

# **Immobilienpreise und Geldpolitik**

Referat von

Dr. Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der  
Schweizerischen Nationalbank

Präsidentenkonferenz

Hauseigentümerverband Schweiz

Samstag, 30. November 2002

## Einleitung

Die globale Konjunktur hat sich im Laufe dieses Jahres weiter abgekühlt. Sie ist aber nicht eingebrochen, obwohl vor zwei Jahren die spekulative Blase der «New Economy» platzte und die Titel der «Old Economy» anschliessend massive Rückschläge erlitten. Eine stützende Rolle hat die kräftige Konsumnachfrage vor allem in den USA gespielt. Diese wird teilweise durch eine zusätzliche Hypothekarverschuldung gefördert, die dank stark steigenden Immobilienpreisen und sinkenden Zinssätzen möglich wurde. Es wird mitunter befürchtet, dass sich eine Immobilienblase entwickelt. In der Tat ist die Frage, welche Auswirkungen überbordende Preise für Vermögenswerte oder -güter haben können, für die Einschätzung der zukünftigen Konjunktur und der Inflation nicht ohne Bedeutung. In Marktkreisen, auf akademischer Ebene und bei den Zentralbanken wird zurzeit darüber intensiv diskutiert.

Sollen die Zentralbanken starke Schwankungen der Vermögenspreise in ihren Entscheiden berücksichtigen? Die Debatte hat bis jetzt keinen allgemein akzeptierten Konsens hervorgebracht. Es gibt zwei Möglichkeiten für eine Zentralbank, auf aufgeblähte Vermögenspreise zu reagieren. Sie kann abwarten, bis der Boom zusammenbricht und danach entsprechend den jeweiligen Auswirkungen handeln. Die andere Strategie besteht darin, proaktiv einzugreifen. In diesem Fall versucht die Geldbehörde, einen Boom gar nicht erst entstehen zu lassen. Dadurch sollen die Folgen eines später möglichen Preiseinbruchs eingedämmt werden.

Ausgeprägte spekulative Blasen sind in der Wirtschaftsgeschichte nichts Neues. Eine berühmte Blase ist die holländische «Tulpen-Manie» im 17. Jahrhundert. Heerscharen von privaten Investoren aus dem In- und Ausland trieben ab 1634 die Preise von Tulpenknollen immer höher, bis sie drei Jahre später um rund 90 Prozent fielen. Das Platzen dieser Spekulationsblase traf die holländische Wirtschaft stark. Das 20. Jahrhundert erlebte mehrere Blasen, die zum Platzen prädestiniert waren. Die zwei bedeutendsten waren der amerikanische Aktienboom Ende der 20er-Jahre sowie der Aktien- und Immobilienboom Japans Ende der 80er- und Anfang der 90er-Jahre. In beiden Fällen führten die Bewertungskorrekturen zu starken Rezessionen. In der Schweiz hat unter anderem das Ende der Immobilienpreishausse in den 80er-Jahren die Konjunktur während mehrerer Jahre gedrosselt. In der Folge erfuhr die hiesige Bankenlandschaft markante Umwälzungen.

Die jüngste spekulative Blase entstand an den internationalen Aktienmärkten. Sie endete im Frühjahr 2000, als die Kurse nach Jahren mit zweistelligen Zuwachsraten massiv zu sinken begannen. Diese Korrektur kam nicht völlig überraschend. Seit der zweiten Hälfte der 90er-Jahre wurde immer eindringlicher die Frage gestellt, ob die Aktienbewertungen nicht zu hoch seien. In letzter Zeit haben kräftig steigende Immobilienpreise in den USA, in Kanada, Großbritannien, Spanien, Irland, den Niederlanden und Australien Aufsehen erregt. Sind solche Vermögenspreis-Schwankungen ein Problem für Notenbanken?

