

September 2003

3

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA 

# Quartalsheft



# Schweizerische Nationalbank

## Quartalsheft

September 3/2003 21. Jahrgang



## Inhalt

4	Übersicht
5	Sommaire
6	Sommario
7	Overview
8	<b>Geldpolitische Lagebeurteilung</b>
12	<b>Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz</b>
13	1 Internationale Rahmenbedingungen
13	1.1 Konjunkturelle Entwicklung
15	1.2 Monetäre Entwicklung
16	1.3 Konjunkturaussichten
17	2 Monetäre Lage
17	2.1 Zinsen
20	2.2 Wechselkurse
21	2.3 Geldaggregate
23	2.4 Kredite und Kapitalmarktbeanspruchung
25	3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
25	3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion
27	3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz
30	3.3 Investitionen
31	3.4 Konsum
32	3.5 Kapazitätsauslastung
32	3.6 Konjunkturaussichten und Prognosen
33	4 Arbeitsmarkt
33	4.1 Beschäftigung
34	4.2 Arbeitslosigkeit
35	4.3 Löhne und Einkommen
36	5 Preise
36	5.1 Konsumentenpreise
37	5.2 Kerninflation
38	5.3 Preise des Gesamtangebots
39	6 Teuerungsaussichten
39	6.1 Internationale Preisentwicklung
39	6.2 Preisentwicklung im Inland
40	6.3 Inflationsprognose für die Jahre 2003–2005
41	7 Beurteilung der Konjunkturlage aus Sicht der Bankstellen
41	7.1 Produktion
42	7.2 Arbeitsmarkt
42	7.3 Preise und Margen
44	<b>Entkoppelung der Mieten vom Hypozins: Implikationen der Mietrechtsrevision für die Geldpolitik</b> Peter Stalder
58	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>

# Übersicht

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

Die Nationalbank beschloss am 18. September 2003, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0%–0,75% zu belassen. Der Dreimonats-Libor soll weiterhin im unteren Bereich des Zielbandes bei 0,25% gehalten werden. Die weltwirtschaftliche Entwicklung unterliegt trotz positiver Signale immer noch Risiken. In der Schweiz ist mit einem spürbaren Konjunkturaufschwung erst im Verlaufe von 2004 zu rechnen.

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

Im Laufe des zweiten Quartals 2003 besserten sich die Aussichten auf eine Belebung der Weltkonjunktur. Mit dem Ende des Irak-Krieges hellte sich die Stimmung in vielen Ländern auf. In den USA beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum; auch Japan und das Vereinigte Königreich wiesen wieder ein stärkeres Wachstum auf. Dagegen bildete sich das reale Bruttoinlandprodukt im Euro-Gebiet nochmals leicht zurück. Nach der Jahresmitte mehrten sich jedoch auch dort die Zeichen einer Konjunkturerholung.

Mit den sich bessernden Konjunkturaussichten verringerte sich das Risiko eines Abgleitens in eine Deflation. Umgekehrt deutete nichts auf eine unmittelbare Teuerungsgefahr hin. Dies liess den Zentralbanken Spielraum, die Konjunktur weiterhin durch tiefe Zinssätze zu stützen. Im Juli und August lockerten verschiedene Zentralbanken ihre Geldpolitik weiter, nachdem im Juni die Europäische Zentralbank und die amerikanische Zentralbank ihre Leitzinsen nochmals zurückgenommen hatten.

In der Schweiz nahm das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal nochmals ab; im Vorjahresvergleich sank es um 1,0%. Während der private und der staatliche Konsum die Konjunktur weiter stützten, bildeten sich die Investitionen und die Exporte nochmals zurück. Zu Beginn des dritten Quartals begann sich auch in der Schweiz die Konjunktur aufzuhellen. Im Exportsektor verbesserte sich die Auftragslage. Stimuliert durch die tiefen Zinssätze zog die Wohnbautätigkeit an und die Lage des Finanzsektors hellte sich im Zuge der Erholung an den Finanzmärkten auf. Die sich abzeichnende Konjunkturerholung ist jedoch noch fragil. Die Arbeitslosenquote und die Quote der Stellensuchenden stieg bis August auf 3,9% bzw. 5,5% (saisonbereinigt). Mit einer breiter abgestützten Erholung, die auch zu einer Verbesserung der Arbeitsmarktlage führt, ist erst im nächsten Jahr zu rechnen.

