

# Entkoppelung der Mieten vom Hypozins: Implikationen der Mietrechtsrevision für die Geldpolitik

Peter Stalder, Forschung, Schweizerische Nationalbank, Zürich

## Einleitung

National- und Ständerat haben im Dezember 2002 nach jahrelangem Seilziehen eine grundlegende Revision des Mietrechts verabschiedet. Sie stellte einen indirekten Gegenvorschlag zur Volksinitiative des Mieterverbandes «Ja zu fairen Mieten» dar, die in der Abstimmung vom 18. Mai dieses Jahres von Volk und Ständen verworfen wurde. Während die Initiative eine Anpassung der Mieten an einen geglätteten Hypothekarzins vorgesehen hätte, entkoppelt die vorgeschlagene Gesetzesrevision die Mieten vollständig von den Hypozinsen und bindet diese stattdessen an den Landesindex der Konsumentenpreise (LIK). Der Vermieter kann die allgemeine Teuerung alljährlich auf die Mieten überwälzen, wobei der Aufschlag den durchschnittlichen Anstieg der Konsumentenpreise der letzten zwei Jahre nicht übersteigen darf. Daneben können Mietzinserhöhungen auch anders, z. B. mit wertsteigernden Investitionen, begründet werden. Als zweiter Pfeiler des neuen Mietrechts soll vom Bundesrat eine Statistik von Vergleichsmieten erstellt werden. Auf Basis dieser Statistik entscheiden die Schlichtungsstellen darüber, ob ein Mietzins missbräuchlich ist. Liegt der bei Vertragsabschluss vereinbarte Mietzins mehr als 15 Prozent über dem Preis einer gemäss Statistik vergleichbaren Wohnung, so kann er vom Mieter nachträglich angefochten werden. Die Mieter haben auch während der Vertragsdauer jederzeit die Möglichkeit, den Mietzins daraufhin überprüfen zu lassen, ob er die Obergrenze (Vergleichsmiete plus 15 Prozent) überschreitet und damit missbräuchlich ist. Wechselt eine Liegenschaft die Hand, darf der Erwerber den Mietzins an die zulässige Obergrenze heranführen, wobei der Aufschlag auf maximal 10 Prozent pro Jahr begrenzt ist.<sup>1</sup>

Bereits vor der Abstimmung über die Initiative «Ja zu fairen Mieten» hat der Mieterverband gegen das neue Mietrecht das Referendum ergriffen. Zum einen drohe die Gefahr einer Mietzinsspirale. Zum andern sei der Kündigungsschutz nicht verbessert worden. Die Referendumsabstimmung wird voraussichtlich im Februar 2004 stattfinden.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht besonders relevant am neuen Mietrecht ist die Bestimmung, die Mieten künftig nicht mehr an die Hypozinsen, sondern an den LIK zu koppeln. Obwohl eine solche Indexierung kaum als Annäherung an das von vielen Ökonomen geforderte Prinzip der Marktmiete betrachtet werden kann, sind im Vergleich zum geltenden Mietrecht verschiedene Vorteile unverkennbar:

- Erstens verlagert sich das Zinsrisiko vom Mieter auf den Vermieter, wo es grundsätzlich besser aufgehoben ist. So würden sich z. B. steigende Hypozinsen nicht mehr in einer Realeinkommenseinbusse der Wohnungsmieter, sondern in einer Ertragsminderung der Wohnbauinvestitionen niederschlagen. Längerfristig könnte die höhere Volatilität des Investitionsertrages allerdings dazu führen, dass in die Mieten eine Risikoprämie eingerechnet wird. Dies dürfte für die Mieter jedoch akzeptabel sein, weil sie im Gegenzug von stabileren Mietzinsen profitieren.
- Zweitens ist vom neuen Mietrecht eine gewisse Verstetigung der Entwicklung der Konsumentenpreise insgesamt zu erwarten. Unter der geltenden Regelung führen die in Hochkonjunkturphasen steigenden Hypozinsen jeweils zu starken Mietzinsaufschlägen, was bei einem Gewicht der Wohnungsmieten im LIK von rund 20% die Konsumteuerung insgesamt zusätzlich antreibt. Bei einer Bindung der Mieten an den LIK werden solche Verstärkerwirkungen auf die Konsumteuerung durch die Mietpreise wegfallen.
- Drittens verspricht das neue Mietrecht eine Effizienzsteigerung der Geldpolitik. Wird die Geldpolitik zur Inflationsbekämpfung gestrafft, ziehen die höheren Kurzfristzinsen im Allgemeinen auch einen Anstieg der Hypozinsen nach sich. Unter dem geltenden Mietrecht gesellt sich zu den gewünschten inflationssenkenden Effekten einer Zinsanhebung (Frankenaufwertung, Dämpfung der aggregierten Nachfrage) ein störender Gegeneffekt in Form der Überwälzung der steigenden Hypozinsen auf die Mieten. Dieser Mechanismus, der die Wirksamkeit der Geldpolitik in der kurzen Frist spürbar beeinträchtigt, würde mit der neu vorgeschlagenen Bindung der Mieten an den LIK ausgeschaltet, so dass bei einer Straffung der Geldpolitik mit einem rascheren Inflationsrückgang gerechnet werden kann.

Die vorliegende Untersuchung beschäftigt sich mit dem dritten Aspekt des neuen Mietrechts. Insbesondere geht sie den daraus resultierenden Wirkungen auf den monetären Transmissionsmechanismus nach. Anhand von Simulationen mit dem ökonometrischen Makromodell der SNB wird gezeigt, wie sich der geldpolitische Transmissionsmechanismus mit einer alternativen Koppelung der Mieten an die Entwicklung des LIK voraussichtlich verändern wird. Nicht Gegenstand dieser Arbeit ist eine umfassende volkswirtschaftliche Beurteilung des neuen Gesetzes nach wohlfahrtsökonomischen Kriterien. Somit lassen die

<sup>1</sup> Vgl. Fontana (2003) und Bundesrat (1999).

Ergebnisse keine Einschätzung darüber zu, ob das neue Mietrecht der geltenden Regelung aus gesamtwirtschaftlicher Optik vorzuziehen ist.

Der Aufsatz ist wie folgt gegliedert: Im ersten Abschnitt wird in knapper Form die Grundstruktur des Makromodells skizziert. Der zweite Abschnitt geht etwas detaillierter auf die Gleichungen für die Hypozinsen und die Wohnungsmieten ein. Dabei wird auch die häufig geäusserte Behauptung überprüft, dass Hypozinserhöhungen unter dem geltenden Mietrecht regelmässig zu spürbaren Mietaufschlägen führten, während sinkende Hypozinsen nur unvollständig an die Mieter weitergegeben würden. Im dritten Abschnitt wird gezeigt, wie sich eine geldpolitische Straffung unter dem geltenden Mietrecht auf das Bruttoinlandprodukt (BIP), seine verwendungsseitigen Komponenten, die Wohnungsmieten und die allgemeine Konsumsteuerung auswirkt (geldpolitischer Transmissionsmechanismus). Dieser Basissimulation wird eine Alternativsimulation gegenübergestellt, in der bei sonst identischen Annahmen die Mietpreise an die Entwicklung des LIK gekoppelt sind. Im vierten Abschnitt werden die Hauptergebnisse der Studie zusammengefasst.

## 1 Grundstruktur des Modells

Das den nachfolgenden Simulationen zugrundeliegende Makromodell besteht aus 30 Verhaltensgleichungen.<sup>2</sup> Ein erster Modellblock enthält die Gleichungen für die Komponenten der aggregierten Nachfrage. Die Konsumnachfrage hängt vom verfügbaren Haushaltseinkommen und vom Realzins ab. Die Wohnbauinvestitionen werden neben der Einkommens- und der Bevölkerungsentwicklung von einem Rentabilitätsindikator beeinflusst, welcher Baupreise, Mieten und Langfristzinsen einschliesst. Die Ausrüstungsinvestitionen sind durch die Kapazitätsauslastung und das Faktorpreisverhältnis bestimmt. Die Exporte und Importe hängen von der ausländischen bzw. schweizerischen Wirtschaftsaktivität und einem Mass für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit schweizerischer Anbieter ab. In der Summe ergibt sich aus den Komponenten der aggregierten Nachfrage einschliesslich der exogenen Staatsausgaben das BIP.

