication of a bank's future standing than a weighted ratio. The article arrives at the conclusion, therefore, that gearing ratios represent a useful, supplementary tool to the established risk-weighted capital adequacy rules.

# Geldpolitische Lagebeurteilung

## Medienmitteilung zur vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 17. September 2001

### **Lockerung des geldpolitischen Kurses – Zielband für den Dreimonate-Libor um 0,5 Prozentpunkte auf 2,25%–3,25% gesenkt**

Die Schweizerische Nationalbank hat beschlossen, das Zielband für den Dreimonate-Libor um 0,5 Prozentpunkte auf 2,25%–3,25% zu senken. Der Dreimonate-Libor soll bis auf Weiteres im mittleren Bereich des Zielbandes gehalten werden. Um Unsicherheiten an den Finanzmärkten entgegenzutreten, hat die Nationalbank ihre für den 20. September 2001 vorgesehene Lagebeurteilung bereits heute durchgeführt. Die letzte Anpassung des Zielbandes erfolgte am 22. März 2001, als die Nationalbank eine Senkung um 0,25 Prozentpunkte vornahm.

Seit der letzten Lagebeurteilung im Juni hat sich der Preisdruck in der Schweiz vermindert. Es bestehen keine Anzeichen dafür, dass die Preisstabilität mittelfristig gefährdet ist. Diese Aussicht hat es der Nationalbank ermöglicht, erneut eine Lockerung ihrer Geldpolitik zu beschliessen. Die Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz hat sich weiter verlangsamt, auch wenn sie sich im internationalen Vergleich bisher gut hält. Die Risiken im internationalen Umfeld haben indessen stark zugenommen. Dadurch ist auch die Unsicherheit über die weitere Entwicklung in der Schweiz grösser geworden.

Die schweizerische Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal 2001 gegenüber dem Vorjahr um 2,0%. Die Wachstumsdynamik nahm weiter ab. Das annualisierte Wachstum gegenüber dem Vorquartal betrug noch 1,7%, verglichen mit 2,0% im ersten Quartal. Die Verlangsamung betrifft vor allem die Investitionen und die Exporte, während der Konsum weiterhin beachtlich zunahm. Das Wirtschaftswachstum könnte angesichts der stagnierenden Exporte im dritten und vierten Quartal weiter an Dynamik verlieren. Die Binnenwirtschaft dürfte weiterhin vom Konsum gestützt werden und weniger an Schwung verlieren als die Exportwirtschaft. Die Lage am Arbeitsmarkt dürfte sich kaum nachhaltig verändern, und die Arbeitslosenquote sollte nur wenig ansteigen. Insgesamt ist im Verlaufe des nächsten Jahres wieder mit einer wirtschaftlichen Erholung zu rechnen.

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahreststeuerung erhöhte sich von 1,0% im ersten auf 1,5% im zweiten Quartal 2001. Nach 1,4% im Juli fiel die Jahreststeuerung im August auf 1,1% zurück. Dieser Rückgang ist allerdings teilweise auf Sonderfaktoren, insbesondere den starken Einfluss der Ausverkaufspreise für Bekleidung, zurückzuführen. Der allgemeine Preistrend dürfte daher etwas über der mit dem Landesindex gemessenen Teuerung liegen. Ein gewisser Preisauftrieb herrscht zurzeit bei den privaten Dienstleistungen und bei den Mieten. Bei den inländischen Waren besteht kaum ein Preisdruck. Das erhöhte Gewicht der schwankenden Ölpreise und die Berücksichtigung von Ausverkaufspreisen im neuen Landesindex der Konsumentenpreise tragen zu einer vermehrten Volatilität der Teuerungsraten von Monat zu Monat bei.

Die Nationalbank schätzt die mittelfristigen Inflationsaussichten weiterhin als günstig ein. Die Verlangsamung der Weltwirtschaft und der schweizerischen Konjunktur wirkt sich dämpfend auf die Preisentwicklung aus. Unter Berücksichtigung der Wirkung der nun vorgenommenen Zinssenkung geht die Nationalbank von einer gegenüber der Lagebeurteilung vom Juni 2001 unveränderten Inflationsprognose für die nächsten drei Jahre aus. Die Inflation dürfte über den ganzen Prognosehorizont deutlich unter 2% und somit im Bereich der Preisstabilität liegen. Die Nationalbank nimmt an, dass die Konjunktur in den USA und in Europa in der ersten Hälfte des Jahres 2002 wieder Tritt fassen wird. Sie geht zudem davon aus, dass der Dollar sich gegenüber dem Euro etwa auf dem heutigen Niveau hält und der Ölpreis bei rund 25 Dollar je Fass liegen wird.

Die Nationalbank hält das neue Zinsniveau für angemessen, um mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten und der Wirtschaft ein ausgeglichenes Wachstum zu ermöglichen. Die Risiken für die weltwirtschaftliche Entwicklung sind zurzeit indessen erheblich. Eine Rezession in den USA oder eine nachhaltige Abwertung des Dollars könnten eine deflatorische Wirkung auf Europa und die Schweiz ausüben. Die Nationalbank müsste in einem solchen Fall ihren geldpolitischen Kurs überprüfen. Die in letzter Zeit raschere Zunahme der Geldmenge  $M_3$  zeigt jedoch, dass bei einer allfälligen weiteren Lockerung der Geldpolitik Vorsicht am Platze ist, wenn mittelfristig die Preisstabilität nicht gefährdet werden soll.

## Medienmitteilung vom 24. September 2001

### **Besorgnis über Euro/Franken-Wechselkurs**

Die Schweizerische Nationalbank senkt ihr Zielband für den Dreimonate-Libor mit sofortiger Wirkung um 0,5 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75%. Diese Massnahme erfolgt als Reaktion auf die starke und rasche Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro, die in den letzten Tagen erfolgte. Der Anstieg des Frankenkurses gegenüber dem Euro in einer Zeit, in der das Wirtschaftswachstum nachlässt, erfüllt die Nationalbank mit grosser Sorge. Sollte der Frankenkurs auf dem gegenwärtigen Niveau verharren, dann würde dies zu einer unerwünschten Verschärfung des geldpolitischen Kurses führen.

Die Aufwertung des Frankens widerspiegelt die erhöhten politischen Unsicherheiten. Es ist im jetzigen Zeitpunkt nicht abzuschätzen, wie lange diese anhalten werden. Die Nationalbank verfolgt die weitere Entwicklung am Devisenmarkt aufmerksam. Sie wird ihren geldpolitischen Handlungsspielraum gegebenenfalls ausnützen.



# Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

Bericht zuhanden des Direktoriums für die vierteljährliche Lagebeurteilung und zuhanden des Bankrats

Der Bericht wurde am 20. September 2001 verabschiedet. Später verfügbare Fakten wurden soweit als möglich ebenfalls berücksichtigt.  
Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten.

# 1 Internationale Rahmenbedingungen

Die verheerenden Terroranschläge auf amerikanische Einrichtungen in New York und Washington vom 11. September 2001 erschütterten die Finanz- und Kapitalmärkte weltweit. Um der gestiegenen Rezessionsgefahr und erhöhten Unsicherheit entgegenzuwirken, senkten die Zentralbanken ihre Leitzinsen weiter, nachdem sie die Geldpolitik bereits im Hinblick auf die konjunkturelle Abkühlung und die nachlassende Teuerungsgefahr gelockert hatten.

## 1.1 Konjunkturelle Entwicklung

Im Sommerhalbjahr 2001 schwächte sich die Konjunktur in allen drei grossen Wirtschaftsräumen weiter ab und die Wachstumsprognosen für das laufende Jahr wurden nach unten revidiert. Die amerikanische Wirtschaft wuchs kaum mehr, während in Japan die Anzeichen einer neuen Rezession zunahmen. Auch in Europa verschlechterte sich die Wirtschaftslage; das Wachstum blieb indessen im zweiten Quartal sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in Grossbritannien höher als in den USA.

Die Teuerung ging um die Jahresmitte zurück, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte – vor allem infolge der höheren Erdölpreise – noch kräftig gestiegen war. Zudem zeichnete sich ein weiterer Rückgang der Teuerung ab.

### Stagnation in den USA

In den USA stagnierte die Wirtschaft im zweiten Quartal. Das reale Bruttoinlandprodukt nahm gegenüber der Vorperiode lediglich um 0,2% zu (auf Jahres-

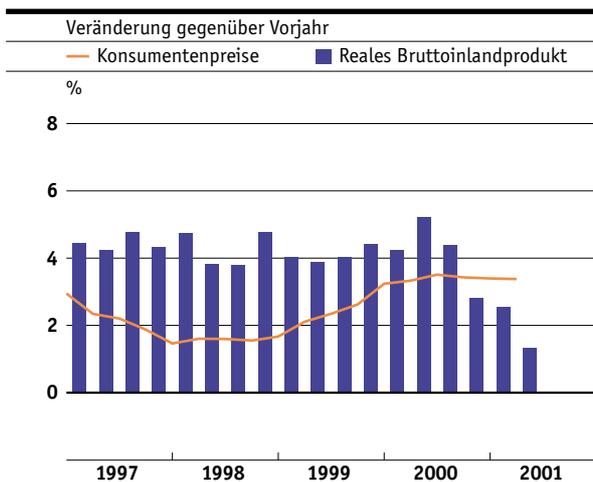
basis hochgerechnet), verglichen mit einem Wachstum von 1,3% im ersten Quartal. Im Vorjahresvergleich entspricht dies einem Zuwachs von 1,2% (1. Quartal: +2,5%). Die Abkühlung ist auf den massiven Rückgang der Exporte sowie auf den Einbruch bei den Ausrüstungsinvestitionen zurückzuführen. Konjunkturstützend wirkten dagegen weiterhin der private und der staatliche Konsum sowie die Wohnbauinvestitionen. Infolge der abflachenden Binnennachfrage sanken die Importe deutlich.

Der anhaltende Rückgang der Produktion sowie die vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine Fortsetzung der Konjunkturflaute in der zweiten Jahreshälfte hin. Die Unternehmen beurteilten in den Umfragen die nahe Zukunft pessimistisch. Der Bestellungseingang in der Industrie schrumpfte weiter und die Kapazitätsauslastung bildete sich zurück. Trotz der Steuerrückvergütungen durch die Regierung verschlechterte sich auch das Konsumentenvertrauen. Dazu dürfte der Anstieg der Arbeitslosigkeit beigetragen haben. Die Arbeitslosenquote betrug im August 4,9% und lag damit um fast einen Prozentpunkt über dem Tiefstand von 4% im Dezember 2000.

### Abkühlung in Europa

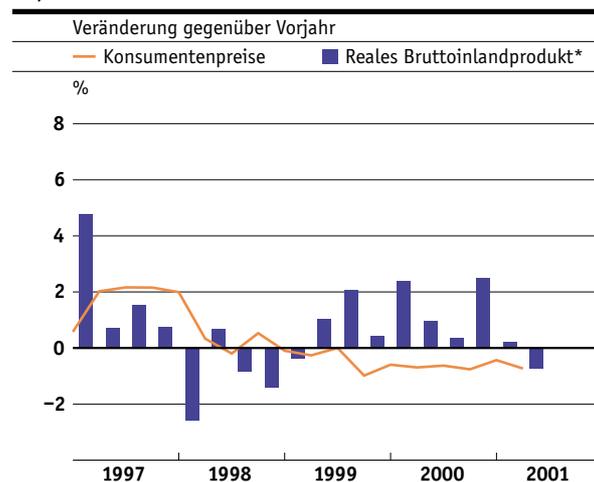
Im Euro-Währungsgebiet schwächte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal ebenfalls ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg gemäss der ersten Schätzung um hochgerechnet 0,4%, verglichen mit 2,0% in der Vorperiode. Gegenüber dem Vorjahr nahm es um 1,7% zu (1. Quartal: +2,4%). In Deutschland kam das Wachstum zum Stillstand und in Frankreich, Italien sowie in den meisten kleineren Ländern liessen die Auftriebskräfte erheblich nach. Ähnlich wie in den USA verloren auch im Euro-

USA Grafik 1.1



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Japan Grafik 1.2



Quelle: BIZ  
\* revidierte Werte

Währungsgebiet die Investitionstätigkeit und die Exportnachfrage deutlich an Kraft, während der private Konsum die Konjunktur weiterhin stützte.

Die Auftragslage und die Produktionsaussichten wurden im Laufe der ersten Jahreshälfte zusehends pessimistischer beurteilt und die Stimmung der Produzenten sank im Juli unter den langfristigen Durchschnitt. Auch die Konsumentenstimmung kühlte sich ab, blieb aber im langfristigen Vergleich weiterhin auf einem hohen Niveau.

Auch in Grossbritannien verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal; es blieb jedoch mit hochgerechnet 1,3% gegenüber der Vorperiode leicht höher als im Euro-Währungsgebiet. Bremsend wirkten die stagnierenden Investitionen und sinkenden Exporte, während der private Konsum stark stieg. In der zweiten Jahreshälfte dürfte das Wachstum gemäss den jüngsten Prognosen weiter abflachen.

Infolge der konjunkturellen Abkühlung sank die Arbeitslosigkeit nicht mehr weiter. Im Euro-Währungsgebiet verharrte die Arbeitslosenquote im zweiten Quartal bei 8,3%, in Grossbritannien bei 3,2%.

### Erneuter Konjunkturunbruch in Japan

In Japan bildete sich das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal um hochgerechnet 3,2% zurück, nachdem in der Vorperiode noch ein geringer Zuwachs verzeichnet worden war. Im Vorjahresvergleich sank es um 0,7%. Sowohl die Investitionstätigkeit als auch die Exporte schrumpften deutlich, während der private und der staatliche Konsum geringfügig zunahm. Die Arbeitslosenquote stieg im Juli infolge der massiven Umstrukturierungen auf einen Höchststand von 5%. Aufgrund der neusten Umfrage bei den Unternehmen dürfte die Wirtschaftslage in den nächsten Monaten gedrückt bleiben.

### Abschwächung ausserhalb der OECD

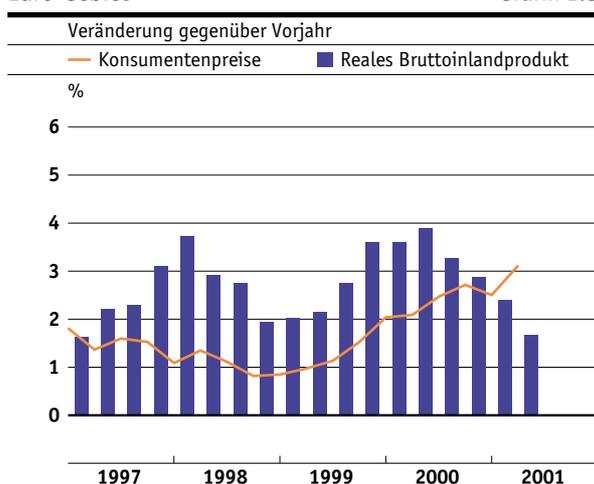
Auch in vielen Ländern ausserhalb der OECD geriet die Konjunktur in der ersten Jahreshälfte aus dem Tritt. Die Krise im Technologiesektor traf die aufstrebenden Volkswirtschaften Ost- und Südostasiens (Hongkong, Korea, Malaysia, Singapur, Taiwan) besonders stark. In China setzte sich dagegen gemäss den verfügbaren Angaben das Wirtschaftswachstum unvermindert fort.

Die Länder Osteuropas scheinen von der weltwirtschaftlichen Abkühlung bis anhin nur wenig getroffen worden zu sein. Russland profitierte vor allem von den stark gestiegenen Exporterlösen für Erdölprodukte.

### Finanzkrise in Argentinien und der Türkei

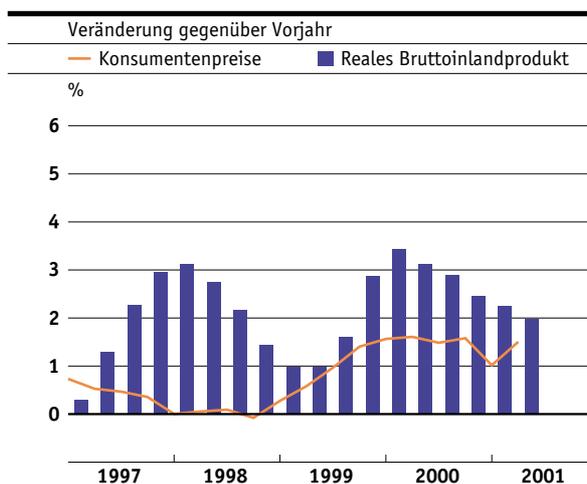
In der ersten Jahreshälfte verschärfen sich in Argentinien und der Türkei die wirtschaftlichen Probleme. Es zeichnete sich ab, dass beide Länder ihrem privaten und öffentlichen Schuldendienst nicht würden nachkommen können. Der Internationale Währungsfonds (IWF) gewährte in der Folge im Rahmen von Stabilisierungsprogrammen neue Kredite, um eine Finanzkrise abzuwenden. Im Mai stockte der IWF den Kredit für die Türkei um rund 8 Mrd. Dollar auf 19 Mrd. Dollar auf. Die von der türkischen Regierung eingeleiteten Stabilisierungsmaßnahmen vermochten die Lage am Finanzmarkt kurzfristig zu beruhigen, die wirtschaftlichen Aussichten des Landes blieben jedoch düster. Auch Argentinien erhielt einen zusätzlichen Kredit in Höhe von 8 Mrd. Dollar, nachdem der IWF dem Land bereits im Dezember 2000 14 Mrd. Dollar zur Verfügung gestellt hatte.

Euro-Gebiet Grafik 1.3



Quelle: BIZ

Schweiz Grafik 1.4



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Staatssekretariat für Wirtschaft (seco)

## 1.2 Monetäre Entwicklung

### Nachlassender Teuerungsdruck

Die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung liess in den meisten Industrieländern um die Jahresmitte nach. Dies signalisierten sowohl die Kerninflationsraten, welche die Preisentwicklung der Lebensmittel und der Energie ausschliessen, als auch die breiter gefassten Konsumentenpreisindizes. In den sieben grossen OECD-Ländern sank die durchschnittliche Kernteuerung von 2% im März auf 1,9% im Juli. Unter Berücksichtigung der Lebensmittel- und Energiepreise ging die Teuerung von 2,2% im März auf 2,1% im Juli zurück.

Besonders deutlich sank die Teuerung in den USA und im Euro-Währungsgebiet, und zwar von 3,6% bzw. 3,4% im Mai auf je 2,7% im August. In Grossbritannien bildete sie sich zwischen Mai und Juli von 2,1% auf 1,6% zurück, zog jedoch im August wieder auf 2,1% an. In Japan verstärkte sich der Rückgang des Preisniveaus im zweiten Quartal auf 0,5% im Vorjahresvergleich.

### Lockerung der Geldpolitik

Die Zentralbanken reagierten auf die konjunkturelle Abschwächung und die nachlassenden Teuerungsgefahren mit einer Lockerung der Geldpolitik. Die amerikanische Notenbank senkte den angestrebten Satz für Tagesgeld im Mai, im Juni und im August weiter um insgesamt einen Prozentpunkt auf 3,5%. Zu Beginn des Jahres hatte der Leitzins noch 6,5% betragen. Die britische Zentralbank reduzierte im zweiten Quartal sowie Anfang August ihren Leitzins in drei Schritten um insgesamt 0,75 Prozentpunkte auf 5%.

Die EZB nahm die Leitzinsen Mitte Mai und Ende August um je 0,25 Prozentpunkte auf 4,25% zurück (Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte). Im gleichen Zeitraum reduzierte die dänische Zentralbank ihren Refinanzierungssatz in drei Schritten um insgesamt 0,65 Prozentpunkte auf 4,65%.

Die japanische Zentralbank erhöhte die Bankenliquidität im Juli weiter, um den rezessiven Tendenzen entgegenzutreten. Die kurzfristigen Zinssätze verharrten bei 0%.

Knapp eine Woche nach den Terroranschlägen auf die USA folgte eine weitere Zinssenkungsrunde. Am 17. September senkte das Fed den angestrebten Satz für Tagesgeld sowie den Diskontsatz um je 0,5 Prozentpunkte auf 3% bzw. 2,5%; dies entspricht dem tiefsten Stand seit Frühjahr 1994. Die Bank von Kanada, die EZB, die Schweizerische Nationalbank und die schwedische Zentralbank zogen unmittelbar

nach und reduzierten die Leitzinsen ebenfalls um einen halben Prozentpunkt auf 3,75%, 4,25%, 2,75% bzw. 3,75%. Am folgenden Tag nahmen die Bank von England und die dänische Zentralbank die Leitzinsen um 0,25 bzw. 0,5 Prozentpunkte auf 4,75% bzw. 4,15% zurück. Auch die japanische Zentralbank lockerte die Geldpolitik weiter und senkte den Diskontsatz um 0,15 Prozentpunkte auf 0,1%.

### Rückgang der langfristigen Zinsen

Die langfristigen Zinsen bildeten sich im Juli und August wieder zurück, nachdem sie im zweiten Quartal leicht angezogen hatten. Zwischen Mai und August sank die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in den USA von 5,4% auf 5,0%, im Euro-Währungsgebiet von 5,3% auf 5,1%. Die Renditen lagen damit im August um 0,9 bzw. 0,3 Prozentpunkte unter dem Vorjahresstand. In Grossbritannien stieg die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen bis im Juni auf 5,2% und bildete sich dann bis im August auf 5,0% zurück. Sie lag damit um 0,7 Prozentpunkte unter dem entsprechenden Vorjahresstand. In Japan erhöhte sich die Rendite langfristiger Staatsanleihen leicht von 1,2% im Mai auf 1,3% im August. Sie lag damit um 0,6 Prozentpunkte tiefer als vor Jahresfrist.

## 1.3 Konjunkturaussichten

### Tiefere Wachstumsprognosen

Im Laufe des Sommerhalbjahres wurden die Konsensus-Prognosen<sup>1</sup> für das laufende – und zum Teil auch für das nächste – Jahr weiter nach unten revidiert. Die Konsensus-Prognosen vom September wurden kurz vor den Terroranschlägen auf die USA veröffentlicht, so dass die inzwischen gestiegenen konjunkturellen Risiken darin noch nicht zum Ausdruck kommen.

In Japan dürfte das reale Bruttoinlandprodukt im laufenden Jahr um 0,1% schrumpfen (Mai-Prognose: +0,9%), während es im Euro-Währungsgebiet um 1,9% wachsen dürfte (Mai-Prognose: +2,6%). Für die USA blieb die Prognose mit 1,6% unverändert, nachdem sie in den ersten Monaten dieses Jahres beträchtlich gesenkt worden war. Etwas optimistischer blieben die Prognostiker für die Schweiz. Gemäss der Prognose vom August dürfte das Wachstum in diesem Jahr 1,9% betragen, verglichen mit 2,1% in der Mai-Prognose.

Im Jahre 2002 wird allgemein mit einer Erholung der Konjunkturlage gerechnet. Die Konsensus-Teilnehmer rechneten in der September-Prognose mit einem Wachstum von 2,7% in den USA (Mai-Prognose: 3,1%), von 2,4% (2,8%) im Euro-Gebiet und von 0,5% (1,6%) in Japan. Für die Schweiz wurde ein nur leicht tieferes Wachstum von 2,0% prognostiziert.

Prognosen der OECD

Tabelle 1

|                   | Wirtschaftswachstum <sup>2</sup> |      |      | Teuerung <sup>3</sup> |      |      | Arbeitslosenquote <sup>4</sup> |      |      |
|-------------------|----------------------------------|------|------|-----------------------|------|------|--------------------------------|------|------|
|                   | 2000                             | 2001 | 2002 | 2000                  | 2001 | 2002 | 2000                           | 2001 | 2002 |
| Europäische Union | 3,3                              | 2,6  | 2,7  | 2,0                   | 2,2  | 2,0  | 8,2                            | 7,7  | 7,3  |
| Deutschland       | 3,0                              | 2,2  | 2,4  | 1,4                   | 1,8  | 1,5  | 7,8                            | 7,3  | 6,8  |
| Frankreich        | 3,2                              | 2,6  | 2,7  | 1,2                   | 1,4  | 1,5  | 9,7                            | 8,6  | 8,1  |
| Grossbritannien   | 3,0                              | 2,5  | 2,6  | 0,8                   | 1,9  | 2,2  | 5,5                            | 5,4  | 5,5  |
| Italien           | 2,9                              | 2,3  | 2,5  | 2,9                   | 2,7  | 2,2  | 10,7                           | 10,0 | 9,2  |
| USA               | 5,0                              | 1,7  | 3,1  | 2,4                   | 1,9  | 1,6  | 4,0                            | 4,6  | 5,0  |
| Japan             | 1,7                              | 1,0  | 1,1  | -1,2                  | -0,7 | -0,5 | 4,7                            | 4,9  | 4,8  |
| Schweiz           | 3,4                              | 2,1  | 2,0  | 1,5                   | 1,0  | 1,2  | 2,0                            | 1,9  | 1,9  |
| OECD              | 4,1                              | 2,0  | 2,8  | 1,7                   | 1,7  | 1,5  | 6,3                            | 6,3  | 6,3  |

1 Bei den Konsensus-Prognosen (Consensus Forecasts) handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei rund 200 bedeutenden Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in rund 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandprodukts, der Preise, der Zinssätze

und anderer wichtiger volkswirtschaftlicher Grössen. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London.

2 Reales Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 Konsum-Deflator, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; OECD: ohne Hochinflationenländer

4 in Prozent der Erwerbsbevölkerung  
Quelle: OECD Economic Outlook, Juni 2001

## 2 Monetäre Entwicklung

Zu Beginn dieses Jahres hatten verschlechterte Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft und die Reduktion der amerikanischen Zinssätze durch die US-Notenbank dazu geführt, dass die Märkte auch in der Schweiz mit tendenziell fallenden Zinssätzen zu rechnen begannen. Die Obligationenrenditen verringerten sich im ersten Quartal sogleich deutlich. Nachdem die Nationalbank im März ihr Zielband für den dreimonatigen Libor gesenkt hatte, gingen auch die Geldmarktzinsen und die Kreditzinsen der Banken zurück. Gleichzeitig beschleunigte sich das Geldmengen- und das Kreditwachstum. Der exportgewichtete Aussenwert des Schweizer Frankens stieg zwischen Mai und August zwar leicht an, blieb gegenüber dem Ende des Vorjahres real aber nahezu unverändert.

