

## **Die Bauwirtschaft in der Gesamtwirtschaft**

Dr. Hans Meyer  
Präsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Plenarversammlung der Schweizerischen Bauwirtschaftskonferenz

Bern, 12.11.1998

In den neunziger Jahren geriet unsere Bauwirtschaft in eine tiefe Krise. Die Bautätigkeit brach zwar nicht so stark ein wie nach der Erdölkrise in den siebziger Jahren. Dafür hielten die rezessiven Tendenzen ungewohnt lange an. Seit dem Ende des letzten Jahres sind zwar leichte Anzeichen einer Erholung spürbar. Von einer klaren Trendwende kann aber noch nicht gesprochen werden. Auch heute, anderthalb Jahre nach Einsetzen des Konjunkturaufschwunges, gehen vom Bausektor nur geringe Impulse aus. Damit fehlt für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung eine wichtige Antriebskraft.

Ich möchte in meinen Ausführungen auf die Ursachen dieser hartnäckigen Krise eingehen. Als erstes werde ich einige Bemerkungen zur Bedeutung des Bausektors machen. In einem zweiten Teil komme ich auf die Entwicklung dieses Sektors in der Hochkonjunktur der späten achtziger Jahren zu sprechen, wo die heutigen Probleme zu einem wesentlichen Teil wurzeln. Später kamen strukturelle Veränderungen der Wirtschaft und des Umfeldes, welche die Schwierigkeiten der Bauwirtschaft verschärften. Dies wird das Thema des dritten Teils sein. In einem vierten Teil möchte ich die Frage aufwerfen, welche Lehren aus der Krise gezogen werden können und wie die Geldpolitik die Rahmenbedingungen für die Bauwirtschaft verbessern kann. Zum Schluss werde ich versuchen, einen Ausblick auf die Zukunft der Bauwirtschaft zu geben.

## **1. Der Bausektor als Schlüsselbranche**

Das grosse Interesse am Befinden der Bauwirtschaft kommt nicht von ungefähr, ist sie doch die wichtigste der binnenorientierten Industrien und damit eine Schlüsselbranche der schweizerischen Volkswirtschaft. Der Anteil der gesamten Bautätigkeit am Bruttoinlandprodukt betrug in den vergangenen Jahren durchschnittlich rund 13%. Während der späten achtziger Jahre erreichte er zeitweise 16%. Damit war der Bausektor in der Schweiz auch im internationalen Vergleich überdurchschnittlich gross.

Der Anteil der Beschäftigten in der Baubranche widerspiegelt deren Bedeutung: Von den vollzeitbeschäftigten Personen waren zu Beginn der neunziger Jahre über 11% im Bauhaupt- und im Ausbaugewerbe beschäftigt. Zählt man die Branchen dazu,

welche direkte Vorleistungen für den Bau erbringen, dann lag der Anteil bei fast 20%.

Die Bautätigkeit hat aufgrund ihrer Verflechtung mit anderen Branchen zudem eine starke Multiplikatorwirkung: Bauinvestitionen führen zu Folgeaufträgen beispielsweise im Gartenbau, in der Möbelindustrie oder in der Textilindustrie. Die Lage der Bauwirtschaft strahlt damit auf die gesamte Volkswirtschaft aus.

Abgesehen von seinem grossen Anteil an der Wertschöpfung beeinflusst der Bau auch unsere wirtschaftliche Leistungsfähigkeit. Zusammen mit den Ausrüstungsinvestitionen bilden die Bauinvestitionen den Kapitalstock unserer Volkswirtschaft. Gut die Hälfte der jährlich getätigten Investitionen sind Bauinvestitionen. Sie sind damit ein wichtiger Faktor für die Produktion von Gütern und Dienstleistungen.

Der Kapitalstock einer Volkswirtschaft wird durch Investitionen aufgebaut. Pro Jahr wird jeweils nur ein kleiner Teil davon ersetzt. Damit beeinflusst der Kapitalstock die wirtschaftliche Tätigkeit über lange Zeit hinweg. Ein qualitativ hochstehender Baukapitalstock – in Form von Infrastruktur, von Gewerbe- und Industriegebäuden, aber auch von Wohnbauten – ist für die Produktivität der Volkswirtschaft von grosser Bedeutung. Die Bildung eines solchen Kapitalstockes setzt eine leistungsfähige Bauwirtschaft voraus.