## **1. Was heisst Preisstabilität?**

Heute herrscht weltweit Konsens darüber, dass die Hauptaufgabe einer Zentralbank darin besteht, für stabile Preise in der mittleren Frist zu sorgen. So verlangt der Entwurf des neuen Nationalbankgesetzes, dass die Nationalbank die Preisstabilität gewährleistet. Dabei soll sie die konjunkturelle Entwicklung beachten. Unterschiedliche Meinungen herrschen darüber, was unter Preisstabilität zu verstehen ist. Für die Nationalbank herrscht Preisstabilität, wenn die am Landesindex für Konsumentenpreise (KPI) gemessene Jahrestemperatur mittelfristig unter 2% liegt. Andere Zentralbanken orientieren sich indessen nicht am Konsumentenpreisindex, sondern an einer Kernteuerung, die besonders volatile Index-Komponenten ausschliesst. Keine Notenbank integriert explizit die Vermögenspreise in ihre Definition von Inflation.

Die Ereignisse der 90er-Jahre haben aber gezeigt, dass sich spekulative Blasen auch bei Preisstabilität ereignen können. Sie sind dann vor allem eine Folge von übertriebenen Erwartungen über zukünftige Gewinn- bzw. Wachstumsaussichten. Da solche Blasen über kurz oder lang zum Platzen verurteilt sind und grösseren Schaden anrichten können, wird mitunter erwartet, dass die Zentralbanken nicht nur den Konsumentenpreisen, sondern auch den Vermögenspreisen Rechnung tragen sollten. Der Preis des zukünftigen Konsums – für den Vermögen in der Regel ja gebildet wird – sei ebenso wichtig wie der Preis von Gütern und Dienstleistungen, die heute konsumiert werden. Deshalb wird manchmal behauptet, dass ein starker Preisanstieg im Immobiliensektor oder an der Börse genauso eine Gefahr darstelle wie Preiserhöhungen am Gütermarkt.

## **2. Mögliche Auswirkungen von überhöhten Vermögenspreisen**

In der Tat kann die Vermögenspreis-Inflation wie die Konsumentenpreis-Inflation das Wirtschaftswachstum vor allem dadurch beeinträchtigen, dass sie die Preissignale verzerrt. Ein kräftiger Anstieg der Aktienpreise kann Unternehmungen dazu veranlassen,

zuviel zu investieren. Überinvestitionen hat es in den letzten Jahren vor allem im Telekom-Bereich und bei Internetfirmen gegeben. Im Weiteren können steigende Grundstück- und Aktienpreise die Anleger ermutigen, auf eine Fortsetzung des Booms zu spekulieren. Dies kann sie dazu veranlassen, sich übermässig zu verschulden. Ferner bergen übertriebene Vermögenspreise die Gefahr, dass sie sich in höherer Konsumentenpreis-Inflation niederschlagen. Falls sich die Individuen durch höher bewertete Aktien oder Grundstücke wohlhabender fühlen, werden sie mehr ausgeben. Produziert die Volkswirtschaft nahe der Kapazitätsgrenze, dann werden mit der Zeit die Preise von Gütern und Dienstleistungen auch anziehen. Eine zusätzliche Folge von Höherbewertungen des Vermögens sind steigende Einnahmen für den Staat. Derartige Steuereinnahmen führen oft zu höheren Ausgaben oder zu Steuerreduktionen, die langfristig nicht aufrechtzuerhalten sind.

Immobilienpreis-Schwankungen können sich auch spürbar auf den Konjunkturzyklus auswirken. In einigen Ländern nehmen heute die Häuserpreise mit zweistelligen Wachstumsraten zu. Das Verhältnis zwischen Hauspreisen und verfügbarem Einkommen ist manchenorts fast auf den Ende der 80er-Jahre erreichten Höchststand gestiegen oder liegt über dem langfristigen Durchschnitt. Damit sind Anzeichen einer Überbewertung gegeben.

Die Erfahrung zeigt, dass Marktpreise früher oder später zu ihren Gleichgewichtswerten tendieren. Dies kann dann eintreten, wenn sich die Nachfrage – bei inelastischem Angebot – unerwartet zurückbildet. Auslöser eines abrupten Rückgangs der Nachfrage nach Immobilien können ein Zinsanstieg oder ein Konjunkturunbruch sein. Eine Untersuchung von Vermögenspreisen in OECD-Ländern in den vergangenen 30 Jahren hat interessante Ergebnisse zutage gefördert. Von 24 Aktienboom-Phasen führten lediglich 3 zu grösseren Pleiten. Hingegen bewirkte ein Liegenschaftenboom in 10 von insgesamt 19 Fällen erhebliche Bewertungskorrekturen. Drastische Korrekturen von überhöhten Vermögenswerten gingen oft mit Finanzproblemen, Banken Krisen und einer Kreditverknappung einher. Die Wirtschaft kühlte sich ab. Mitunter kam es zu einem Rückgang des Wachstums, die realen Kosten wurden spürbar.