Nach den Terroranschlägen vom 11. September änderte sich das Bild. Der Schweizer Franken gewann infolge der erhöhten politischen Risiken gegenüber dem Euro rasch an Wert, was zu einer unerwünschten Verschärfung der monetären Bedingungen führte. Die Schweizerische Nationalbank nahm deshalb am 24. September das Zielband für den Dreimonate-Libor um 0,5 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75% zurück, nachdem sie es bereits am 17. September im Anschluss an die Zinssenkungen der amerikanischen Notenbank und der Europäischen Zentralbank um 0,5 Prozentpunkte gesenkt hatte. In der Folge bildeten sich die Geldmarktzinsen deutlich zurück.

### 2.1 Zinsen

#### **Unveränderte Geldmarktsätze bis August**

In den Monaten April bis August 2001 liess die Schweizerische Nationalbank das Zielband für den Zinssatz auf dreimonatigen Frankenanlagen am Interbankenmarkt (Libor) unverändert. Das Zielband war zuletzt am 22. März 2001 um 0,25 Prozentpunkte auf 2,75 bis 3,75% gesenkt worden.

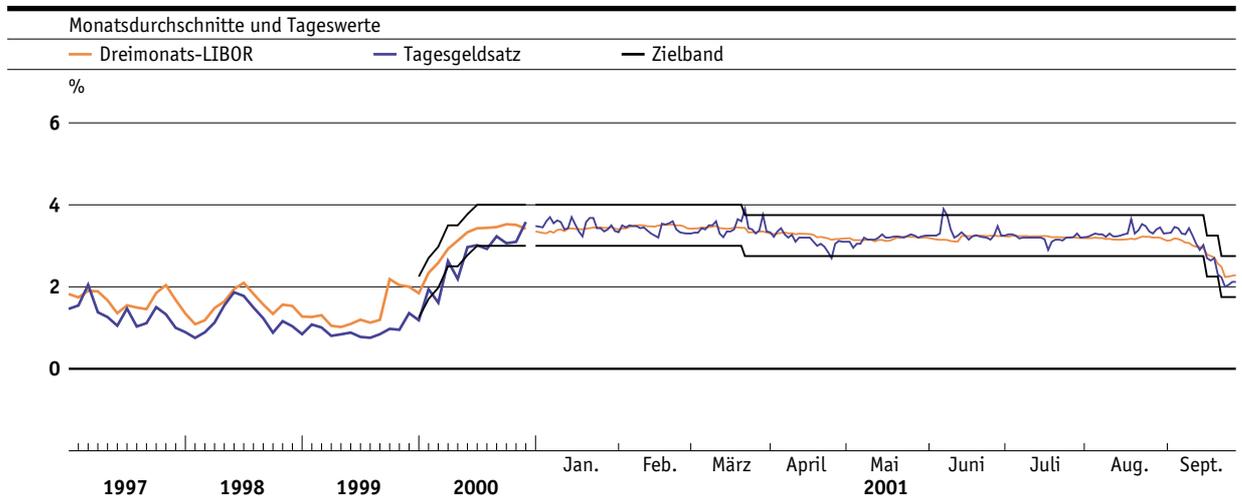
Um den dreimonatigen Libor nahe der Mitte des Zielbandes zu halten, musste die Nationalbank das Tagesgeld im Mai und Juni sowie erneut im August vorübergehend verteuern. Dennoch lag der dreimonatige Libor in diesen Monaten oft geringfügig unter der Zielbandmitte von 3,25%. Die Durchschnittsrendite eidgenössischer Buchforderungen bewegte sich in der Regel um knapp 0,3 Prozentpunkte unter dem dreimonatigen Libor.

Die Differenz zwischen den Zinssätzen auf Fremdwährungsanlagen mit dreimonatiger Laufzeit und dem entsprechenden Zinssatz auf Frankenanlagen entwickelte sich in den Monaten Mai bis August uneinheitlich. Gegenüber Dollar- und Euroanlagen, die zu Beginn der Periode um durchschnittlich 0,92 bzw. 1,46 Prozentpunkte höher verzinst worden waren als Frankenanlagen, nahm sie ab, gegenüber den deutlich tiefer verzinsten Yenanlagen hingegen erhöhte sie sich leicht. Als Folge dreier Leitzinsreduktionen der amerikanischen Notenbank verringerte sich die Differenz zu den amerikanischen Geldmarktsätzen bis August auf durchschnittlich 0,38 Prozentpunkte. Obwohl die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen in dieser Periode unverändert liess, ging die Zinsdifferenz zu den dreimonatigen Euroanlagen bis August auf 1,17 Prozentpunkte zurück. Die Differenz zu den Zinssätzen auf dreimonatigen Yenanlagen betrug im August –3,11 Prozentpunkte.

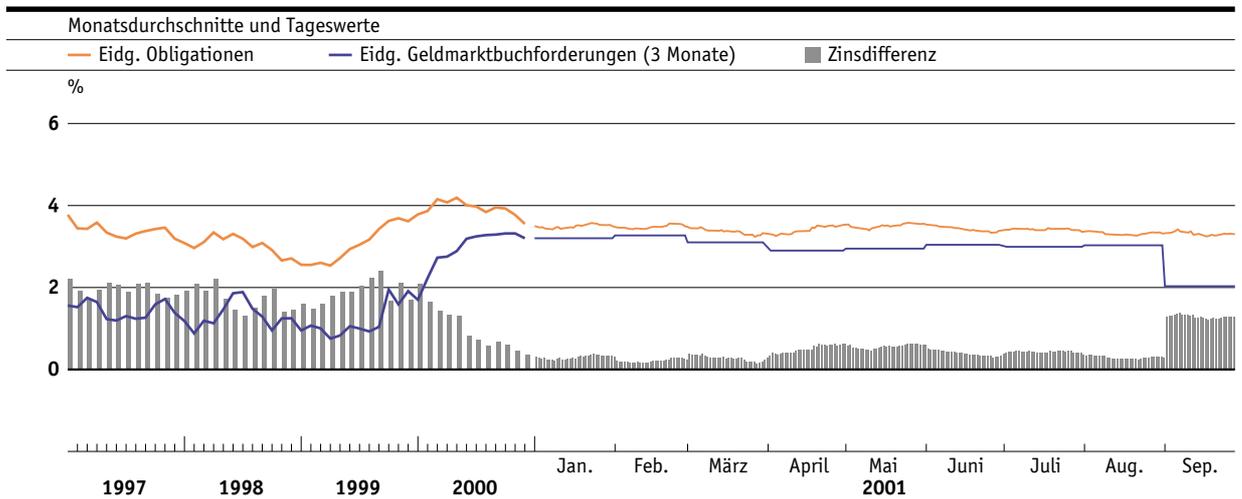
#### **Deutlicher Rückgang der Obligationenrenditen**

Die Rendite eidgenössischer Anleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren ging im Juni deutlich zurück, stabilisierte sich aber in den folgenden beiden Monaten. Sie betrug Ende August noch 3,32%, gegenüber 3,56% Ende Mai. Da die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen im gleichen Zeitraum leicht stieg, verringerte sich die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen (vgl. Grafik 2.2). Ende August betrug sie 0,29 Prozentpunkte im Vergleich zu 0,61 Prozentpunkten im Mai.

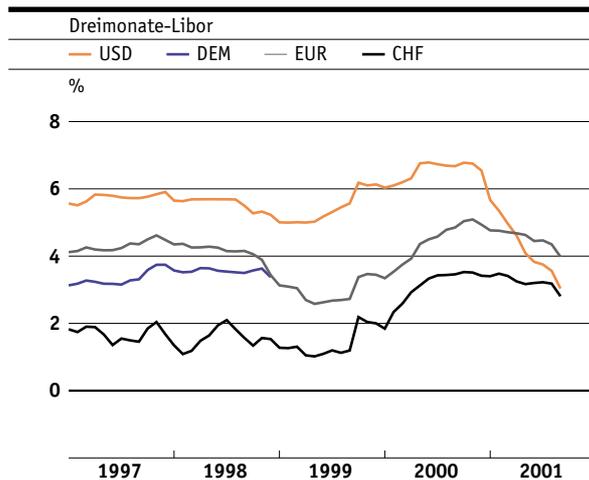
Die Differenz zwischen den Renditen ausländischer und eidgenössischer Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren veränderte sich im Laufe der Monate Mai bis August nur wenig. Im Durchschnitt dieser vier Monate betrug die Renditedifferenz 1,82 Prozentpunkte gegenüber amerikanischen Staatsanleihen, 1,79 Prozentpunkte gegenüber Staatsanleihen des Euro-Währungsgebietes und –2,14 Prozentpunkte gegenüber japanischen Staatsanleihen.



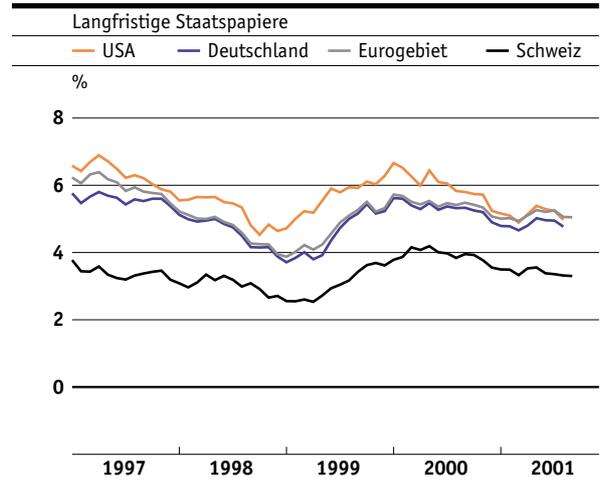
Obligationenrendite und Zinsstruktur



Zinssätze im Ausland



Zinssätze im Ausland



Grafiken 2.1 und 2.3: Quelle: SNB

Grafik 2.2: Eidg. Obligationen:  
Bis Ende 2000: Durchschnittsrendite; ab 2001: Kassazinssatz (Laufzeit 10 Jahre).  
Geldmarktbuchforderungen:  
Rendite bei Auktion. Bei mehreren Auktionen pro Monat: letzte des Monats.  
Quelle: SNB

Grafik 2.4: USA: Rendite der Papiere des amerikanischen Schatzamtes, Laufzeit 10 Jahre, Sekundärmarkt. Deutschland: Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere, Laufzeit 10 Jahre. Schweiz: Durchschnittsrendite der Eidg. Obligationen; siehe Grafik 2.2.  
Quelle: BIZ

### **Sinkende Hypothekarzinsen**

Die Hypothekarzinsen gingen nach der Lockerung der Geldpolitik im März zurück und lagen Anfang September um rund 0,2 Prozentpunkte tiefer als Anfang März. Wie üblich reagierten zunächst die Zinssätze auf neuen Hypotheken, während die Zinssätze auf Althypotheken mit einer Verzögerung von rund drei Monaten folgten. Die Kantonalbanken nahmen ihre Zinssätze auf neuen Hypotheken von durchschnittlich 4,48% Anfang März auf 4,28% Anfang Juni zurück und liessen sie in den folgenden drei Monaten unverändert. Die Zinssätze der Kantonalbanken auf Althypotheken blieben bis Anfang Juni unverändert bei durchschnittlich 4,45%, bevor sie bis Anfang September auf 4,28% fielen.

Die Vergütungen der Banken auf Kassenobligationen gingen im selben Zeitraum etwa gleich stark zurück wie die Hypothekarzinsen. Anfang März hatten die Kantonalbanken ihre Kassenobligationen durchschnittlich mit 3,43% verzinst. Bis Anfang September sank die durchschnittliche Vergütung auf 3,18%. Die bereits sehr niedrigen Zinssätze auf Spareinlagen wurden nur geringfügig reduziert. Anfang September vergüteten die Kantonalbanken auf Spareinlagen durchschnittlich 1,43%, verglichen mit 1,58% Anfang März.

### **Weiter rückläufige Aktienkurse**

Unter dem Eindruck sinkender Gewinnerwartungen fielen die Aktienkurse in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres weltweit deutlich. Die Reduktion erfolgte in zwei Schüben. Nach einem raschen und massiven Rückgang im ersten Quartal setzte Anfang April eine vorübergehende Erholung ein. Im Juni, Juli und August standen die Kurse jedoch erneut unter Druck, so dass die meisten Indizes Ende August wieder nahe den Tiefständen vom Frühjahr notierten.

In der Schweiz lagen die beiden am meisten beachteten Aktienindizes, der SPI und der SMI, Ende August um 19,2% bzw. 19,1% unter dem Stand von Anfang Jahr. Mit Ausnahme des Energiesektors lagen alle Komponenten des SPI im Minus. Im übrigen Europa waren die Kursverluste ungefähr gleich stark wie in der Schweiz. Etwas besser schnitten die USA ab, wo der S&P 500 um 14,1% sank. Die stärksten Einbussen notierte die japanische Börse (-22,3% gemessen am Nikkei 225).

Infolge der stark gestiegenen Unsicherheit an den Finanz- und Kapitalmärkten kamen die Aktienmärkte im September weiter stark unter Druck. Ende September schloss der SPI und der SMI um 10% bzw. 8,7% tiefer als am Ende des Vormonats. Der S&P büsste 8,2% an Wert ein, der Nikkei 8,8%.

## 2.2 Wechselkurse

### Abschwächung des Dollars

Das dritte Quartal begann mit einer deutlichen Tieferbewertung des amerikanischen Dollars gegenüber allen wichtigen Währungen. Damit fand die sechsmonatige Talfahrt des Euro ein Ende. Bis Ende August wertete sich der Euro gegenüber dem Jahrestiefstand von Anfang Juli (0,84 Dollar pro Euro) um 9,5% auf und schloss damit auf dem Niveau von Mitte März. Ähnlich entwickelte sich das britische Pfund. Nachdem es sich Mitte Juni auf 1,38 Dollar abgeschwächt hatte, stieg es in den folgenden zwei Monaten wieder und notierte Ende August um 6% fester. Auch der Yen erstarkte gegenüber dem Dollar und machte bis Ende August die Kursverluste, die er in den Monaten Mai und Juni erlitten hatte, wieder wett. Nach dem 11. September verlor der Dollar weiter an Wert. Bis zum Monatsende stieg der Euro auf 0,92 Dollar pro Euro und lag damit um 0,7% höher als Anfang September. Gegenüber dem britischen Pfund und dem Yen verlor der Dollar 1,1% bzw. 0,3% an Wert.

### Stärkerer Schweizer Franken

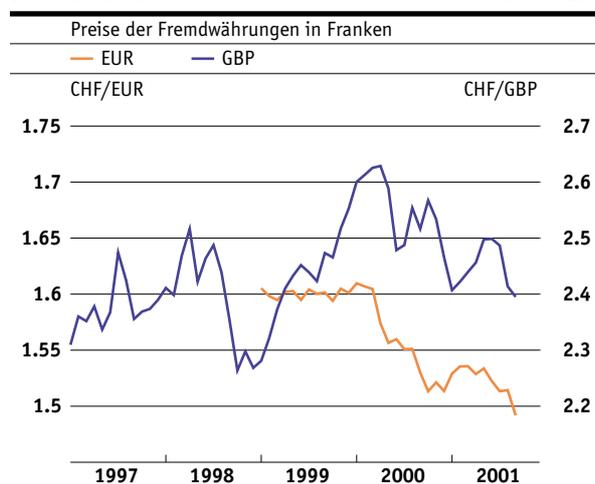
Die Entwicklung des Schweizer Frankens gegenüber dem Dollar entsprach bis Anfang September weitgehend jener des Euro. Nachdem der Franken in der ersten Hälfte des Jahres gegenüber dem Dollar um 13% an Wert verloren hatte, festigte er sich in den Monaten Juli und August. Ende August notierte er mit 1,65 Franken pro Dollar um 8% fester als Ende Juni; er lag jedoch noch unter dem Jahreshöchstwert von Anfang Januar (1,59 Franken pro Dollar). Stärker wurde der Schweizer Franken auch gegenüber dem Yen und dem britischen Pfund. Während sich die Trendwende beim Pfund erst Anfang Juli abzeichnete, wertete sich der Franken gegenüber dem Yen bereits im Juni auf. Der Anstieg bis Ende August betrug 5% bzw. 8%.

Gegenüber dem Euro stieg der Franken im Juli bis auf 1,50 pro Euro und lag damit nur noch leicht unter dem Höchststand vom Oktober 2000. Im August schwächte er sich wieder auf 1,52 Schweizer Franken pro Euro ab.

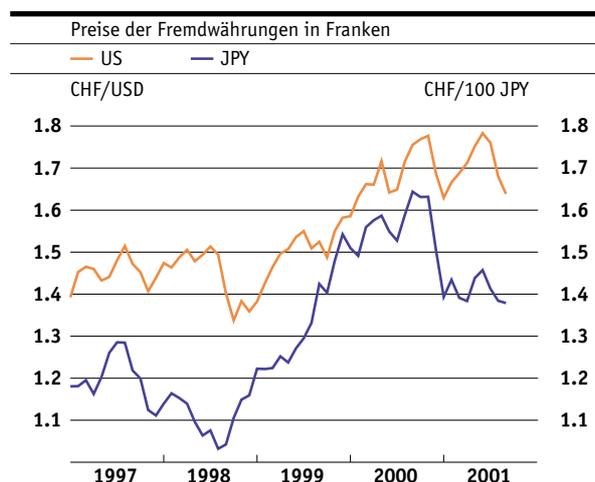
In den ersten acht Monaten dieses Jahres verlor der exportgewichtete Aussenwert des Frankens real um 0,4% an Wert. Gegliedert nach den grossen Wirtschaftsräumen resultierten reale Verluste gegenüber Europa und Nordamerika sowie Gewinne gegenüber Asien.

In der zweiten Hälfte des Monats September wertete sich der Franken gegenüber dem Euro stark auf. Am Monatsende lag er bei 1,48 Franken pro Euro. Real und exportgewichtet stieg er gegenüber August um 1,8% und lag damit um 1,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand.

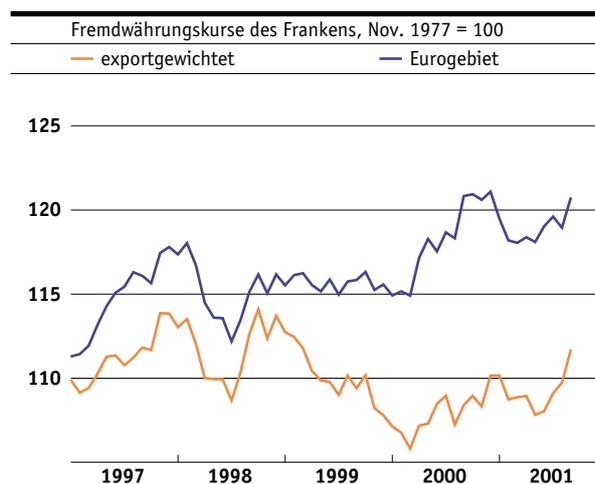
Devisenkurse Grafik 2.5



Devisenkurse Grafik 2.6



Reale Wechselkursindizes Grafik 2.7



Grafiken 2.5, 2.6 und 2.7:  
Quelle: SNB

## 2.3 Geldaggregate

Die Wachstumsbeschleunigung der Geldaggregate, die sich im Winterhalbjahr 2000/01 abgezeichnet hatte, setzte sich im zweiten Quartal fort. Im dritten Quartal war die Entwicklung bisher uneinheitlich. Während die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge im Juli und August gegenüber der Vorperiode nochmals zulegen, nahm die saisonbereinigte Geldmenge  $M_3$  im Juli gegenüber der Vorperiode ab.

### Anstieg der Notenbankgeldmenge

Die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge betrug im August durchschnittlich 36,7 Mrd. Franken. Sie lag damit deutlich höher als im Juli (36,1 Mrd.) und im zweiten Quartal (35,9 Mrd.). Gegenüber dem Stand vor Jahresfrist betrug der Zuwachs im August 6,4%.

Der Verlauf der Notenbankgeldmenge wird mittel- und langfristig durch den Notenumlauf geprägt, dessen Anteil an diesem Aggregat rund 90% beträgt. Im August übertraf der Notenumlauf den entsprechenden Vorjahresstand um 5,6%. Den grössten Anstieg wiesen weiterhin die Tausendernoten auf (6,9% per Ende August). Demgegenüber zeigten die Notenabschnitte bis zu 100 Franken, welche die Nachfrage nach Transaktionskasse besser widerspiegeln, alle ein moderates Wachstum. Die Nachfrage nach Zehner- und Zwanzigernoten stieg innert Jahresfrist um 1,2% bzw. 4,9%, jene nach Fünfiger- und Hunderternoten um 5,2% bzw. 2,9%.

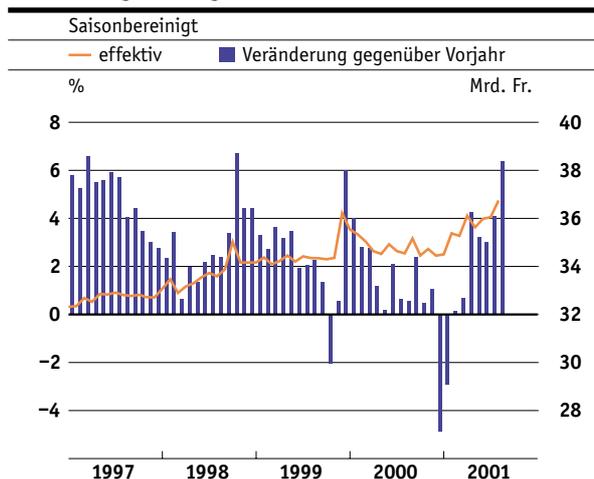
Der Verlauf der zweiten Komponente der Notenbankgeldmenge, der Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank, ist durch deutlich stärkere monatliche Schwankungen geprägt als der Notenumlauf. Nachdem die Giroguthaben im Juli erstmals seit Oktober 2000 wieder leicht unter 3 Mrd. Franken gefallen waren, lagen sie im August (3,4 Mrd. Franken) nahe beim Durchschnitt des zweiten Quartals (3,3 Mrd. Franken). Im August übertrafen sie ihren Vorjahresstand um 13,9%.

### Geldmenge $M_3$ über dem Vorjahresstand

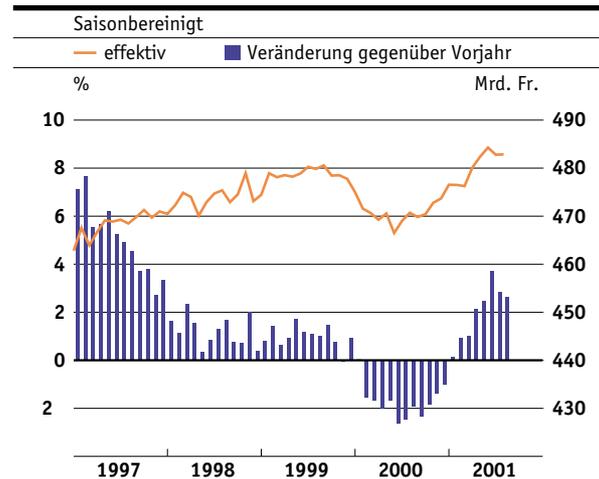
Das weit definierte Geldaggregat  $M_3$  nahm bis Juni saisonbereinigt stetig zu und bildete sich anschliessend wieder leicht zurück. Die Reduktion der Geldmarktzinsen im März hatte nur geringe Auswirkungen auf die Zusammensetzung des Geldaggregats. Zwar wuchsen die Termineinlagen verlangsamt, doch blieben sie zusammen mit dem Bargeldumlauf die einzige  $M_3$ -Komponente, die bis Juli weiter zunahm. Sichteinlagen, Transaktionskonti und Spareinlagen verringerten sich von April bis Juli leicht.

Gegenüber dem Stand vor Jahresfrist legte  $M_3$  im Juli um 2,9% zu. Während der Bargeldumlauf (+5,7%) und die Termineinlagen (+26,5%) ihre Vorjahresniveaus deutlich übertrafen, verringerten sich die Sichteinlagen (-1,4%), die Transaktionskonti (-0,3%) und die Spareinlagen (-5,8%). Die Umschichtungen von Spar- in Termineinlagen erfolgten, obwohl die Differenz der Sparheftzinsen zu den Geldmarktzinsen innert Jahresfrist leicht abnahm.