## **2. Die Boomphase der späten achtziger Jahre**

Die Krise im Bausektor hat ihre Wurzeln teilweise in der Boomphase der späten achtziger Jahre. Die Konjunktur zeigte damals deutliche Überhitzungserscheinungen. Erfahrungsgemäss reagiert die Bautätigkeit überdurchschnittlich stark auf Schwankungen des Wirtschaftswachstums. Der Anteil der Bauinvestitionen am BIP – die Bauquote – nahm während dieser Zeit denn auch deutlich zu. Gleichzeitig stiegen die Immobilienpreise auf ein exorbitantes Niveau. Es stellt sich die Frage, wie es zu diesem Überborden kommen konnte. Bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass sowohl monetäre als auch reale Einflussgrössen eine Rolle spielten. Lassen Sie mich zunächst auf die monetären Faktoren und danach auf einige reale Faktoren eingehen.

Anfang 1986 begann sich der Franken deutlich aufzuwerten, eine Tendenz, die bis Mitte 1987 andauerte. Der reale, exportgewichtete Frankenkurs stieg um 10% und lag damit deutlich über seinem langfristigen Trend. Dies blieb für die Exportwirtschaft nicht ohne Folgen. Das Exportwachstum schwächte sich stark ab. Ende 1986 lagen die realen Ausfuhren deutlich unter dem Vorjahreswert, und das gesamtwirtschaftliche Wachstum kam annähernd zum Stillstand. Die Nationalbank stand vor einem Dilemma. Angesichts des damals kräftigen Geldmengenwachstums hätte sie die geldpolitischen Zügel straffen müssen. Vor dem Hintergrund des starken Frankens und der nachlassenden Konjunktur schienen aber höhere Zinssätze unerwünscht, ja gefährlich. Dazu kam im Herbst 1987 der Börsenkrach, der die Welt aufschreckte. Die Notenbanken der Industrieländer, darunter auch die Nationalbank, versorgten die Wirtschaft grosszügig mit Liquidität, da sie angesichts der massiven Kursverluste mit einer Rezession rechnen mussten. In unserem Fall sprach ausserdem ein weiterer Aufwertungsschub für eine Lockerung der Geldpolitik.

Im Rückblick gesehen war der geldpolitische Kurs von 1986 bis 1988 zu locker. Daran ändert die Tatsache nichts, dass 1988 die Änderungen der institutionellen Rahmenbedingungen – insbesondere die Revision der Liquiditätsvorschriften der Banken – die Beurteilung des monetären Restriktionsgrades stark erschwerten.

Die allzu günstigen monetären Bedingungen kamen der Wirtschaft zunächst zugute. Sie bildeten zusammen mit der plötzlich erstarkenden Exportnachfrage die Basis für den rasanten Konjunkturaufschwung. Andererseits schufen sie die Grundlage für die schon bald überall sichtbaren Überhitzungserscheinungen. Das Bruttoinlandprodukt wuchs in den Jahren 1988 bis 1990 real um über 3% pro Jahr. Mit über 7% in den Jahren 1988 und 1989 stiegen dabei die realen Bauinvestitionen mehr als doppelt so stark.

Für den Bauboom war aber nicht allein das monetäre Umfeld verantwortlich. Die demographische Entwicklung und die Entwicklung der Einkommen – zwei ebenfalls wichtige Bestimmungsgründe der Baunachfrage – heizten ihn zusätzlich an. Die stark wachsende Wirtschaft rief nach zusätzlichen Arbeitskräften. Gegen Ende der achtziger Jahre nahm denn auch die Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte und ihrer Familien markant zu. Der Bevölkerungszuwachs erhöhte die Nachfrage nach

Wohnraum. Gleichzeitig stimulierten die mit der steigenden Beschäftigung wachsenden Haushaltseinkommen die Konsumnachfrage. Unter anderem nahm auch der Bedarf an Wohnraum pro Kopf deutlich zu. Die Schaffung von Arbeitsplätzen erhöhte ausserdem die Nachfrage nach gewerblich-industriellen Flächen. Die Bautätigkeit in dieser Sparte wurde durch die Hochkonjunktur am stärksten geprägt. Sie expandierte Ende der achtziger Jahren jährlich mit zweistelligen Raten.