Das auf diese Weise nachfrageseitig bestimmte BIP wird im Angebotsblock des Modells mit dem Potenzialoutput der Wirtschaft konfrontiert. Daraus leitet sich einerseits ein Mass für die Anspannung des Gütermarktes ab (Kapazitätsauslastung), das im Nachfrageblock des Modells auf die Investitionstätigkeit zurückwirkt. Andererseits ergibt sich über die Produktionsfunktion die Arbeitsnachfrage, die auf dem Arbeitsmarkt auf ein bestimmtes Arbeitsangebot trifft. Aus dieser Gegenüberstellung resultiert ein Mass für die Anspannung des Arbeitsmarktes. Die beiden Anspannungsmasse stellen im Modell die treibenden Kräfte der Lohn-Preis-Dynamik dar. Ein langfristiges Gleichgewicht mit einer stabilen Inflationsrate ist durch eine gewisse Unterauslastung der Produktionsfaktoren charakterisiert (NAIRU-Konzept<sup>3</sup>).

Im monetären Modellblock schliesslich werden verschiedene Zinssätze sowie der Wechselkurs des Frankens bestimmt. Der Kurzfristzins (3M-Libor) wird von der Geldpolitik in Abhängigkeit der schweizerischen Konjunkturlage und der Entwicklung des Frankenkurses gesteuert. Die schweizerischen Langfristzinsen unterliegen dem internationalen Zinszusammenhang und werden zudem von den schweizerischen Kurzfristzinsen beeinflusst. Die Hypozinsen reagieren auf die schweizerischen Kurz- und Langfristzinsen. Die Wechselkursbewegungen des Frankens zum Euro werden mit dem relativen Restriktionsgrad der Geldpolitik erklärt. Der monetäre Modellblock übernimmt im Gesamtmodell die Rolle eines Stabilisators. Falls z. B. ein positiver Nachfrageschock bei einem unveränderten 3M-Libor ein

<sup>2</sup> Das Gesamtmodell ist in Stalder (2001) dargestellt.

<sup>3</sup> Vgl. Layard, Nickel und Jackman (1991).

überbordendes BIP-Wachstum und damit eine unerwünschte Inflationszunahme zur Folge hätte, reagiert die Geldpolitik mit einer Straffung. Dies bewirkt über erhöhte Zinsen eine Dämpfung der inländischen Konsum- und Investitionsnachfrage. Zugleich induziert die restriktive Geldpolitik eine Frankenaufwertung, welche über den Aussenhandel ebenfalls negativ auf die aggregierte Nachfrage zurückwirkt. Die inflationsdämpfende Wirkung der geldpolitischen Straffung wird unter dem geltenden Mietrecht dadurch beeinträchtigt, dass die steigenden Hypozinsen zu einer erhöhten Mietteuerung führen.

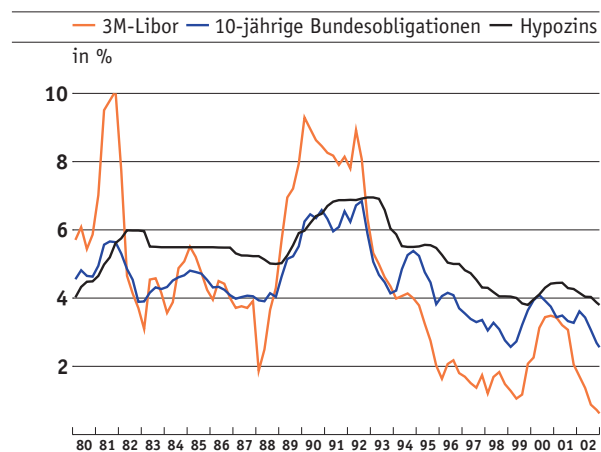
Die Mietpreise spielen im Inflationsprozess insofern eine wichtige Rolle, als sie einen Keil zwischen die für den Unternehmungssektor relevanten Absatzpreise und die für die Lohnempfänger massgebenden Konsumentenpreise treiben und so einen inflationären Einkommenskonflikt auslösen können. Da sich die Lohnbildung relativ stark an der Entwicklung der Konsumentenpreise ausrichtet, lässt ein durch erhöhte Mieten ( $ph$ ) verursachter Anstieg der Konsumentenpreise ( $pc$ ) die Löhne ( $w$ ) im Verhältnis zu den Absatzpreisen der Unternehmungen ( $p$ ) ansteigen, was einer Rentabilitätsverschlechterung im Unternehmungssektor gleichkommt (der produktionsseitige Reallohn  $w/p$  steigt). Da aber die Löhne nur teilweise an die erhöhten Konsumentenpreise angeglichen werden, haben gleichzeitig auch die Arbeitnehmer eine Realeinkommenseinbusse zu erleiden (der konsumseitige Reallohn  $w/pc$  fällt). Auf den Anstieg des produktionsseitigen Reallohns reagieren die Unternehmungen mit Preiserhöhungen, während die Arbeitnehmer die Verschlechterung ihrer realen Einkommensposition mit erhöhten Lohnforderungen auszugleichen versuchen. Bei einer akkommodierenden Geldpolitik würde durch diesen Verteilungskonflikt eine Teuerungsspirale in Gang gesetzt. Ist die in diesem Gedankenexperiment angenommene Erhöhung der Wohnungsmieten allerdings durch eine Straffung der Geldpolitik verursacht, so steht dem durch den Mietzinsanstieg bedingten Teuerungsdruck eine Dämpfung der allgemeinen Wirtschaftsaktivität gegenüber. Durch den mässigenden Einfluss der tieferen Kapazitätsauslastung auf die Preissetzung bzw. der erhöhten Arbeitslosigkeit auf die Lohnforderungen wird die Inflationsrate letztlich gesenkt. Der Inflationsabbau wird aber durch den gegenläufigen Einfluss der steigenden Wohnungsmieten auf die Lohn- und Preisbildung gehemmt.

## 2 Modellierung der Hypozinsen und Wohnungsmieten

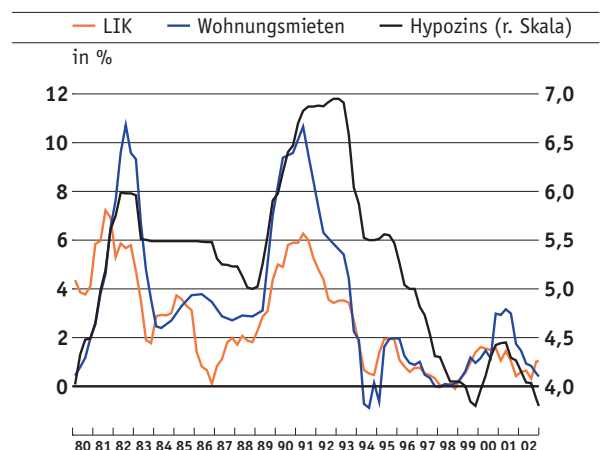
Grafik 1 zeigt die Entwicklung der Kurzfristzinsen (3M-Libor), der Langfristzinsen (10-jährige Bundesobligationen) und der Hypozinsen (Althypotheken) in der Periode 1980q1–2003q1. Die Hypozinsen liegen im Allgemeinen um etwa einen Prozentpunkt über den Langfristzinsen. Im Verlauf folgen sie mit einer gewissen Trägheit den Kurz- und Langfristzinsen. Aus Grafik 2 ist ersichtlich, dass die Mietteuerung meistens etwas über der am LIK gemessenen allgemeinen Konsumteuerung liegt und deutlich volatiler als diese ist. Für die Schwankungen der Mietteuerung in Relation zur allgemeinen Konsumteuerung scheinen die Hypothekarzinsen verantwortlich zu sein.

Die aufgrund der beiden Grafiken zu vermutenden Zusammenhänge werden durch die ökonometrischen Gleichungsschätzungen für den Hypozins und die Mietteuerung bestätigt.