Notenbankgeldmenge Grafik 2.8



Geldmenge  $M_3$  Grafik 2.9



Grafiken 2.8 und 2.9:  
Quelle: SNB

## Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

Tabelle 2

|                             | 1999        | 2000        | 2000        |             |             | 2001        |             | Juni        | Juli        | August      |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                             |             |             | 2. Q.       | 3. Q.       | 4. Q.       | 1. Q.       | 2. Q.       |             |             |             |
| Notenumlauf <sup>1</sup>    | 30,8        | 31,6        | 31,3        | 31,0        | 31,8        | 32,4        | 32,5        | 32,6        | 32,8        | 32,7        |
| Veränderung <sup>2</sup>    | 4,2         | 2,4         | 2,7         | 2,7         | -0,5        | 0,9         | 3,9         | 4,6         | 5,2         | 5,6         |
| Giroguthaben <sup>1</sup>   | 3,7         | 3,2         | 3,3         | 3,2         | 3,1         | 3,1         | 3,3         | 3,2         | 2,9         | 3,4         |
| Veränderung <sup>2</sup>    | -9,2        | -12,0       | -11,5       | -11,0       | -10,8       | -9,8        | 0,4         | -11,5       | -8,8        | 13,9        |
| NBGM <sup>1,3</sup>         | 35,5        | 34,8        | 34,6        | 34,3        | 34,9        | 35,5        | 35,8        | 35,8        | 35,7        | 36,1        |
| <b>SBNBGM<sup>1,4</sup></b> | <b>34,5</b> | <b>34,8</b> | <b>34,7</b> | <b>34,8</b> | <b>34,5</b> | <b>35,1</b> | <b>35,9</b> | <b>36,0</b> | <b>36,1</b> | <b>36,7</b> |
| Veränderung <sup>2</sup>    | 2,4         | 1,1         | 1,2         | 1,2         | -1,2        | -0,7        | 3,5         | 3,0         | 4,1         | 6,4         |

## Breit definierte Geldaggregate und ihre Komponenten<sup>5</sup>

Tabelle 3

|                      | 1999       | 2000        | 2000               |                    |                    | 2001               |                    | Juni <sup>p</sup> | Juli <sup>p</sup> | August <sup>p</sup> |
|----------------------|------------|-------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
|                      |            |             | 2. Q. <sup>p</sup> | 3. Q. <sup>p</sup> | 4. Q. <sup>p</sup> | 1. Q. <sup>p</sup> | 2. Q. <sup>p</sup> |                   |                   |                     |
| Bargeldumlauf        | 3,4        | 2,5         | 2,5                | 2,5                | 1,4                | 1,4                | 3,9                | 4,9               | 5,7               | 5,8                 |
| Sichteinlagen        | 11,2       | -4,6        | -5,6               | -8,8               | -4,6               | -4,4               | -2,1               | -1,4              | -1,4              | -1,4                |
| Transaktionskonti    | 7,0        | 0,3         | 0,7                | -2,4               | -3,0               | -4,0               | -1,8               | -0,1              | -0,3              | -0,3                |
| <b>M<sub>1</sub></b> | <b>8,6</b> | <b>-1,9</b> | <b>-2,3</b>        | <b>-5,0</b>        | <b>-3,2</b>        | <b>-3,4</b>        | <b>-1,1</b>        | <b>0</b>          | <b>0</b>          | <b>0,1</b>          |
| Spareinlagen         | -2,5       | -8,5        | -8,4               | -9,7               | -10,2              | -8,5               | -6,9               | -6,4              | -5,8              | -5,4                |
| <b>M<sub>2</sub></b> | <b>2,9</b> | <b>-5,1</b> | <b>-5,3</b>        | <b>-7,3</b>        | <b>-6,5</b>        | <b>-5,8</b>        | <b>-3,8</b>        | <b>-3,0</b>       | <b>-2,7</b>       | <b>-2,5</b>         |
| Termineinlagen       | -8,3       | 17,7        | 16,0               | 26,9               | 27,7               | 35,2               | 33,7               | 35,2              | 26,5              | 24,0                |
| <b>M<sub>3</sub></b> | <b>1,0</b> | <b>-1,6</b> | <b>-2,0</b>        | <b>-2,1</b>        | <b>-1,2</b>        | <b>0,8</b>         | <b>2,9</b>         | <b>3,8</b>        | <b>2,9</b>        | <b>2,6</b>          |

1 In Mrd. Franken; Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

2 gegenüber Vorjahr in Prozent

3 NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

4 SBNBGM = Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = NBGM dividiert durch die entsprechenden Saisonfaktoren

5 Definition 1995, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent  
p provisorisch

## 2.4 Kredite und Kapitalmarktbeanspruchung

### Anstieg der Inlandkredite

Ende Juni hatten die Schweizer Banken im Inland Kredite von rund 660 Mrd. Franken ausstehend. Das inländische Kreditvolumen lag damit um 26 Mrd. Franken oder 4,2% höher als vor Jahresfrist. Dieser Anstieg entspricht ziemlich genau jenem der Geldmenge M<sub>3</sub>, die im Juni ihr Vorjahresniveau um 3,8% übertraf.

### Ausgeglichenes Wachstum der Kreditarten

Die Inlandkredite der Banken entfallen zu 73% auf Hypothekarforderungen und zu 27% auf Forderungen gegenüber Kunden. Beide Komponenten wuchsen innert Jahresfrist ungefähr gleich stark. Die Hypothekarforderungen nahmen um 3,6% zu, während die Forderungen gegenüber Kunden um 4,2% stiegen.

### Alle Bankengruppen mit höheren Inlandkrediten

Zum Anstieg der Inlandkredite trugen alle Bankengruppen bei. Die geringste Zunahme wiesen die Kantonalbanken (+1,7%) und die Regionalbanken (+1,9%) auf. Deutlich höher lag der Anstieg bei den Grossbanken (+3,1%) und bei der Gruppe der übrigen Banken (+15,0%). Der Zuwachs bei der Gruppe der übrigen Banken war nicht nur relativ, sondern auch absolut (13 Mrd. Franken) der höchste aller vier Bankengruppen. Ausschlaggebend war eine kräftige Zunahme der Kreditfähigkeit der Handelsbanken. Der Grossteil dieser Zunahme entfiel auf Hypothekarkredite.

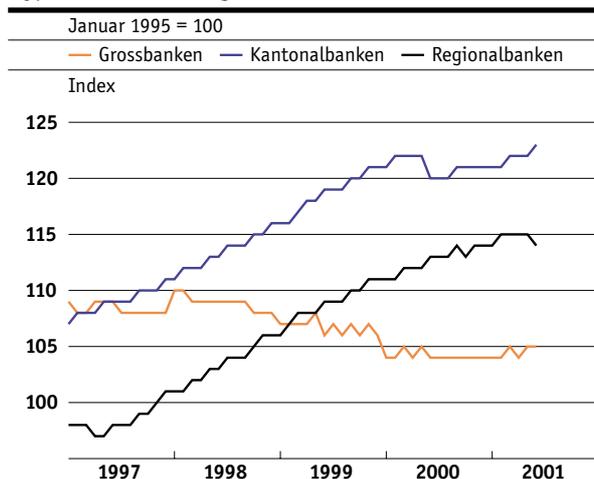
Die Inlandkredite der Grossbanken nahmen vor allem in den ersten sechs Monaten des Jahres 2001 zu und kompensierten damit weitgehend ihren Rückgang von Ende 1999 bis Ende 2000. Im längerfristigen Vergleich tendieren die Inlandkredite der Grossbanken jedoch weiterhin schwach. Ende Juni lagen sie nur geringfügig über dem Niveau von Ende 1996. Im Unterschied dazu übertreffen die anderen Bankengruppen ihre damaligen Niveaus teilweise deutlich.

### Geringe Emissionstätigkeit am Kapitalmarkt

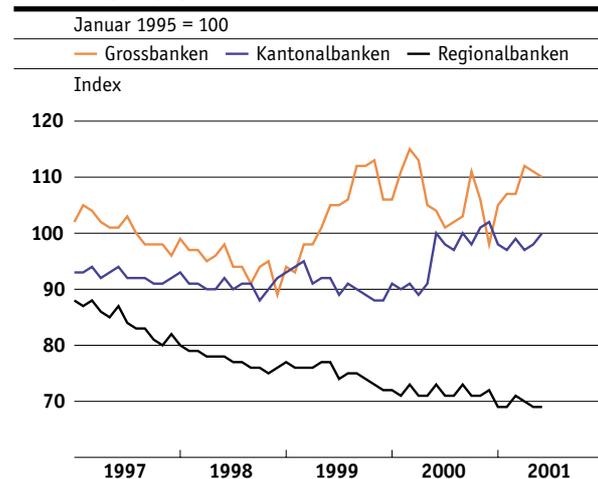
Das zweite Quartal brachte am schweizerischen Kapitalmarkt keine Trendwende. Die Emissionstätigkeit verharrte auf einem im langjährigen Vergleich tiefen Niveau. Dies gilt insbesondere für die Emissionen schweizerischer, etwas weniger ausgeprägt aber auch für die Emissionen ausländischer Schuldner. Zusammen mit Rückzahlungen, die über dem langjährigen Durchschnitt lagen, ergab sich wie schon im Vorquartal eine geringe Nettobeaufschlagung des schweizerischen Kapitalmarktes. Auch die gegenüber dem ersten Quartal leicht gestiegene Nettobeaufschlagung durch Schweizer Aktien änderte an dieser Entwicklung nichts.

Die Verteilung der Laufzeiten veränderte sich gegenüber dem Vorquartal wenig. Längere Laufzeiten bildeten nach wie vor das Schwergewicht bei den Anleihen inländischer Emittenten. Im Auslandbereich wurden vor allem Wertpapiere mit kurzen und mittleren Laufzeiten ausgegeben.

Hypothekarforderungen Grafik 2.10



Forderungen gegenüber Kunden Grafik 2.11



|  | 1999 | 2000 | 2000  |       |       | 2001  |       |
|--|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|  |      |      | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. |
| <b>Anleihen und Aktien, total</b>                    |      |      |       |       |       |       |       |
| Emissionswert <sup>1</sup>                           | 75,7 | 82,4 | 20,6  | 23,8  | 16,2  | 19,3  | 14,9  |
| Konversion/Rückzahlung                               | 40,9 | 53,6 | 12,1  | 12,3  | 13,4  | 15,8  | 11,8  |
| Nettobeanspruchung                                   | 34,8 | 28,8 | 8,5   | 11,5  | 2,8   | 3,5   | 3,0   |
| <b>Schweizerische Obligationenanleihen</b>           |      |      |       |       |       |       |       |
| Emissionswert <sup>1</sup>                           | 28,7 | 37,1 | 10,0  | 9,3   | 6,2   | 8,8   | 5,6   |
| Konversion/Rückzahlung                               | 19,1 | 23,0 | 5,7   | 5,2   | 4,3   | 7,3   | 4,5   |
| Nettobeanspruchung                                   | 9,6  | 14,1 | 4,4   | 4,2   | 1,9   | 1,5   | 1,1   |
| <b>Schweizer Aktien</b>                              |      |      |       |       |       |       |       |
| Emissionswert <sup>1</sup>                           | 5,0  | 8,9  | 2,3   | 3,1   | 1,6   | 0,9   | 1,4   |
| Rückzahlung  | 2,6  | 5,7  | 2,0   | 1,9   | 0,9   | 0,9   | 0,5   |
| Nettobeanspruchung                                   | 2,4  | 3,2  | 0,4   | 1,2   | 0,7   | 0,1   | 0,9   |
| <b>Ausländische Obligationenanleihen<sup>2</sup></b> |      |      |       |       |       |       |       |
| Emissionswert <sup>1</sup>                           | 42,0 | 36,4 | 8,3   | 11,4  | 8,4   | 9,5   | 7,8   |
| Rückzahlung  | 19,2 | 25,0 | 4,5   | 5,2   | 8,2   | 7,7   | 6,8   |
| Nettobeanspruchung <sup>3</sup>                      | 22,7 | 11,5 | 3,7   | 6,2   | 0,2   | 1,9   | 1,0   |

1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungs-  
anleihen

3 ohne Konversion

### 3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

#### 3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

##### Konjunkturverlangsamung

Die schweizerische Konjunktur verlor im zweiten Quartal 2001 weiter an Schwung. Nachdem das reale Bruttoinlandprodukt gemäss den revidierten Daten im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode um 2% gestiegen war (auf Jahresbasis hochgerechnet), wuchs es noch um 1,7%. Dies entsprach nur noch knapp dem langfristigen Trend- bzw. Potenzialwachstum. Gegenüber dem Vorjahr nahm das reale Bruttoinlandprodukt um 2% zu, nach einem Anstieg von 2,3% im ersten Quartal.

##### Privater Konsum als wichtige Konjunkturstütze

Die private Konsum und die Bauinvestitionen trugen erneut wesentlich zum Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes bei. Ebenso bedeutend fiel indessen der Wachstumsbeitrag der Lagerinvestitionen aus. Ein Teil dieses kräftigen Lageraufbaus dürfte auf die nachlassende Nachfrage zurückzuführen sein, so dass in den nächsten Quartalen mit einer wachstumsdämpfenden Lagerkorrektur gerechnet werden muss.

Am deutlichsten büssten die Ausrüstungsinvestitionen und die Exporte an Dynamik ein. Beide Komponenten lagen knapp unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Nachdem im ersten Quartal nur die Ausfuhren von Dienstleistungen abgenommen hatten, kamen im zweiten Quartal auch die Güterexporte ins Stocken.

Die starke Verlangsamung der Gesamtnachfrage wurde zum grossen Teil durch die massive Abflachung des Importwachstums abgefedert. Infolge der rückläufigen Exporte blieb der Aussenbeitrag indessen negativ, wenn auch weniger stark als im ersten Quartal.

#### Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

Tabelle 5

Preise von 1990; Beiträge in Prozentpunkten zur Veränderung des BIP gegenüber Vorjahr

|                                       | 1999       | 2000       | 2000       |            |            | 2001       |            |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                                       |            |            | 2. Q.      | 3. Q.      | 4. Q.      | 1. Q.      | 2. Q.      |
| Privater Konsum                       | 1,3        | 1,2        | 1,3        | 1,4        | 0,5        | 1,5        | 1,3        |
| Konsum Staat und Sozialversicherungen | 0,1        | -0,1       | 0,0        | 0,0        | -0,1       | 0,2        | -0,1       |
| Anlageinvestitionen                   | 0,9        | 1,5        | 1,5        | 1,2        | 1,8        | 0,5        | 0,1        |
| Bau                                   | -0,4       | 0,3        | -0,1       | -0,1       | 0,5        | 0,2        | 0,2        |
| Ausrüstungen                          | 1,4        | 1,3        | 1,6        | 1,3        | 1,3        | 0,3        | -0,1       |
| <b>Inländische Endnachfrage</b>       | <b>2,3</b> | <b>2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>2,6</b> | <b>2,2</b> | <b>2,1</b> | <b>1,4</b> |
| Lager                                 | -0,8       | 0,1        | 0,5        | -1,4       | 0,9        | 3,3        | 1,5        |
| Exporte total                         | 2,5        | 5,1        | 5,0        | 5,1        | 3,8        | 1,7        | -0,3       |
| <b>Gesamtnachfrage</b>                | <b>4,0</b> | <b>7,8</b> | <b>8,1</b> | <b>6,3</b> | <b>6,9</b> | <b>7,1</b> | <b>2,5</b> |
| Importe total                         | -2,4       | -4,9       | -5,0       | -3,4       | -4,4       | -4,8       | -0,6       |
| <b>BIP</b>                            | <b>1,6</b> | <b>3,0</b> | <b>3,1</b> | <b>2,9</b> | <b>2,5</b> | <b>2,3</b> | <b>2,0</b> |

Quellen: BFS, seco

### Weitere Abkühlung der Industriekonjunktur

Die Konjunkturabflachung zeigte sich besonders deutlich im Industriesektor. Am stärksten betroffen waren die im Informations- und Kommunikationssektor tätigen Unternehmen, die sich einem massiven Einbruch der Nachfrage gegenüber sahen (vgl. auch Kapitel 7).

Der von der KOF/ETH monatlich erhobene «Geschäftsgang in der Industrie» bildete sich von April bis Juli weiter zurück. Erstmals seit gut anderthalb Jahren fiel der Indikator im April in den negativen Bereich. Er befand sich jedoch nach wie vor auf einem weit höheren Stand als während der Rezession der neunziger Jahre.

Wie aufgrund der wachsenden Lagerbestände und des sinkenden Arbeitsvorrats erwartet werden musste, wuchs die Industrieproduktion stark verlangsamt. Da auch die Bestellungen kaum mehr stiegen, schrumpfte der Auftragsbestand weiter und die Lager an Fertigprodukten wurden zunehmend als zu hoch beurteilt.

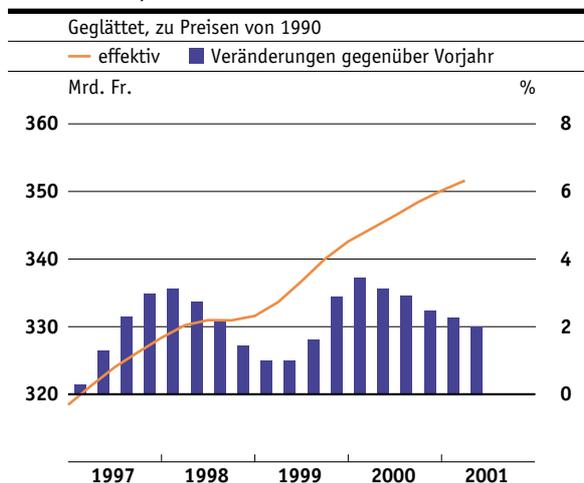
Nachdem die Verlangsamung zunächst vor allem in der exportorientierten Industrie zu spüren war, verloren in den letzten Monaten auch die auf den Binnenmarkt ausgerichteten Branchen an Dynamik. Im Unterschied zur Exportindustrie, die sich inzwischen in einer leichten Kontraktionsphase befindet, nahmen jedoch die Produktion und die Bestellungen im Binnensektor weiter leicht zu.

### Geringere Zuversicht

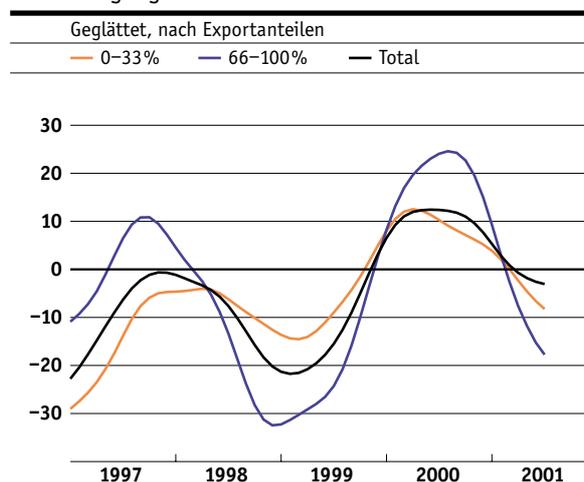
Die zukunftsgerichteten Indikatoren in der Industrie verschlechterten sich von April bis Juli weiter, wenn auch nicht mehr im selben Ausmass wie zu Beginn des Jahres. Insgesamt planen die Unternehmen für die nächsten drei Monate eine unveränderte Produktion sowie geringere Einkäufe von Vorprodukten.

Sowohl die Binnen- als auch die Exportindustrie beurteilten die kurzfristigen Aussichten nach wie vor mit verhaltender Zuversicht und erwarten in den kommenden drei Monaten leicht steigende Bestellungen. Während die Binnenindustrie auch eine Ausweitung der Produktion plant, rechnen die exportorientierten Branchen mit einer Stagnation. Die mittelfristigen Aussichten wurden dagegen von beiden Sektoren deutlich skeptischer beurteilt als noch vor einigen Monaten.

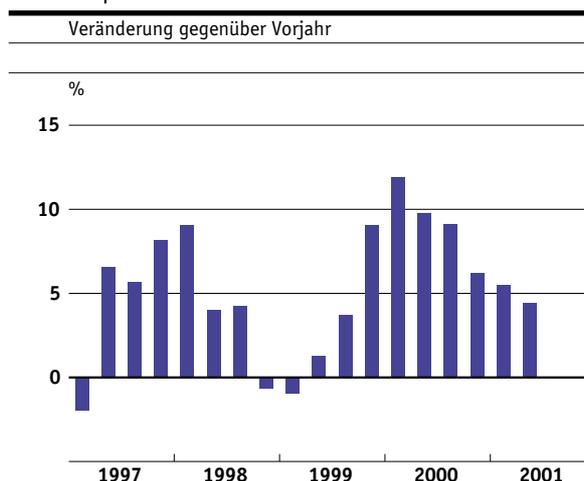
Bruttoinlandprodukt Grafik 3.1



Geschäftsgang in der Industrie Grafik 3.2



Industrieproduktion Grafik 3.3



Grafik 3.1: Quartalschätzung annualisiert  
Quelle: seco

Grafik 3.3: Quelle BFS

Grafik 3.2: Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» setzt sich aus den Ergebnissen folgender vier Fragen zusammen: Bestellungseingang und Produktion gegenüber dem Vorjahresmonat sowie den Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelage.  
Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF/ETH)

## 3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

### Stark verlangsamt wachsende Güterexporte

Im zweiten Quartal verlangsamte sich das Exportwachstum<sup>1</sup> deutlich. Nach einer Zunahme von 10,1% zu Beginn des Jahres wuchsen die Güterausfuhren im Vorjahresvergleich und arbeitstagbereinigt real noch um 3,8%.

Besonders ausgeprägt war die Trendwende bei den Exporten von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Im zweiten Quartal lagen sie um 0,9% unter dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem sie in der Vorperiode noch um 9,1% zugenommen hatten. Auch die Lieferungen von Investitionsgütern verloren deutlich an Schwung. Sie übertrafen den Vorjahresstand noch um 3,1%, gegenüber 11,4% zu Jahresbeginn. Vor allem die Exporte von Textilmaschinen erlitten einen markanten Einbruch. Im Unterschied dazu stiegen die Ausfuhren von Konsumgütern mit 8,2% nur geringfügig schwächer als im ersten Quartal. Als ausgesprochen konjunkturresistent erwies sich die Nachfrage nach Pharmaprodukten.

### Schwächeres Exportwachstum in die EU und die USA

Die (nominalen) Ausfuhren in die EU lagen im zweiten Quartal um 7,6% über dem entsprechenden Vorjahresstand und wuchsen damit schwächer als in der Vorperiode (+13,3%). Lediglich die Exporte nach Italien sowie in einige kleinere EU-Länder stiegen mit zweistelligen Wachstumsraten. Unverändert dynamisch entwickelte sich ausserdem die Nachfrage aus Zentraleuropa. Die Exporte in diese Region, auf die rund 2,5% der gesamten schweizerischen Ausfuhren entfällt, lagen im ersten Halbjahr um 15% höher als vor Jahresfrist.

Die Ausfuhren in die USA verloren weiter an Schwung. Sie lagen um 7,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach einer Zunahme von knapp 10% im ersten Quartal. Die Exporte nach Japan konnten dagegen weiter kräftig gesteigert werden (+15%).

### Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck<sup>2</sup> Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>3</sup>

Tabelle 6

|                             | 1999 | 2000 | 2000  |       |       | 2001  |       |
|-----------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                             |      |      | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. |
| Total                       | 3,4  | 7,1  | 7,2   | 7,5   | 3,7   | 6,7   | 3,8   |
| Rohstoffe und Halbfabrikate | 1,9  | 9,6  | 12,2  | 8,6   | 6,4   | 5,8   | -0,9  |
| Investitionsgüter           | 2,5  | 9,9  | 9,4   | 11,8  | 9,5   | 8,0   | 3,1   |
| Konsumgüter                 | 5,5  | 2,4  | 1,1   | 2,7   | -3,6  | 6,1   | 8,2   |
| Ausfuhrpreise               | 1,4  | 3,3  | 4,0   | 3,7   | 2,4   | 3,5   | 4,5   |

### Reale Einfuhren nach Verwendungszweck<sup>2</sup> Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent<sup>3</sup>

Tabelle 7

|                             | 1999 | 2000 | 2000  |       |       | 2001  |       |
|-----------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                             |      |      | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. |
| Total                       | 8,2  | 7,0  | 9,3   | 3,4   | 7,7   | 5,8   | 1,1   |
| Rohstoffe und Halbfabrikate | 3,5  | 8,1  | 8,4   | 8,6   | 3,1   | 3,9   | 4,2   |
| Energieträger               | -6,0 | -0,8 | -4,4  | 5,1   | -2,5  | 12,5  | 12,7  |
| Investitionsgüter           | 11,5 | 8,5  | 13,7  | 1,6   | 13,3  | 7,8   | -6,8  |
| Konsumgüter                 | 10,4 | 5,8  | 8,0   | 1,1   | 7,6   | 4,7   | 4,1   |
| Einfuhrpreise               | -1,9 | 6,0  | 4,5   | 7,9   | 5,2   | 3,1   | 5,1   |

1 In diesem Kapitel werden die monatlichen Export- und Importdaten der Eidgenössischen Oberzolldirektion analysiert. Im Unterschied zu den Daten, die im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung publiziert werden, ist darin der volatile Aussenhandel mit Edelmetallen, Edel- und Schmucksteinen sowie Kunst-

gegenständen und Antiquitäten nicht enthalten (Total 1). Ausserdem werden die arbeitstagbereinigten Werte kommentiert. Da das zweite Quartal gleich viele Arbeitstage aufwies wie das zweite Quartal 2000, entsprechen die arbeitstagbereinigten Zuwachsraten des Aussenhandels den in den Tabellen 6 und 7 sowie in Grafik 3.5 ausgewiesenen offiziellen Werten.

2 Ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1)

3 nicht arbeitstagbereinigt  
Quelle: Eidg. Oberzolldirektion

### Insgesamt höhere Exporte in die Schwellenländer

Die Ausfuhren in die ostasiatischen Schwellenländer nahmen leicht ab (-1,3%), nachdem sie im ersten Quartal noch um 9,1% gestiegen waren. Dagegen konnten diejenigen nach China weiter kräftig erhöht werden (+23,5%). Auch die Ausfuhren in die lateinamerikanischen Schwellenländer wuchsen mit zweistelligen Zuwachsraten.

### Tendenzen für das zweite Halbjahr

Aufgrund der rückläufigen Bestellungen in der Exportindustrie muss in den nächsten Monate mit tendenziell sinkenden Ausfuhren gerechnet werden. Im Juli nahmen die realen Güterexporte gegenüber dem Vorjahr noch um 2,1% zu; erstmals seit langem lagen dabei die Lieferungen in die USA unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Infolge der erhöhten politischen Unsicherheit muss auch mit rückläufigen Einnahmen aus dem Fremdenverkehr und den internationalen Transporten gerechnet werden.

### Markante Verlangsamung der Importe

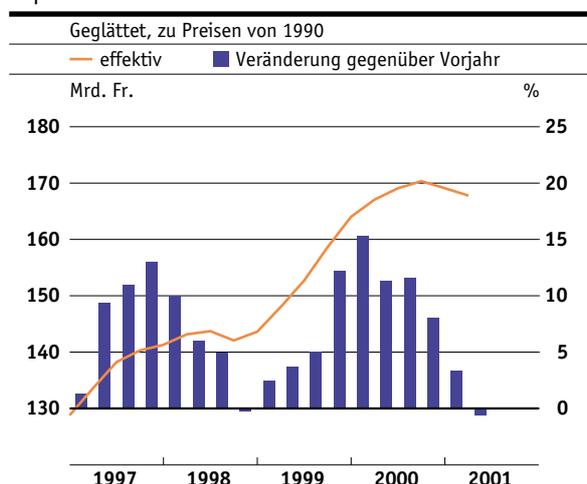
Die konjunkturelle Abkühlung in der Schweiz widerspiegelt sich in einer markanten Abschwächung des Importwachstums. Im zweiten Quartal lagen die realen Gütereinfuhren nur noch um 1,1% höher als vor Jahresfrist, nachdem sie im ersten Quartal noch um 9,2% zugenommen hatten.