Die Nationalbank setzte in den Monaten Juni bis August ihre expansive Geldpolitik fort; die kurzfristigen Geldmarktsätze lagen weiterhin nahe bei null Prozent. Während sich der Frankenkurs des Euro zwischen 1,53 und 1,56 Franken bewegte, gewann der Dollar deutlich an Wert, so dass die monetären Bedingungen nochmals günstiger wurden. Im Zuge der weltweit steigenden langfristigen Zinssätze zogen auch die Renditen in der Schweiz seit Juni an und die Aktienmärkte erholten sich weiter.

## **Entkoppelung der Mieten vom Hypozins – Implikationen der Mietrechtsrevision für die Geldpolitik (S. 44)**

Dieser Aufsatz untersucht die voraussichtlichen geldpolitischen Implikationen der im Dezember 2002 von National- und Ständerat verabschiedeten Mietrechtsrevision anhand von Simulationen mit dem ökonomischen Makromodell der SNB. Unter dem zurzeit noch geltenden Mietrecht sind die Wohnungsmieten gemäss einer Überwälzungsregel an die Hypothekarzinsen gekoppelt. Diese Hypozinsbindung der Mieten ist aus geldpolitischer Sicht problematisch. Bei einer Straffung der Geldpolitik 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 der restriktiven Geldpolitik angestrebte Inflationsdämpfung durch den Gegeneffekt der steigenden Mietteuerung in der kurzen Frist fast zunichte gemacht. Mit der neu vorgesehenen Koppelung der Wohnungsmieten an den Konsumentenpreisindex entfällt dieser störende Gegeneffekt. Ein bestimmter Abbau der Inflationsrate lässt sich folglich mit einer geringeren Zinsanhebung und somit auch mit einem kleineren realen Wachstumsverlust verwirklichen. Hinsichtlich der Wirksamkeit der Geldpolitik ist die vorgeschlagene Mietrechtsrevision im Vergleich zur geltenden Regelung somit positiv zu werten.

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

Le 18 septembre 2003, la Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois. Ce dernier sera maintenu dans la zone inférieure de la marge de fluctuation, soit autour de 0,25%. Bien que des signaux positifs soient observés, des risques pèsent encore sur l'évolution de l'économie mondiale. En Suisse, une reprise sensible de la conjoncture n'interviendra qu'au cours de l'année 2004.

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

Les perspectives de reprise de la conjoncture mondiale sont devenues plus favorables au cours du deuxième trimestre de 2003. Après la fin de la guerre en Irak, le climat s'est amélioré dans nombre de pays. La croissance économique s'est accélérée aux Etats-Unis; le Japon et le Royaume-Uni ont eux aussi affiché une expansion plus forte. Par contre, le produit intérieur brut réel a encore reculé légèrement dans la zone euro. Les signes d'une reprise de la conjoncture se sont toutefois multipliés, au sein de cette zone également, à partir du milieu de l'année.

Le risque d'un basculement dans la déflation s'est réduit grâce à l'amélioration des perspectives conjoncturelles. D'un autre côté, rien n'incitait à penser qu'un danger inflationniste était imminent. Les banques centrales ont ainsi bénéficié d'une marge de manœuvre pour continuer à soutenir la conjoncture par des taux d'intérêt bas. En juillet et en août, plusieurs banques centrales ont continué à assouplir leur politique monétaire, après le nouvel abaissement, en juin, des taux directeurs de la Banque centrale européenne et de la Réserve fédérale des Etats-Unis.

En Suisse, le produit intérieur brut réel s'est encore replié au deuxième trimestre; en comparaison annuelle, il a diminué de 1%. Alors que la consommation privée et publique a continué à soutenir la conjoncture, les investissements et les exportations ont marqué un nouveau recul. En Suisse également, l'horizon conjoncturel s'est éclairci au début du troisième trimestre. Les commandes ont progressé dans la branche exportatrice. La construction de logements a gagné en vigueur grâce aux taux d'intérêt bas, et la situation du secteur financier s'est améliorée dans le sillage de la reprise des marchés des actions. Mais le rétablissement conjoncturel qui se dessine est encore fragile. Le taux de chômage et celui des demandeurs d'emploi ont augmenté pour

atteindre respectivement 3,9% et 5,5% en août (après correction des variations saisonnières). Ce n'est qu'à partir de l'année prochaine qu'on pourra observer une croissance économique reposant sur une plus large assise et, partant, une amélioration de la situation sur le marché du travail.