Der ausgeprägte Nachfrageüberhang im Immobiliensektor löste jene Preisexplosion aus, die ich Ihnen kaum in Erinnerung rufen muss. Im Kanton Zürich nahmen die Quadratmeterpreise für Bauland zwischen 1986 und 1990 jährlich um rund 30% zu. Die Mietteuerung lag in derselben Periode deutlich über der allgemeinen Konsumteuerung.

Der starken Reaktion der Immobilien- und Mietpreise lag eine sektorspezifische Besonderheit – nämlich das kurzfristig unelastische Angebot – zugrunde. Das Angebot an Neubauten reagiert auf Änderungen der Nachfrage nur mit starker Verzögerung. Der Grund dafür liegt zunächst in den langen Planungs- und Bewilligungsphasen für Bauprojekte, dann aber auch in der eigentlichen Bauzeit. Bei den Konsumgütern – und in geringerem Masse auch bei den Ausrüstungsinvestitionen – reagiert das Angebot schneller. Oft kann eine erhöhte Nachfrage auch durch Importe gedeckt werden. Im Bausektor ist dies praktisch unmöglich. Berücksichtigt man ausserdem, dass ein grosser Teil der jährlichen Bauinvestitionen jeweils als Ersatz für die Abschreibungen dient, so vergrösserte sich der Baukapitalstock im Jahre 1990 nur um rund 1,5%. Im Vergleich dazu stieg der Kapitalstock an Maschinen und anderen Ausrüstungsgütern um rund 15%.

Trotz des exorbitanten Preisanstieges hielt die kräftige Nachfrage nach Immobilien an. Dies widerspiegelte zunächst die Erhöhung der Nachfrage infolge der demographischen Entwicklung und der Einkommenssteigerungen. Ein weiterer Grund für die anhaltend starke Nachfrage waren aber auch die Änderungen in der Beurteilung der Risiken von Immobilien. Angesichts der anziehenden Teuerung schienen Anlagen in Immobilien besonders attraktiv: Festverzinsliche Anlagen bieten keine Absicherung gegen unerwartete Inflation, und auch Anlagen in Aktien versprechen in inflationären Zeiten keine besonders gute Rendite. Für die vergleichsweise langsam wachsenden Mieterträge entschädigten die erwarteten

Realwertsteigerungen auf den Immobilien. Stetig steigende Preise für Bauland und Immobilien wurden zu einer Selbstverständlichkeit. Da der Faktor Boden in der Schweiz besonders knapp war, rechnete niemand mit Preiseinbrüchen. Immobilien galten damit als praktisch risikolose Anlagen. Dadurch erhielt die Nachfrage ein starkes spekulatives Element: Sie widerspiegelte nicht nur den Bedarf der Haushalte und der Unternehmungen an Wohnraum und Gewerbeflächen, sondern auch die Nachfrage von Investoren nach dem Anlagegut Immobilien. Das – vermeintlich – geringe Risiko bei gleichzeitig hohen Renditen trieb die Preise noch mehr in die Höhe.

Die Banken teilten die Einschätzung des Marktes. Die Finanzierung von Bauprojekten mit Bankkrediten wurde einfacher. Die optimistische Bewertung von Investitionen in Immobilien führte zu einer höheren Belehnung solcher Objekte. Der von den Banken geforderte Eigenkapitalanteil sank. Die bewilligten Baukredite expandierten in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre jährlich um rund 10%. Diese Ausdehnung des Kreditvolumens unterstützte die Nachfrage im Baubereich. Sie hatte wenig später jedoch schwerwiegende Konsequenzen.

Ab dem Herbst 1988 begann die Nationalbank ihre Geldpolitik sukzessive zu verschärfen. Die mittlerweile deutlichen Überhitzungserscheinungen der Wirtschaft und die damit verbundenen inflationären Tendenzen machten einen solchen Schritt unausweichlich. Die Zinsen stiegen, und die Konjunktur begann sich mit einer gewissen Verzögerung deutlich abzukühlen. Spiegelbildlich zum Aufschwung reagierte der Bausektor auch in der folgenden Rezession überdurchschnittlich stark. Die Trägheit des Angebotes führte zu einem Überangebot und zu einem markanten Preiszerfall am Immobilienmarkt.