Zinsentwicklung Grafik 1



Konsum- und Mietteuerung, Hypozins Grafik 2



## Gleichung für die Hypozinsen Box 1

$$(1) \quad \Delta r_{hypo_t} = b_1 \Delta r_{t-1} + b_2 \Delta r_{s_{t-1}} - \gamma (r_{hypo_{t-1}} - \alpha - \beta_1 r_{t-2} - \beta_2 r_{s_{t-2}})$$

*r<sub>hypo</sub>*: Zins für Althypotheken in %  
*rl*: Rendite 10-jähriger Bundesobligationen in %  
*rs*: 3M-Libor in %

Schätzperiode: 1981q1–2002q4

$R^2 = 0,729$  Durbin-Watson = 1,800

Standardfehler der Gleichung = 0,0844

Parameterschätzungen (Standardfehler):

$b_1 = 0,1946$ (0,0378)	$\beta_1 = 0,6344$ (0,1154)
$b_2 = 0,0509$ (0,0123)	$\beta_2 = 0,1882$ (0,0546)
$\gamma = 0,1892$ (0,0256)	$\alpha = 1,6143$ (0,4019)

Die Hypozinsen hängen in Form einer Fehlerkorrekturgleichung von den Lang- und Kurzfristzinsen ab (Box 1). Eine Erhöhung der Langfristzinsen (Kurzfristzinsen) um einen Prozentpunkt hat kurzfristig (im folgenden Quartal) eine Anhebung der Hypozinsen um  $b_1 = 0,1946$  ( $b_2 = 0,0509$ ) Prozentpunkte zur Folge. Die entsprechenden Langfristwirkungen sind mit  $\beta_1 = 0,6344$  ( $\beta_2 = 0,1882$ ) deutlich stärker. Das langfristige Gleichgewicht ist durch die Beziehung

$$r_{hypo} = 1,6143 + 0,6344 rl + 0,1882 rs$$

definiert. Abweichungen der Hypozinsen von dieser Gleichgewichtsbeziehung werden mit einer Rate von 18,92% pro Quartal abgebaut (Fehlerkorrekturparameter  $\gamma$ ). Der Fit der Gleichung ist mit einem Standardfehler von 0,0844 Prozentpunkten und einem  $R^2$  von 0,729 (in Bezug auf die quartalsmässige Veränderung der Hypozinsen) als gut zu bezeichnen.

Der Zusammenhang zwischen den Mietpreisen, der allgemeinen Konsumteuerung (LIK) und den Hypozinsen ist ebenfalls in Form einer Fehlerkorrekturgleichung spezifiziert (Box 2). Eine Erhöhung der Hypozinsen um einen Prozentpunkt hat kurzfristig (im laufenden Quartal) einen Mietzinsanstieg von 2,3299% zur Folge ( $b_2$ ). Die allgemeine Konsumteuerung wird kurzfristig zu einem Anteil von rund 26% auf die Mieten überwältigt ( $b_1$ ). Die Langfristelastizität der Mieten in Bezug auf den LIK ist auf  $\beta_1 = 1,0$  restringiert, da eine freie Schätzung dieses Parameters nur unwesentlich von diesem Wert abweicht. Das langfristige Gleichgewicht ist durch die Beziehung

$$\ln(ph) = 0,3693 + \ln(pc) + 4,9229 r_{hypo} + 0,00326 t$$

definiert. Bei unveränderten Hypozinsen steigen die Mieten langfristig um 0,326% pro Quartal stärker an

als die Konsumentenpreise insgesamt ( $\beta_3$ ). Eine Erhöhung der Hypozinsen um einen Prozentpunkt zieht langfristig eine Anhebung des Mietzinsniveaus von 4,9229% nach sich ( $\beta_2$ ). Abweichungen der Mieten von dieser langfristigen Normalbeziehung werden mit einer Rate von gut 17% pro Quartal abgebaut (Fehlerkorrekturparameter  $\gamma$ ). Der Fit der Gleichung ist mit einem Standardfehler von 0,343 Prozentpunkten und einem  $R^2$  von 0,839 (in Bezug auf die quartalsmässige Veränderung der Mieten) als gut zu bezeichnen.

## Gleichung für die Wohnungsmieten Box 2

$$(2) \quad \Delta \ln(ph_t) = b_1 \Delta \ln(pc_t) + b_2 \Delta r_{hypo_t} + b_3 \Delta \ln(ph_{t-1}) - \gamma (\ln(ph_{t-1}) - \alpha - \beta_1 \ln(pc_{t-1}) - \beta_2 r_{hypo_{t-1}} - \beta_3 t)$$

*ph*: Wohnungsmieten  
*pc*: Landesindex der Konsumentenpreise  
*r<sub>hypo</sub>*: Zins für Althypotheken/100

Schätzperiode: 1981q1–2002q4

$R^2 = 0,839$  Durbin-Watson = 2,109

Standardfehler der Gleichung = 0,00343

Residuenquadratsumme = 0,000955

Parameterschätzungen (Standardfehler):

$b_1 = 0,2604$ (0,0962)	$\beta_1 = 1,0$ (Restriktion)
$b_2 = 2,3299$ (0,3017)	$\beta_2 = 4,9229$ (0,4564)
$b_3 = 0,1581$ (0,0801)	$\beta_3 = 0,00326$ (0,00011)
$\gamma = 0,1705$ (0,0379)	$\alpha = 0,3693$ (0,0756)

Unterschiedliche Reaktionen auf steigende bzw. fallende Hypozinsen

$b_{21} = 2,9777$  (0,476499)  $b_{22} = 1,8822$  (0,3935)

Residuenquadratsumme = 0,000920

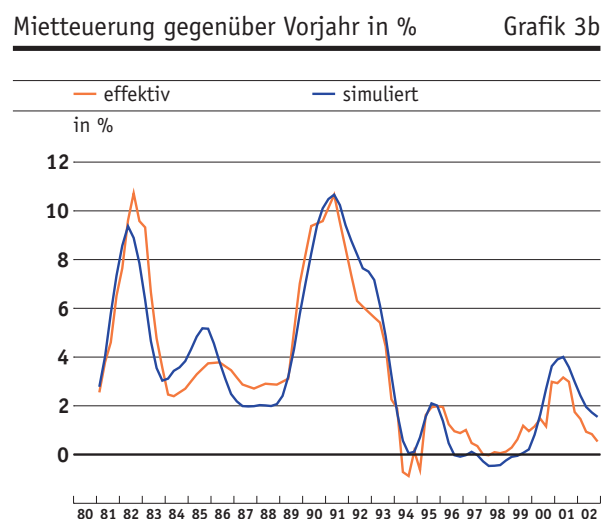
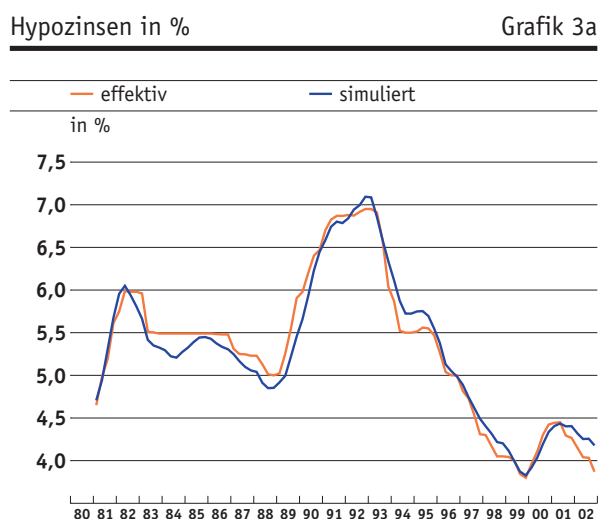
$H_0: b_{21} = b_{22}$  F-Wert = 2,8840 P-Wert = 0,0896