De juin à août, la Banque nationale a poursuivi sa politique monétaire expansionniste; les taux d'intérêt à court terme sur le marché monétaire sont restés proches de 0%. L'euro a fluctué entre 1,53 et 1,56 franc, tandis que le dollar s'est nettement revalorisé. De ce fait, les conditions monétaires se sont encore améliorées. Dans le sillage de la hausse des taux d'intérêt à long terme dans le monde, les rendements ont progressé sensiblement sur le marché suisse des capitaux, depuis le mois de juin, et les cours des actions ont continué à se redresser.

## **Découplage entre loyers et taux hypothécaire: implications de la révision du droit du bail pour la politique monétaire (p. 44)**

L'article examine, par le biais de simulations du modèle macroéconométrique de la BNS, les probables implications de la révision du droit du bail, adoptée par le Parlement en décembre 2002, pour la politique monétaire. Sous le régime du droit du bail en vigueur, les variations du taux hypothécaire sont reportées sur les loyers selon une règle bien précise. Ce lien pose problème sous l'angle de la politique monétaire. Lors d'un durcissement de celle-ci, la hausse du niveau général des taux d'intérêt s'accompagne d'une augmentation du taux hypothécaire et, partant, des loyers. Comme ces derniers ont une pondération de 20% dans le calcul de l'indice des prix à la consommation (IPC) et que celui-ci se répercute dans les frais de production des entreprises par l'intermédiaire des salaires, le recul de l'inflation visé par un durcissement de la politique monétaire est à court terme voué à l'échec. Grâce à l'indexation prévue des loyers sur l'IPC, cet effet perturbant est éliminé. Ainsi, une réduction du taux d'inflation est obtenue par un plus faible relèvement des taux d'intérêt ayant pour conséquence un fléchissement inférieur de la croissance. Du point de vue de l'efficacité de la politique monétaire, la révision prévue du droit du bail peut être considérée comme positive par rapport à la réglementation en vigueur.

## Sommario

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

Il 18 settembre 2003, la Banca nazionale ha deciso di mantenere il margine di oscillazione del Libor a tre mesi allo 0-0,75%. L'istituto di emissione intende lasciare il Libor a tre mesi nella zona inferiore di questa fascia, allo 0,25%. Nonostante i primi segnali positivi, continuano infatti a sussistere importanti rischi per l'evoluzione economica mondiale. In Svizzera, una ripresa congiunturale sensibile è attesa soltanto nel corso del 2004.

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

Le prospettive di rilancio della congiuntura mondiale sono migliorate durante il secondo trimestre del 2003. In diversi Paesi, il quadro delle aspettative economiche si è rasserenato al termine della guerra in Iraq. La crescita economica negli Stati Uniti si è accelerata, mentre in Giappone e Gran Bretagna è risultata più consistente. Nell'area dell'euro, invece, il prodotto interno lordo ha subito un'ulteriore leggera contrazione. A partire dalla seconda metà dell'anno, i segni di ripresa si sono tuttavia moltiplicati anche in questa regione.

Con il miglioramento delle prospettive economiche i rischi di deflazione si sono ridotti. Nel contempo, nulla indica che sussista un pericolo d'inflazione imminente. Le banche centrali hanno potuto disporre di margini di manovra per continuare a sostenere la congiuntura con bassi tassi d'interesse. In giugno, la Banca centrale europea e la banca centrale degli Stati Uniti hanno ulteriormente ridotto i loro tassi ufficiali, seguite in luglio e agosto da diverse banche centrali.

In Svizzera, il prodotto interno lordo reale ha subito, durante il secondo trimestre, un ulteriore calo, dell'1,0% rispetto all'anno precedente. Mentre i consumi privati e pubblici hanno continuato a sostenere la congiuntura, gli investimenti e le esportazioni si sono ulteriormente contratti. All'inizio del terzo trimestre si sono manifestati i primi segni di un miglioramento congiunturale anche nel nostro Paese. Il settore delle esportazioni ha beneficiato di una crescita delle ordinazioni, il settore delle costruzioni residenziali ha tratto impulso dal basso livello dei tassi d'interesse e la situazione nel settore finanziario è migliorata in seguito alla ripresa dei mercati finanziari. La ripresa congiunturale che si delinea rimane tuttavia fragile. In agosto, il tasso di disoccupazione è salito al 3,9% e la quota delle persone alla

ricerca di un'occupazione al 5,5% (valori destagionalizzati). Per l'anno prossimo si prevede una ripresa fondata su più ampie basi con un conseguente miglioramento della situazione sul mercato del lavoro.