### **3. Die Ursachen der Baukrise**

Die Rezession im Bausektor war zunächst eine normale, unumgängliche Folge der Konjunkturabkühlung. Das Ausmass der Krise und die Schwierigkeiten des Bausektors, aus ihr herauszufinden, deuten aber darauf hin, dass nicht nur die Veränderung des monetären Umfeldes eine Rolle spielte. Ich möchte im Folgenden auf drei wichtige strukturelle Ursachen näher eingehen. Erstens auf das veränderte Risikoverhalten des Marktes gegenüber Immobilien, zweitens auf den

Strukturwandel in der Industrie und im Dienstleistungssektor und drittens auf die Veränderungen des regulatorischen Umfeldes des Bausektors.

Der Zinsanstieg brachte die spekulative Blase am Immobilienmarkt zum Platzen. Die häufig extrem hohe Belehnung von Liegenschaften hatte für viele Kreditnehmer eine Überschuldung zur Folge, die in vielen Fällen zur Veräusserung der Objekte zwang. Dies verschärfte den durch die höheren Zinssätze ausgelösten Preisrückgang zusätzlich und führte bei Immobilienhändlern, Unternehmern und nicht zuletzt Banken zu empfindlichen Verlusten. Die Preise für Häuser, Wohnungen und Büros liegen heute zwischen einem Viertel und einem Drittel tiefer als zu Beginn der neunziger Jahre!

Bauinvestitionen werden als Folge dieser Entwicklung seit ein paar Jahren wesentlich vorsichtiger bewertet; sie gelten heute als eine Anlage mit beträchtlichem Risiko. Die Kreditvergabe der Banken ist entsprechend zurückhaltender geworden, und die Belehnungshöhe bleibt deutlich unter den Werten der späten achtziger Jahre. Da projektspezifische Risiken stärker gewichtet werden, haben sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmungen und Haushalte in den letzten Jahren trotz tiefer Zinsen verschärft. Im gewerblich-industriellen Sektor dient eine Liegenschaft nicht mehr automatisch als Sicherheit für Betriebskredite. Schwierigkeiten bereitet diese Tatsache vor allem kleineren und mittleren Unternehmen, welche keine anderen Sicherheiten anbieten können.

Nicht nur die Verschärfung der Finanzierungsbedingungen dämpfte die Nachfrage nach Immobilien. Die Bauwirtschaft - insbesondere der gewerblich-industrielle Bau - spürte auch die starken strukturellen Veränderungen unserer Wirtschaft. Die schwierige konjunkturelle Situation und ein scharfer internationaler Wettbewerb zwangen die Unternehmen, ihre Produktivität zu erhöhen. Diese Bemühungen äusserten sich in verschiedener Hinsicht. Im Industriebereich wurden die Produktionsabläufe rationalisiert und optimiert. Ein Teil der Produktion wurde ins Ausland verlagert. Die Lagerhaltung hat heute weniger Bedeutung als früher. An ihre Stelle rückte eine flexiblere, auftragsbezogene Produktion. Alle diese Entwicklungen hatten im Wesentlichen den gleichen Effekt: Der Bedarf nach Werk- und Produktionsstätten nahm markant ab. Die vielen Industriebrachen sind ein deutliches Zeugnis dieser Entwicklung.

Etwas später als die Industrie wurde der Dienstleistungssektor vom Strukturwandel erfasst. Er setzt sich auch heute, da die Konjunkturerholung in Gang gekommen ist, fort. Der spürbare Konzentrationsprozess reduziert die Zahl der Unternehmungen. Im Detailhandel gewinnen neue Vertriebsformen an Bedeutung. Die Nachfrage nach Verkaufsflächen nimmt nur noch wenig zu. Reorganisationen im Bankenbereich führen zur Schliessung von Filialen. Auch im Finanzsektor wurden – und werden immer noch – die Arbeitsabläufe rationalisiert. Der damit verbundene Personalabbau lässt die Nachfrage nach Büroflächen sinken.