Diese Entwicklung war vor allem auf die abrupte Trendwende bei den Investitionsgüterimporten zurückzuführen, die nach dem kräftigen Zuwachs in der Vorperiode (+11,3%) um 6,8% sanken. Ins Gewicht fielen dabei die stark rückläufigen Importe von Flug-

zeugen. Ohne diese volatile Komponente hätte der Rückgang schätzungsweise knapp 4% betragen. Stark an Dynamik verloren insbesondere die Einfuhren von Maschinen und Apparaten für den Dienstleistungssektor.

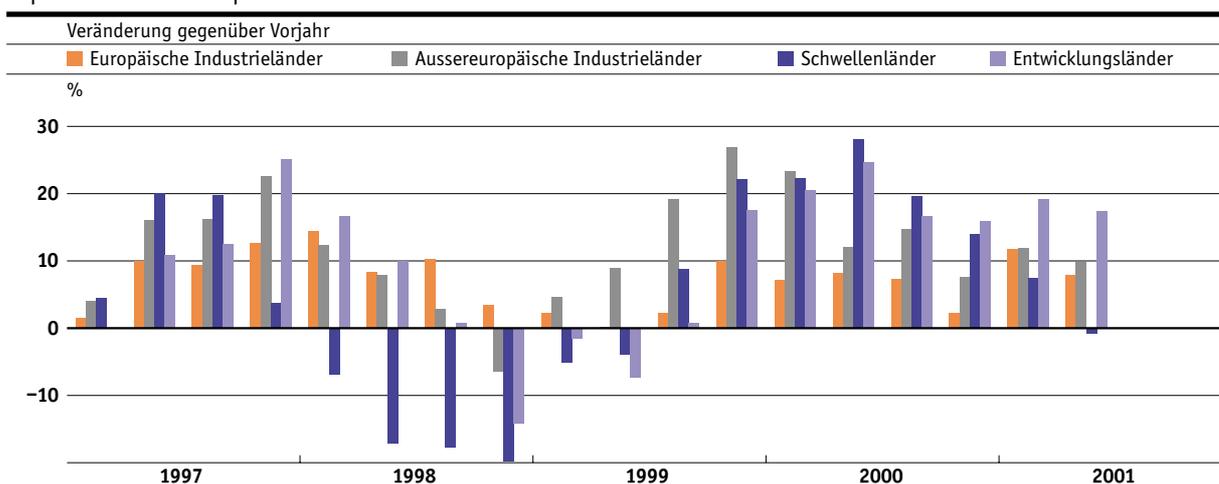
Auch die Einfuhren von Konsumgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten verloren an Schwung, wenn auch weniger ausgeprägt. Die Lieferungen von Konsumgütern lagen um 4,1% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach einer Zunahme von knapp 8% im ersten Quartal. Weiterhin positiv entwickelte sich die Nachfrage nach Personenwagen. Die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten stiegen gegenüber dem Vorjahr um 4,2% (1. Quartal: +7,2%), diejenigen von Energieträgern um 12,7%.

Exporte Grafik 3.4



Exporte nach Handelspartnern

Grafik 3.5



Grafik 3.4: Quartalschätzung annualisiert, inkl. Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 2)  
Quelle: seco

Grafik 3.5: Ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1).  
Quelle: Eidg. Oberzolldirektion

### Höhere Export- und Importpreise

Die von der Oberzolldirektion ausgewiesenen Preismittelwerte für die Exporte und die Importe erhöhten sich im zweiten Quartal weiter und übertrafen den Vorjahresstand um 4,5% bzw. 5,1% (1. Quartal: 3,5% bzw. 3,1%). Bei den Importgütern fielen insbesondere die höheren Erdölpreise ins Gewicht.

### Sinkender Ertragsbilanzüberschuss

Die nominellen Güterexporte stiegen im zweiten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 8,5%, die Güterimporte um 6,3% (Spezialhandel, nicht arbeitstagbereinigt). Die Handelsbilanz schloss mit einem Überschuss von 0,3 Mrd. Franken, nachdem vor Jahresfrist noch ein Defizit von 0,4 Mrd. Franken resultiert hatte. Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz lag mit 5,1 Mrd. um 0,2 Mrd. Franken unter dem Vorjahresniveau. Dabei nahmen die Erträge aus den internationalen Transporten zu. Auch die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr erhöhten sich leicht, doch waren die Fremdenverkehrsausgaben ebenfalls deutlich höher. Die Kommissionseinnahmen der Banken waren dagegen rückläufig. Der Überschuss der Arbeits- und Kapitaleinkommen belief sich auf 8,3 Mrd. Franken und fiel damit deutlich tiefer aus als im zweiten Quartal 2000. Ausschlaggebend für diese Abnahme waren geringere Nettoerträge aus Portfolioanlagen. Damit ergab sich im zweiten Quartal ein Ertragsbilanzüberschuss von 10,7 Mrd. Franken, gegenüber 12,5 Mrd. Franken vor Jahresfrist. Der Anteil am nominellen Bruttoinlandprodukt sank von 12,3% auf 10,1%.

## 3.3 Investitionen

### Verlangsamt wachsende Bauinvestitionen

Die realen Bauinvestitionen wuchsen im zweiten Quartal verlangsamt. Im Vorjahresvergleich nahmen sie noch um 1,6% zu, nachdem sie in der Vorperiode um 2,1% gestiegen waren. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH für das zweite Quartal schnitt der Tiefbau deutlich besser als der Hochbau ab.

Die Umfrage der KOF/ETH deutet auf eine weiter nachlassende Dynamik der Bauinvestitionen hin. Die Bauunternehmen rechnen für die zweite Jahreshälfte mit einem geringeren Auftragseingang und wieder sinkenden Preisen. Unter der steigenden konjunkturellen Unsicherheit dürfte vor allem der private Bau leiden, während der öffentliche Tiefbau durch die verschiedenen Grossbauprojekte gestützt wird. Keine Impulse sind insbesondere vom Wohnungsbau zu erwarten. So lag die Zahl der baubewilligten Wohnungen im zweiten Quartal zum vierten Mal in der Folge deutlich unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

Die Verschlechterung der Geschäftsstimmung im Bausektor widerspiegelt sich auch in einem zurückhaltenden Investitionsverhalten der Bauunternehmen: Gemäss der Quartalsumfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) nahmen die Ausgaben für Maschinen und Geräte im ersten Halbjahr um mehr als 10% gegenüber der Vorjahresperiode ab, nachdem sie während vier Jahren massiv gestiegen waren.

Die Baukosten erhöhten sich gemäss dem halbjährlich berechneten Baupreisindex des Bundesamtes für Statistik (BFS) von Oktober bis April nochmals

Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken

Tabelle 8

|                               | 1999 <sup>1</sup> | 2000 <sup>2</sup> | 2000 <sup>2</sup> |             |             | 2001 <sup>3</sup> |             |
|-------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------|-------------|-------------------|-------------|
|                               |                   |                   | 2. Q.             | 3. Q.       | 4. Q.       | 1. Q.             | 2. Q.       |
| Waren                         | -0,3              | -4,2              | -0,4              | -0,4        | -1,5        | -3,5              | -0,9        |
| Spezialhandel <sup>4</sup>    | 1,0               | -2,1              | -0,4              | -0,3        | -0,9        | -0,2              | 0,3         |
| Dienste                       | 20,0              | 23,3              | 5,3               | 5,6         | 5,6         | 6,5               | 5,1         |
| Fremdenverkehr                | 1,6               | 2,2               | 0,1               | 0,4         | 0,2         | 1,5               | -0,1        |
| Arbeits- und Kapitaleinkommen | 31,4              | 40,5              | 9,2               | 9,4         | 11,3        | 9,1               | 8,3         |
| Kapitaleinkommen              | 37,8              | 47,5              | 10,9              | 11,2        | 13,1        | 10,9              | 10,2        |
| Laufende Übertragungen        | -7,5              | -6,4              | -1,6              | -1,7        | -1,6        | -1,7              | -1,8        |
| <b>Total Ertragsbilanz</b>    | <b>43,5</b>       | <b>53,2</b>       | <b>12,5</b>       | <b>12,9</b> | <b>13,8</b> | <b>10,5</b>       | <b>10,7</b> |

1 revidiert

2 provisorisch

3 Schätzung

4 Ab 1. Quartal 2000 wird unter dem Spezialhandel anstelle des Totals 2 das Total 1 ausgewiesen, das den Handel mit Edelmetallen und Edel- und Schmucksteinen nicht beinhaltet.

deutlich, wobei die Preissteigerungen im Tiefbau mit 7,2% (auf Jahresbasis hochgerechnet) überdurchschnittlich stark ausfielen. Entsprechend stieg der Baudeflator im Vorjahresvergleich im ersten und im zweiten Quartal um je 4%.

### Anhaltend steigende Immobilienpreise

Im zweiten Quartal verstärkte sich der Preisauftrieb auf dem Immobilienmarkt. Dazu trug insbesondere die deutliche Verknappung des Angebots bei. Gemäss den Angaben von Wüest & Partner verringerte sich die Zahl der zur Vermietung ausgeschriebenen Wohnungen gegenüber dem Vorjahr um mehr als einen Drittel und die am Markt angebotenen Büroflächen sanken um 11%. Im Vorjahresvergleich verteuerten sich die Mietwohnungen um 2,4%, vor allem wegen der deutlichen Preissteigerungen bei Erstvermietungen. Die Preise für Eigentumswohnungen stiegen um 4,1%, diejenigen für Einfamilienhäuser um 1,4%. Am stärksten verteuerten sich die Büroflächen (+5,7%).

### Bauinvestitionen in den Jahren 1999 und 2000

Gemäss den revidierten Daten des BfS stiegen die realen Bauinvestitionen im Jahre 2000 um 2,1%, nachdem das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) das Wachstum zunächst auf 2,7% geschätzt hatte. Der geringere Zuwachs des Bauvolumens ist hauptsächlich auf die Erhöhung des Baudeflators von 3,8% auf 4,6% zurückzuführen. Die Daten für das Vorjahr wurden nach oben revidiert. So schrumpften die Bauinvestitionen im Jahre 1999 bloss um 3,3% statt um 5,3%.

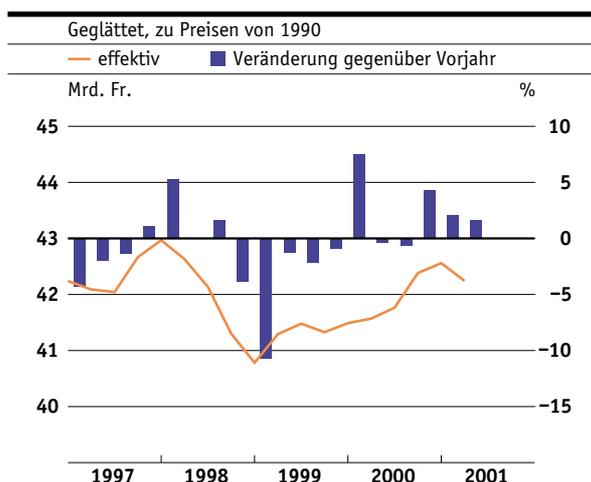
### Deutlich schwächere Ausrüstungsinvestitionen

Nach vier Jahren ununterbrochen kräftigen Wachstums verloren die Ausrüstungsinvestitionen im ersten Halbjahr 2001 deutlich an Schwung. Im zweiten Quartal lagen sie real um 0,6% unter dem Vorjahresstand, nachdem sie bereits im ersten Quartal nur noch um 1,9% gestiegen waren. Die realen Importe von Ausrüstungsinvestitionen nahmen im zweiten Quartal deutlich ab, wobei der Rückgang bei den Büromaschinen und den Elektronikgütern besonders stark ausfiel. Gleichzeitig meldete der Verband der Schweizer Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie (Swissmem) einen stark rückläufigen Inlandumsatz von Ausrüstungsgütern (-9,4%). Da der Deflator im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr um 1,4% zunahm, fiel die Umsatzeinbusse real noch grösser aus.

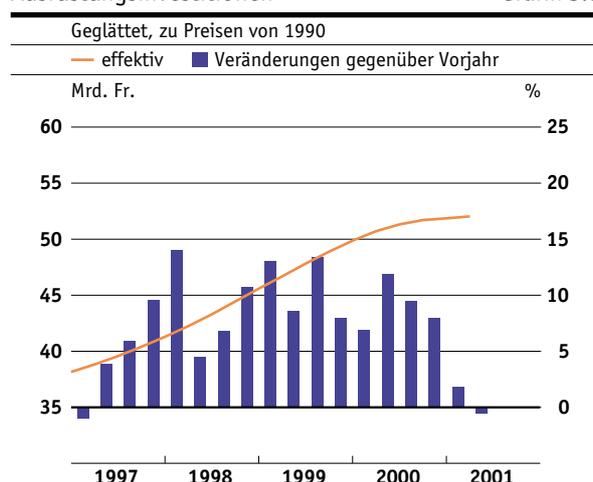
### Kurzfristig keine Verbesserung in Sicht

Gemäss den Umfragen der KOF/ETH verschlechterten sich im zweiten Quartal der Geschäftsgang, die Ertragslage sowie der erwartete Bestellungseingang in der Industrie deutlich. Damit trübten sich auch die Rahmenbedingungen für Investitionen weiter ein. Die Investitionsbereitschaft dürfte indessen auch in gewissen Dienstleistungsbranchen, insbesondere dem Telekommunikationssektor, massiv nachgelassen haben.

Bauinvestitionen Grafik 3.6



Ausrüstungsinvestitionen Grafik 3.7



Grafik 3.6 und 3.7:  
 Quartalschätzung annualisiert  
 Quelle: seco

## 3.4 Konsum

### Robuster Konsum

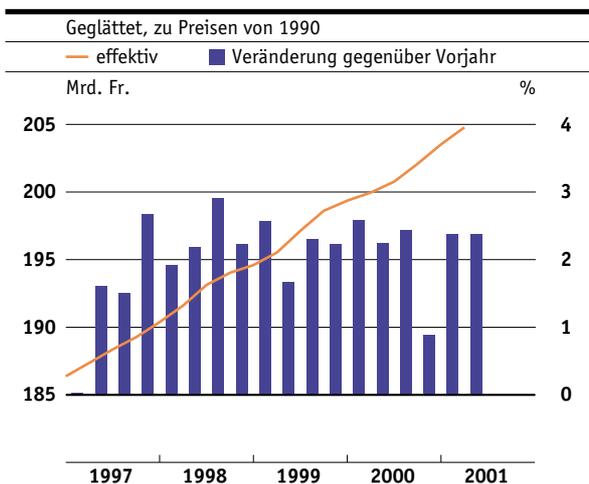
Der private Konsum wuchs im zweiten Quartal mit unveränderter Dynamik weiter. Er stieg gegenüber der Vorperiode um 2,5% (auf Jahresbasis hochgerechnet) und lag damit um 2,4% höher als vor Jahresfrist.

Wichtige Impulse gingen wiederum vom Detailhandel aus. Der positive Trend, der im Dezember 2000 eingesetzt hatte, wurde zwar im April unterbrochen. Im Mai und Juni gewann der Detailhandel aber wieder an Schwung, wobei alle drei Bereiche – Nahrungsmittel, Bekleidung und Schuhe sowie übrige Gruppen – kräftig wuchsen. Real und verkaufstagbereinigt lagen die Detailhandelsumsätze im zweiten Quartal um 1,9% über dem entsprechenden Vorjahresstand; im Durchschnitt des ersten Halbjahres erhöhten sie sich um 2,7%. Leicht rückläufig entwickelten sich dagegen die inländische Nachfrage in der Hotellerie sowie die Neuzulassungen von Personenwagen, die im zweiten Quartal um 0,7% bzw. 0,3% unter dem entsprechenden Vorjahresstand lagen.

### Weiterhin günstige Aussichten

Der Index der Konsumentenstimmung bildete sich im Juli zum zweiten Mal nacheinander zurück und lag damit wieder auf dem Niveau von Oktober 1999 bzw. Januar 2000. Die Haushalte stufte sowohl die allgemeine Wirtschaftslage als auch ihre Einkommenssituation erheblich schlechter ein als im April; das weiterhin hohe Niveau signalisiert jedoch ein anhaltend günstiges Konsumklima. Dies kommt auch in der Umfrage der KOF/ETH im Detailhandel zum Ausdruck. Der seit März 2000 anhaltende Abwärtstrend in den Urteilen zur Geschäftslage kam im Mai zum Stillstand und stabilisierte sich seither. Auch in der Hotellerie blieb die Stimmung zuversichtlich, wenn auch gewisse Zeichen einer Abschwächung erkennbar sind. Die Umsätze nahmen im Vorjahresvergleich nur noch leicht zu (0,5%), während die Zimmerbelegung auf dem hohen Niveau von knapp 60% verharrte. Die Hoteliers erwarten für die nächsten drei Monate eine ungefähr gleich hohe Inlandnachfrage wie letztes Jahr.

Privater Konsum Grafik 3.8



Quartalsschätzung annualisiert  
Quelle: seco

## 3.5 Kapazitätsauslastung

Der Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten ist ein wichtiger Faktor für die Einschätzung der Teuerungsrisiken. Als Mass für die Kapazitätsauslastung stehen zwei Indikatoren im Vordergrund, nämlich die Outputlücke, welche die Abweichung des tatsächlichen realen Bruttoinlandproduktes von seinem langfristigen Trend- bzw. Potenzialpfad misst, sowie die von der KOF/ETH im Rahmen ihrer Quartalsumfrage erhobene technische Kapazitätsauslastung in der Industrie.

### Unveränderte Outputlücke

Im zweiten Quartal verlangsamte sich das Verlaufswachstum des realen Bruttoinlandproduktes auf 1,7%, was knapp dem langfristigen Trendwachstum entspricht. Die Outputlücke betrug unverändert +0,4%.

Die nachlassende Wachstumsdynamik widerspiegelt sich auch in der Quartalsumfrage der KOF/ETH in der Industrie. Im Vergleich zum ersten Quartal wurden sowohl die personellen als auch die technischen Kapazitäten weniger häufig als Produktionshemmnis genannt. Der Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten in der Industrie sank im zweiten Quartal um 0,3 Prozentpunkte auf 83,4% (saisonbereinigt) und lag damit leicht unter dem langjährigen Durchschnitt.

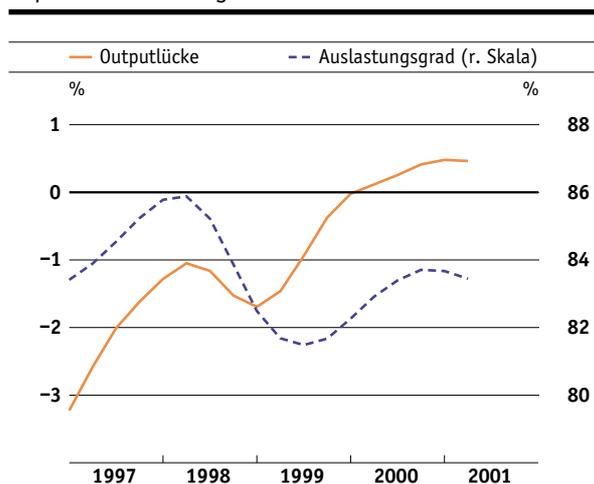
## 3.6 Konjunkturaussichten

### Tiefere BIP-Prognosen

Aufgrund der schwächeren Weltkonjunktur, die sich unter anderem in rückläufigen Bestellungseingängen widerspiegelt, musste bis Ende Jahr mit einer weiteren Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in der Schweiz gerechnet werden. Infolge der Terroranschläge vom 11. September nahmen indessen die konjunkturellen Risiken weltweit zu. Die Wachstumsabflachung könnte damit in der Schweiz stärker ausfallen, als bis vor kurzem erwartet worden war.

Die Prognose des Business Economist Consensus<sup>1</sup> (BEC) für das Jahr 2001 fiel Ende September mit 1,7% um 0,3 Prozentpunkte tiefer aus als im Juni. Bei den Investitionen und den Exporten kam es zu deutlichen Korrekturen. Die Consensus-Prognose für das Jahr 2002 beträgt noch 1,6%, nach 2,2% im Juni.

Kapazitätsauslastung Grafik 3.9



Quellen: SNB, KOF

<sup>1</sup> Am vierteljährlichen Business Economists' Consensus (BEC) von Ende September 2001 nahmen 18 Volkswirtschaftler von 14 Banken, Unternehmen und Konjunkturforschungsstellen

teil. Der BEC wird im Auftrag der Vereinigung der Business Economists von der Zürcher Kantonalbank erhoben und ausgewertet.

## 4 Arbeitsmarkt

### 4.1 Beschäftigung

#### Leichter Beschäftigungsrückgang

Die konjunkturelle Verlangsamung hinterliess am Arbeitsmarkt unerwartet deutliche Spuren. Nachdem bis anhin ein ausgeprägter Mangel an Arbeitskräften vorgeherrscht hatte, häuften sich in den Sommermonaten Meldungen über Entlassungen. Insgesamt sank die Beschäftigung im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,3% (saisonbereinigt); dies entspricht dem ersten Rückgang seit 1997. Im Vorjahresvergleich wuchs die Beschäftigung noch um 1%, nach einer Zunahme von 1,7% im ersten Quartal. Die Zahl der Vollzeitbeschäftigten nahm gegenüber der Vorperiode um 0,2% ab und lag damit noch um 0,7% höher als vor Jahresfrist. Die Zahl der Beschäftigten mit einem Arbeitspensum von 50–89% stagnierte, während diejenige mit einem Beschäftigungsgrad von weniger als 50% um 0,9% zurückging. Sie lag damit um 3% bzw. 0,1% höher als vor Jahresfrist.

Die Beschäftigung sank in allen drei Sektoren. In der Industrie verminderte sie sich um 0,1%, im Bau-sektor um 0,5% und im Dienstleistungssektor um 0,3%. Während fast alle Industriebranchen ihren Personalbestand reduzierten, konzentrierte sich der Stellenabbau im Dienstleistungssektor auf wenige Branchen, darunter das Gastgewerbe sowie der Transport- und Kommunikationssektor.

#### Verhaltenere Beschäftigungsaussichten

Die Entwicklung vorlaufender Beschäftigungsindikatoren lässt eine weiter nachlassende Nachfrage nach Arbeitskräften erwarten. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH für das zweite Quartal meldeten die Unternehmen erstmals seit Mitte 1999 wieder einen leicht zu hohen Personalbestand, nachdem dieser im Vorquartal noch als deutlich zu knapp beurteilt worden war. In der Bauwirtschaft blieb der Anteil der Unternehmen, die einen Mangel an Personal auswiesen, noch hoch; der positive Saldo nahm jedoch ab. Im Detailhandel wurde der Personalbestand in den Monaten April bis Juli zunehmend als zu hoch beurteilt.

Ein ähnliches Bild zeigen die Umfragen des BfS. Die Beschäftigungsaussichten verschlechterten sich sowohl in der Industrie als auch in der Bauwirtschaft, während die Korrektur im Dienstleistungssektor vergleichsweise bescheiden ausfiel. Die Unternehmen meldeten indessen einen unveränderten Mangel an qualifizierten Arbeitskräften.

Der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninserate in den Zeitungen misst, bildete sich seit März zurück, nachdem er seit Anfang 1997 kontinuierlich gestiegen war. Auch die Zahl der gemeldeten offenen Stellen sowie der vom BfS anhand einer Umfrage erhobene Index der offenen Stellen nahmen im zweiten Quartal ab.