Die Frage einer möglichen Asymmetrie der Mietzinsanpassung bei steigenden bzw. fallenden Hypozinsen lässt sich ökonomisch wie folgt angehen: Die Variable  $\Delta r_{hypo}$  wird in zwei Variablen  $\Delta r_{hypo}^+ = \max(\Delta r_{hypo}, 0)$  und  $\Delta r_{hypo}^- = \min(\Delta r_{hypo}, 0)$  aufgespalten. Wenn die Hypozinsen steigen, misst  $\Delta r_{hypo}^+$  den Anstieg und  $\Delta r_{hypo}^-$  ist Null. Wenn die Hypozinsen fallen, misst  $\Delta r_{hypo}^-$  den Rückgang und  $\Delta r_{hypo}^+$  ist Null. Die Schätzung einer derart erweiterten Gleichung zeigt tatsächlich für steigende Hypozinsen eine etwas stärkere Mietzinsreaktion ( $b_{21} = 2,9777$ ) als für fallende Hypozinsen ( $b_{22} = 1,8822$ ) (vgl. Box 2). Unter der Restriktion  $b_{21} = b_{22}$  fällt die erweiterte

Gleichung mit der ursprünglichen Gleichung zusammen. Diese Restriktion wird in einem F-Test mit einem P-Wert von 0,0896 auf dem 5%-Signifikanzniveau nicht verworfen. Somit ist die empirische Evidenz für eine asymmetrische Reaktion eher schwach.<sup>4</sup> Dass in der Öffentlichkeit trotzdem der Eindruck einer ausgeprägten Asymmetrie vorherrscht, mag darauf zurückzuführen sein, dass die Mietteuerung in der Periode 1980–2002 einen positiven Mittelwert von rund 3,6% aufweist, was mit Erhöhungen aus anderen Gründen zu erklären ist. Somit kommt die Mietteuerung selbst bei völlig symmetrischen Reaktionen auf steigende bzw. fallende Hypozinsen kaum je in den Negativbereich zu liegen. Fallende Hypozinsen haben mit anderen Worten nur zur Folge, dass die Mietteuerung tiefer ausfällt als im langfristigen Durchschnitt.

Zusammengenommen beschreiben die Gleichungen (1) und (2) die Reaktion der Hypozinsen und der Wohnungsmieten auf Änderungen in den Kurz- und Langfristzinsen und den Konsumentenpreisen. Die dynamischen Eigenschaften dieses Subsystems sind in den Grafiken 3 und 4 dargestellt. Grafik 3 zeigt den Fit der Gleichungen in einer dynamischen Simulation unter Verwendung der historischen Werte für die drei erklärenden Variablen  $r_s$ ,  $r_l$  und  $p_c$ .<sup>5</sup> Die effektiven Verläufe der Hypozinsen und der Mietteuerung werden mit befriedigender Genauigkeit nachgezeichnet (Basissimulation).

**Grafik 3:** Dynamischer Fit der Gleichungen für die Hypozinsen und die Mietteuerung



4 Eine analoge Unterscheidung zwischen steigenden und fallenden Hypozinsen lässt sich auch hinsichtlich der langfristigen Mietzinsanpassung vornehmen, indem man die Variablen  $\Delta r_{hypo}$  und  $\Delta r_{hypo}$  über die Schätzperiode zu Niveauvariablen  $r_{hypo}$  und  $r_{hypo}$  kumuliert und die Reaktion der Mieten auf

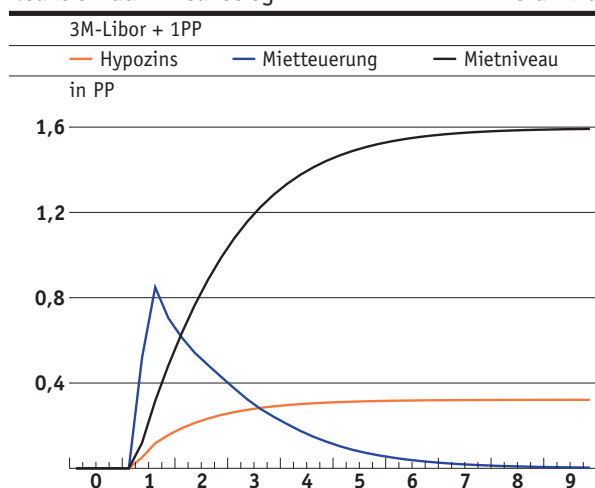
diese Variablen mit den Parametern  $\beta_{21}$  bzw.  $\beta_{22}$  misst. Diese Unterscheidung erweist sich als statistisch völlig insignifikant. Die Schätzwerte für  $\beta_{21}$  und  $\beta_{22}$  differieren mit Werten von 4,579 bzw. 5,133 nur wenig und die Restriktion  $\beta_{21} = \beta_{22}$  wird von den Daten mit einem P-Wert von 0,639 ohne weiteres akzeptiert.

5 Die erklärenden Variablen  $r_s$ ,  $r_l$  und  $p_c$ , die in dieser Partialsimulation als exogen behandelt werden, sind in den nachfolgenden Simulationen mit dem Gesamtmodell endogen.

Grafik 4 zeigt die Reaktion der Hypozinsen und der Mieten auf eine Erhöhung der Kurz- und Langfristzinsen über einen Zeithorizont von neun Jahren (Abweichungen gegenüber der Basissimulation). Die Kurzfristzinsen werden um einen Prozentpunkt und die Langfristzinsen um 0,21 Prozentpunkte angehoben. Dieses Verhältnis entspricht der durchschnittlichen Übertragung von Änderungen der Kurzfristzinsen auf die Langfristzinsen gemäss der hier nicht dargestellten Zinsstrukturgleichung des Modells. Die Hypozinsen steigen im ersten Jahr nach dem «Zinsschock» um knapp 0,2 Prozentpunkte und konvergieren längerfristig zu einem im Vergleich zur Basissimulation um 0,3 Prozentpunkte erhöhten Niveau. Die Mietteuerung wird durch die steigenden Hypozinsen stark angetrieben und kommt zwei Quartale nach der Zinsanhebung um maximal 0,85 Prozentpunkte über die Basiswerte zu liegen. Anschliessend bildet sie sich aufgrund des abgeflachten Hypozinsanstiegs wieder etwas zurück. Im Niveau steigen die Mieten längerfristig um knapp 1,6% über den Basispfad.

Gemäss geltendem Gesetz dürfen die Wohnungsmieten pro Viertel Prozentpunkt Hypozinsanstieg um 2,5% erhöht werden (um 2% bei Hypozinsen über 6%, um 3% bei Hypozinsen unter 5%). Im Simulationsexperiment steigen die Hypozinsen um rund 0,3 Prozentpunkte und die Mieten um 1,6%, was pro Viertelprozentpunkt Hypozinsanstieg einen Mietaufschlag von rund 1,2% ergibt. Dies entspricht nur ungefähr der Hälfte der gesetzlich erlaubten Anpassung. Eine Erklärung dafür könnte darin bestehen, dass ein bestimmter – möglicherweise über die Zeit wachsender – Anteil der Wohnungen zu Marktpreisen vermietet wird und somit auch unter dem geltenden Mietrecht faktisch weitgehend von den Zinskosten der Hausbesitzer entkoppelt ist.

Reaktion auf Zinsanstieg Grafik 4



### 3 Der monetäre Transmissionsmechanismus – geltendes versus neues Mietrecht

#### 3.1 Geltendes Recht

Das vorstehende Simulationsexperiment hat den Charakter einer Partialanalyse. Es beschreibt den bei einer geldpolitischen Straffung unter dem geltenden Mietrecht auftretenden Gegeneffekt einer erhöhten Mietteuerung. Simuliert man den Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik im Rahmen des Gesamtmodells, so geht die erhöhte Mietteuerung im Unterschied zu dieser Partialanalyse einerseits mit einem Gewicht von 20% in die allgemeine Konsumteuerung ein, was die Mietteuerung weiter antreibt. Andererseits wirken die höheren Zinsen aber über andere Kanäle konjunkturdämpfend, was dem Anstieg der Mietteuerung entgegenwirkt und letztlich zu einer verminderten Konsumteuerung führt. Zum einen dämpfen die höheren Zinsen die inländischen Komponenten der aggregierten Nachfrage und vermindern damit den Inflationsdruck. Zum anderen induzieren sie eine Frankenaufwertung, was direkt die Importteuerung senkt und gleichzeitig über den Aussenhandel negativ auf die aggregierte Nachfrage einwirkt, womit der inländische Inflationsdruck weiter abgebaut wird.