Die vergangenen Jahre brachten schliesslich auch im regulatorischen Umfeld Änderungen. Die Rahmenbedingungen der Bauwirtschaft wurden insgesamt wettbewerbsfreundlicher. Die OECD wies in ihrem Bericht über die Schweiz von 1994 auf die überhöhten Baukosten in unserem Lande hin. Sie ergeben sich aus der Kombination eines hohen Preis- und Lohnniveaus und einer geringen Produktivität. Ein wesentlicher Grund für die relativ tiefe Produktivität vieler binnenorientierter Branchen im Vergleich zum Exportsektor ist ein schwacher Wettbewerbsdruck.

In der Bauwirtschaft begünstigte der Wildwuchs von Regulierungen über Jahre hinweg einen schwachen Wettbewerb. Im Zuge der Deregulierung und Revitalisierung des Wirtschaftsstandortes Schweiz fielen in letzter Zeit jedoch einige der Bestimmungen, welche zur Abschottung vor Konkurrenz beitrugen, weg. Das Binnenmarktgesetz und die Revision des Kartellgesetzes zwingen zu einem wettbewerbsfreundlicheren Verhalten. Preisabsprachen und kartellistische Praktiken werden durch die Kartellkommission strenger beurteilt. Normen und Vorschriften, welche die lokalen Anbieter vor gebietsfremden Konkurrenten schützten, wurden im Rahmen des Binnenmarktgesetzes abgeschafft. Ebenso wurde das Submissionswesen der öffentlichen Hand aufgrund von Anpassungen an die Erfordernisse der internationalen Vereinbarungen im Handelsbereich marktnäher gestaltet.

Von wesentlicher Bedeutung für die Entwicklung zu mehr Markt ist auch die Revision der Lex Friedrich. Vor deren Revision war es Ausländern nur in sehr beschränktem Ausmasse möglich, Boden oder Liegenschaften in der Schweiz zu erwerben. Dies verunmöglichte es ausländischen Generalunternehmen, in der Schweiz Grossprojekte auszuführen, da sie dazu Eigner des Landes hätten sein müssen. Mit der Revision wurden diese Einschränkungen zumindest teilweise aufgehoben.



Gleichzeitig bewirkte die Lockerung, dass ein Teil der fehlenden Binnennachfrage nach Büro- und Gewerbeflächen durch die Nachfrage ausländischer Firmen kompensiert werden kann.

Der intensivere Wettbewerb verlangt von den Bauunternehmen eine Steigerung der Produktivität. Überkapazitäten, die aufgrund der hohen Baupreise lange Zeit erhalten werden konnten, müssen abgebaut werden. Diese notwendige Reduktion der Kapazitäten ging bis anhin nur langsam vor sich. Die Massnahmen der öffentlichen Hand zur Stimulierung der Konjunktur dürften ungewollt strukturerhaltend gewirkt haben. Im Frühling 1993 verabschiedete das Parlament ein Programm zur Konjunkturbelebung. Die bewilligten Mittel von rund 300 Mio. Franken entfielen zu zwei Dritteln auf den sogenannten Investitionsbonus, mit dem öffentliche Bauvorhaben finanziell unterstützt wurden. Ein Drittel kam der Förderung des Wohnungsbaues zugute. Aufgrund des starken Multiplikatoreffektes der Bautätigkeit erwartete man vom Programm eine nachhaltige Wirkung für die gesamte Konjunktur. Die Bauwirtschaft erlebte im Jahre 1994 tatsächlich einen Aufschwung. Der Wohnungsbau reagierte besonders stark auf das Programm – die Zahl der neuerstellten Wohnungen nahm 1994 gegenüber dem Vorjahr um mehr als 30% zu und erhöhte sich im Jahre 1995 nochmals um rund 9%. Beim öffentlichen Bau waren die Auswirkungen etwas weniger ausgeprägt. Der Aufschwung war aber nur von kurzer Dauer. Bereits 1995 war die Bautätigkeit gesamthaft gesehen wieder rückläufig. Die grosse Zahl an neu erstellten Wohnungen vergrösserte das bestehende Überangebot.

#### **4. Lehren aus der Krise – Beitrag der Geldpolitik zur Verbesserung der Rahmenbedingungen im Bausektor**

Welche Lehren können wir aus den Entwicklungen der achtziger und neunziger Jahre ziehen? Ich meine, dass die Erfahrungen der späten achtziger Jahre klar die Bedeutung eines angemessenen monetären Umfeldes, bzw. der Bewahrung der Preisstabilität, unterstreichen.