### **3. Die Bedeutung von Vermögenspreisen für die Geldpolitik**

Kollektive Spekulation ist eine wahre Droge. Alle profitieren; niemand will die negativen Seiten sehen. Obwohl diese Gefahr von den Zentralbanken erkannt wird, beziehen die Geldbehörden Vermögenspreise nur dann in ihre Überlegungen ein, wenn das Risiko besteht, dass sie sich auf die Konsumentenpreise auswirken. Warum diese

Zurückhaltung? Der Grund ist einfach: Es fällt Notenbanken genauso wie Marktteilnehmern schwer, zuverlässig eine spekulative Blase von einer gerechtfertigten Höherbewertung zu unterscheiden. Steigende Vermögenspreise sind unbedenklich, wenn sie geänderte ökonomische Fundamentaldaten widerspiegeln. Beruhen beispielsweise steigende Aktienpreise auf einem Produktivitätssprung und besseren Gewinnperspektiven, braucht sich die Zentralbank darüber nicht zu sorgen. Doch selbst wenn Anzeichen bestehen, dass eine Blase am Entstehen ist, ist unklar, ob die Zentralbank eingreifen sollte. Sie befindet sich dabei in einer Zwangslage: Unterlässt sie es, den Boom zu beenden, riskiert sie, dass die Blase irgendwann platzt. Die Folgen können verheerend sein. Greift sie aber vorbeugend ein, indem sie z.B. die Zinsen kräftig in die Höhe schraubt, kann sie einen Preiseinbruch auf den Finanz- und Immobilienmärkten verursachen. In Zeiten geringer Inflation wäre es äusserst schwierig, diese Politik der Öffentlichkeit verständlich zu machen. Die meisten Leute lehnen Inflation ab. Nur wenige dürften jedoch geldpolitische Massnahmen billigen, die den Wert ihres Vermögens vorsorglich reduzieren!

Die Preise unterschiedlicher Vermögenswerte bewegen sich oft in entgegengesetzter Richtung. In den USA und Grossbritannien sind die Aktienkurse dieses Jahr gefallen. Dies würde eine Zinssenkung nahelegen. Gleichzeitig sind die Immobilienpreise in diesen Ländern recht stark gestiegen, was bisweilen Befürchtungen einer Immobilienblase aufkommen liess. Vor diesem Hintergrund müssten die Zinsen angehoben werden. Das Dilemma ist offensichtlich. Doch eine geldpolitische Straffung wäre derzeit auch deshalb kaum angezeigt, weil der Immobilienmarkt den Privatkonsum und damit die schwache Konjunktur unterstützt.

#### **4. Der Immobilienboom der 80er-Jahre und seine Folgen**

In den 80er-Jahren widerspiegelte sich das markante Wirtschaftswachstum in der Schweiz besonders deutlich in der Preisentwicklung an den Immobilienmärkten. Der durchschnittliche Preisanstieg betrug bei Eigentumswohnungen und Einfamilienhäusern jährlich 7%. Allmählich liessen Preiserhöhungen weitere Preiserhöhungen erwarten. Immer weniger bestimmten realistische Renditeerwartungen die Preise. Vielmehr orientierten sie sich zusehends an überrissenen Aussichten.

## ***Wie kam es dazu?***

Viele Banken betrieben in den 80er-Jahren eine wenig durchdachte Kreditpolitik. Die inländischen Hypothekaranlagen weiteten sich zwischen 1981 und 1991 von 150 Mrd. auf 380 Mrd. Franken aus. Da das Hypothekengeschäft als sicheres Bankgeschäft galt, betrachteten die Geldgeber die grosszügige Finanzierung von Immobilien nicht a priori als unvorsichtig. Die Kreditstätigkeit insgesamt expandierte von 1983 bis 1990 mit Jahreszuwachsrate von 4% bis 15%. Obwohl sich die Immobilienpreise praktisch verdoppelt hatten, galten sinkende Preise im Höhepunkt des Booms für viele als völlig undenkbar.