Dieser Transmissionsmechanismus ist in Grafik 5 dargestellt. Wiederum wird einer Basissimulation eine Alternativsimulation gegenübergestellt, in der im Sinne einer gestrafften Geldpolitik die Kurzfristzinsen ab dem ersten Quartal der Simulationsperiode um einen Prozentpunkt angehoben werden. Die Grafik zeigt die Abweichungen der Alternativ- von der Basis-simulation in Prozentpunkten über einen Zeithorizont von 5 Jahren. Die Langfristzinsen reagieren sofort mit einem Anstieg von 0,2 Prozentpunkten, während die Hypozinsen mit einem Quartal Verzögerung anziehen und längerfristig um 0,3 Prozentpunkte ansteigen. Soweit entspricht dies der vorstehend beschriebenen Partialanalyse. Das BIP-Wachstum wird über die erwähnten Effekte auf die aggregierte Nachfrage ein Jahr nach der Zinsanhebung um maximal gut 0,6 Prozentpunkte vermindert. Die Konsumteuerung, die wegen der durch den Zinsanstieg induzierten Frankenaufwertung im ersten Quartal der Simulation um rund 0,2 Prozentpunkte zurückfällt, steigt in den beiden folgenden Quartalen aufgrund der Überwälzung der steigenden Hypozinsen auf die Mieten wieder etwas an. Somit steht ein

Jahr nach der Zinsanhebung einem um 0,6 Prozentpunkte verminderten BIP-Wachstum nur ein sehr geringer Teuerungsrückgang von rund 0,15 Prozentpunkten gegenüber, was aus geldpolitischer Sicht ungünstig zu beurteilen ist.

Von den verschiedenen Verwendungskomponenten werden die Exporte am raschesten (Frankenaufwertung) und die Wohnbauinvestitionen am stärksten (höhere Zinsen) gedämpft. Die entsprechenden Wachstumsverluste betragen maximal 1,2 bzw. 2,9 Prozentpunkte. Bei den Geschäftsinvestitionen (Ausrüstungs- und gewerblichen Bauinvestitionen) bildet sich das Wachstum um maximal 1,4 Prozentpunkte zurück (geringere Kapazitätsauslastung, höhere Kapitalkosten). Der private Konsum reagiert träge und erleidet eine vergleichsweise geringe Wachstumseinbusse von maximal knapp 0,5 Prozentpunkten (höhere Zinsen, tiefere reale Haushaltseinkommen); die Phase mit verminderten Wachstumsraten zieht sich aber über mehrere Jahre hin. Die am LIK gemessene Konsumteuerung ist am Anfang der Simulationsperiode gegenläufigen Einflüssen unterworfen. Einerseits geht die Importteuerung rasch um 2,3 Prozentpunkte zurück. Andererseits steigt die Mietteuerung um rund 0,7 Prozentpunkte an. Die am BIP-Deflator gemessene Teuerung auf der inländischen Wertschöpfung zeigt kurzfristig praktisch keine Reaktion. Erst mit der Ausweitung des Output Gap und der erhöhten Arbeitslosigkeit beginnt sich auch dieses Teuerungsmass zurückzubilden. Längerfristig nähern sich die dämpfenden Wirkungen auf die verschiedenen Teuerungsraten einander an. Die im geldpolitischen Konzept der SNB zentrale Konsumteuerung wird durch die Anhebung des 3M-Libor um einen Prozentpunkt nach Überwindung des Gegeneffekts steigender Wohnungsmieten längerfristig (nach fünf Jahren) um gut 0,5 Prozentpunkte gesenkt.<sup>6</sup>

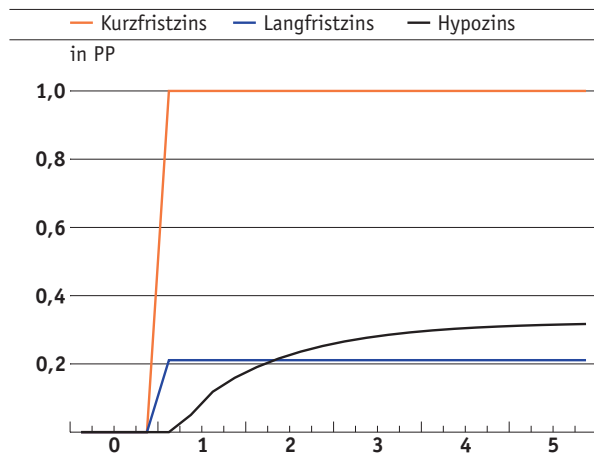
6 Das Modell beschreibt die Lohn-Preis-Dynamik in Form einer konvexen Phillips-Kurve. Dies bringt zum Ausdruck, dass Nachfrageänderungen in Unterauslastungssituationen vor allem das Realwachstum beeinflussen, während bei hoher Kapazitätsauslastung vor allem die Preise und Löhne auf Nachfrageänderungen reagieren. Folglich hängen die Auswirkungen der Geld-

politik auf Realwachstum und Inflation von der konjunkturellen Ausgangssituation ab. Im beschriebenen Simulationsexperiment ist eine leicht überdurchschnittliche Konjunkturlage unterstellt. Im Falle einer extremen Hochkonjunktur wäre die inflationsdämpfende Wirkung der geldpolitischen Straffung etwas stärker und die Einbusse an BIP-Wachstum etwas schwächer.

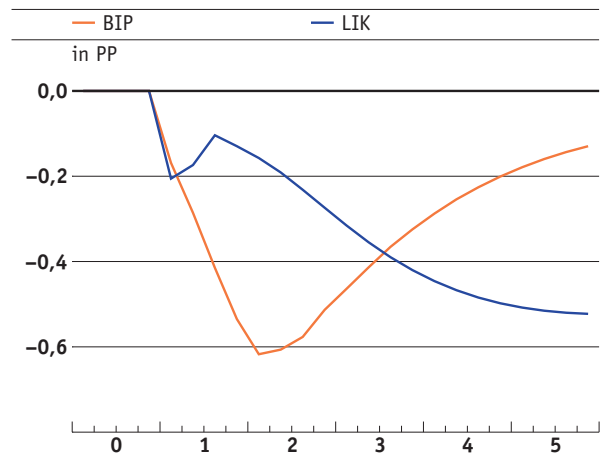


**Grafik 5:** Monetärer Transmissionsmechanismus unter dem geltenden Mietrecht  
 Anhebung des Kurzfristzinses (3M-Libor) um einen Prozentpunkt  
 Abweichungen gegenüber der Basissimulation in Prozentpunkten (PP)

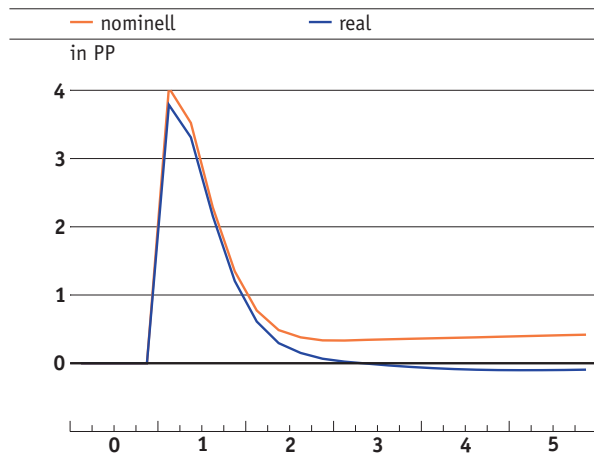
Zinsentwicklung Grafik 5a



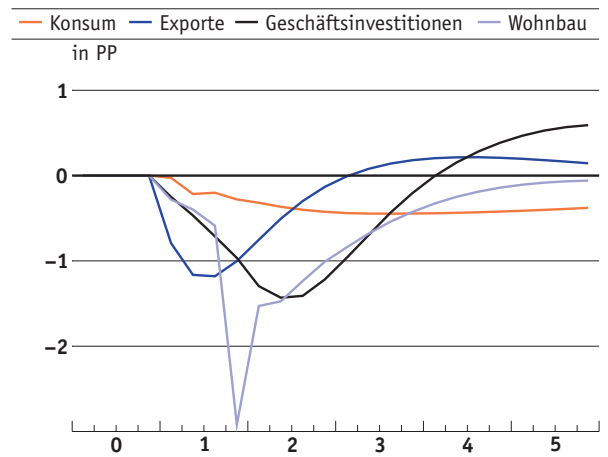
BIP-Wachstum und Konsumteuerung Grafik 5b