In allen Industrieländern wird heute Preisstabilität – gleichbedeutend mit einer tiefen Inflationsrate – als wichtigstes Ziel der Geldpolitik betrachtet. Auch die Nationalbank konzentriert sich auf die Erhaltung der Preisstabilität. Der Grund für diese

Prioritätensetzung sind die Kosten, welche durch Inflation entstehen. Teuerung führt zu einer willkürlichen Umverteilung zwischen verschiedenen Gruppen innerhalb der Gesellschaft – zwischen Gläubigern und Schuldnern, Angestellten und Arbeitgebern, aber auch zwischen Steuerzahlern und der öffentlichen Hand. Teuerung zwingt zur laufenden Anpassung der Preise, was nicht nur kostspielig ist, sondern auch die Gefahr von fehlerhaften Anpassungen birgt. Schliesslich binden die von den Haushalten und Unternehmen getätigten Vorkehrungen, um ihr Vermögen vor Inflation zu schützen, Zeit und Ressourcen. Sie führen auf gewissen Märkten – insbesondere auf dem Immobilienmarkt – zu den bereits erwähnten gefährlichen Preisverzerrungen. Gleichzeitig treiben sie die nominellen und realen Zinssätze in die Höhe.

Gläubiger wollen für den erwarteten inflationsbedingten Verlust an Kaufkraft entschädigt werden. Sie verlangen auf der Rendite ihrer Anlagen eine entsprechende Inflationsprämie und allenfalls eine Zusatzprämie für das künftige Inflationsrisiko. Ist die Teuerung schwierig zu prognostizieren, steigt diese Risikoprämie. Empirische Untersuchungen zeigen, dass Höhe und Volatilität der Teuerungsrate positiv korreliert sind. Bei hoher Inflation steigt mit anderen Worten die Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Preisentwicklung; die Risikoprämie nimmt zu. Tiefe, konstante Teuerungsraten vereinfachen dagegen die Erwartungsbildung und senken die Risikoprämien für unvorhergesehene Inflation. Damit trägt eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik zu einem tiefen Niveau und einer Verstetigung der langfristigen Zinssätze bei. Abschätzbare, günstige Finanzierungsbedingungen sind sowohl für die Investoren wie auch für die Bauwirtschaft als Erstellerin der Kapitalgüter von unbestreitbarem Vorteil.

Die Erfahrungen in der Schweiz haben gezeigt, dass sich die Bevölkerung über den Nutzen der Preisstabilität oder – anders ausgedrückt – über die Kosten der Inflation im Klaren ist. Dies schliesst die Einsicht ein, dass sich mit Inflation keine dauernden Beschäftigungsgewinne erzielen lassen. Haben die Haushalte und die Unternehmen die höhere Inflation einmal in ihr Kalkül einbezogen, verpufft deren stimulierende Wirkung auf das Wirtschaftswachstum. Auf die Bauwirtschaft übertragen heisst dies, dass sich ein inflationärer Boom langfristig nicht lohnt. Was in einer solchen Phase aufgrund übereilter Investitionsentscheidungen gebaut wird, lastet auf dem Markt lange als drückendes Überangebot. Angesichts der dominierenden Bedeutung der

Banken bei der Finanzierung von Bauvorhaben werden auch sie regelmässig in den Strudel miteinbezogen. Beides ist dafür verantwortlich, dass die Schäden spekulativer Übertreibungen lange Zeit spürbar sind und die Genesungsphase langwierig ist.

Dies erklärt zu einem guten Teil, weshalb die Teuerungsbekämpfung unweigerlich mit erheblichen Kosten in Form von geringem Wirtschaftswachstum und Arbeitslosigkeit verbunden ist. Eine Notenbank tut deshalb gut daran, die Entstehung eines Inflationspotentials zu verhindern. Eine Hauptschwierigkeit besteht dabei allerdings darin, die Teuerungsgefahr frühzeitig zu erkennen. Zwischen geldpolitischen Massnahmen und ihrer Wirkung auf die Preise vergehen in der Schweiz bekanntlich zwei bis drei Jahre. Wir müssen deshalb die Gefahr einer zukünftigen Teuerung zu einem Zeitpunkt erkennen, in dem noch alles in bester Ordnung zu sein scheint. Dies ist gerade in einer offenen Volkswirtschaft wie der schweizerischen, die stark auch von der Konjunktorentwicklung im Ausland abhängt und in der Wechselkursfluktuationen eine grosse Belastung darstellen können, nicht einfach. Mitte der achtziger Jahre hatten wir die Teuerungsgefahr unterschätzt. Wir haben aber daraus Lehren gezogen.