Es kam anders. 1991 begannen die Liegenschaftspreise zu sinken. Mehrere Faktoren führten dazu. Zunächst verringerte die Nationalbank ab 1989 ihr Geldangebot, um die anziehende Inflation zu bekämpfen. Die Zinsen stiegen. Parallel dazu verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum in den OECD-Ländern. Ende 1990 kündigte der deutliche Rückgang der Bauinvestitionen die Wirtschaftsabkühlung in der Schweiz an. Der Wohnungsbau sah sich als erster betroffen. Die höheren Hypothekarzinsen und die steigende Arbeitslosigkeit engten den Finanzierungsspielraum zunehmend ein. Die Nachfrage nach Einfamilienhäusern erlahmte. Die Abschwächung der Bauinvestitionen dehnte sich 1991 auch auf den Wirtschaftsbau aus. Langsam wurden die Zeichen der Abschwächung auf breiter Front spürbar. Da die Banken am Immobilienboom regen Anteil hatten, mussten sie mit Ausnahme der Raiffeisengruppe grosse Verluste auf ihren inländischen Krediten in Kauf nehmen. Zwischen 1991 und 1996 machten diese Verluste bei den Kantonalbanken fast 6% des gesamten Kreditvolumens aus. Bei den Grossbanken beliefen sie sich auf über 12%. Die vom Bankensektor zu tragenden Verluste auf dem Immobilienmarkt beziffern sich auf mehr als 40 Milliarden Franken. Die Immobilienkrise löste in der Schweiz eine einschneidende Restrukturierung des Bankensystems aus. Die Anzahl Banken schrumpfte sichtlich. Der grösste Teil des Rückgangs entfiel auf die Regionalbanken. Doch auch innerhalb der Kantonalbankengruppe kam es zu wesentlichen Strukturveränderungen. Letztlich war auch die damalige Übernahme der Schweizerischen Volksbank durch die Schweizerische Kreditanstalt Ausfluss der Immobilienkrise.

Im Rückblick gingen in der Schweiz sowohl die Haushalte als auch die Unternehmungen in den 80er-Jahren zu hohe Zinsrisiken ein. In der Folge hatte die Verschärfung des geldpolitischen Kurses, zu dem sich die Nationalbank angesichts der hohen Inflation gezwungen sah, weitreichende und schmerzhaftige Auswirkungen auf die Volkswirtschaft.

Neben der Geldpolitik beeinflussen auch andere Faktoren die Immobilienpreisentwicklung. Untersuchungen über die Immobilienkrisen, die sich in den 80er- bzw. 90er-Jahren in Schweden, Japan, Thailand und in den USA ereigneten, zeigen gewisse Gemeinsamkeiten auf. Sie gelten teilweise auch für die Schweiz.

- Eine Gemeinsamkeit war, dass Anleger den Wert eines Objekts oft überschätzten. Sie witterten eine Chance auf grosse Gewinne. Dies veranlasste sie, entsprechende Summen zu investieren. Überall wurde gebaut. Das Verhältnis zwischen Preis und Qualität rückte in den Hintergrund. Nachdem die Blase platzte, waren die investierten Mittel zu einem erheblichen Teil vernichtet.
- Eine weitere Gemeinsamkeit waren falsche Anreize. Die Marktteilnehmer profitierten von Tätigkeiten, welche die Preise unaufhaltsam ansteigen liessen. Immobilien wurden weitgehend durch Schulden finanziert. Die Risikofreudigkeit wurde dadurch zum einen gesteigert. Denn viele Immobilien-Investoren gingen davon aus, dass im Falle eines Scheiterns die Kreditgeber die Verluste weitgehend zu tragen hätten. Zum anderen hatten Bankangestellte oft einen Anreiz, möglichst hohe Kredite zu geben. Die Qualität spielte kaum eine Rolle, das erreichte Volumen war massgebend für ihr Gehalt. Die Banken ihrerseits reagierten auf eine Verschlechterung der Lage nur zögernd. Statt schlechte Kredite zu realisieren, hofften sie auf eine Markterholung. Für den Fall, dass eine solche ausbleiben würde, verliessen sie sich teilweise auf ihre Regierungen.
- Ein dritter Faktor ist im Rahmen der «Behavioural Economics», einer Forschungsrichtung, die sich mit dem Verhalten der Wirtschaftssubjekte auseinandersetzt, untersucht worden. Wirtschaftssubjekte, so zeigte sich, halten ein Ereignis für um so wahrscheinlicher, je einfacher sie es sich vorstellen können. Die Vorstellungskraft wird durch ihre Erfahrungen beeinflusst. Weil seit der letzten Immobilienblase eine lange Zeit vergangen war, war es für die Investoren schwierig, sich eine Wiederholung vorzustellen.