Da giugno ad agosto, la Banca nazionale ha mantenuto una politica monetaria espansiva, con tassi a breve pressoché nulli. Se il corso del franco rispetto all'euro è oscillato tra 1,53 e 1,56, il dollaro statunitense si è nettamente apprezzato, influenzando positivamente sulle condizioni monetarie. Sulla scia dell'aumento generalizzato dei tassi d'interesse a lungo termine, a partire dal mese di giugno i rendimenti sono pure cresciuti in Svizzera. La ripresa dei mercati azionari è proseguita.

### **Scindere le pigioni dal tasso ipotecario – Conseguenze della revisione del diritto di locazione per la politica monetaria (p. 44)**

Sulla base di simulazioni svolte con il modello macro-econometrico della BNS, quest'articolo esamina le probabili implicazioni di politica monetaria della revisione del diritto di locazione decretata dalle Camere federali. Secondo il diritto vigente, gli affitti vengono adeguati alle variazioni dei tassi ipotecari. Dal punto di vista monetario, questa relazione tra pigioni e tassi ipotecari è problematica. In un contesto di politica monetaria restrittiva, l'aumento generale dei tassi d'interesse implica un aumento dei tassi ipotecari e quindi delle pigioni. Poiché queste ultime rientrano nel computo dell'indice dei prezzi al consumo con una quota del 20%, esse influiscono attraverso la determinazione dei salari i costi di produzione delle imprese. L'effetto frenante che la politica monetaria restrittiva dovrebbe esercitare sull'inflazione è quindi quasi interamente neutralizzato, a breve termine, dall'aumento dei prezzi di locazione. Il progetto di revisione prevede invece di indicizzare le pigioni all'indice dei prezzi al consumo, evitando in tal modo questo spiacevole effetto. Una determinata riduzione del tasso d'inflazione potrà quindi essere ottenuta con un aumento dei tassi inferiore rispetto al passato, permettendo così di ridurre le conseguenze negative sulla crescita reale. Dal punto di vista dell'efficacia della politica monetaria, la revisione proposta del diritto di locazione è da valutarsi in modo positivo.

## Overview

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

On 18 September 2003, the Swiss National Bank decided to leave the target range for the three-month Libor rate at 0%–0.75%. For the time being, the three-month Libor is to be kept at the lower end of the target range at 0.25%. Notwithstanding positive signals, global economic development is still subject to certain risks. In Switzerland, a perceptible economic upswing is only to be expected in the course of 2004.

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

During the second quarter of 2003, the prospects for a revival of the global economy improved. With the end of the war in Iraq, sentiment in many countries became more upbeat. In the US, economic growth accelerated; Japan and the United Kingdom again exhibited stronger growth. Real GDP, by contrast, again declined slightly in the euro area. After mid-year, signs of an economic pickup, however, became increasingly evident there, too.

The improved outlook diminished the risk of the economy sliding into deflation. Conversely, there were no signs of an imminent inflationary threat, either. This left the central banks with sufficient leeway to continue underpinning the economy with low interest rates. In July and August, various central banks relaxed their monetary policy further following another round of base rate cuts by the European Central Bank and the US Federal Reserve in June.

In Switzerland, real GDP declined yet further in the second quarter; year-on year, it fell by 1.0%. While private and government consumption continued to support the economy, investment and exports receded once more. At the beginning of the third quarter, the economic situation began to look brighter in Switzerland. In the export sector the order position improved. Stimulated by low interest rates, residential construction picked up while the situation of the financial sector strengthened in the course of the recovery on the financial markets. The economic recovery, which is now becoming discernible, is still fragile, however. The unemployment rate and the rate of jobseekers moved up to 3.9% and 5.5% respectively (seasonally-adjusted) by August. A more broadly supported recovery, which will also lead to an improvement in the labour market situation, can only be expected in the coming year.