Arbeitsmarkt nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 9

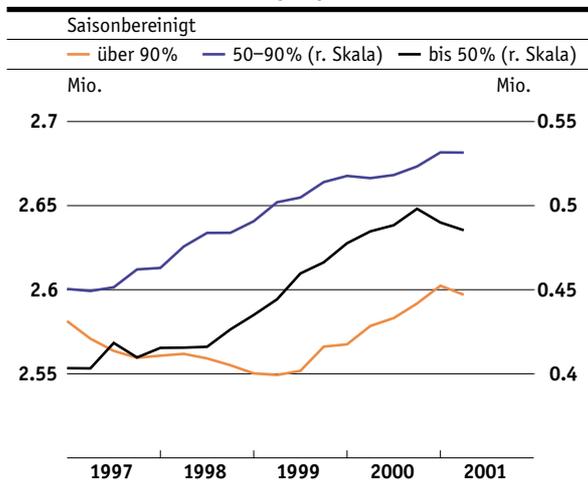
|   | 1999  | 2000  | 2001  |       |       |       |       |       |        |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
|   |       |       | 2. Q. | 3. Q. | 4. Q. | 1. Q. | 2. Q. | Juli  | August |
| Voll- und Teilzeitbeschäftigte <sup>1</sup> | 1,6   | 2,2   | 2,4   | 2,1   | 1,9   | 1,7   | 1,0   | –     | –      |
| Vollzeitbeschäftigte <sup>1</sup>           | –0,2  | 1,0   | 1,1   | 1,2   | 1,0   | 1,4   | 0,7   | –     | –      |
| Arbeitslosenquote <sup>2,3</sup>            | 2,7   | 2,0   | 1,9   | 1,8   | 1,8   | 1,9   | 1,7   | 1,7   | 1,7    |
| Arbeitslose <sup>3</sup>                    | 98,6  | 71,9  | 70,5  | 63,7  | 66,1  | 69,2  | 61,1  | 60,2  | 61,1   |
| Stellensuchende <sup>3</sup>                | 170,9 | 124,7 | 126,0 | 113,0 | 112,7 | 113,8 | 103,2 | 100,5 | 100,6  |
| Kurzarbeiter <sup>3</sup>                   | 2,8   | 0,7   | 0,6   | 0,1   | 0,3   | 0,8   | 0,8   | 1,0   | –      |
| Gemeldete offene Stellen <sup>3</sup>       | 14,4  | 13,5  | 15,3  | 13,2  | 11,8  | 13,7  | 13,9  | 12,1  | 11,3   |

<sup>1</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

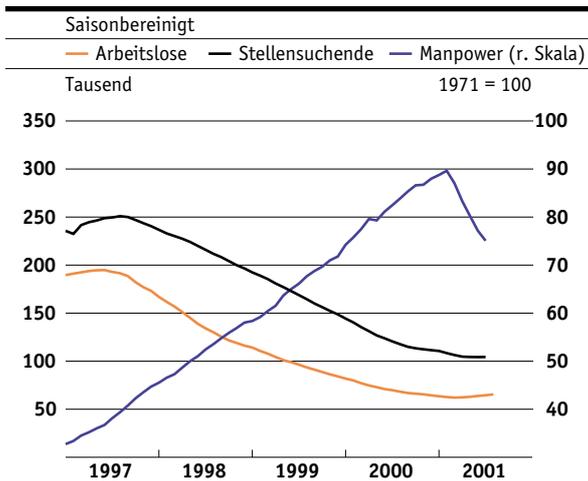
<sup>2</sup> Registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen)

<sup>3</sup> in Tausend; Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnittswerte aus Monatswerten.  
Quellen: BfS, seco

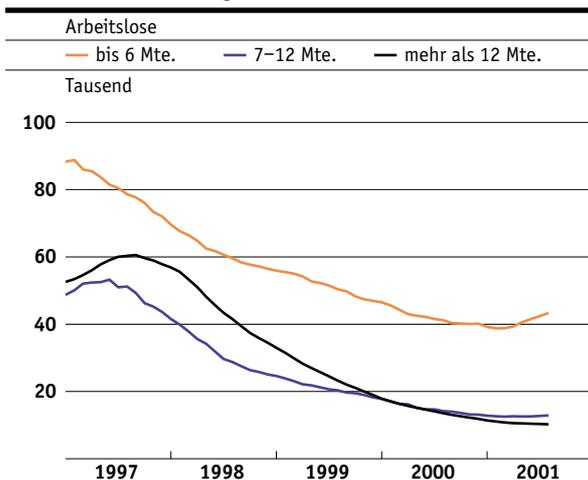
Voll- und Teilzeitbeschäftigung Grafik 4.1



Arbeitslosigkeit und offene Stellen Grafik 4.2



Dauer der Arbeitslosigkeit Grafik 4.3



Grafiken 4.1, 4.2 und 4.3:  
Quelle: BFS

## 4.2 Arbeitslosigkeit

### Leicht höhere Arbeitslosigkeit

Die Zahl der Stellensuchenden sank seit Mai nicht mehr weiter. Im August betrug sie 105 300 Personen (saisonbereinigt); die Quote der Stellensuchenden verharrte bei 2,9%.

Die Zahl der bei den Arbeitsämtern registrierten Arbeitslosen nahm bis August auf 65 500 Personen zu; dies sind 3400 Personen mehr als beim Tiefstand vom März. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich um 0,1 Prozentpunkte auf 1,8%. Die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit nahm indessen weiter ab. Rund zwei Drittel der Arbeitslosen waren seit weniger als sechs Monaten arbeitslos, was auch in einer entsprechend hohen Zahl der Erstanträge für Arbeitslosenentschädigung zum Ausdruck kam. Der Anteil der Langzeitarbeitslosen verminderte sich bis im August auf 15,4% oder 10 200 Personen.

Die Arbeitslosenquote entwickelte sich regional unterschiedlich. In der Romandie und im Tessin erhöhte sie sich von März bis August um 0,2 Prozentpunkte auf 2,8%. In der deutschen Schweiz verharrte sie bei 1,4%.

Die Kurzarbeit nahm von einem sehr tiefen Stand aus wieder leicht zu. Im Juli waren 1600 Personen von Kurzarbeit betroffen, verglichen mit einem Tiefstand von 300 Personen zu Beginn des Jahres.

### Anhaltend steigende Zahl der ausländischen Arbeitskräfte

Die Nachfrage nach ausländischen Arbeitskräften blieb im zweiten Quartal hoch. Am stärksten stieg die Zahl der Grenzgänger sowie die Zahl der Niedergelassenen; etwas weniger stark erhöhte sich die Zahl der Jahresaufenthalter sowie der Saisonniers.

## 5 Preise

### 5.1 Konsumentenpreise

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahreststeuerung bildete sich von Mai bis August 2001 von 1,8% auf 1,1% zurück. Im Mai bewirkten unter anderem höhere Benzinpreise und Wohnungsmieten einen deutlichen Indexanstieg; im Juni fielen vor allem die Preissteigerungen für Nahrungsmittel ins Gewicht. Preisabschläge für Benzin und einzelne Nahrungsmittel sowie stark sinkende Preise für Bekleidung führten im Juli und August wieder zu einem Rückgang des Landesindexes.

#### Rückläufige Importteuerung – weiter steigende Binnenteuerung

Wie erwartet bewirkte die Abkühlung der internationalen Wirtschaftslage eine Entspannung auf den Rohölmärkten. Die Jahreststeuerung importierter Konsumgüter bildete sich damit ab Mai deutlich zurück. Im Juli und August fielen die Preise ausländischer Konsumgüter um 0,5% bzw. 1,3% unter den entsprechenden Vorjahresstand. Unter Ausschluss der Erdölprodukte blieb der Index der Auslandsgüter bis Juli nahezu unverändert. Im August sank er deutlich und lag damit um 2,2% unter dem Stand vor Jahresfrist.

Demgegenüber zeigten sich bei den inländischen Gütern – nicht zuletzt unter dem Einfluss des angespannten Arbeitsmarktes und der hohen Kapazitätsauslastung – weiterhin preistreibende Effekte. Im Mai nahm die Jahreststeuerung der Güter inländischer Herkunft um 0,3 Prozentpunkte auf 1,9% zu. Nach einem Anstieg auf 2,0% im Juni und Juli schwächte sie sich im August wieder auf 1,9% ab.

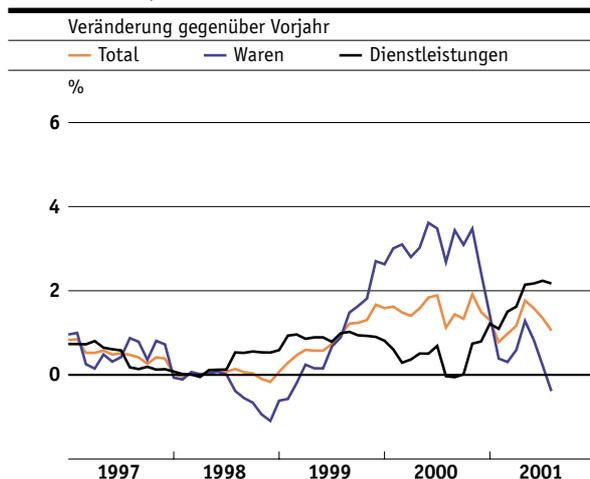
#### Verstärkter Preisaufrtrieb bei den Dienstleistungen

Die Jahreststeuerung bei den Dienstleistungen erhöhte sich überdurchschnittlich stark. Im August betrug sie 2,2%. Während die Jahreststeuerung bei den öffentlichen Dienstleistungen nur geringfügig auf 0,8% stieg, erhöhte sie sich bei den privaten Dienstleistungen bis Juli auf 2,5%, schwächte sich im August jedoch wieder auf 2,4% ab. Ins Gewicht fielen die vor allem im Mai deutlich gestiegenen Wohnungsmieten sowie die anhaltenden Preissteigerungen im Gastgewerbe. Überdies entfiel seit April die preisdämpfende Wirkung der Preisnachlässe im Telekommunikationssektor.

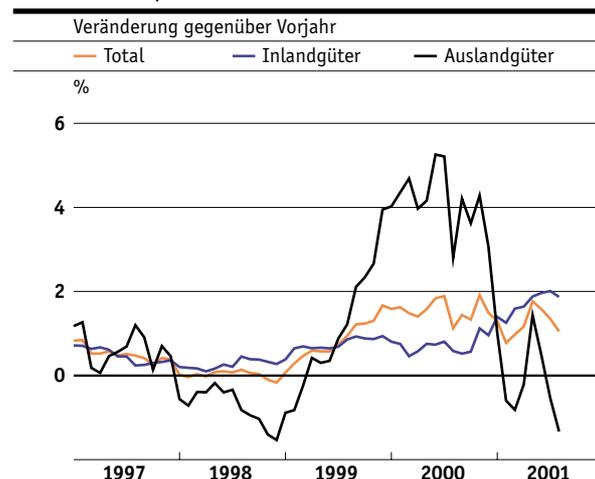
#### Geringe Warenteuerung

Der Teuerungsdruck bei den Waren liess stark nach. Im August lagen die Warenpreise um 0,4% unter ihrem Stand vor Jahresfrist. Die Teuerung bei der Gruppe der nicht-dauerhaften Waren, zu der insbesondere die Erdölprodukte zählen, schwächte sich ab Mai deutlich ab und belief sich im August noch auf 1,6%. Die Preise der semi-dauerhaften Waren sanken weiter und lagen zwischen Mai und August um durchschnittlich 2,4% unter dem Vorjahresstand. Auch bei den Preisen der dauerhaften Waren setzte im Juni ein Preisrückgang ein; im August lag der Index um 0,9% tiefer als vor Jahresfrist.

Konsumentenpreise Grafik 5.1



Konsumentenpreise Grafik 5.2



Grafik 5.1 und 5.2:  
Quelle: BfS

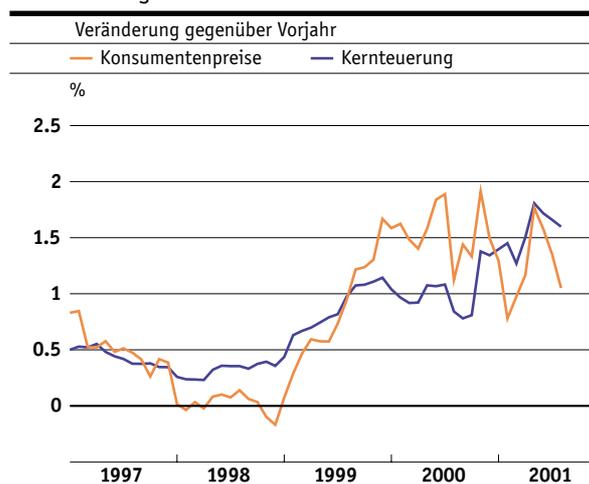
## 5.2 Kerninflation

### Rückgang der Kerninflationsraten

Die von der Nationalbank berechnete Kerninflationsrate, welche je die 15% der Güter mit den jeweils stärksten Preisschwankungen nach oben und unten aus dem Warenkorb des Landesindex der Konsumentenpreise ausschliesst, erhöhte sich im Mai um 0,2 Prozentpunkte auf 1,8%. Bis August schwächte sie sich auf 1,6% ab. Damit lag sie weiterhin über der am Konsumentenpreisindex gemessenen Teuerung. Das höhere Niveau der Kernteuerung zeigt, dass die teuerungsdämpfenden Sonderfaktoren stärker ins Gewicht fielen als die preistreibenden Einflüsse.

Die beiden vom BFS ermittelten Kerninflationsraten, welche einen festen Teil der Güter aus dem Warenkorb ausschliessen, bildeten sich im August deutlich zurück. Die Kerninflation 1, die den Warenkorb des Landesindex ohne Nahrung, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe umfasst, betrug im August noch 0,8%, nach einem Stand von 1,4% zwischen Mai bis Juli. Einen ähnlichen Verlauf wies die Kerninflation 2 auf, die zusätzlich die Produkte mit administrierten Preisen ausschliesst. Nachdem sie bis Juli bei rund 1,5% verharrt hatte, sank sie im August ebenfalls auf 0,8%.

Kernteuerung Grafik 5.3



Quellen: BFS, SNB

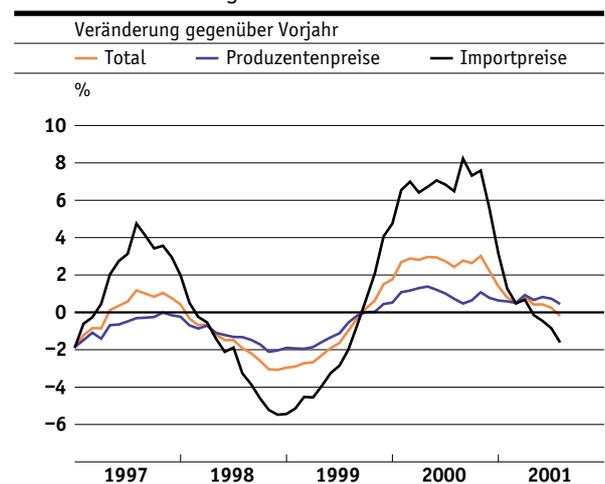
## 5.3 Preise des Gesamtangebots

### Stabile Preise

Nach einem Rückgang im ersten Quartal blieben die Preise des Gesamtangebots (Produzenten- und Importpreise) zwischen Mai und Juli stabil und die Jahresteuerung verringerte sich von 0,4% auf 0,2%. Während der Preisauftrieb bei den im Inland produzierten Gütern unverändert blieb, bildete sich das Preisniveau der Importgüter unter dem Einfluss billigerer Erdölprodukte leicht zurück. Der Rückgang des Importpreisindexes betrug gegenüber dem Vorjahr im Mai 0,1% und verstärkte sich bis Juli auf 0,8%. Aufgeteilt nach Art der Güter lagen die Preise für Rohstoffe und Halbfabrikate unter ihrem Vorjahresstand, während die Preise für Konsum- und Investitionsgüter moderat stiegen.

Die Jahresteuerung bei den Produzentenpreisen sank im Juli wieder auf 0,7%, nachdem sie im Juni leicht gestiegen war. Die Preise für Rohstoffe lagen im Juli weit unter dem entsprechenden Vorjahresstand (-11,6%), und die Teuerung bei den Halbfabrikaten, Konsum- und Investitionsgütern fiel weiterhin bescheiden aus. Die Preissteigerungen der in der Schweiz produzierten und für den Absatz im Inland bestimmten Güter verstärkten sich zwischen Mai und Juli geringfügig auf 0,8%. Auch bei den für die Ausfuhr bestimmten Gütern nahm die Jahresteuerung bis im Juli minim auf 0,7% zu.

Preise des Gesamtangebots Grafik 5.4



Quelle: BFS

## 6 Teuerungsaussichten

### 6.1 Internationale Preisentwicklung

#### **Stabile Importpreise**

Die Erdölpreise kamen im zweiten Quartal infolge der weltweiten Wachstumsflaute sowie der höheren Lagerbestände in den USA unter Druck. Um einen Zerfall des Ölpreises zu verhindern, beschloss die Organisation der Erdöl exportierenden Länder (Opec) in diesem Jahr bereits drei Kürzungen der Erdölfördermenge. Nach der jüngsten Drosselung der Förderquote um 4% per 1. September sank die tägliche Ölfördermenge auf den niedrigsten Stand seit April 1999. Im derzeit schwachen weltwirtschaftlichen Umfeld dürfte die Nachfrage nach Erdölprodukten weiterhin verhalten ansteigen, so dass für die nahe Zukunft mit stabilen Dollarpreisen für Treibstoff- und Heizöl gerechnet werden kann. Auch bei den übrigen Importprodukten – vor allem bei den Metallen – dürfte sich der Preisauftrieb in engen Grenzen halten.

### 6.2 Kapazitätsauslastung im Inland

#### **Geringe Teuerungsimpulse vom Arbeitsmarkt**

Anders als im Jahre 2000 gingen die Teuerungsimpulse im laufenden Jahr vor allem von den im Inland produzierten Gütern und Dienstleistungen aus. Die konjunkturelle Erholung des vergangenen Jahres hatte zu einer teilweise stark angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt geführt. Seit Jahresbeginn verlangsamte sich das Expansionstempo der schweizerischen Wirtschaft markant, was zu einer gewissen Entspannung des Arbeitsmarktes führte. Der Kostendruck, der von den Löhnen ausgeht, dürfte sich daher nicht mehr weiter verstärken. Selbst wenn die realen Lohnstückkosten leicht ansteigen sollten, lässt der intensive Wettbewerb eine Überwälzung auf die Konsumentenpreise kaum zu.

#### **Nachlassende Preiserwartungen in der Industrie**

Der Konjunkturtest der KOF/ETH vom zweiten Quartal in der Industrie deutet darauf hin, dass der Teuerungsdruck insbesondere im Warenbereich nicht weiter zunehmen wird. Der Anteil der binnenorientierten Unternehmen, die steigende Verkaufspreise erwarten, nahm markant ab. Ebenso deutlich verringerte sich auch der Anteil der Firmen, die mit höheren Einkaufspreisen rechnen.

#### **Steigende Dienstleistungspreise**

Für die Einschätzung der Teuerungsaussichten kommt der künftigen Entwicklung der Preise für Dienstleistungen grosse Bedeutung zu. Die Teuerung bei den Wohnungsmieten war im November 2000 sprunghaft angestiegen, erhöhte sich bis Juli nochmals geringfügig auf 3,2% und sank im August wieder leicht auf 3%. Gemäss dem Städtevergleich von Wüest & Partner spitzte sich die Wohnungsknappheit insbesondere in den städtischen Regionen von Zürich und Genf zu. In beiden Grossräumen halbierte sich das Angebot an freien Wohnungen innert Jahresfrist. Dies ermöglicht erhebliche Mieterhöhungen bei Neuvermietungen und Mieterwechsel. Auch bei den übrigen privaten Dienstleistungen ist in der nahen Zukunft nicht mit einem nachlassenden Preisdruck zu rechnen. Tendenziell preisdämpfende Effekte werden jedoch auch hier weiterhin vom allgemein hohen Konkurrenzdruck erwartet.

## 6.3 Inflationsprognose für die Jahre 2001–2003

An ihrer vierteljährlichen Lagebeurteilung vom Juni 2001 revidierte die Nationalbank ihre Inflationsprognose für die Jahre 2001–2003 leicht nach unten auf 1,3%–1,6%. Die Überprüfung der Inflationsprognose im Hinblick auf die vierteljährliche Lagebeurteilung vom 17. September zeigte ein gegenüber der Lagebeurteilung vom Juni unverändertes Bild. Die Inflationsrate dürfte über den ganzen Prognosehorizont deutlich unter 2% und somit im Bereich der Preisstabilität liegen. Die Nationalbank nahm an, dass die Konjunktur in den USA und in Europa in der ersten Hälfte des Jahres 2002 wieder Tritt fassen wird. Sie ging zudem davon aus, dass der Dollar sich gegenüber dem Euro etwa auf dem heutigen Niveau hält und der Erdölpreis bei rund 25 Dollar je Fass liegen wird.

## 7 Beurteilung der Konjunkturlage aus Sicht der Bankstellen

Die Bankstellen der Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den in den Monaten Juni bis August geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

### 7.1 Produktion

Im zweiten Quartal und in den Sommermonaten bekamen die Unternehmen die konjunkturelle Verlangsamung merklich zu spüren. Auch die Unsicherheit über die künftige Entwicklung nahm zu. Obschon sich die Geschäftsstimmung in einigen Branchen stark verschlechterte, waren die Firmen aber mit dem wirtschaftlichen und konjunkturellen Umfeld mehrheitlich nach wie vor zufrieden. Nach dem ausgesprochen günstigen Konjunkturverlauf im Jahre 2000 rechneten sie mit einer Konsolidierung auf hohem Niveau und nicht mit einer Rezession. Die meisten Firmen gingen zudem davon aus, dass spätestens in einem Jahr die konjunkturelle Abflachung überwunden sein wird. Die meisten scheinen in der Lage zu sein, die in den letzten Monaten eingetretene Margenverengung ohne grössere finanzielle Schwierigkeiten zu tragen. Nur in vereinzelt Fällen führte die Eintrübung der Geschäftslage infolge der hohen Verschuldung zu einer angespannten Finanzlage.

#### Industrie

Die konjunkturelle Verlangsamung traf die Firmen unterschiedlich. Ausschlaggebend war dabei die Branchenzugehörigkeit und nicht die regionale Lage. Massive Umsatz- und Produktionsrückgänge wurden in den Branchen der «New Economy» verzeichnet (Computer- und Telekommunikationsindustrie, Elektronik, Feinmechanik). Auch im Bereich der Vorprodukte (Chemie) und der Ausrüstungsgüter (Metall und Maschinen) liefen die Geschäfte nicht mehr so gut wie im Jahre 2000. In diesen stark exportorientierten Branchen blieben bis anhin nur Produkte, die dem Wettbewerb vergleichsweise wenig ausgesetzt sind, von der Abkühlung verschont; es handelt sich dabei meistens um hoch spezialisierte Nischenprodukte. Die anderen Branchen erwarteten in der zweiten Jahreshälfte wegen der nachlassenden ausländischen Nachfrage eine Verschlechterung des Geschäftsgangs. Betriebe, welche entweder konjunk-

turunempfindliche Güter (Pharma), Konsumgüter (Elektronik) oder konsumnahe Güter (Zwischenprodukte für die europäische Autoindustrie) produzieren, waren deutlich schwächer von der Abkühlung betroffen als die übrigen Unternehmen.

#### Dienstleistungen

Vom Detailhandel kamen im zweiten Quartal kaum negative Nachrichten. Eine Ausnahme bildeten der Computerhandel sowie der Verkauf von Uhren und Schmuck in Tourismuszentren, welche einen deutlichen Rückgang der Umsätze meldeten. Im Finanzsektor erlitt infolge der herrschenden Börsenflaute insbesondere das Anlagegeschäft einen Rückschlag. Auch bei der Kreditvergabe wurde eine wachsende Zurückhaltung gemeldet. Dienstleistungsfirmen, welche mit der «New Economy» eng verbunden sind, sahen sich einer deutlich restriktiveren Kreditvergabe gegenüber.

#### Tourismus

Aus dem Tourismussektor waren regional unterschiedliche Meldungen zu verzeichnen. Insgesamt dürfte die Geschäftslage im zweiten Quartal zufriedenstellend gewesen sein; in einigen Gebieten blieb sie indessen unter den Erwartungen. Einer steigenden Zahl inländischer Touristen stand allgemein eine rückläufige Nachfrage aus dem Ausland gegenüber, insbesondere aus Asien, aber auch aus den USA und aus Deutschland.

#### Bau

Die Baubranche lebt zur Zeit vor allem von den öffentlichen Tiefbauprojekten. Entsprechend fiel die Bautätigkeit in den Regionen sehr unterschiedlich aus. Die grossen Agglomerationen profitieren ausserdem von einem regen Wohnungs- und Geschäftsbau. Es wird jedoch mit einer Abflachung im Geschäftsbau gerechnet.

## 7.2 Nachfragekomponenten

### **Privater Konsum**

Im Laufe des ersten Halbjahres, insbesondere ab Mai, registrierte der Detailhandel in den meisten Regionen anziehende Umsätze. Nur vereinzelt, beispielsweise im Jurabogen, wurde eine gewisse Abflachung der Konsumentenstimmung wahrgenommen. Insgesamt wurde sie aber nach wie vor als gut beurteilt.

### **Ausrüstungsinvestitionen**

Die erwartete konjunkturelle Verschlechterung dämpfte zunehmend die Investitionstätigkeit der Betriebe. Nur wenige Unternehmen planten noch Rationalisierungs- oder Erweiterungsinvestitionen.

### **Exporte**

In den letzten Monaten meldeten insbesondere die stark exportabhängigen Firmen und Zulieferer für die Informations- und Telekommunikationsbranche einen massiven Einbruch der Bestellungen. Dies dürfte im zweiten Halbjahr zu einer weiteren Verlangsamung der schweizerischen Warenexporte führen. Die meisten Unternehmen spürten vor allem die nachlassende Nachfrage aus den USA und aus Asien, während die europäische Konjunktur überwiegend als nach wie vor robust beurteilt wurde.

## 7.3 Arbeitsmarkt

Die Zahl der Betriebe, die einen Personalstop oder gar eine Reduktion des Personalbestands beschloss, nahm seit der letzten Konjunkturübersicht vom Mai sprunghaft zu. Teilweise wurden befristete Arbeitsverhältnisse nicht mehr verlängert oder Jahresarbeitszeiten eingeführt, um Produktionsschwankungen besser abzufedern und Entlassungen zu vermeiden. Nach wie vor gab es zwar Klagen über einen Mangel an qualifizierten Arbeitskräften und einem entsprechend hohen Lohndruck; diese Klagen standen aber nicht mehr im Vordergrund.

## 7.4 Preise und Margen

Im Gastgewerbe (Restauration) sowie bei wenigen industriellen Nischenprodukten vermochten die Firmen in den letzten Monaten die Preise anzuheben. Bei den meisten Firmen jedoch lässt jedoch die Wettbewerbslage keinerlei Preisanpassungen nach oben zu. Vielerorts werden die Margen als knapp bezeichnet. Einige Firmen leiteten angesichts der unsicheren Zukunft Massnahmen ein, um die Kosten zu senken. Im Bau dürften sich die Preissteigerungen in der zweiten Jahreshälfte verlangsamen.