## **5. Die Entwicklung der Immobilienpreise in den letzten Jahren**

Die Aktienpreise sind seit bald drei Jahren rückläufig. Die Industrieproduktion und die Investitionen sind geschrumpft. Die Unternehmensgewinne bildeten sich deutlich zurück. Gleichzeitig sind die Immobilienpreise gestiegen. Dies trifft hauptsächlich auf die USA, aber auch auf die Schweiz zu. Der konjunkturelle Rückgang konnte daran wenig ändern. Hier liegt ein bedeutender Unterschied zu früheren Abschwungphasen. So gingen Anfang

der 80er- und auch der 90er-Jahre die Immobilienpreise im Einklang mit der Konjunkturverschlechterung zurück.

Mehrere Erklärungen bieten sich für die gegenwärtige Immobilienhausse an. Die bessere Konjunktur in der zweiten Hälfte der 90er-Jahre hat die Nachfrage nach Wohn- und Geschäftsraum gewiss wesentlich stimuliert. Weil das Angebot an Liegenschaften kurzfristig mehr oder weniger fix ist, werden die Preise vorwiegend von der Nachfrage bestimmt. Als sich die Konjunktur abkühlte, senkten die Zentralbanken die Zinsen, wodurch die Nachfrage nach Wohneigentum unterstützt wurde. Die Nationalbank beispielsweise hat das Zielband für ihren Leitzins seit März 2001 um gesamthaft 275 Basispunkte gesenkt. Ermöglicht wurden diese Zinssenkungen durch niedrige Inflationsraten. Speziell in den USA und Grossbritannien regten die tiefen Kapitalkosten die Hauseigentümer an, Hypotheken aufzustocken. Auch die Liegenschaftenkäufe nahmen zu. Verschiedentlich gingen Anleger dazu über, Geld aus Aktienanlagen in die als relativ sicher angesehenen Immobilien umzuschichten.

Während die Aktienkurse fielen, stiegen die Liegenschaftpreise weiter. Bis vor kurzem sah es so aus, als ob der positive Wohlstandseffekt steigender Immobilienpreise dominiere. Für viele Leute stellt eine Wohnung oder ein Haus nach wie vor die grösste Vermögenskomponente dar. Sogar in den USA, wo Aktienbesitz am verbreitetsten ist, besitzt der durchschnittliche Haushalt vier Mal mehr Vermögen in Form von Immobilien als in Form von Aktien. Deshalb spüren sehr viel mehr Leute, wenn sich die Liegenschaftspreise verändern, als wenn ihre Aktien neu bewertet werden. Hier liegt eine Erklärung für die Robustheit des Privatkonsums in einer sonst schwachen Konjunktur.