The National Bank continued its expansionary monetary policy from June to August, with short-term money market rates still close to zero percent. Whereas the price of the euro in Swiss francs fluctuated between CHF 1.53 and CHF 1.56, the US dollar made significant gains, signalling a return to more favourable monetary conditions. With long-term interest rates rising worldwide, yields in Switzerland have also firmed since June, and the stock markets continued to recover.

### **The decoupling of rents from mortgage rates: implications of the rent law reform for monetary policy (p. 44)**

This research paper uses simulations run on the SNB's econometric macro model to examine the probable monetary policy implications of the rent law revision adopted in December 2002 by the National Council and Council of States. The rent law that is currently still in effect links residential rents to mortgage rates via a transmission algorithm. This coupling of mortgage rates to rents is problematic from the point of view of monetary policy, because a tightening of the monetary reins leads to a rise in the general interest level and, with it, mortgage rates and thus rents. As rents carry a 20% weighting in the consumer price index, consequently feeding into companies' production costs via wage-setting, the reduction in inflation that a restrictive monetary policy is intended to achieve is soon counteracted almost entirely by a rise in the rate of rent inflation. This undesirable countereffect is eliminated by the new law, which foresees the coupling of residential rents to the consumer price index. It will thus be possible to achieve a certain reduction in the rate of inflation with a small rise in interest rates and consequently a smaller loss of growth in real terms. The proposed revision of the rent law is therefore to be regarded as positive in comparison to the regulations currently in force.



# Medienmitteilung zur vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. September 2003

## **Unverändertes Libor-Zielband von 0%–0,75%**

Die Schweizerische Nationalbank hat an ihrer Lagebeurteilung vom 18. September 2003 beschlossen, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,0% bis 0,75% zu belassen und den Dreimonats-Libor weiterhin im unteren Bereich des Zielbandes bei 0,25% zu halten. Die Nationalbank hat ihre Geldpolitik seit März 2001 stark gelockert und das Zielband für den Dreimonats-Libor in insgesamt sieben Schritten um 3,25 Prozentpunkte gesenkt. Dank dem günstigen Teuerungsverlauf konnte sie damit deutlich auf den Rückgang des Wirtschaftswachstums und die Aufwertungstendenzen des Frankens reagieren. Die jüngste Zinssenkung im Ausmass von 0,5 Prozentpunkten erfolgte am 6. März 2003.

Die weltwirtschaftliche Entwicklung unterliegt trotz positiver Signale aus den USA immer noch Risiken. In der Schweiz ist mit einem spürbaren Konjunkturaufschwung erst im Verlaufe von 2004 zu rechnen. Die Nationalbank setzt ihre expansive Geldpolitik fort. Die tiefen Zinsen sollen die Attraktivität von Frankenanlagen weiterhin gering halten. Die Preisstabilität ist derzeit nicht gefährdet. Die durchschnittliche Jahresteuierung dürfte bei einem konstanten Dreimonats-Libor von 0,25% in diesem Jahr 0,5%, im nächsten Jahr 0,2% und im Jahre 2005 1,0% betragen. Für 2003 geht die Nationalbank insgesamt von einem moderaten Rückgang der realwirtschaftlichen Aktivität aus.

## **Konjunktur**

In der Schweiz bildete sich das reale Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal 2003 erwartungsgemäss nochmals zurück und die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte sich weiter. Die unbefriedigende Wirtschaftslage ist in erster Linie die Folge der stagnierenden Entwicklung in Europa. Trotz günstigeren Wechselkursverhältnissen nahmen die schweizerischen Exporte auch im zweiten Quartal ab. Während der Konsum stabilisierend wirkte, waren die Investitionen insgesamt weiterhin rückläufig.

Die wirtschaftliche Situation in der Schweiz ist vorerst noch schwierig; sie wird sich aber allmählich verbessern. Bestellungseingang und Auftragsbestand in der Industrie sind zwar nach wie vor ungenügend, und die Nachfrage nach Exportgütern bleibt bescheiden. Auch die Konsumentenstimmung verharrt auf tiefem Niveau. Doch gibt es Anzeichen dafür, dass die Talsohle im zweiten Quartal durchschritten wurde und gegen Ende 2003 allmählich eine Belebung einsetzen wird. Zu diesen positiven Zeichen gehören verbesserte Erwartungen der Unternehmen, die anziehende Wohnbautätigkeit sowie der Stimmungsumschwung an den Finanzmärkten. Weil die wirtschaftliche Belebung bis Ende Jahr nur sehr bescheiden sein wird, muss von einem moderaten Rückgang der realwirtschaftlichen Aktivität im Durchschnitt des laufenden Jahres ausgegangen werden.