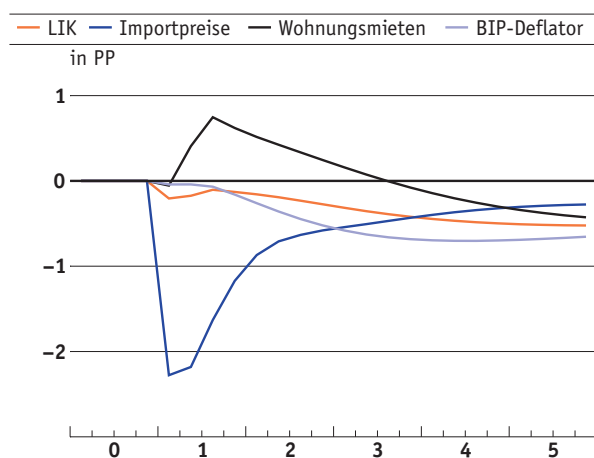
Frankenaufwertung Grafik 5c



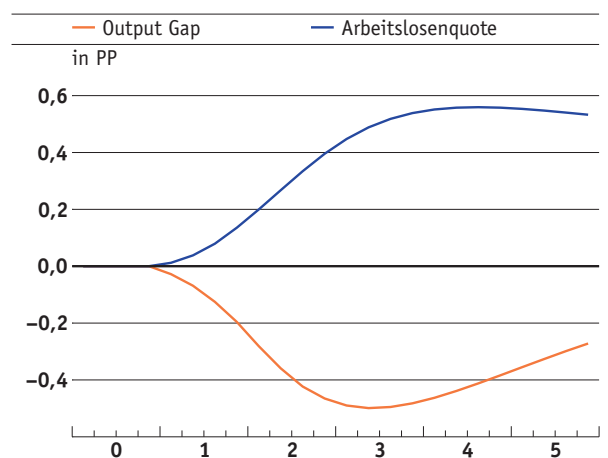
Wachstum Nachfragekomponenten Grafik 5d



Verschiedene Inflationsraten Grafik 5e



Output Gap und Arbeitslosenquote Grafik 5f



## 3.2 Neues Recht

In der Simulation des monetären Transmissionsmechanismus unter dem neuen Mietrecht ist die ökonomisch geschätzte Gleichung (2) für die Wohnungsmieten durch eine Gleichung zu ersetzen, welche den veränderten gesetzlichen Regelungen Rechnung trägt. Wie sich diese in der Praxis auf die Mietpreisbildung auswirken werden, ist wegen der fehlenden empirischen Datenbasis allerdings schwierig abzuschätzen. Vor allem die Implikationen des Kriteriums der Vergleichsmiete zur Beurteilung von Missbräuchen sind umstritten. Aus rein geldpolitischer Sicht erscheint dieser Aspekt des neuen Mietrechts indessen wenig relevant. Sollte das Instrument der Vergleichsmiete – wie z.B. vom Mieterverband befürchtet – zu stärker steigenden Mieten führen, so würde dieser Prozess unabhängig von der Geldpolitik ablaufen und den monetären Transmissionsmechanismus selbst kaum beeinflussen. Mit anderen Worten wäre die erhöhte Mietteuerung in der Basissimulation enthalten, die Wirkungen einer veränderten Geldpolitik in Relation zu dieser Basissimulation würden davon aber nicht tangiert. Geldpolitisch von Bedeutung ist hingegen der Ersatz der Hypozinsbindung durch eine Koppelung der Mieten an den LIK, weil dadurch der mit einer geldpolitischen Straffung verbundene Gegeneffekt einer verstärkten Mietteuerung unterbunden wird.

Eine strenge LIK-Indexierung der Mieten liesse sich im Simulationsmodell darstellen, indem man Gleichung (2) durch

$$(2') \Delta \ln(ph_t) = \alpha + \Delta \ln(pc_t)$$

ersetzt. Dabei wäre für den Achsenabschnitt  $\alpha$  – als Pendant zum Parameter  $\beta_3$  in Gleichung (2) – ein kleiner positiver Wert zu unterstellen, weil die Mietteuerung im historischen Durchschnitt um gut einen Prozentpunkt höher war als die LIK-Teuerung. Damit würde sichergestellt, dass sich mit Gleichung (2') eine Basissimulation ergibt, die in der langen Frist mit der Basissimulation unter Verwendung von Gleichung (2) übereinstimmt.

Gleichung (2') reflektiert die Mietrechtsrevision allerdings nicht vollkommen, denn diese erlaubt Mietzinsaufschläge im Ausmass der durchschnittlichen LIK-Teuerung der letzten zwei Jahre. Folglich dürfte der Gesetzestext mit einer Gleichung der Form

$$(2'') \Delta \ln(ph_t) = \alpha + \ln(pc_{t-1}/pc_{t-9})/8$$

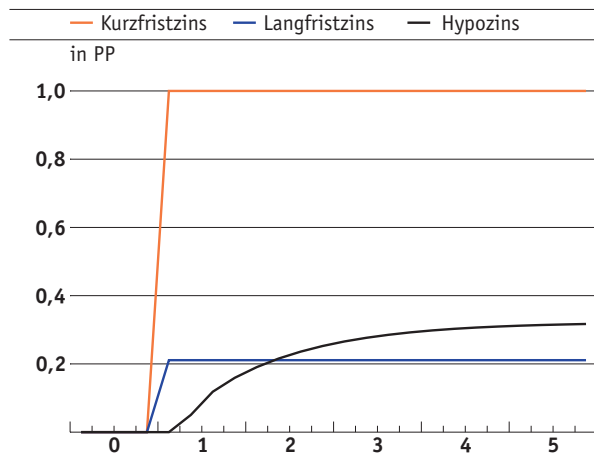
besser aufgefangen sein. Geldpolitisch ist dieser Zusammenhang etwas weniger günstig zu beurteilen

als (2'), weil die Mietteuerung beim Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik dem Rückgang der allgemeinen Konsumteuerung nur mit Verzögerung folgt und deshalb – bei einem Gewicht von 20% im LIK – den Inflationsrückgang selbst etwas abbremst.

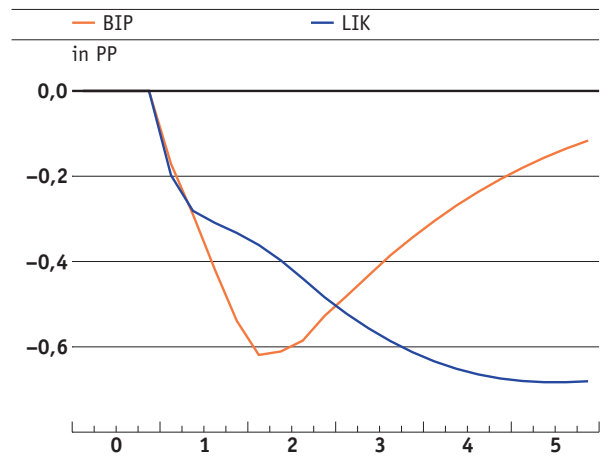
Der Transmissionsmechanismus unter Verwendung von Gleichung (2'') ist in Grafik 6 dargestellt. Simuliert wird wiederum eine Anhebung der Kurzfristzinsen gegenüber der Basissimulation um einen Prozentpunkt. Auch alle anderen Annahmen sind gleich getroffen wie im vorstehenden Simulationsexperiment (Grafik 5). Wie ein Vergleich der beiden Grafiken zeigt, wird der Transmissionsmechanismus durch das neue Mietrecht nicht grundlegend verändert, aber in dem Sinne effizienter, als mit der gleichen geldpolitischen Straffung (Zinserhöhung von 1 Prozentpunkt) eine spürbar raschere Inflationsdämpfung erzielt wird. Die Teuerungsreduktion beträgt nach drei Quartalen 0,3 Prozentpunkte (unter dem geltenden Mietrecht 0,1 Prozentpunkte) und nach drei Jahren 0,6 Prozentpunkte (0,4 Prozentpunkte). Auch längerfristig wird die Inflation unter dem neuen Mietrecht mit knapp 0,7 Prozentpunkten etwas stärker reduziert als unter der geltenden Hypozinsbindung der Mieten (0,5 Prozentpunkte).