# Die Revision der nominellen und realen exportgewichteten Wechselkursindizes des Schweizer Frankens

von Robert Fluri und Robert Müller, Ressort Statistik,  
Schweizerische Nationalbank, Zürich

Mit dem nominellen exportgewichteten Wechselkursindex des Schweizer Frankens wird der Aussenwert des Frankens gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner der Schweiz gemessen. Nimmt der Indexwert zu, zeigt dies eine Verteuerung des Frankens (ausgedrückt in fremden Währungseinheiten) an. Fällt er, bedeutet dies eine Verbilligung des Frankens. Der reale exportgewichtete Wechselkursindex misst den realen Aussenwert des Frankens. Er ist der um die Preisentwicklung im In- und Ausland bereinigte nominelle Index und wird häufig als Indikator für die Beurteilung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft verwendet.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) publiziert seit 1977 reale und nominelle Wechselkursindizes des Frankens. Diese Reihen gehen bis 1973 zurück. Die Einführung des Euro veranlasste die SNB nun ihre Wechselkursindizes zu revidieren. Die Revision umfasst drei Teile:

Der für die Berechnung der exportgewichteten Indizes massgebende Länderkreis der wichtigsten Handelspartner steigt von 15 auf 24 Länder. Die neuen Länder sind Irland, Finnland und Griechenland (die im alten Index nicht berücksichtigten Länder der Europäischen Währungsunion) sowie die Türkei, Südkorea, Hongkong, Singapur, Thailand und Australien.<sup>1</sup>

Neben den nominellen und realen Gesamtindizes und den Indizes für einzelne Währungen bzw. Länder werden neu exportgewichtete Indizes für Europa, Nordamerika und Asien angeboten.

Die exportgewichteten Wechselkursindizes werden neu nach der Methode von Törnqvist berechnet.

## 1 Der neue Index und seine Grundlagen

### 1.1 Zusammensetzung

Die Länder, die im neuen Index zusätzlich enthalten sind, erfüllen mindestens eine der folgenden beiden Bedingungen:

- Mitglied der EU,
- Anteil von mehr als 0,5 Prozent am schweizerischen Export (Ende 2000).

Wegen der ungenügenden Verfügbarkeit der Konsumentenpreisindizes konnten keine südamerikanischen Staaten berücksichtigt werden, obwohl der Exportanteil einzelner dieser Länder Ende 2000 über 0,5 Prozent lag. Tabelle 1 zeigt den Länderkreis des

neuen Indexes zusammen mit den Exportanteilen der 24 Länder per Ende 2000.<sup>2</sup>

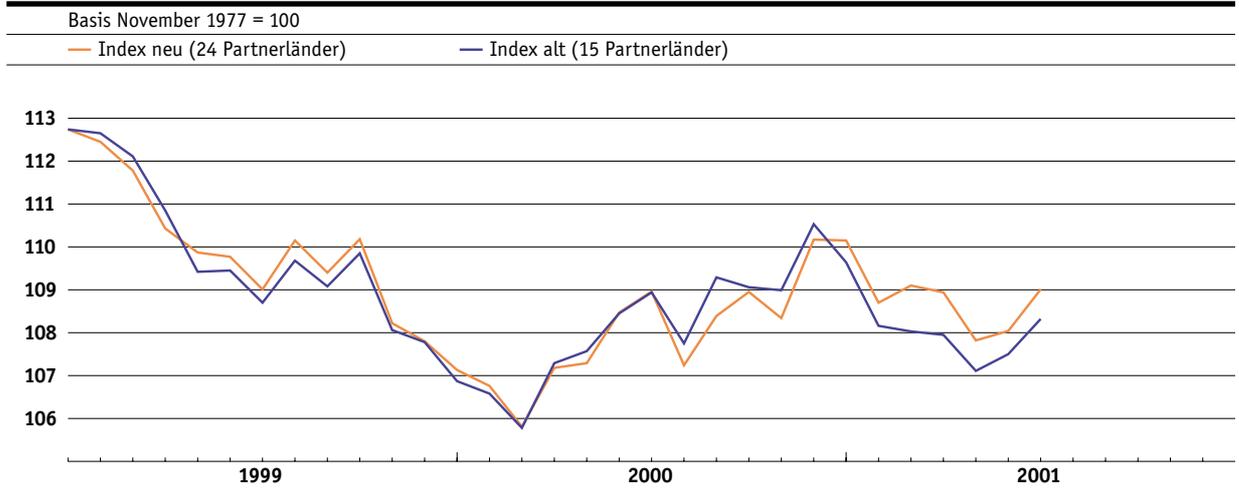
Die Exportanteile der einzelnen Länder bzw. Währungsgebiete dienen dazu, die in den Gesamtindizes berücksichtigten Währungen zu gewichten. Die Gewichte werden jährlich angepasst. Sogenannte Drittmarkteffekte, also der Wettbewerb, dem die Schweizer Exportwirtschaft auf einem Markt von Exporteuren aus Drittländern ausgesetzt ist, werden wegen der Schwierigkeit, diese Effekte zu quantifizieren, nicht berücksichtigt.

**Die im exportgewichteten realen und nominellen Wechselkursindex berücksichtigten Länder und ihre Anteile am Gesamtexport der Schweiz** Tabelle 1

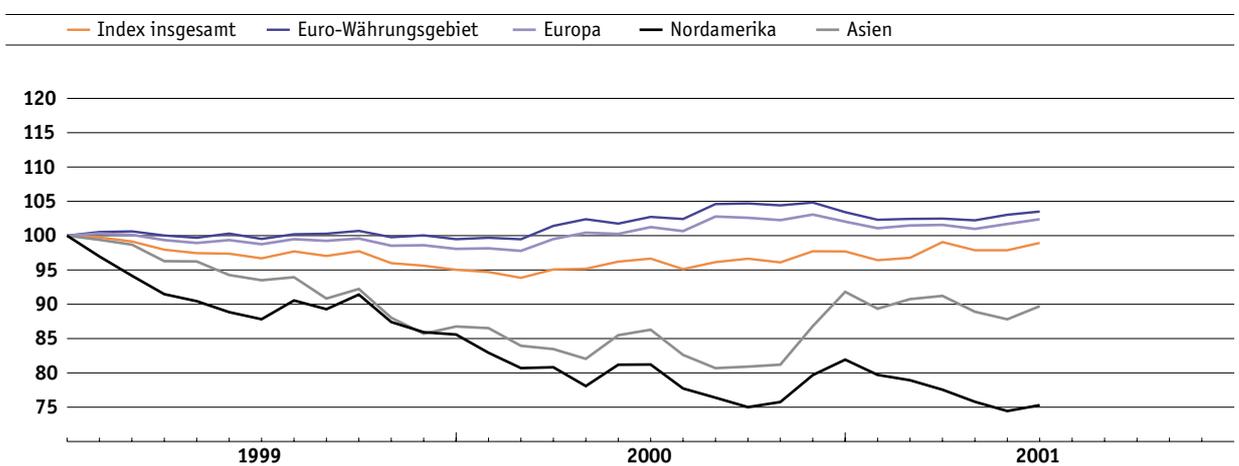
| Wirtschaftsgebiet bzw. Land | Exportanteile (in Prozent) |
|-----------------------------|----------------------------|
| <b>Gesamtindex</b>          | <b>100,00</b>              |
| <b>Europa</b>               | <b>72,02</b>               |
| <b>Euro-Währungsgebiet</b>  | <b>61,17</b>               |
| Deutschland                 | 25,75                      |
| Frankreich                  | 10,55                      |
| Italien                     | 9,24                       |
| Österreich                  | 3,67                       |
| Niederlande                 | 3,67                       |
| Spanien                     | 3,33                       |
| Belgien/Luxemburg           | 2,28                       |
| Portugal                    | 0,73                       |
| Finnland                    | 0,71                       |
| Griechenland                | 0,74                       |
| Irland                      | 0,50                       |
| Grossbritannien             | 6,79                       |
| Schweden                    | 1,45                       |
| Türkei                      | 1,22                       |
| Dänemark                    | 0,93                       |
| Norwegen                    | 0,46                       |
| <b>Nordamerika</b>          | <b>16,49</b>               |
| USA                         | 15,39                      |
| Kanada                      | 1,10                       |
| <b>Asien</b>                | <b>10,59</b>               |
| Japan                       | 5,09                       |
| Hongkong                    | 2,57                       |
| Singapur                    | 1,41                       |
| Südkorea                    | 0,89                       |
| Thailand                    | 0,63                       |
| <b>Australien</b>           | <b>0,90</b>                |

<sup>1</sup> Der Länderkreis des alten Indexes umfasste Deutschland, Frankreich, Italien, Österreich, Niederlande, Spanien, Belgien/Luxemburg, Dänemark, Portugal, Grossbritannien, Schweden, Norwegen, Japan, Kanada und die USA.

<sup>2</sup> Der Länderkreis ausserhalb Europas ist nahezu identisch mit dem sogenannten engeren Länderkreis der Wechselkursindizes der Europäischen Zentralbank. Siehe Monatsbericht der Europäischen Zentralbank (April 2000).



Entwicklung des realen Wechselkursindex nach Kontinenten und Wirtschaftsregionen



Die Länderauswahl deckt rund 90 Prozent des gesamten Warenexportes der Schweiz ab, während sich der Anteil der 15 Länder des alten Indexes auf 81 Prozent belief. Damit stützt sich der neue Index auf eine repräsentativere Länderauswahl als der alte. Die Erweiterung des Länderkreises führte dazu, dass sich

die Gewichte der europäischen und nordamerikanischen Industriestaaten im Gesamtindex zugunsten der Anteile von Asien und Australien leicht verringerten. Wie Grafik 1 zeigt, sind die Auswirkungen allerdings bis jetzt nicht dramatisch.

## 1.2 Deflatoren

Die Wahl der Deflatoren zur Berechnung der realen Wechselkurse hängt primär vom Verwendungszweck des Wechselkursindex ab. Vorgeschlagen werden etwa die Konsumentenpreise, die Gesamtangebotspreise oder die Lohnstückkosten. Aus Sicht der statistischen Vergleichbarkeit und Verfügbarkeit der Daten ist der Konsumentenpreisindex den andern Indizes vorzuziehen. Die realen Wechselkursindizes werden deshalb wie bisher mit Hilfe der nationalen Konsumentenpreisindizes berechnet.

Da es im Euro-Raum noch keinen direkt erhobenen Konsumentenpreisindex für das ganze Euro-Währungsgebiet gibt, werden für die einzelnen Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion separate reale Indizes ermittelt und anschliessend zu einem gewichteten Gesamtindex aggregiert. Die Gewichte entsprechen den Anteilen der einzelnen Mitgliedsländer am Schweizer Export in die Staaten der Währungsunion insgesamt. Damit stehen auch weiterhin reale Wechselkursindizes für die einzelnen Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion zur Verfügung. Da die nominellen Indexwerte für alle Euro-Länder identisch sind, widerspiegeln voneinander abweichende reale Indizes lediglich eine unterschiedliche nationale Teuerung.

## 1.3 Basisperiode

Als Basisperiode (Indexwert = 100) müsste im Idealfall ein Zeitraum gewählt werden, in dem zwischen der Schweiz und den im Index berücksichtigten Ländern Kaufkraftparität herrscht. Die Bestimmung eines solchen Zeitraums ist allerdings in der Praxis nahezu unmöglich, so dass ein vergleichsweise grosser Ermessensspielraum bleibt. Wegen der grossen Bedeutung des Eurowährungsgebietes für die Schweizer Exportwirtschaft wurde der Basiswert 100 auf Januar 1999 – den Beginn der dritten Stufe der Währungsunion<sup>3</sup> – gelegt.

## 1.4 Datenangebot

Die SNB wird Monats-, Quartals- und Jahresindizes für das Total der 24 Länder, die einzelnen Wirtschaftsräume (Europäische Währungsunion, Europa, Nordamerika, Asien) sowie die einzelnen Länder berechnen. Den Indizes liegen jeweils die Mittelwerte der täglichen Wechselkurse zu Grunde. Die neuen Reihen beginnen im Januar 1999. Grafik 2 zeigt die Entwicklung der realen gewichteten Wechselkurse für die einzelnen Wirtschaftsregionen (Basis Januar 1999 = 100).

Für die ökonomische Analyse sind in der Regel lange in die Vergangenheit zurückreichende Zeitreihen von grossem Nutzen. Die neuen exportgewichteten nominellen und realen Indizes wurden deshalb – wenn möglich auch für die einzelnen Länder und Ländergruppen – mit den bisherigen Indizes (Indexbasis November 1977 = 100) verknüpft. Die historischen Werte für die verketteten nominellen und realen Indizes (Basis 1999 = 100) gegenüber dem gesamten Länderkreis sowie gegenüber Europa, dem Europäischen Währungsgebiet und Nordamerika werden auf Internet angeboten. Für Asien sowie die Währungsgebiete bzw. Länder Hongkong, Singapur, Südkorea, Thailand, Türkei können für die Zeit vor Januar 1999 keine Indexwerte präsentiert werden. Tabelle 2 zeigt, ab welchem Zeitpunkt die verketteten Reihen durchgehend verfügbar sind.

Die Publikation der revidierten Gesamtindizes und ausgewählter Länderindizes, Basis Januar 1999 = 100, erfolgte erstmals in der August-Ausgabe des Statistischen Monatshefts der Schweizerischen Nationalbank.

**Zeitliche Verfügbarkeit der verketteten realen und nominellen Wechselkursindizes**

**Tabelle 2**

| Wirtschaftsgebiet bzw. Land   | verfügbar ab: |
|---|---------------|
| Gesamtindex <sup>4</sup> , Europa <sup>5</sup> , Euro-Währungsgebiet <sup>6</sup> , Nordamerika, Deutschland, Frankreich, Italien, Österreich, Niederlande, Spanien, Belgien/Luxemburg, Portugal, Grossbritannien, Schweden, Dänemark, Norwegen, USA, Kanada, Japan | Januar 1973   |
| Australien, Irland, Finnland, Griechenland  | Januar 1994   |
| Asien, Hongkong, Singapur, Südkorea, Thailand, Türkei   | Januar 1999   |

<sup>3</sup> Übertrag der geldpolitischen Kompetenzen der nationalen Notenbanken an die Europäische Zentralbank.

<sup>4</sup> Bis Dezember 1998: Exportgewichteter Wechselkursindex gegenüber 15 Handelspartnern, d.h. ohne Irland, Finnland, Griechenland, Türkei, Hongkong, Singapur, Südkorea, Thailand und Australien.

<sup>5</sup> Bis Dezember 1998: ohne Irland, Finnland, Griechenland und Türkei.

<sup>6</sup> Bis Dezember 1998: ohne Irland, Finnland und Griechenland.

## 2 Methodische Grundlagen

### 2.1 Preisindizes

Ziel eines statistischen Preisindex ist es, die gesamten zwischen der Basis- und Vergleichsperiode in den Preisveränderungen der einzelnen Güter enthaltenen Informationen in einer einzigen positiven Zahl festzuhalten.<sup>7</sup> Gemäss Indextheorie umfasst ein Preisindex  $P(q_V, q_B, p_V, p_B)$  nicht nur die Preisvektoren in der Basis- bzw. Vergleichsperiode  $p_B = (p_{1B}, \dots, p_{nB})$  bzw.  $p_V = (p_{1V}, \dots, p_{nV})$ , sondern immer auch die Mengenvektoren  $q_B = (q_{1B}, \dots, q_{nB})'$  bzw.  $q_V = (q_{1V}, \dots, q_{nV})'$ .  $q_{iB} \geq 0$  und  $q_{iV} \geq 0$  für  $i = (1, \dots, n)$  sind Vektoren von Verbrauchsmengen der zur Verfügung stehenden  $n$  Konsumgüter. Ein statistischer Preisindex kann auch als eine Abbildung interpretiert werden, die einem  $4n$ -dimensionalen positiven Vektor  $v = (p_B, p_V, q_B', q_V')' \in \mathbb{R}_+^{4n}$ , bestehend aus den Preis- und Mengenvektoren von Basis- und Vergleichsperiode, eine positive reelle Zahl zuordnet.<sup>8</sup>

Zur Aggregation von Preisen bzw. Mengen wird in der Praxis vielfach der Laspeyres- oder Paasche-Index verwendet. Die beiden Indextypen basieren auf gewichteten arithmetischen Mitteln. Sie unterscheiden sich dadurch, dass die Einzelpreise bei einem Laspeyres-Preisindex mit Ausgabenanteilen der Basisperiode und bei einem Paasche-Index mit Anteilen der Vergleichsperiode gewichtet sind.

Die bisherigen exportgewichteten Wechselkursindizes wurden ursprünglich nach der Paasche-Indexformel berechnet. Die Gewichtung stützte sich auf die Angaben der jährlich publizierten Aussenhandelsstatistik der Oberzolldirektion. Wegen des bei einer arithmetischen Mittelung auftretenden Dominierungseffektes<sup>9</sup>, der vor allem beim nominellen Wechselkursindex zu bedeutenden Verzerrungen führen kann, wurde zur Berechnung des nominellen Gesamtindex ab 1983 die arithmetische Mittelung durch ein gewichtetes geometrisches Mittel ersetzt. Der reale exportgewichtete Index wurde weiterhin nach Paasche ermittelt.

Die SNB entschied sich, die neuen exportgewichteten Indizes gemäss dem Törnqvist-Ansatz zu berechnen. Der Törnqvist-Index ist ein geometrischer Index und unterdrückt somit den Dominierungseffekt. Im Gegensatz zum Paasche- oder Laspeyres-Index werden die Gewichtsveränderungen zwischen Basis- und Vergleichsperiode jedoch explizit berücksichtigt (vgl. Definition (1)). Ausserdem gehört der Törnqvist-Index gemäss Diewert (1976) zur Klasse der Indizes mit sogenannten superlativen Eigenschaften

(vgl. auch Arbeitsgemeinschaft «Boskin Report» (1999), S. 87 ff.). Er ist den beiden anderen Indizes somit auch indextheoretisch überlegen.

Der Törnqvist-Index ist wie folgt definiert:

$$(1) \quad P^T(p_B, q_B, p_V, q_V) := \prod_{i=1}^n \left( \frac{p_{iV}}{p_{iB}} \right)^{s_i^*}$$
$$s_i^* = \frac{1}{2}(s_{iB} + s_{iV})$$

mit den Gewichten  $s_{iB} := p_{iB} q_{iB} / p_B q_B$  und  $s_{iV} := p_{iV} q_{iV} / p_V q_V$  für alle  $i = 1, \dots, n$ .

Der Index ist ein gewogenes geometrisches Mittel der Preisquotienten  $p_{iV}/p_{iB}$  der Güter  $i$ . Die Gewichte entsprechen dem Anteil der Ausgaben für das Gut  $i$  an den Ausgaben für den gesamten Warenkorb;  $s_i^*$  ist das arithmetische Mittel der Gewichte der Basis- und Vergleichsperiode.<sup>10</sup>

### 2.2 Der nominelle Wechselkursindex

Der nominelle Wechselkursindex der Währung  $i$  ist ein Indikator für den Wert des Schweizer Franks gegenüber der Währung  $i$  und berechnet sich nach der Formel

$$(2) \quad N_{iV} = \frac{W_{iB}}{W_{iV}}$$

$N_{iV}$ : nomineller Wechselkursindex der Währung  $i$  in der Vergleichsperiode.

$W_{iB}$ : Wechselkurs der Währung  $i$  in der Basisperiode, ausgedrückt als Anzahl Einheiten inländischer Währung pro Einheit ausländischer Währung.

$W_{iV}$ : Wechselkurs der Währung  $i$  in der Vergleichsperiode, gemessen als Anzahl Einheiten inländischer Währung pro Einheit ausländischer Währung.

$i$  : 1, 2, ..., 14 für die 14 Währungen.

Gemäss Törnqvist ist der nominelle Gesamtindex ein gewichtetes geometrisches Mittel der relativen Wechselkursveränderungen der 14 Währungen:

$$(3) \quad (N^T)_V = \prod_{i=1}^n N_{iV}^{s_i^*} \quad i=1,2,\dots,14$$

Die Gewichte  $s_i^*$  sind arithmetische Mittel von  $s_{iB}$  und  $s_{iV}$  (vgl. Definition 1).  $s_{iB}$  und  $s_{iV}$  sind wie folgt definiert:

7 Zur Verknüpfung von Index- und Aggregationstheorie vgl. Diewert (1976).

8 vgl. Arbeitsgemeinschaft «Boskin Report» (1999), S. 54.

9 vgl. Seiterle (1983).

10 Wird Gleichung (1) logarithmiert, so erhält man einen Ausdruck für die Veränderungsrate der einzelnen Güterpreise  $i$ . Die Preisveränderung insgesamt ist dann gleich der Summe der mit  $s_i^*$  gewichteten Veränderungsrate der Güterpreise  $i$ .

$$s_{iB} = E_{iB} \cdot N_{iB} / \sum_{i=1}^n E_{iB} \cdot N_{iB} \text{ sowie}$$

$$s_{iV} = E_{iV} \cdot N_{iV} / \sum_{i=1}^n E_{iV} \cdot N_{iV}$$

$E_{iB}, E_{iV}$ : Wertmässiger Export in Schweizer Franken ins Land  $i$  in der Basis bzw. Vergleichsperiode.

$N_{iB}, N_{iV}$ : Nomineller Wechselkursindex der Währung  $i$  in der Basis bzw. Vergleichsperiode.

Somit entsprechen  $s_{iB}$  und  $s_{iV}$  dem Anteil des Exports ins Land  $i$  am Gesamtexport. Die Exportwerte sind jeweils bereinigt um die Wechselkursentwicklung des Frankens für Land bzw. Währung  $i$ .

Werden im Exponenten der Gleichung (3) anstelle der Exporterlöse die Exportgewichte der einzelnen Länder eingesetzt<sup>11</sup>, so erhält man

$$(4) \quad (N^T)_V = \prod_{i=1}^n N_{iV} \frac{1}{2} ((g_{iB} \cdot N_{iB} / N_B) + (g_{iV} \cdot N_{iV} / N_V))$$

$g_{iB}, g_{iV}$ : Anteil des Währungsgebietes  $i$  am wertmässigen Gesamtexport  $E_B$  und  $E_V$  in die 14 Währungsgebiete in der Basis- bzw. Vergleichsperiode ( $E_{iB} / E_B$  bzw.  $E_{iV} / E_V$ ).

$$N_B, N_V: N_B = \sum_{i=1}^n g_{iB} \cdot N_{iB} \text{ und } N_V = \sum_{i=1}^n g_{iV} \cdot N_{iV}$$

Da  $N_{iB}$  für alle  $i = 1, 2, \dots, 14$  den Wert 1 hat und somit auch  $N_B$  als gewichtetes arithmetisches Mittel 1 (bzw. 100) ist, können wir die Gleichung (4) vereinfachen und als

$$(5) \quad (N^T)_V = \prod_{i=1}^n N_{iV} \frac{1}{2} (g_{iB} + (g_{iV} \cdot N_{iV} / N_V))$$

schreiben. Bei der Berechnung der Gesamtindizes für die einzelnen Kontinente bzw. Währungsgebiete wird analog verfahren.

11 Erweiterung des Bruches im Exponenten der Gleichung (3) um  $1/E_B$  bzw.  $1/E_V$ .

## 2.3 Der reale Wechselkursindex

Der reale Wechselkursindex der Währung  $i$  ist ein Indikator für den realen Wert des Schweizer Frankens gegenüber der Währung  $i$  und berechnet sich nach der folgenden Formel:

$$(6) \quad R_{iV} = \frac{W_{iB} \cdot P_{iB} \cdot P_{0V}}{W_{iV} \cdot P_{iV} \cdot P_{0B}}$$

$R_{iV}$ : Realer Wechselkursindex der Währung  $i$  in der Vergleichsperiode.

$W_{iB}$ : Wechselkurs der Währung  $i$  in der Basisperiode, gemessen als Anzahl Einheiten inländischer Währung pro Einheit ausländischer Währung.

$W_{iV}$ : Wechselkurs der Währung  $i$  in der Vergleichsperiode, ausgedrückt als Anzahl Einheiten inländischer Währung pro Einheit ausländischer Währung.

$P_{iB}$ : Index des Konsumentenpreises des Landes der Währung  $i$  in der Basisperiode.

$P_{iV}$ : Index des Konsumentenpreises des Landes der Währung  $i$  in der Vergleichsperiode.

$i$ : 1, 2, ..., 24 für die 24 Länder bzw. Währungsgebiete<sup>12</sup>;  $i = 0$  für die Schweiz.

Der Törnqvist-Index bildet wiederum die methodische Grundlage der Gesamtindexberechnung:

$$(7) \quad (R_V)^T = \prod_{i=1}^n R_{iV} \frac{1}{2} (g_{iB} + (g_{iV} \cdot R_{iV} / R_V))$$

$$R_V = \sum_{i=1}^n g_{iV} \cdot R_{iV}$$

## Literaturverzeichnis

Arbeitsgemeinschaft «Boskin Report» – Brachinger, H. W., B. Schips und W. Stier 1999. Expertise zur Relevanz des «Boskin-Reports» für den schweizerischen Landesindex der Konsumentenpreise.

Diewert, W. E. 1976. Exact and Superlative Index Numbers. *Journal of Econometrics* 4: 115–145.

Europäische Zentralbank, 2000. Der nominale und reale effektive Wechselkurs des Euro. *Monatsbericht April der Europäischen Zentralbank*.

Seiterle, H. 1983. Änderungen der Berechnungsweise der Wechselkursindizes. *Geld, Währung und Konjunktur*, Quartalsheft 2/1983: 59–65.

12 Im Falle des Euro werden für die Mitgliedsländer der Währungsunion separate reale Indizes berechnet und diese zum Gesamtindex aggregiert (vgl. Kapitel 1.2 Deflatoren).

# Gearing Ratios – Ein Überblick

von Robert Bichsel und Jürg Blum, Ressort Systemstabilität: Analyse und Politik  
Schweizerische Nationalbank, Zürich

Mit dem Basler Akkord von 1988 sind Eigenmittelvorschriften im Rahmen der internationalen Harmonisierung ins Zentrum der Bankenregulierung gerückt. Dabei stehen risikogewichtete Vorschriften im Vordergrund. Zur Berechnung der erforderlichen Eigenmittel werden die Aktiven einer Bank in verschiedene Risikoklassen eingeteilt und mit einem Risikofaktor gewichtet. Die verfügbaren Eigenmittel dürfen einen vorgegebenen Anteil der so gewichteten Aktiven nicht unterschreiten.