Um die langfristige Teuerungsgefahr abzuschätzen, erfüllen in der Schweiz die Geldaggregate nach wie vor eine nützliche Funktion. In der kürzeren und mittleren Frist müssen aber weitere Indikatoren herangezogen werden. Unter anderem trägt eine vertiefte Analyse der Preisentwicklung in den verschiedenen Sektoren und auf verschiedenen Stufen der Wirtschaft dazu bei, Anzeichen eines Teuerungsdruckes bereits in den Anfängen zu erkennen. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, wie stark die Nationalbank die Preise von Vermögensanlagen, darunter insbesondere die Immobilienpreise, in ihrer Analyse mitberücksichtigen soll. Die Erfahrung der achtziger Jahre deutet darauf hin, dass gerade die Preisentwicklung am Immobilienmarkt ein Frühindikator für eine künftige Teuerungsgefahr sein könnte.

In der Schweiz wird die Teuerung anhand des Landesindexes der Konsumentenpreise gemessen. Dieser zeigt die Preisentwicklung des durchschnittlichen Güterkorbes der Konsumenten und misst damit die Kaufkraft der Haushalte. Bei der Analyse der Preisentwicklung gilt es zunächst zu

berücksichtigen, dass der Konsumentenpreisindex den herrschenden Teuerungsdruck in der Wirtschaft unter Umständen nicht adäquat wiedergibt. Einmal wird er stark von den Preisen ausländischer Güter – zum Beispiel den Erdölpreisen – beeinflusst. Abstrahiert man von der Preisentwicklung der ausländischen Güter, so gilt es weiter im Auge zu behalten, dass sich ein beträchtlicher Teil der Preise inländischer Güter und Dienstleistungen erst mit erheblicher Verzögerung an die herrschenden Marktverhältnisse anpasst. Dies gilt vor allem für die wichtigste Komponente des inländischen Güterkorbes – nämlich die Wohnungsmieten. Mit einem Anteil von gut 20% prägen diese den Teuerungsverlauf zwar stark. Sie stellen aber zu einem grossen Teil keine Marktpreise dar, sondern passen sich aufgrund der Mieterschutzgesetzgebung erst spät und oft nur unvollständig an veränderte Nachfragebedingungen an. Dies kann zu gefährlichen Fehleinschätzungen des herrschenden Teuerungsdruckes führen.

Noch weniger taugt die Entwicklung der Konsumentenpreise zur Beurteilung der künftigen Teuerung. Wie bereits erwähnt, muss hierzu auf eine Vielzahl möglichst zukunftsweisender Indikatoren abgestellt werden. Dazu gehören auch die Preise von Immobilien. Während der offizielle Mietpreisindex einen steigenden oder fallenden Nachfragedruck nur langsam zum Ausdruck kommen lässt, wirkt sich eine starke Veränderung der Nachfrage nach Wohnraum rasch auf die Immobilienpreise aus. Die Preisentwicklung am Immobilienmarkt hilft daher, den künftigen Verlauf der Mieten und damit auch der generellen Teuerung einzuschätzen.

Die Preise von Vermögensanlagen geben für die Geldpolitik aber auch deshalb nützliche Hinweise, weil sie indirekt die Preisentwicklung auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten beeinflussen. Steigende Preise für Vermögensanlagen bedeuten eine Erhöhung des Vermögens. Es wird weniger gespart, da sich die Haushalte reicher fühlen und den Konsum steigern. Da gewisse Vermögenswerte, insbesondere Immobilien, als Sicherheiten für Kredite dienen, nimmt bei steigenden Vermögenswerten auch das Kreditvolumen einer Volkswirtschaft tendenziell zu. Umgekehrt vermindert ein Preiszerfall auf den Aktien- oder Immobilienmärkten das Vermögen und dämpft damit die inländische Nachfrage. In der Schweiz dürfte der Vermögenseffekt bei den Aktien gering sein, da der Aktienbesitz immer noch wenig breit gestreut ist. Bei den Immobilien dürfte er eine grössere Rolle spielen. Die Entwicklung der Immobilienpreise kann damit Hinweise auf bevorstehende

Überhitzungs- oder Rezessionsgefahren und damit auch auf die künftige Teuerungsentwicklung geben.