Mit einer allmählichen Erhöhung der Exporte, gefolgt von einer Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen, sollte sich der wirtschaftliche Aufschwung in der Schweiz im nächsten Jahr festigen. Die Arbeitslosigkeit dürfte jedoch vorerst weiter zunehmen und der Konsum aus diesem Grund noch schwach bleiben. Eine Besserung auf dem Arbeitsmarkt wird erst im Verlauf des nächsten Jahres erwartet.

## **Inflationsprognose**

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung gegenüber dem Vorjahr fiel im zweiten Quartal 2003 auf 0,5%, nachdem sie im ersten Quartal noch 1,0% betragen hatte. Im Juli sank sie auf 0,3% und betrug im August 0,5%. Der tendenzielle Rückgang der Teuerung ist vor allem auf die nachlassende Wirtschaftsaktivität im In- und Ausland zurückzuführen. Die Binnenteuerung hat sich in den letzten Monaten deutlich abgeschwächt. Insbesondere ist der Preisauftrieb bei den privaten Dienstleistungen geringer geworden. Einzig bei den Mieten zog die Teuerung im August leicht an. Die Inflation bei den ausländischen Gütern bleibt sehr tief und nicht zuletzt wegen des schwankenden Ölpreises volatil. Die von der Nationalbank berechnete Kerninflationsrate beläuft sich zurzeit auf 0,7%.

Die Grafik zeigt die Inflationsprognose vom Juni 2003 (rote strich-punktierte Kurve in der Grafik) sowie die neue Prognose vom September 2003 (rote gestrichelte Kurve). Die Annahmen für die neue Prognose unterscheiden sich in verschiedener Hinsicht von denjenigen im Juni. Zum einen wird das Wachstum in den USA bereits in diesem Jahr höher ausfallen als damals erwartet, so dass sich die Produktionslücke der amerikanischen Wirtschaft bis Ende 2004 schliessen dürfte. Zum anderen wird sich der Aufschwung in Europa weiter leicht verzögern und insgesamt weniger stark ausfallen. Die europäische Wirtschaft wird ihr Produktionspotenzial erst im Verlaufe von 2005 erreichen. Zudem dürfte die Teuerung in Europa über die nächsten Jahre geringer ausfallen als bisher angenommen. Der Prognose liegt zudem die Erwartung zugrunde, dass der Ölpreis im Verlaufe von 2004 auf rund \$25 pro Fass sinken wird.

Unter der Annahme eines über die nächsten drei Jahre konstanten Dreimonats-Libors von 0,25% sollte die durchschnittliche Inflation gemäss der neuen Prognose in diesem Jahr 0,5% betragen, 2004 auf 0,2% fallen und im Jahr 2005 auf 1,0% steigen. Die prognostizierte Inflation bleibt bis Mitte 2005 unter 1%. Danach setzt eine Beschleunigung ein, so dass die prognostizierte Teuerung im zweiten Quartal 2006 einen Wert von 2,8% erreicht.