## **6. Der Immobilienmarkt in der Schweiz**

Die Immobilienpreise in der Schweiz zeigen eindeutige Parallelen zur Wirtschaftsentwicklung. Zu Beginn der 70er-Jahre zogen die Preise stark an. Dieser Phase folgte ein Rückgang ab 1974/75, abgelöst durch einen Wiederanstieg bis 1981/82. In der zweiten Hälfte der 80er-Jahre zogen die Preise erneut massiv an. Das vergangene Jahrzehnt war hingegen weitgehend von Tieferbewertungen geprägt. Seit einigen Jahren verzeichnet auch die Schweiz wieder steigende Preise für Wohneigentum. Die tiefen Hypothekarzinsen und die gute Einkommenssituation vieler Haushalte stimulierten die Nachfrage nach Wohneigentum. Zudem nimmt der Wohnraumbedarf pro Kopf weiterhin zu. Nicht zuletzt wirkt sich auch das beschleunigte Bevölkerungswachstum aus. Das Angebot hinkt hinterher. Die Zahl der neu erstellten Wohnungen ist seit 1995 tendenziell



rückläufig. Der Bestand an leer stehenden Miet- und Eigentumswohnungen wie auch an Einfamilienhäusern bildet sich seit vier Jahren zurück. Im dritten Quartal dieses Jahres ist die Zahl der in Print- und Online-Inseraten angebotenen Eigentumswohnungen gegenüber dem Vorjahr um 8% zurückgegangen. Das Angebot an Einfamilienhäusern verringerte sich um 9%. Bei Mietwohnungen beträgt der Rückgang sogar knapp 15%.

Der Nachfrageüberhang schlägt sich in Form anziehender Preise nieder. Im dritten Quartal dieses Jahres kosteten Einfamilienhäuser 4% mehr als vor einem Jahr. Eigentumswohnungen waren fast 8% teurer. Es bestehen erhebliche regionale Differenzen. Am stärksten zogen die Preise für Einfamilienhäuser in den Regionen Genf (9%) und Zürich (8%) an. Eigentumswohnungen in der Region Zürich kosteten gut 13%, am Genfersee über 8% mehr als im Vorjahr. Ob sich diese Entwicklung angesichts der konjunkturellen Unsicherheiten fortsetzt, ist offen.

Die Mieterinnen und Mieter haben die Ungleichgewichte auf dem Liegenschaftenmarkt ebenfalls zu spüren bekommen. Im dritten Quartal 2002 liegen die Preise für Mietwohnungen gut 4% höher als in der Vorjahresperiode. Den grössten Preisanstieg verzeichnete die Innerschweiz mit 10%. Mit über 6% sind auch die Preise am Genfersee, in der Südschweiz und in Zürich gestiegen. Nur in der Ostschweiz bildeten sich die Mietwohnungspreise leicht zurück.

Die Entwicklung der Immobilienpreise in der Schweiz rechtfertigt keinerlei geldpolitische Massnahmen. Erstens ist ein deutlicher Preisanstieg vorwiegend in urbanen Gegenden zu beobachten. Er ist kein Zeichen einer allgemein inflationären Entwicklung. Es handelt sich grundsätzlich um eine Änderung von relativen Preisen. Zweitens deutet die Preisentwicklung an den Immobilienmärkten keine Überhitzungsgefahr für den Rest der Wirtschaft an, da die Banken eine viel vorsichtigeren Kreditpolitik betreiben als in den 80er-Jahren. Drittens dürfte die aktuelle wirtschaftliche Stagnation die Preisentwicklung tendenziell dämpfen. Klare Anzeichen dafür finden sich auf dem Markt für Büroflächen. Im dritten Quartal dieses Jahres nahmen die Leerstände gesamtschweizerisch um 0,5 Prozentpunkte auf über 8% markant zu. Zudem ist eine deutliche Tendenz zu rückläufigen Büromieten festzustellen.