Seit der Inkraftsetzung des Akkords haben sich gewisse Schwächen des Systems bemerkbar gemacht. Die Banken entwickelten beispielsweise neue Finanzinstrumente, welche durch die bestehenden Vorschriften nur unzureichend oder gar nicht erfasst werden, d.h. die Banken betreiben «regulatorische Arbitrage». Der Akkord wird deshalb zur Zeit revidiert. Dabei wird vor allem durch eine Verfeinerung der risikogewichteten Vorschriften versucht, die Schwachstellen zu beheben. Parallel dazu werden alternative und komplementäre Instrumente diskutiert, die eine einseitige Abhängigkeit von den risikogewichteten Vorschriften verhindern sollen. Darunter fallen insbesondere die «Gearing Ratios». Gearing Ratios basieren auf den ungewichteten Aktiven einer Bank (unter Umständen inkl. der kreditäquivalenten Ausserbilanzpositionen). Das Verhältnis von Eigenmitteln und ungewichteten Aktiven darf einen vorgegebenen Wert nicht unterschreiten. In den USA bilden Gearing Ratios einen festen Bestandteil der Bankenregulierung. Hingegen sind in der Schweiz gegenwärtig keine derartigen Vorschriften in Kraft.

Die Frage, ob die Einführung einer Gearing Ratio in der Schweiz sinnvoll wäre, erhält durch die Entwicklung der Eigenmittelausstattung der Schweizer Banken in den Neunzigerjahren eine besondere Aktualität. Während die risikogewichteten Eigenmittelquoten der Grossbanken nahezu konstant blieben oder gar stiegen, nahmen die ungewichteten Eigenkapitalquoten von gut 5% im Jahre 1995 auf 3% im Jahre 1999 ab, bevor sie im Jahre 2000 wieder beinahe 6% erreichten. In den Vereinigten Staaten würde eine Bank mit einer (ungewichteten) Eigenmittelquote von weniger als 4% als «unterkapitalisiert» gelten.<sup>1</sup>

Im folgenden beschreiben wir, wie sich die Eigenmittelregulierung in der Schweiz bis heute entwickelt hat. Anschliessend fassen wir theoretische Argumente und empirische Evidenz über Wirkungsweise und Nutzen von Eigenmittelvorschriften zusammen. Die Betonung liegt dabei auf den Gearing Ratios.

1 Eine Bank, die zwischen 3% und 4% Eigenmittel hat, wird in den USA noch als «ausreichend kapitalisiert» betrachtet, wenn sie im Revisionsprozess der Aufsichtsbehörden das bestmögliche Rating erhält. «Gut kapitalisiert» ist eine Bank dann, wenn sie mindestens 5% Eigenmittel ausweist.

## 1 Eigenmittelregulierung und -entwicklung in der Schweiz

Das Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 fordert in Art. 4: «Die Banken haben dafür zu sorgen, dass ein angemessenes Verhältnis besteht zwischen ihren eigenen Mitteln und ihren gesamten Verbindlichkeiten.» Diese Forderung wird in der Vollziehungsverordnung vom 26. Februar 1935 durch formale Eigenmittelvorschriften konkretisiert. Diese Vorschriften sind seit 1935 sechs Mal modifiziert worden. Ein Vergleich der heute geltenden Vorschriften mit jenen von 1935 zeigt fundamentale Unterschiede. Zum einen sind die Vorschriften im Laufe der Zeit komplizierter geworden, indem sie in höherem Masse das Risikoprofil der Banken widerspiegeln. Zum andern wurde die 1935 eingeführte Verschuldungsobergrenze (d.h. eine Gearing Ratio) im Jahre 1961 gelockert und 1980 ganz aufgehoben.

Zwischen 1935 und 1961 schrieben die Eigenmittelvorschriften den Banken ein minimales Verhältnis zwischen eigenen und fremden Mitteln vor. Dieses minimale Verhältnis hing von der Zusammensetzung der Aktiven ab, durfte aber 5% nicht unterschreiten.<sup>2</sup> Im Rahmen der Revision von 1961 wurde die Anzahl Kategorien der Aktiven von zwei auf drei erhöht und die Untergrenze der Eigenmittelquote auf 2,5% gesenkt. 1980 wurde die Klassifizierung der Bankaktiven weiter verfeinert. Die Anzahl Kategorien wurde von drei auf über 20 erhöht, wobei neu auch Ausserbilanzpositionen erfasst wurden. Gleichzeitig wurde die Verschuldungslimite beseitigt. Im Gegensatz zu den früheren Regelungen sind seit 1980 gewisse Bankaktiven von der Unterlegungspflicht vollständig befreit. Mit anderen Worten sind Banken nicht mehr einer Gearing Ratio unterworfen und können theoretisch die ungewichtete Eigenmittelquote auf null reduzieren, wenn die Aktiven ausschliesslich aus liquiden Mitteln und gewissen Geldmarktforderungen bestehen. Überdies basieren seit 1980 die erforderlichen Eigenmittel auf der Summe der gewichteten Aktiven und nicht mehr auf dem Fremdkapital.

Anlässlich der Revision von 1995, dem Datum der Inkraftsetzung des Basler Akkords von 1988, wurde die Einteilung der Aktiven in unterschiedliche Risikoklassen weiter verfeinert. Neu wurden neben den «Kreditrisiken» auch die «Marktrisiken» zur Berechnung der erforderlichen Eigenmittel mit einbezogen, und die Kategorie der Aktiven, welche nicht mit Eigenmitteln unterlegt werden müssen, wurde erweitert.<sup>3</sup> Ferner wurden die Unterlegungssätze für

2 Ein Verhältnis von 5% zwischen den Eigenmitteln und den Verbindlichkeiten entspricht einem Verhältnis zwischen Eigenmitteln und der ungewichteten Bilanzsumme von 4,8% ( $4,8\% = 5/(5+100)$ ).

3 Dazu gehören insbesondere Forderungen gegenüber Regierungen und Zentralbanken von OECD-Ländern.

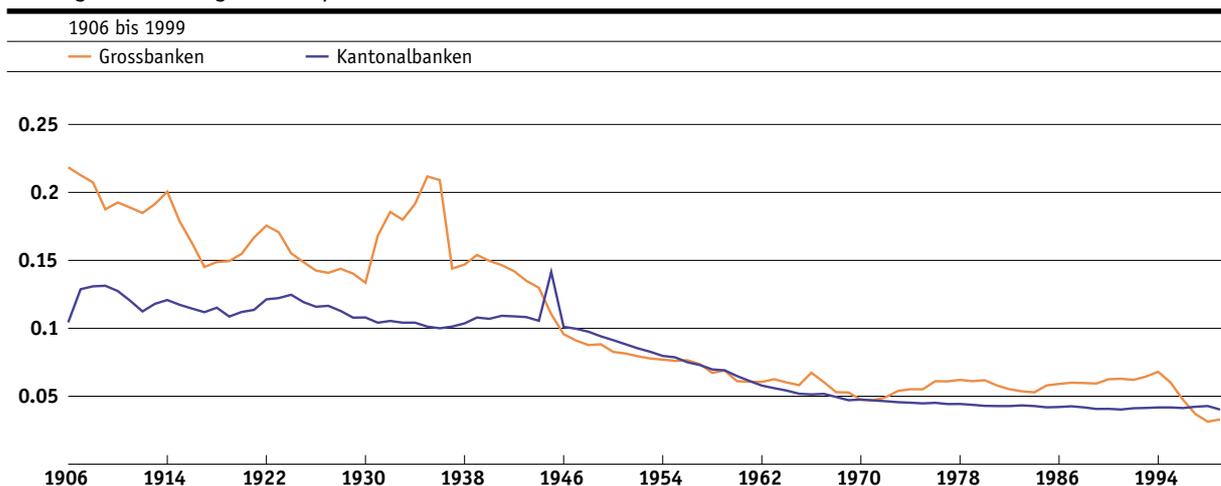
gewisse Aktiven deutlich reduziert. Die erforderlichen Eigenmittel für Interbankforderungen wurden beispielsweise von 6% (4% für Forderungen mit einer Laufzeit von weniger als 90 Tagen) auf einheitlich 2% reduziert.

Die nächste Revision der Verordnung wird wahrscheinlich auf den im Rahmen des neuen Basler Akkords entwickelten Regeln basieren, deren Inkraftsetzung für das Jahr 2005 vorgesehen ist. Dieses neue Regime wird stärker auf den privaten Informationen der Banken aufbauen. Unter bestimmten Bedingungen werden die Banken ihre internen Modelle zur Bewertung des Kreditportfolios verwenden können, um die erforderlichen Eigenmittel zu berechnen. Gleichzeitig ist vorgesehen, von den Banken zusätzliche Eigenmittel zur Absicherung von «operationellen Risiken» zu fordern. Die Details dieses zusätzlichen Eigenmittelerfordernisses stehen noch nicht fest. Eine der gegenwärtig durch den Basler Ausschuss für Bankenaufsicht diskutierten Möglichkeiten sieht vor, die minimal erforderlichen Eigenmittel auf der Basis der ungewichteten Aktiven zu berechnen – mit anderen Worten eine Gearing Ratio.<sup>4</sup>

Die Eigenmittelvorschriften sind nur ein Faktor von mehreren, welche die Eigenmittelhaltung der Banken beeinflussen. Es ist deshalb schwierig, den Einfluss der Regulierung auf die Eigenmittelquoten zu bestimmen. Man stellt fest, dass die Eigenmittelquoten der Schweizer Grossbanken höher waren, bevor formelle Eigenmittelvorschriften eingeführt wurden (siehe Grafik 1). Nach der Inkraftsetzung der ersten Vorschriften im Jahre 1935 stiegen die Kapitalquoten zwar vorübergehend an, doch bildeten sie sich anschliessend wieder kontinuierlich zurück. Zwischen 1960 und dem Ende der Achtzigerjahre pendelten sie sich bei etwa 7% ein. Man kann also bestenfalls einen groben Zusammenhang zwischen der schrittweisen Lockerung der Eigenmittelvorschriften und dem beständigen Rückgang der Eigenmittelquoten feststellen.

Die ungewichtete Eigenmittelquote

Grafik 1



<sup>4</sup> Siehe Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (2001).

Die jüngste Entwicklung der Eigenmittelquoten der Schweizer Grossbanken liefert kein klares Bild. Einerseits haben die risikogewichteten Kapitalquoten über die letzten Jahre zugenommen und lagen immer deutlich über dem gesetzlichen Minimum von 8%. Andererseits sanken die ungewichteten Eigenmittelquoten zwischen 1995 und 1999 von 5,2% auf 2,9%<sup>5</sup>, bevor sie im Jahre 2000 sprunghaft wieder auf 5,7% angestiegen sind (siehe Grafik 2). Zwischen 1997 und 1999 lag die ungewichtete Kapitalquote der Grossbanken somit unter dem gesetzlichen Minimum, welches bis 1961 in Kraft war. Sie lag zudem in einem Bereich, in dem eine Bank gemäss amerikanischer Regulierung üblicherweise als «unterkapitalisiert» gilt.<sup>6</sup>

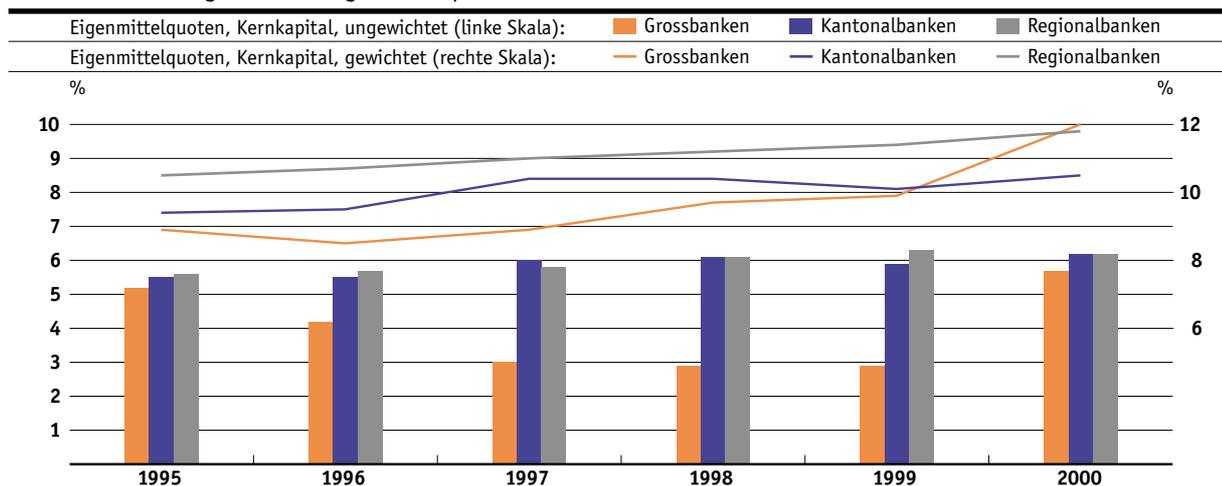
Diese divergierende Entwicklung reflektiert eine Umschichtung zwischen den verschiedenen Kategorien von Aktiven. Die Grossbanken haben insbesondere ihre Interbankenforderungen, deren Risikogewichtung tief ist, erhöht und gleichzeitig die relativen Anteile anderer Aktiven mit höheren Risikogewichten reduziert. Diese Umschichtung könnte

bedeuten, dass die Aktiven der Grossbanken insgesamt tatsächlich weniger riskant geworden sind. Sie kann aber auch nur ein Anzeichen dafür sein, dass die Grossbanken gelernt haben, den Spielraum der Eigenmittelvorschriften optimal auszunutzen, d.h. «regulatorische Arbitrage» zu betreiben.

Das Niveau der Eigenmittelquoten der Grossbanken zwischen 1997 und 1999 ist an sich nicht beunruhigend. Ein besseres Risikomanagement und ein sichereres Risikoprofil können eine tiefere Kapitalquote rechtfertigen. Quoten von weniger als 3% sind dennoch ungewöhnlich und geben Anlass, über die Möglichkeiten von Verschuldungsobergrenzen nachzudenken.

Gewichtete und ungewichtete Eigenmittelquoten

Grafik 2



5 Verhältnis zwischen Kernkapital und der Bilanzsumme (inkl. kreditäquivalenter Ausserbilanzpositionen). Wenn man die Ausserbilanzpositionen nicht berücksichtigt, hat die ungewichtete Eigenmittelquote der Grossbanken 1995 6,0%, 1999 3,1% und 2000 6,3% betragen. Wenn man an Stelle des Kern-

kapitals die anrechenbaren eigenen Mittel zur Berechnung der Eigenmittelquoten verwendet, beliefen sich die Quoten 1995, 1999 und 2000 (i) im Fall mit Ausserbilanzpositionen auf 5,8%, 3,4% und 5,4% und (ii) im Fall ohne Ausserbilanzpositionen auf 6,5%, 3,6% und 5,8%.

6 Die Bankenregulierung in den USA basiert auf risikogewichteten und ungewichteten Eigenmittelvorschriften. Details zu dieser Regulierung sind zu finden unter <http://www.fdic.gov>.

## 2 Theoretische Überlegungen

Bevor wir einen Überblick über die theoretische Literatur betreffend die Wirkungsweise von Gearing Ratios geben, fassen wir kurz zusammen, wie man eine Regulierung von Banken überhaupt rechtfertigen kann. Die Gründe, die in der Regel angeführt werden, hängen zum einen mit der speziellen Finanzierungsstruktur von Banken, zum andern mit der besonders wichtigen volkswirtschaftliche Rolle der Banken zusammen.<sup>7</sup>

Typischerweise finanzieren Banken langfristige, illiquide Projekte mit sehr kurzfristigen, liquiden Einlagen. Diese Fristentransformation erhöht die Liquidität des Nichtbankensektors, hat aber den Nachteil, dass eine Bank aufgrund der Illiquidität ihrer Aktiven in Schwierigkeiten gerät, wenn zu viele Einleger ihr Geld gleichzeitig zurückfordern. Die Gefahr eines «Schaltersturms», d.h. einer Situation, in der die Einleger panikartig ihr Geld zurückziehen wollen, ist besonders gross, wenn die Solvenz einer Bank gefährdet scheint. Neben Liquiditätsvorschriften können daher auch Eigenmittelvorschriften eine wichtige Rolle spielen, indem sie die Solvenz der Banken garantieren sollen.

Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Banken beruht darauf, dass Bankkredite für die meisten Firmen die einzige Fremdfinanzierungsquelle darstellen. Zudem spielen Banken eine wichtige Rolle in Zahlungssystemen und auf den Finanzmärkten. Probleme bei einer Bank können somit zu massiven Störungen bei anderen Parteien führen und im Extremfall die gesamte Volkswirtschaft schädigen. Da die Kosten solcher Störungen nicht im vollen Ausmass von den Banken selber getragen werden («externe Effekte»), haben Banken einen Anreiz, volkswirtschaftlich gesehen zu hohe Risiken einzugehen («Moral Hazard»). Es liegt somit ein Marktversagen vor. Eigenmittelvorschriften können in diesem Zusammenhang dazu beitragen, die Risiken im Bankensektor im Rahmen zu halten und damit die Stabilität des Finanzsystems zu erhöhen.

Die Literatur, die sich mit den Auswirkungen von Eigenmittelregulierungen auf das Risikoverhalten beschäftigt, befasst sich vorwiegend mit der Analyse risikogewichteter Vorschriften. Gearing Ratios kann man jedoch als Spezialfall betrachten, bei dem alle Aktiven mit demselben Risikofaktor gewichtet werden.

Unbestritten ist, dass eine Bank – gegeben ihre Risikostruktur – umso sicherer ist, je mehr Eigenmittel sie besitzt. Eigenmittel stellen einen Puffer gegen ungünstige Ertragsentwicklungen dar. Je grösser die-

ser Puffer ist, desto höhere Verluste können absorbiert werden, ohne dass die Solvenz der Bank gefährdet wird. Entscheidend ist hier die Qualifikation «gegeben ihre Risikostruktur», da damit zu rechnen ist, dass durch eine Änderung der regulatorischen Rahmenbedingungen die Anreize der Banken und damit ihr Verhalten beeinflusst werden.

Keine Einigkeit besteht darüber, in welche Richtung das Verhalten der Banken durch eine Veränderung der Eigenmittelvorschriften beeinflusst wird.<sup>8</sup> Einerseits wird argumentiert, dass der Einsatz, den eine Bank zu verlieren hat, bei steigenden Eigenmitteln zunimmt. Ähnlich wie bei einer Versicherung mit Selbstbehalt haben somit Banken bei höheren Eigenmitteln einen stärkeren Anreiz, hohe Risiken zu meiden. Aufgrund dieser Argumentation würden also Eigenmittelvorschriften den einfachen Puffereffekt verstärken und insgesamt die Stabilität der Banken fördern.<sup>9</sup> Andererseits kann gezeigt werden, dass falsch bemessene Risikogewichte zu Verzerrungen in der Anlagepolitik der Banken führen. Wenn die Risikogewichte nicht die tatsächlichen Risiken einzelner Anlagen widerspiegeln, haben Banken einen Anreiz, diejenigen Anlagen zu übergewichten, welche einen zu tiefen Unterlegungssatz haben. Umgekehrt werden Anlagen mit einem relativ zum Risiko zu hohen Unterlegungssatz untergewichtet. Als Folge kann das Portfolio einer Bank riskanter werden. Dieser Portfolioeffekt kann sogar den Puffereffekt überkompensieren. Es ist somit nicht sicher, dass eine Verschärfung der Eigenmittelvorschriften die Insolvenzwahrscheinlichkeit einer Bank reduziert.<sup>10</sup>

Der Vorteil risikogewichteter Eigenmittelvorschriften gegenüber einer Gearing Ratio liegt in der Regel darin, dass deren Gewichte die tatsächlichen Risiken besser widerspiegeln als die impliziten, konstanten Gewichte der Gearing Ratio. Daraus folgt allerdings nicht, dass risikogewichtete Eigenmittelvorschriften Gearing Ratios in allen Belangen überlegen sind.

Einen Grund liefert beispielsweise Rochet (1992). Er zeigt, dass selbst «korrekte» Risikogewichte nicht hinreichend für eine Reduktion des oben erwähnten Moral Hazard sein können.<sup>11</sup> Bei sehr tiefen Niveaus des Eigenkapitals kann es nämlich vorkommen, dass eine Bank ein maximales Risiko bei minimaler Diversifikation wählt. Dies liegt an der beschränkten Haftung der Eigentümer: Während bei sehr tiefem Eigenkapital praktisch sämtliche Verluste als Folge zu hoher Risiken von den Gläubigern getragen werden, profitieren die Eigentümer im vollen Umfang von den Gewinnen, die bei höheren Risiken

7 Siehe z. B. Dewatripont und Tirole (1994) und Freixas und Rochet (1997).

8 Die z. T. stark unterschiedlichen Meinungen sind eine Folge davon, dass keine Einigkeit über die «richtige» Modellierung von Banken und von deren Risikowahrscheinlichkeiten und Zielfunktionen herrscht.

9 Siehe z. B. Furlong und Keeley (1989) und Blum (1999).

10 Siehe z. B. Kim und Santomero (1988) und Rochet (1992).

11 Korrekt in dem Sinn, dass die Gewichte jeweils proportional zu den «systematischen», d. h. nicht diversifizierbaren Risiken sind.

im Erfolgsfall anfallen. Das Muster der Auszahlungen an die Eigentümer entspricht mit anderen Worten demjenigen einer Call-Option. Aus der Optionspreistheorie ist bekannt, dass der Wert einer Option bei zunehmendem Risiko steigt. Indem die Gearing Ratio einen gewissen minimalen Eigenmittelbestand vorschreibt und dadurch garantiert, dass die Aktionäre als Eigentümer immer einen Verlust mitzutragen haben, kann sie den Anreiz der Aktionäre abschwächen, hohe Risiken zu Lasten Dritter einzugehen. Im kritischen Bereich sehr tiefer Eigenmittelausstattungen kann eine Gearing Ratio somit eine nützliche Rolle spielen.

Gearing Ratios können noch aus einem anderen Grund helfen, eine Schwachstelle von reinen risikogewichteten Vorschriften zu kompensieren. Bei risikogewichteten Vorschriften decken die Unterlegungssätze jeweils bloss die titelspezifischen Risiken ab, d.h. Aktiven, deren Wert stärkeren Schwankungen und grösserer Unsicherheit ausgesetzt ist, müssen mit mehr Eigenmitteln unterlegt werden. Neben diesen Risiken, die unmittelbar mit den einzelnen Aktiven verbunden sind, existieren jedoch Risiken, die weitgehend unabhängig von der Zusammensetzung des Portfolios sind. Zu diesen «operationellen Risiken» zählen u.a. technische und juristische Risiken.<sup>12</sup> Der Zusammenbruch eines Computersystems oder das betrügerische Verhalten eines Mitarbeiters kann zu grossen Verlusten führen, selbst wenn die Anlagen der Bank an sich wenig riskant sind. Eine Gearing Ratio kann in diesem Zusammenhang für einen minimalen Puffer sorgen, der eine Bank gegen solche unvorhergesehenen Verluste absichert.

Diese beiden positiven Eigenschaften der Gearing Ratio müssen mit den negativen Auswirkungen, die sich daraus ergeben, dass die fehlende Risikogewichtung die Bank zu einem allzu riskanten Portfolio verleitet, abgewogen werden. Eine Möglichkeit, die positiven Eigenschaften der beiden Instrumente zu verbinden, besteht darin, eine Gearing Ratio in Kombination mit einer risikogewichteten Eigenmittelvorschrift einzuführen. Eine komplementäre Anwendung von Gearing Ratio und risikogewichteten Vorschriften lässt sich grundsätzlich auf zwei Arten implementieren. Die eine Möglichkeit besteht darin, die beiden Regelungen «additiv» anzuwenden. Eine Bank muss dabei mindestens die Summe der aufgrund der Gearing Ratio und der risikogewichteten Vorschriften berechneten erforderlichen Eigenmittel halten. Dieses Vorgehen entspricht beispielsweise der bereits erwähnten, gegenwärtig vom Basler Ausschuss vorgesehenen Variante, die operationellen Risiken durch

Eigenmittel abzudecken. Die andere Möglichkeit besteht darin, die beiden Regelungen «parallel» anzuwenden. Die erforderlichen Eigenmittel werden zunächst aufgrund beider Vorschriften berechnet. Die Eigenmittel, die von der Bank mindestens gehalten werden müssen, sind gleich dem grösseren der beiden Beträge. In den USA wird die Solvenz der Banken u. a. mit einer solchen Kombination der beiden Eigenmittelquoten beurteilt.<sup>13</sup>

12 Der Basler Ausschuss definiert operationelle Risiken als «die Gefahr von unmittelbaren oder mittelbaren Verlusten, die infolge der Unangemessenheit oder des Versagens von internen Verfahren, Menschen und Systemen oder von externen Ereignissen eintreten» (Basler Ausschuss 2001).

13 Beispielsweise von der Einlagenversicherung (FDIC) zur Festlegung der Versicherungsprämien.

### 3 Empirische Untersuchungen

Aus den theoretischen Überlegungen geht hervor, dass der Einfluss von Eigenmittelvorschriften auf das Risikoverhalten der Banken und damit deren Konkurswahrscheinlichkeit nicht eindeutig ist. Ein positiver Einfluss einer Gearing Ratio auf die Stabilität der Banken ist jedoch eine notwendige Bedingung dafür, dass eine solche Vorschrift in Frage kommt. Um festzustellen, ob eine Gearing Ratio diese Bedingung erfüllt, ist man somit gezwungen, auf empirische Analysen zurückzugreifen.