## **5. Ein Blick in die Zukunft**

Die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz gibt heute Anlass zu einem vorsichtigen Optimismus. Dies trotz der grossen wirtschaftlichen Schwierigkeiten in Asien und Osteuropa und der in den letzten Monaten erfolgten Kurskorrekturen an den Finanzmärkten. Optimistisch stimmt, dass die Binnennachfrage in Europa weiter Tritt fasst. Dies gilt auch für unser Land. Die Lockerung der Geldpolitik, die Anfang 1995 einsetzte, leitete Anfang 1997 mit der üblichen Verzögerung die Erholung der Binnennachfrage ein. Die allmähliche Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt stärkte das Vertrauen der Konsumenten. Inzwischen sind die Löhne wieder im Steigen begriffen, was sich zusammen mit der zunehmenden Beschäftigung auf die gesamtwirtschaftliche Einkommens- und Kaufkraftentwicklung positiv auswirkt. Dank der verbesserten Ertragslage und der tiefen Zinssätze begann auch die Investitionstätigkeit wieder Tritt zu fassen.

In der Bauwirtschaft kam der mehrjährige Rückgang im letzten Jahr zum Stillstand, und eine bescheidene Erholung setzte ein. Es kann damit gerechnet werden, dass sich die Bautätigkeit in den nächsten Jahren weiter beleben und dass damit die Bauquote wieder etwas zunehmen wird. Es gibt aber kein zurück zu den Werten, die im ungesunden Boom der späten achtziger Jahre erreicht wurden. Die veränderte – und realistischere – Risikoeinschätzung bezüglich Anlagen in Immobilien, der anhaltende Strukturwandel der Wirtschaft sowie schliesslich die demographische Entwicklung werden die Nachfrage nach Bauleistungen in Grenzen halten. Die Bauquote war in der Schweiz lange Zeit markant höher als in den anderen europäischen Ländern. Inzwischen ist sie unter das langfristige Mittel gesunken und liegt sogar tiefer als in einigen europäischen Ländern. Sie dürfte sich künftig in einem international vergleichbaren Rahmen bewegen.

Innerhalb der Baubranche ist weiterhin mit strukturellen Änderungen zu rechnen. Aufgrund des relativ hohen Durchschnittsalters unseres Kapitalstockes werden Umbau und Renovationen in Zukunft zugunsten des Neubaus an Bedeutung gewinnen. Der Anteil dieser Sparten an der gesamten Bautätigkeit hat zwischen

1990 und 1996 bereits markant – von 24% auf 37% – zugenommen. Diese Entwicklung betrifft besonders den Wohnungsbau und den gewerblich-industriellen Bau. Im Tiefbau werden grosse Infrastrukturvorhaben im Zusammenhang mit der NEAT und der Bahn 2000 die Nachfrage prägen. Die Bauunternehmer werden in den nächsten Jahren nicht arbeitslos sein. Sie müssen sich jedoch noch stärker an die veränderte Nachfrage anpassen. Im Hinblick auf den intensiveren Wettbewerb werden sie ihre Produktivität weiter steigern und die nach wie vor bestehenden Überkapazitäten abbauen müssen.

Die monetären Rahmenbedingungen bilden heute eine gute Voraussetzung für die Erholung der Bauwirtschaft und das Einschwenken auf einen langfristig tragbaren Wachstumstrend. Seit drei Jahren herrscht Preisstabilität, und die Teuerungsaussichten sind günstig. Dies ist ein wichtiger Grund dafür, dass die Zinssätze tief sind und weiterhin mit einem günstigen Zinsumfeld gerechnet werden kann. Die Aufgabe der Nationalbank besteht darin, auch künftig für angemessene monetäre Rahmenbedingungen zu sorgen. Sie muss zu diesem Zwecke sicherstellen, dass der hohe Grad an Preisstabilität erhalten bleibt. Damit schafft sie im Rahmen ihrer Möglichkeiten optimale Voraussetzungen für die Investitionstätigkeit und trägt so zu einer ausgewogenen Entwicklung der Bauwirtschaft bei.