**Grafik 6:** Monetärer Transmissionsmechanismus unter neuem Mietrecht  
 Anhebung des Kurzfristzinses (3M-Libor) um einen Prozentpunkt  
 Abweichungen gegenüber der Basissimulation in Prozentpunkten (PP)

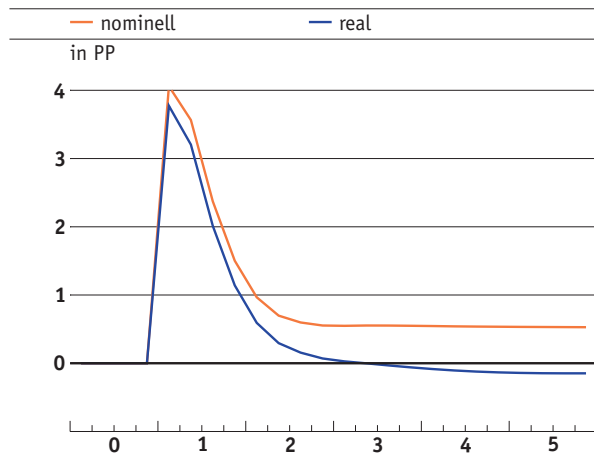
Zinsentwicklung Grafik 6a



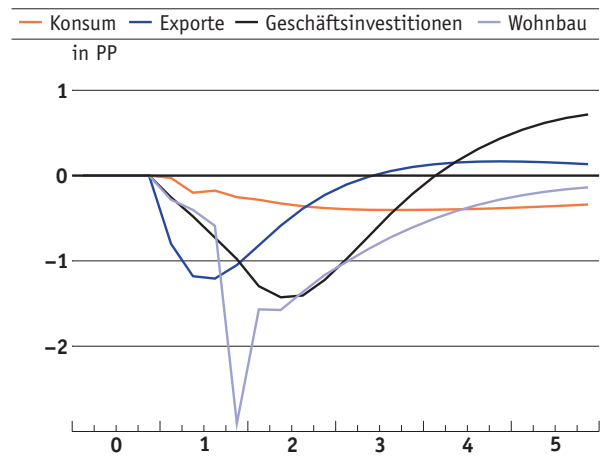
BIP-Wachstum und Konsumteuerung Grafik 6b



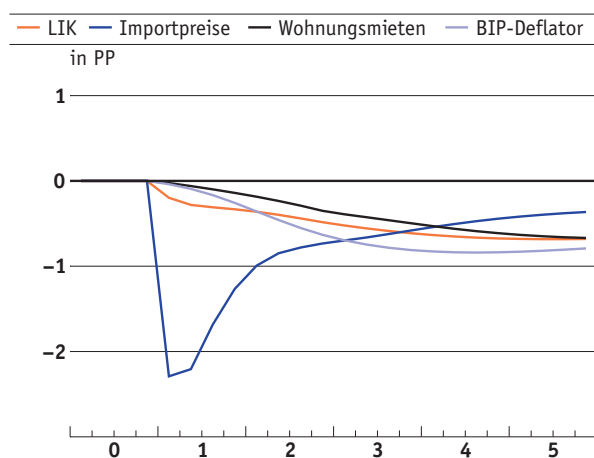
Frankenaufwertung Grafik 6c



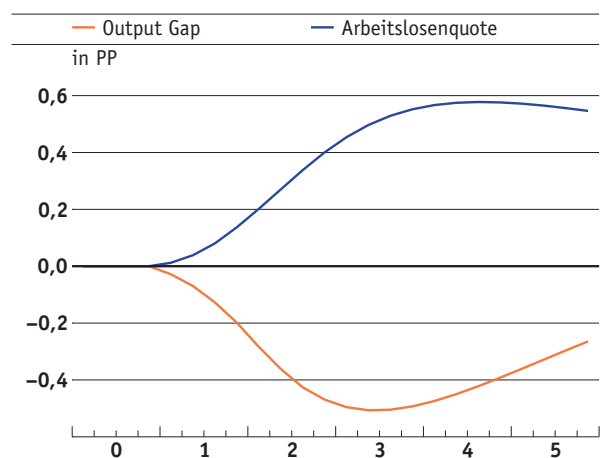
Wachstum Nachfragekomponenten Grafik 6d



Verschiedene Inflationsraten Grafik 6e

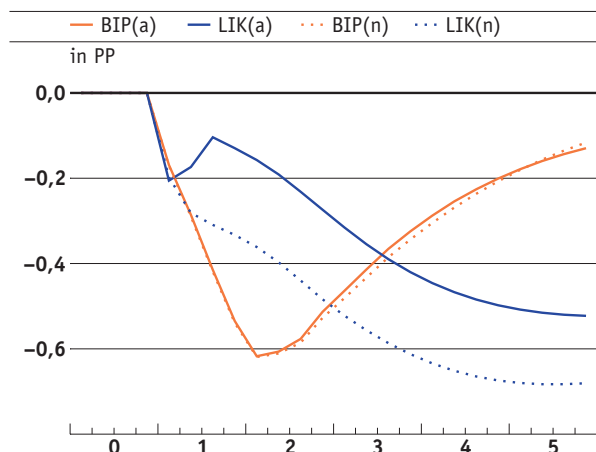


Output Gap und Arbeitslosenquote Grafik 6f

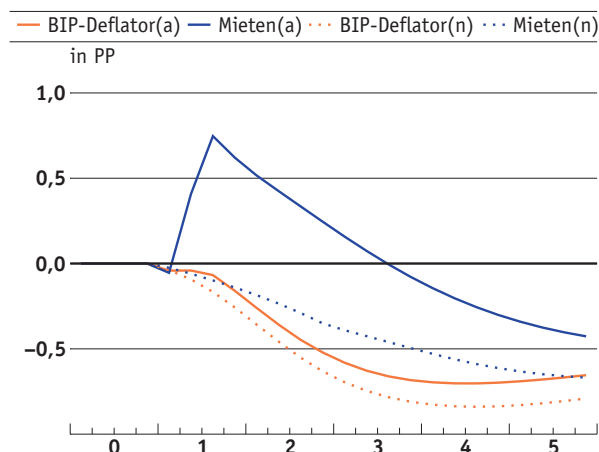


**Grafik 7:** Monetärer Transmissionsmechanismus: Geltendes (a) versus neues (n) Mietrecht  
 Anhebung des Kurzfristzinses (3M-Libor) um einen Prozentpunkt  
 Abweichungen gegenüber der Basissimulation in Prozentpunkten (PP)