## **7. Soll die Nationalbank heute die Immobilienpreise stärker berücksichtigen?**

Auch wenn die Immobilienpreise in der Schweiz keine Überbewertung anzuzeigen scheinen, sind sie im internationalen Vergleich hoch. Dafür gibt es mehrere Gründe. Unser Land ist dicht bevölkert und das Angebot an Boden knapp. Ferner sind die Qualitätsstandards und die Ansprüche hoch. Einem vergleichsweise hohen Preisniveau stehen relativ tiefe Hypothekarzinsen gegenüber. Die kurz- und langfristigen Zinssätze sind in der Schweiz wesentlich tiefer als vergleichbare Euro- oder Dollarsätze. Tiefe und stabile Zinsen, leicht verfügbare Hypothekarkredite, vergleichsweise grosse Arbeitsplatzsicherheit und die Möglichkeit, Passivzinsen vom steuerbaren Einkommen abzuziehen, ermutigen die Hausbesitzer, hohe Schulden einzugehen. Über 70% der Privatkredite sind durch Grundstücke oder Liegenschaften gedeckt. Dieser Anteil an Grundstücksicherheiten ist höher als in anderen Industrieländern. Er bedeutet, dass die hohe Verschuldung des Privatsektors im Wesentlichen auf Grundstück- und Liegenschaftenerwerb zurückzuführen ist. Da 70% der Bevölkerung in Miete sind, sind die von den Banken gewährten Hypothekarkredite an die privaten Haushalte stark konzentriert. Für die Geldgeber bedeutet dies ein nicht zu vernachlässigendes Klumpenrisiko. Daraus lässt sich erahnen, wie wichtig das vergleichsweise tiefe Zinsniveau und damit eine autonome Geldpolitik für die Schweiz sind.

Wie in anderen Ländern sind Immobilienanlagen in der Schweiz wichtiger als Aktien. Zwar zeichnet sich die Schweiz durch die höchste Aktienmarktkapitalisierung im Verhältnis zum BIP aus. Ein bedeutender Teil der Aktien ist jedoch in ausländischer Hand. Gleichzeitig besitzen Schweizer in grossen Mengen ausländische Aktien. Hohe Aktienbestände weisen daneben öffentliche und private Pensionskassen auf. Der Einzelne kann jedoch kaum abschätzen, wie sich Schwankungen des Aktienmarktes auf seine zukünftige Rente auswirken. Für die Geldpolitik wichtig ist, dass der Wohlstandseffekt von Aktien und anderen Vermögensbeständen geringer sein dürfte als der Effekt von Immobilienpreisen. Er ist auch schwieriger zu erkennen.

Soll nun die Nationalbank Vermögenspreise bei ihren geldpolitischen Entscheiden berücksichtigen? Wir glauben, dass wir die Vermögenspreise nur insofern beachten sollten, als sie die künftige Inflation beeinflussen. Erste Untersuchungen zeigen, dass eine stärkere Beachtung von Obligationensätzen, Gütern-, Aktien- und Immobilienpreisen nicht zu rechtfertigen ist. Die Immobilienpreise liefern lediglich zusätzliche Informationen für die Inflationsprognosen. Sie bieten sich deshalb nur als zusätzlicher Indikator an, der weitere

Informationen zur Beurteilung des geldpolitischen Kurses vermittelt. Sie dürfen kein Ziel der Geldpolitik sein.

Ein sehr direktes Interesse hat die Nationalbank – und damit nehme ich Bezug auf ein anderes, aber verwandtes Thema – an den Anstrengungen zur Verbesserung des aktuellen Mietrechts. Wir sind insbesondere an einer Lösung interessiert, welche die Geldpolitik weniger tangiert als die bestehende Regelung. Die heutige Bindung der Mieten an die Hypothekarzinsätze zeitigt nämlich in der kurzen Frist unerwünschte geldpolitische Wirkungen. Zieht die Nationalbank die geldpolitischen Zügel an, beispielsweise um einer sich abzeichnenden Inflation entgegenzutreten, kommt es zu einem überproportionalen Anstieg der Mieten und damit als erstes zu einem Teuerungsschub. Die Nationalbank muss danach länger auf die Bremse treten, um die Teuerung zu senken, als dies ohne die Bindung der Mieten an den Hypothekarzins nötig wäre.

Die Botschaft des Bundesrates zum entsprechenden Gesetz liegt seit September 1999 vor. Entsprechend der Botschaft möchten die eidgenössischen Räte die Mietzinsanpassungen künftig nicht mehr an die Entwicklung der Hypothekarzinsen, sondern an die Teuerung koppeln. Die Bindung der Mieten an die Teuerung ist der heutigen de-facto Bindung an die Hypothekarsätze vorzuziehen. Obwohl eine Notenbank an einer Preisindexierung an sich keine Freude haben kann, betrachten wir die skizzierte Lösung als zweitbeste Variante hinter einer reinen Marktlösung.