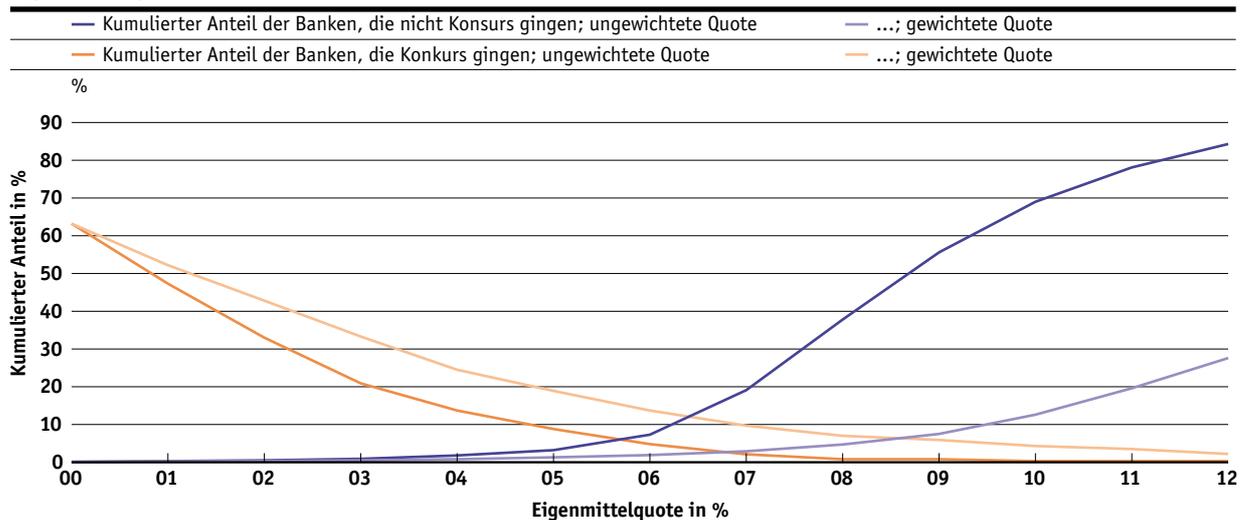
Zwei Ansätze sind in der empirischen Literatur erforscht worden. Erstens haben verschiedene Autoren den Einfluss von Änderungen der Eigenmittelquoten – und dabei insbesondere der ungewichteten Quoten – auf das Risikoprofil der Banken untersucht.<sup>14</sup> Die Schlussfolgerungen variieren je nachdem, welches Risikomass und welche Stichprobe in den einzelnen Untersuchungen verwendet wird. Wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich betont (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 1999), erlauben die Resultate dieser Studien keine abschliessende Aussage darüber, wie Banken ihre Risikoposition angesichts einer Veränderung der Höhe ihrer eigenen Mittel anpassen.

Zweitens haben Studien direkt den Zusammenhang zwischen der Eigenmittelausstattung und der Konkurswahrscheinlichkeit von Banken untersucht. Die Resultate dieser Arbeiten sind ebenfalls nicht einheitlich, doch ist die Konkurswahrscheinlichkeit im allgemeinen mit der ungewichteten Eigenkapitalquote negativ korreliert. In einigen Fällen scheinen die gewichtete und die ungewichtete Quote zudem komplementäre Informationen über den Zustand einer Bank zu enthalten.

Unter diesen Studien ist diejenige von Estrella et al. (2000) von besonderer Bedeutung, da die Autoren explizit die Aussagefähigkeit von ungewichteten und gewichteten Eigenmittelquoten miteinander vergleichen. Ihre Stichprobe umfasst alle in den USA aktiven Banken, welche bei der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) zwischen 1988 und 1992 versichert waren. Zunächst zeigen sie, dass im Beobachtungszeitraum unter den überlebenden Banken nur wenige mit tiefen Eigenmittelausstattungen zu finden sind. Bei einem Horizont von einem Jahr hatten nur 2% der Banken, die überlebten, eine ungewichtete Eigenmittelquote von weniger als 4% (siehe Grafik 3). Dieser Anteil fällt auf 0,5% bei einer Quote von weniger als 2%.

Eigenmittelquoten und Bankkonkurse, Zeithorizont 1 Jahr

Grafik 3



14 Siehe z. B. Furlong (1988), Shrieves und Dahl (1992), Aggarwal und Jacques (1998) und Rime (2001).

Estrella et al. zeigen weiter, dass bei einem Horizont zwischen einem und zwei Jahren die Konkurswahrscheinlichkeit bei steigender ungewichteter Eigenkapitalquote abnimmt. Diese Beziehung ist statistisch signifikant und relativ stabil. Die Aussagekraft variiert von Jahr zu Jahr jedoch stark: Das Pseudo-R<sup>2</sup> der Schätzung bewegt sich zwischen 0,5% und 13,5%.

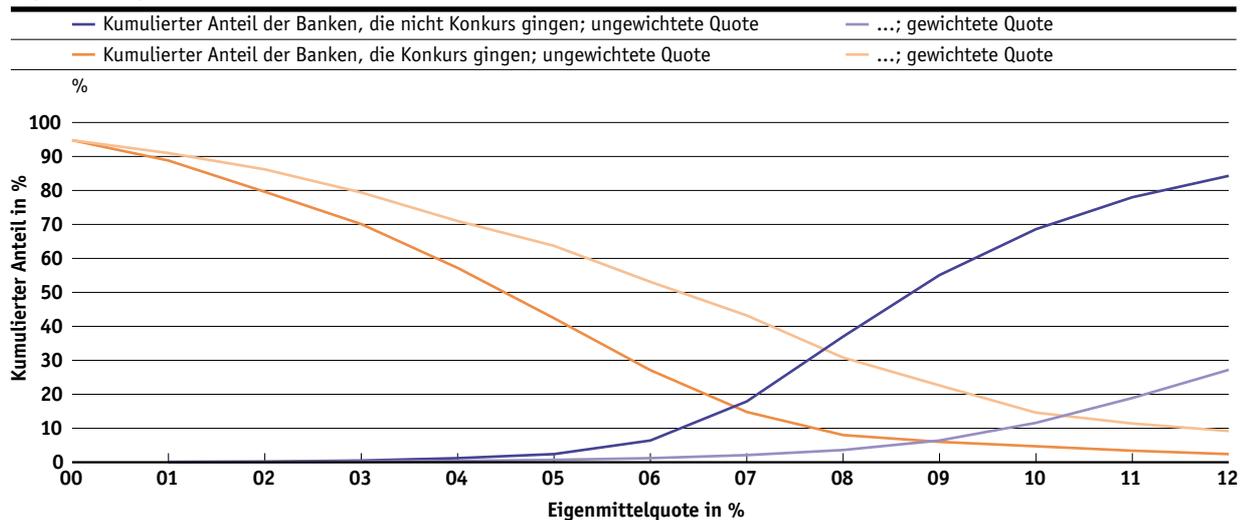
Die Autoren schätzen ausserdem den Einfluss der ungewichteten Eigenmittelquote auf die Konkurswahrscheinlichkeit der Banken, wenn gleichzeitig die gewichtete Eigenmittelquote und das Verhältnis von Eigenmitteln zu den Bruttoerträgen als erklärende Variablen in die Schätzgleichung eingehen. Die in diesem Kontext erlangten Resultate sind nuancierter. Bei einem Horizont von einem Jahr scheint die ungewichtete Quote ein informativerer Indikator für den Zustand einer Bank zu sein als die gewichtete Quote. Die Beziehung zwischen der Konkurswahrscheinlichkeit und der ungewichteten Quote ist in zwei der fünf Stichproben negativ und statistisch signifikant, während der Koeffizient der gewichteten Quote niemals signifikant verschieden von null ist. Bei einem Horizont von zwei Jahren ist die Beziehung zwischen Konkurswahrscheinlichkeit und ungewichteter Kapitalquote nur in einer von vier Stichproben negativ und signifikant. In den anderen drei Stichproben ist der Koeffizient der ungewichteten Quote signifikant positiv. Hingegen ist der Koeffizient der gewichteten Quote in allen vier Stichproben negativ und signifikant.

Diese Resultate müssen jedoch mit Vorsicht interpretiert werden, da die Korrelation zwischen den drei erklärenden Variablen relativ hoch ist («Multikollinearität»). Die Werte der Koeffizienten der drei Variablen variieren deshalb von Stichprobe zu Stichprobe stark, und der Erklärungsgehalt der Gleichung mit drei erklärenden Variablen ist nicht viel grösser als jener der Gleichung mit einer Variablen.

Die Ergebnisse von Estrella et al. deuten insgesamt darauf hin, dass die beiden Eigenmittelquoten als Indikator für die Verfassung einer Bank und demnach deren Entwicklungsperspektiven über einen Horizont von einem Jahr eine ähnliche Aussagekraft haben. Bei einer Wahrscheinlichkeit eines Fehlers erster Art – der Wahrscheinlichkeit, dass eine Bank in Schwierigkeiten nicht identifiziert wird – von 10%<sup>15</sup>, beträgt die Wahrscheinlichkeit eines Fehlers zweiter Art – der Wahrscheinlichkeit, dass eine gesunde Bank fälschlicherweise als problematisch eingestuft wird – bei der ungewichteten Kapitalquote 2,9% und bei der gewichteten 2,8%. Im Gegensatz dazu erweist sich die ungewichtete Eigenmittelquote bei einem längeren Zeithorizont als dürftiger Indikator für die Gesundheit einer Bank. Bei einem Horizont von zwei Jahren beträgt der Fehler zweiter Art über 30% bei der ungewichteten Quote gegenüber weniger als 10% bei der gewichteten Quote (siehe Grafik 4).

Eigenmittelquoten und Bankkonkurse, Zeithorizont 2 Jahre

Grafik 4



15 Dies entspricht bei einem Horizont von einem Jahr (zwei Jahren) einer ungewichteten Eigenmittelquote von 4,8% (7,7%) und einer gewichteten Quote von 6,9% (11,6%).

Thomson (1991) und Hwang et al. (1997) stützen sich auf Daten über Bankkonkurse in den USA während der Achtzigerjahre. Um ein Prognosemodell für Bankinsolvenzen zu erhalten, schätzt Thomson den Einfluss verschiedener Variablen auf die Konkurswahrscheinlichkeit der Banken bei einem Zeithorizont zwischen einem halben und vier Jahren.<sup>16</sup> Die Beziehung zwischen der Konkurswahrscheinlichkeit und der ungewichteten Eigenmittelquote ist bei einem Zeithorizont von 0,5 bis 2,5 Jahren negativ und signifikant. Das Vorzeichen des Koeffizienten wird jedoch signifikant positiv, wenn ein Zeithorizont von 3,5 bis 4 Jahre betrachtet wird. Hwang et al. schätzen in vier verschiedenen einjährigen Stichproben die Prognosefähigkeit von 18 Variablen. Der Prognosehorizont beträgt ein Jahr und die berücksichtigten Variablen umfassen unter anderem die gewichtete und die ungewichtete Kapitalquote. Der Erklärungsgehalt des Modells ( $R^2$ ) schwankt zwischen 78% und 92%. Ihre Resultate deuten darauf hin, dass die ungewichtete Kapitalquote über einen Horizont von einem Jahr in jeder der vier jährlichen Regressionen negativ und signifikant mit der Konkurswahrscheinlichkeit korreliert ist. Der Koeffizient der gewichteten Quote hingegen ist nur in der Stichprobe von 1987 negativ und statistisch signifikant. Für jenes Jahr enthalten also die gewichtete und die ungewichtete Eigenmittelquote komplementäre Informationen über den Zustand der Banken: Gegeben eine gewichtete Quote nimmt die Konkurswahrscheinlichkeit einer Bank mit steigender Verschuldung zu. In den anderen Stichproben scheint hingegen die gewichtete Kapitalquote keine Prognosefähigkeit zu besitzen.

Schliesslich haben andere Autoren, insbesondere Avery und Berger (1991) und Peek und Rosengren (1996, 1997), die Rolle von Gearing Ratios in der Bankenregulierung untersucht. Avery und Berger vergleichen die Strenge der alten und der neuen Eigenmittelvorschriften in den USA während der Periode zwischen 1982 und 1989. Sie betonen insbesondere, dass die ungewichtete Kapitalquote in Kombination mit gewichteten Eigenmittelvorschriften eine wichtige Rolle spielen kann, wenn diese so hoch angesetzt ist, dass sie für die Banken bindend ist. Peek und Rosengren ermitteln die Leistung verschiedener Kapitalkennzahlen als Frühindikatoren. Sie deuten darauf hin, dass sich während der Bankenkrise in Neuengland Ende der Achtzigerjahre und Anfang der Neunzigerjahre eher die Gearing Ratio als die gewichteten Eigenmittelvorschriften als bindend herausgestellt hat. Für dieselbe Periode stellen sie jedoch fest, dass 80% der insolventen Banken zwei Jahre vor ihrem Konkurs gemessen an den Kriterien des FDICIA<sup>17</sup> – d. h. gemäss gewichteten und ungewichteten Eigenmittelquoten – gut kapitalisiert waren. Ein Jahr vor dem Konkurs galten immer noch 30% der später insolventen Banken als gut kapitalisiert.

Zusammenfassend belegen mehrere empirische Studien eine negative statistische Beziehung zwischen der ungewichteten Eigenmittelquote und der Konkurswahrscheinlichkeit einer Bank. Vor allem über kurze Zeithorizonte scheint die ungewichtete Eigenmittelquote ein nützlicher Indikator für die Gesundheit und somit für die Entwicklungsperspektiven einer Bank zu sein. Die Information, die eine ungewichtete Kapitalquote liefert, scheint zudem in einigen Fällen die Information aus der gewichteten Kapitalquote sinnvoll zu ergänzen. Über einen längeren Zeithorizont liefert die ungewichtete Quote jedoch keine wesentliche zusätzliche Information. In diesem Fall ist ihre Rolle als Frühindikator von Bankproblemen gering.

16 Die Prognosefähigkeit des Modells ist hoch: Der Anteil der falsch eingeschätzten Banken (Fehler erster und zweiter Art) variiert je nach Jahr zwischen 7% und 18%.

17 Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act von 1990.

## 4 Schlussbemerkungen

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Gearing Ratios eine mögliche Ergänzung zu risikogewichteten Vorschriften darstellen können, um die Stabilität der Banken zu erhöhen. Zum einen wird mit einer Gearing Ratio ein minimaler Eigenmittelbestand vorgeschrieben, der garantiert, dass die Aktionäre immer einen Verlust mitzutragen haben. Dadurch können die Anreize gemindert werden, dass die Banken übermässige Risiken eingehen. Zum andern ist eine Gearing Ratio dazu geeignet, diejenigen Risiken abzudecken, welche nicht direkt von der Zusammensetzung des Bankportfolios abhängen («operationelle Risiken»). Da eine Gearing Ratio auch dazu führen kann, dass eine Bank ein riskanteres Portfolio wählt, sollte sie jedoch nicht als Ersatz, sondern als Ergänzung zu den heute üblichen risikogewichteten Eigenmittelvorschriften betrachtet werden.

Die empirische Evidenz deutet insgesamt darauf hin, dass Gearing Ratios die Banken sicherer machen. Der Risikoanreizeffekt, welcher aufgrund der theoretischen Literatur nicht eindeutig bestimmbar ist, scheint in die erwünschte Richtung zu gehen, d.h. die Konkurswahrscheinlichkeit einer Bank ist bei einer höheren ungewichteten Eigenkapitalquote tendenziell tiefer. Ausserdem scheint die Gearing Ratio in der kurzen und mittleren Frist besser über die zukünftige Verfassung einer Bank Auskunft zu geben als die risikogewichtete Eigenmittelquote. Die Gearing Ratio liefert damit zusätzliche Informationen für die Beurteilung einer Bank.

Die Feststellung, dass eine Gearing Ratio tendenziell eine Reduktion der Konkurswahrscheinlichkeit im Bankensektor erlaubt, stellt indessen nur eine notwendige Bedingung dar, damit eine Gearing Ratio als Regulierungsinstrument in Betracht gezogen werden kann. Das Ziel der Regulierung besteht nicht darin, die Konkurswahrscheinlichkeit im Bankensektor auf null zu reduzieren, sondern dafür zu sorgen, dass der Bankensektor volkswirtschaftlich optimal funktioniert. Der volkswirtschaftliche Nutzen, den eine Reduktion der Insolvenzrisiken liefert, muss daher den Kosten, welche durch die Regulierung entstehen, gegenüber gestellt werden. Die Kosten können beispielsweise darin bestehen, dass die Regulierung die Kapitalkosten erhöht und somit sowohl die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Banken beeinträchtigt als auch die Kredite verteuert.<sup>18</sup> Die Gefahr einer Überregulierung, d.h. einer zu hoch angesetzten Gearing Ratio, ist dabei genauso zu berücksichtigen wie diejenige einer unzureichenden Regulierung.

18 Siehe insbesondere Hancock und Wilcox (1994) und Keeley (1988) für eine Abschätzung des Einflusses von Eigenmittelvorschriften auf die Bankkredite.

## Literaturverzeichnis

- Aggarwal, Raj, und Kevin T. Jacques. 1998. Assessing the Impact of Prompt Corrective Action on Bank Capital and Risk. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 4(3): 23–32.
- Avery, Robert B., und Allen N. Berger. 1991. Risk-based Capital and Deposit Insurance Reform. *Journal of Banking and Finance* 15: 847–874.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich. 1999. Capital Requirements and Bank Behaviour: The Impact of the Basle Accord. *Basle Committee on Banking Supervision Working Papers* 1.
- Basler Ausschuss für Bankenaufsicht. 2001. The New Basel Capital Accord. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.
- Blum, Jürg. 1999. Do Capital Adequacy Requirements Reduce Risks in Banking? *Journal of Banking and Finance* 23: 755–771.
- Dewatripont, Mathias, und Jean Tirole. 1994. *The Prudential Regulation of Banks*. Cambridge: MIT Press.
- Estrella, Arturo, Sangkyun Park und Stavros Peristiani. 2000. Capital Ratios as Predictors of Bank Failure. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* (Juli): 33–51.
- Freixas, Xavier, und Jean-Charles Rochet. 1997. *Microeconomics of Banking*. Cambridge: MIT Press.
- Furlong, Frederick, und Michael Keeley. 1989. Capital Regulation and Bank Risk-Taking: A Note. *Journal of Banking and Finance* 13: 883–891.
- Furlong, Frederik F. 1988. Changes in Bank Risk-Taking. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*.
- Hancock, Diana, und James A. Wilcox. 1994. Bank Capital and the Credit Crunch: The Roles of Risk-Weighted and Unweighted Capital Regulations. *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association* 22: 59–93.
- Hwang, Dar-Yeh, Lee F. Cheng und Thomas K. Liaw. 1997. Forecasting Bank Failures and Deposit Insurance Premium. *International Review of Economics and Finance* 6(3): 317–334.
- Keeley, Michael C. 1988. Bank Capital Regulation in the 1980s: Effective or Ineffective? *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review* 0(1): 3–20.
- Kim, Daesik, und Anthony Santomero. 1988. Risk in Banking and Capital Regulation. *Journal of Finance* 43: 1219–1233.
- Neukomm, Hans. 1999. Die optimale Eigenmittelhaltung einer Bank. *Schweizerische Nationalbank. Quartalsheft* 1: 44–65.
- Peek, Joe, und Eric S. Rosengren. 1996. The Use of Capital Ratios to Trigger Intervention in Problem Banks: Too Little, Too Late. *Federal Reserve Bank of Boston. New England Economic Review* (September/Okttober): 49–57.
- Peek, Joe, und Eric S. Rosengren. 1997. How Well Capitalized Are Well-Capitalized Banks? *Federal Reserve Bank of Boston. New England Economic Review* (September/Okttober): 41–50.
- Rime, Bertrand. 2001. Capital Requirements and Bank Behaviour: Empirical Evidence for Switzerland. *Journal of Banking and Finance* 25: 789–805.
- Rochet, Jean-Charles. 1992. Capital Requirements and the Behavior of Commercial Banks. *European Economic Review* 36: 1137–1178.
- Shrieves, Ronald E., und Drew Dahl. 1992. The Relationship Between Risk and Capital in Commercial Banks. *Journal of Banking and Finance* 16(2): 439–457.
- Thomson, James B. 1991. Predicting Bank Failures in the 1980s. *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Review* (erstes Quartal): 9–20.





## Totalrevision des Nationalbankgesetzes – Stellungnahme der SNB

Im März 2001 eröffnete das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) ein Vernehmlassungsverfahren zur Totalrevision des Nationalbankgesetzes (NBG). Das geltende Nationalbankgesetz stammt aus dem Jahre 1953 und wurde seither nur partiell revidiert. Viele Bestimmungen sind deshalb nicht mehr zeitgemäss. Zudem drängten sich im Anschluss an die Nachführung des Verfassungsartikels über die Geld- und Währungspolitik (Art. 99 BV) Anpassungen auf Gesetzesstufe auf. Aus diesen Gründen war eine Totalrevision des Nationalbankgesetzes angebracht. Das EFD beauftragte eine Expertengruppe bestehend aus Mitgliedern der Eidg. Finanzverwaltung, der Schweizerischen Nationalbank sowie externen Experten, eine Reformvorlage auszuarbeiten.

Die Nationalbank befürwortet in ihrer Stellungnahme an das EFD die geplante Modernisierung des Notenbankgesetzes. Sie erachtet den von der Expertengruppe erarbeiteten Gesetzesentwurf als taugliche Grundlage für die Botschaft an das Parlament. Die SNB begrüsst insbesondere die vorgeschlagene Präzisierung des Notenbankauftrages, die Konkretisierung der Unabhängigkeit und die Schaffung einer klaren gesetzlichen Grundlage für die Bildung von Rückstellungen zum Aufbau von Währungsreserven. Die vorgesehene Straffung der Organisationsstruktur erachtet sie als unerlässlich für die effiziente Führung der Bank.

Die Ausrichtung der Geldpolitik auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität gehört zu den Wesensmerkmalen eines modernen Zentralbankgesetzes. Der Zusatz im gesetzlichen Auftrag, dass die SNB die konjunkturelle Entwicklung zu beachten habe, ist sinnvoll und entspricht bewährter Praxis.

Nach Auffassung der SNB ist die verfassungsrechtlich verankerte Unabhängigkeit im Gesetzesentwurf sachgerecht konkretisiert, indem die Bank und ihre Organe frei von Weisungen handeln können. Neben der funktionellen müssen indessen auch die institutionelle und die finanzielle Unabhängigkeit der SNB gesetzlich solide abgestützt sein. In diesem Zusammenhang spricht sich die SNB für die Beibehaltung der Rechtsform der Aktiengesellschaft aus. Die SNB stellt sich auch klar hinter die Rechenschafts- und Informationspflichten, die im neuen Nationalbankgesetz näher umschrieben werden sollen.

Die von der Expertengruppe vorgeschlagene Abschaffung nicht mehr benötigter Notenbankinstrumente wird von der SNB vollumfänglich unterstützt.

Bei der Mindestreserveregelung, die an die Stelle der geforderten Kassenliquidität der Banken treten soll, möchte die SNB prüfen lassen, ob der Geltungsbereich allenfalls durch Verordnung auf Emittenten von elektronischem Geld sowie weitere Emittenten von Zahlungsmitteln ausgedehnt werden könnte. In Anbetracht des raschen Wandels auf den Finanzmärkten könnte der Kreis der mindestreservepflichtigen Unternehmen mit dem Begriff «Bank» dereinst zu eng gefasst sein.

Die SNB tritt ausserdem dafür ein, dass die verfassungsrechtliche Vorschrift, wonach aus den Nationalbankerträgen Rückstellungen zum Aufbau von Währungsreserven gebildet werden, im Gesetz hinreichend konkretisiert wird. In der Frage, wer über die Höhe der erforderlichen Rückstellungen entscheiden soll, spricht sich die SNB nicht wie die Expertengruppe für das Direktorium, sondern für den Bankrat als zuständiges Organ aus. Eine breitere Abstützung dieses für die Gewinnermittlung bedeutsamen Entscheides ist wünschbar und entspricht der Absicht, den Bankrat als Aufsichtsgremium aufzuwerten.

Schliesslich befürwortet die SNB die im Gesetzesentwurf vorgesehene Straffung der Organisationsstruktur. Es ist für eine effiziente Führung der Bank unerlässlich, dass die Zahl der Organe reduziert und ihr Zusammenspiel optimiert wird. Eine wichtige Voraussetzung hierzu bildet die zahlenmässige Verkleinerung des Bankrats. Hier möchte die SNB noch einen Schritt weiter gehen als die Expertengruppe; sie erachtet eine Zahl von 11 (statt wie vorgeschlagen 15) Mitgliedern für den künftigen Bankrat als angemessen. Damit würde die Verantwortung der einzelnen Bankräte in der Entscheidungsbildung gestärkt und die Arbeitseffizienz des Gremiums erhöht.

Im Kontext der geplanten organisatorischen Straffung sollte Vorsorge getroffen werden, dass die Notenbank ausreichend in den Regionen verankert bleibt. Die SNB schlägt deshalb vor, die regionale Präsenz der Nationalbank zum Zweck der Wirtschaftsbeobachtung und Kontaktpflege als wichtiges Anliegen im Gesetz sichtbar zu machen. Insbesondere spricht sich die SNB dafür aus, dass die Wirtschaftsbeobachtung in den Regionen von Beiräten an den einzelnen Bankstellen begleitet und unterstützt werden kann. Diese regionalen Beiräte würden an die Stelle der heutigen Lokalkomitees treten und vom Bankrat eingesetzt.

## Senkung des Zielbandes für den Dreimonate-Libor

Am 17. September 2001 senkte die Nationalbank das Zielband für den Dreimonate-Libor um 0,5 Prozentpunkte auf 2,25%–3,25%. Sie schloss sich damit den Zinssenkungen der amerikanischen Notenbank und der Europäischen Zentralbank an.

Am 24. September 2001 reduzierte die Nationalbank das Zielband für den Dreimonate-Libor nochmals um 0,5 Prozentpunkte auf 1,75%–2,75%. Sie reagierte damit auf die rasche und starke Höherbewertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro.



**Herausgeber**

Schweizerische Nationalbank  
Bereich Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach  
8022 Zürich

**Gestaltung**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

**Satz**

typolitho ag, Zürich

**Druck**

Waser Druck AG, Buchs (ZH)

**Copyright**

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet  
Belegexemplare erwünscht

**Abonnemente**

Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer Sprache (ISSN 1423-3797). Es kann beim Zürichsee Zeitschriftenverlag, Postfach, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa, Telefon 01 928 55 25, Telefax 0848 80 55 20, abonniert werden.

**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.  
Postkonto 80-148-3

**Internet**

<http://www.snb.ch>