BIP-Wachstum und Konsumteuerung Grafik 7a



Teuerung BIP-Deflator und Wohnungsmieten Grafik 7b

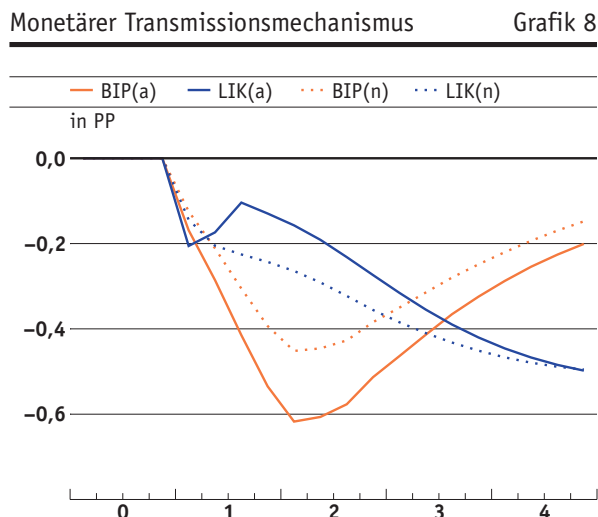


Klarer ersichtlich sind die aus dem neuen Mietrecht resultierenden Änderungen im monetären Transmissionsmechanismus aus Grafik 7, welche die beiden Simulationen für ausgewählte Variablen miteinander vergleicht. Die realwirtschaftlichen Bremspuren der geldpolitischen Straffung auf das BIP-Wachstum sind in den beiden Mietrechtsregimes praktisch gleich gross. Betrachtet man die verschiedenen BIP-Komponenten, so zeigt sich, dass der private Konsum unter dem neuen Mietrecht etwas weniger stark gedämpft wird, weil die real verfügbaren Haushaltseinkommen wegen der Entkoppelung der Mieten von den Hypozinsen einen geringeren Rückgang erleiden. Umgekehrt hat aber die unterbundene Überwälzung der Hypozinsen auf die Mieten zur Folge, dass sich die Rentabilität von Mietwohnungen deutlicher verschlechtert. Aus diesem Grund werden die Wohnbauinvestitionen unter dem neuen Mietrecht durch die Zinsanhebung stärker gebremst. Die realwirtschaftlichen Differenzen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus zwischen den beiden Mietrechtsregimes sind indessen eher unbedeutend. Der Hauptunterschied besteht darin, dass die Mietteuerung bei einer geldpolitischen Straffung unter der geltenden Regelung stark ansteigt, während sie unter dem neuen Mietrecht mit einer gewissen Verzögerung der fallenden allgemeinen Konsumteuerung folgt, was einen deutlich rascheren und um rund 0,2 Prozentpunkte stärkeren Inflationsrückgang zur Folge hat. Auch die am BIP-Deflator gemessene Teue-

rung auf der gesamten inländischen Wertschöpfung reagiert unter dem neuen Mietrecht etwas rascher und stärker auf die geldpolitische Straffung.

Anstatt unter den beiden Mietrechtsregimes eine identische Anhebung des 3M-Libor vorzugeben, kann man auch nach dem Restriktionsgrad fragen, der unter dem neuen Mietrecht erforderlich ist, um über einen bestimmten Zeithorizont einen mit dem geltenden Regime übereinstimmenden Inflationsrückgang zu erzielen. Wie Grafik 8 zeigt, lässt sich unter dem neuen Mietrecht mit einer Anhebung des Kurzfristzinses von 0,725 Prozentpunkten die Inflationsrate innerhalb von vier Jahren um den gleichen Betrag (0,5 Prozentpunkte) senken wie unter dem geltenden Mietrecht mit einer Zinserhöhung von einem Prozentpunkt. Weil die Inflationsrate gleichmässiger zurückgeht, ist die dämpfende Wirkung auf das Niveau der Konsumentenpreise unter dem neuen Mietrecht dennoch etwas stärker, nämlich 1,4% versus 1,2%. Vor allem aber geht der Inflationsabbau unter dem neuen Mietrecht mit einer spürbar geringeren realwirtschaftlichen Bremswirkung einher. Der maximale Wachstumsverlust beschränkt sich auf 0,45 Prozentpunkte, gegenüber 0,62 Prozentpunkte unter dem geltenden Mietrecht. Im Niveau liegt das BIP nach vier Jahren nur um 1,1% anstatt um 1,5% unter dem Basispfad.

**Grafik 8:** Monetärer Transmissionsmechanismus: Geltendes (a) versus neues (n) Mietrecht  
Anhebung des 3M-Libor um 1 Prozentpunkt (a) bzw. 0,725 Prozentpunkte (n)



Die in den Grafiken 7 und 8 dargestellten Simulationsergebnisse unterstützen die von der SNB seit Jahren propagierte Entkoppelung der Wohnungsmieten von den Hypothekarzinsen.<sup>7</sup> Unter dem geltenden Recht musste die SNB der Öffentlichkeit beim Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik jeweils erklären, dass in der kurzen Frist mit einem der angestrebten Teuerungsbekämpfung entgegenlaufenden Anstieg der Mietteuerung zu rechnen sei. Im Zusammenhang mit diesem Kommunikationsproblem wurden vermutlich auch die Inflationserwartungen des Publikums in einer für die Wirksamkeit der Geldpolitik ungünstigen Weise beeinflusst. Indem das neue Mietrecht die Überwälzung der Hypozinsen auf die Mieten unterbindet, kann mit einer bestimmten geldpolitischen Straffung ein schnellerer Inflationsabbau erreicht werden. Dies erleichtert nicht nur die Kommunikation geldpolitischer Entscheidungen, sondern dürfte über die Erwartungsbildung zudem deren Wirksamkeit steigern. Diese Einflüsse auf die Erwartungsbildung sind im Modell nicht berücksichtigt. Folglich dürften die Modellsimulationen die Vorteilhaftigkeit des neuen Mietrechts für den monetären Transmissionsmechanismus eher unterschätzen.

<sup>7</sup> Vgl. Lusser (1990), Rich (1993) und Roth (2002).

## 4 Zusammenfassung

Dieser Aufsatz untersucht die geldpolitischen Implikationen der im Dezember 2002 vom Parlament verabschiedeten Mietrechtsrevision anhand von Simulationen mit dem ökonometrischen Makromodell der SNB. Unter dem geltenden Mietrecht sind die Wohnungsmieten gemäss einer Überwälzungsregel an die Entwicklung der Hypozinsen gekoppelt. Der in der Öffentlichkeit verbreitete Eindruck einer Asymmetrie in der Mietzinsanpassung (steigende Hypozinsen werden überwälzt, fallende Hypozinsen aber nur zögerlich an die Mieter weitergegeben) lässt sich ökonometrisch nicht eindeutig belegen. Hingegen erweist sich die Hypozinsbindung der Mieten für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus als problematisch. Wird die Geldpolitik gestrafft, so steigen mit dem allgemeinen Zinsniveau auch die Hypozinsen und damit die Mieten. Da diese mit einem Gewicht von 20% in den Konsumentenpreisindex und in der Folge über die Lohnbildung in die Produktionskosten der Unternehmungen eingehen, wird die mit einer geldpolitischen Straffung angestrebte Inflationsdämpfung in der kurzen Frist fast zunichte gemacht. Gleichzeitig ist eine deutliche reale Wachstumseinbusse in Kauf zu nehmen.

Mit der neu vorgesehenen Koppelung der Wohnungsmieten an den LIK steigt die Mietteuerung bei einer geldpolitischen Straffung nicht an, sondern bildet sich mit der allgemeinen Konsumteuerung leicht verzögert zurück. Der Inflationsrückgang erfolgt deshalb rascher und gleichmässiger. Ein bestimmter Abbau der Inflationsrate lässt sich mit einer geringeren Zinsanhebung und folglich einem geringeren Wachstumsverlust verwirklichen. Somit ist die im neuen Mietrecht vorgeschlagene Koppelung der Mieten an die Konsumentenpreise im Vergleich zur geltenden Regelung hinsichtlich des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie der Kommunikation der Geldpolitik positiv zu werten.

## Literaturverzeichnis

Bundesrat. 1999. Botschaft zur Teilrevision des Mietrechts im Obligationenrecht und zur Volksinitiative «Ja zu fairen Mieten», 15. September 1999.

Fontana, K. 2003. Die Vergleichs- und Indexmiete. *Neue Zürcher Zeitung*, 19. März 2003.

Layard, R., Nickel, S. und Jackman, R. 1991. *Unemployment – Macroeconomic Performance and the Labour Market*. Oxford University Press.

Lusser, M. 1990. Liegenschaftsmarkt, Hypothekarmarkt und Geldpolitik. Vortrag im Rahmen der Generalversammlung des Schweizerischen Verbandes der Immobilien-Treuhänder, Chur, 4. Mai 1990.

Rich, G. 1993. Die stabilitätspolitische Rolle der Nationalbank. Referat an der 21. Arbeitstagung der Konjunkturforschungsstelle der ETH, 25. Mai 1993.

Roth, J. P. 2002. Immobilienpreise und Geldpolitik. Referat an der Präsidentenkonferenz Hauseigentümergeverband, 30. November 2002.

Stalder, P. 2001. Ein ökonometrisches Makromodell für die Schweiz. *Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank* 2.