## **8. Zusammenfassung und Schlussfolgerungen**

Der Kursrückgang an den Aktienbörsen hat bis jetzt nur begrenzte Folgen für die Weltwirtschaft gehabt. Es ist aber nicht auszuschliessen, dass sich eine anhaltende Baisse in den USA auf die Weltkonjunktur auswirken wird. Vieles hängt davon ab, ob Konsumenten und Unternehmen die Kursverluste als dauerhaft einschätzen und ihr Verhalten dementsprechend anpassen.

Der Immobilienmarkt wirkte bislang als Konjunkturstütze. Immobilien erfreuen sich nicht zuletzt gerade deswegen grosser Beliebtheit, weil Aktienanlagen vielen Investoren derzeit wenig attraktiv erscheinen. Die Flucht in die als sicher eingestufteten Sachwerte aus Ziegelstein und Mörtel ist im Gange. Ob der Immobiliensektor auch künftig rezessive Tendenzen abzufedern vermag, muss sich weisen. Das Risiko einer Blase scheint vor allem in einigen ausländischen Grossstädten zu bestehen. Der weiterhin schleppende Wirtschaftsgang dürfte Exzessen entgegenwirken und zu einer sanften Landung der

Immobilienpreise beitragen. Die grösste Gefahr für den Immobilienmarkt – ein kräftiger Zinsanstieg – ist derzeit nirgendwo auszumachen.

In der Schweiz fehlen jegliche Anzeichen einer übertriebenen Preisentwicklung im Immobiliensektor. Nach Jahren sinkender Bewertungen begann sich der hiesige Markt 1999 dank der kräftig anziehenden Konjunktur zu verbessern. Im Einklang damit sind die Preise seither gestiegen. Eigenheime sind jedoch gemessen an den Haushaltseinkommen immer noch rund ein Drittel günstiger als vor der Immobilienkrise der 90er-Jahre. Aufgrund des deutlichen Anstiegs der Wohnbaubewilligungen ist mit einer anziehenden Wohnbautätigkeit zu rechnen. Das Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage auf dem Wohnungsmarkt sollte sich in den nächsten Jahren korrigieren. Die heutige Lage unterscheidet sich in wesentlichen Punkten von derjenigen Ende der 80er-Jahre. Damals ging in der Schweiz eine mehrjährige konjunkturelle Aufschwungphase zu Ende. Nebst rasch anziehenden Immobilienpreisen war eine markante Zunahme der Geldmenge zu beobachten. Hinzu kamen zweistellige Kreditwachstumsraten. Der Franken neigte zur Schwäche. Teuerung war im Anzug.

Davon sind wir zurzeit weit entfernt. Die Weltwirtschaft hofft weiterhin auf eine Erholung. Die Inflation ist in Schach gehalten. Das Management der Kreditrisiken durch die Banken hat sich in den vergangenen Jahren wesentlich verbessert. Ferner werden strengere Belehnungskonditionen angewandt. Auch das schwache Wachstum der Inlandkredite deutet auf keine unmittelbare Gefahr hin.

Soll eine Zentralbank angebliche Übertreibungen an den Finanz- und Immobilienmärkten frühzeitig verhindern? Den einen reicht heute allein der Blick auf die Verbraucherpreise nicht mehr aus. Sie wollen, dass Zentralbanken spekulative Blasen proaktiv zum Platzen bringen, auch wenn die Preise für Konsumgüter stabil sind. Dagegen sprechen drei Gründe: Erstens können Zentralbanken Über- oder Unterbewertungen nicht besser erkennen als der Markt. Zweitens ist ein Boom ein komplexes Phänomen. Der Geldpolitik ist es kaum möglich, erfolgreich chirurgische Eingriffe gegen spekulative Blasen vorzunehmen. Die Risiken von Begleitschäden wären enorm. Drittens können Leitzinsänderungen, die auf Preise von Vermögenswerten abzielen, der Konjunktur kurzfristig zuwiderlaufen, ohne Gewähr zu bieten, die Aussichten für die Preisstabilität zu verbessern.