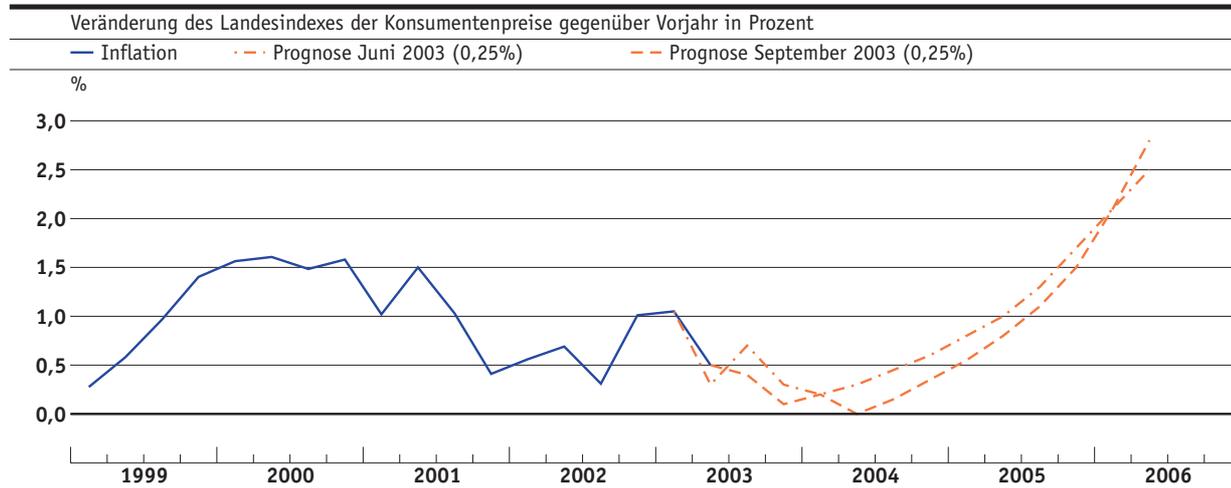
Der Teuerungsverlauf gemäss neuer Prognose liegt bis zu Beginn des Jahres 2006 unter demjenigen der Juni-Prognose. Die Inflation sinkt in den nächsten Quartalen auf annähernd 0% und könnte vorübergehend auch leicht in den negativen Bereich geraten. Dies ist eine Folge des schwachen Wirtschaftswachstums in der Schweiz, des allgemein geringen Preisdrucks im Ausland sowie der erwarteten Abnahme des Ölpreises. Eine solche Entwicklung darf allerdings nicht als Deflation betrachtet werden. Der erwartete Teuerungsrückgang ist zeitlich und im Ausmass eng begrenzt. Bereits ab Mitte 2004 ist wieder mit steigenden Inflationsraten zu rechnen. Zudem ist er nicht mit einer Verschlechterung der realwirtschaftlichen Aktivität verbunden, da für diesen Zeitraum im Gegenteil wieder mit einem anziehenden Wachstum zu rechnen ist.

Als Folge der langen Wirkungsverzögerung in der Geldpolitik ist der Verlauf der Inflation über die nächsten Quartale weitgehend unabhängig vom gegenwärtigen geldpolitischen Kurs. Die Inflationsprognose zeigt indessen, dass aufgrund der heutigen expansiven Geldpolitik die Inflation ab Mitte 2005 trendartig anzusteigen droht. Sie würde im Jahre 2006 nicht mehr in dem Bereich liegen, den die Nationalbank mit Preisstabilität gleichsetzt. Dabei muss beachtet werden, dass die Prognose von der Annahme eines über die nächsten drei Jahre unveränderten Zinssatzes ausgeht. Mit einer Straffung der Geldpolitik zu einem späteren Zeitpunkt kann der Anstieg der Inflation abgeschwächt werden. Wichtig ist auch zu verstehen, dass die Unsicherheit der Prognose mit der Länge des Prognosehorizontes zunimmt.

#### **Fortführung der expansiven Geldpolitik**

Die Nationalbank ist in den letzten zwei Jahren zu einer stark expansiven Geldpolitik übergegangen. Nach der letzten Zinssenkung im März dieses Jahres hat sich der Franken spürbar abgewertet. In der Folge haben sich die monetären Rahmenbedingungen weiter gelockert. Die expansive Geldpolitik äussert sich auch in einer starken Erhöhung der Geldmenge. Gleichzeitig herrscht immer noch erhebliche Unsicherheit über eine wirtschaftliche Erholung in der Schweiz. Die Nationalbank beobachtet die Ausdehnung der Liquidität sorgfältig. Sie will aber verhindern, dass der Aufschwung in der Schweiz durch einen zu frühen Übergang zu einer restriktiveren Geldpolitik gefährdet wird. Sie führt daher ihre expansive Geldpolitik fort und unterstützt die realwirtschaftliche Erholung weiter. Anlagen in Schweizer Franken sollen unattraktiv bleiben. Eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen über eine allfällige markante Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro würde die Nationalbank nach wie vor entschlossen bekämpfen.

## Inflationsprognose Juni 2003 mit Libor 0,25% und September 2003 mit Libor 0,25%



Inflationsprognose September 2003, Libor 0,25%

	2003	2004	2005
Durchschnittliche Jahresinflation in %	0,5	0,2	1,0

# Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

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

Der Bericht wurde am 18. September 2003 verabschiedet.  
Später verfügbare Fakten wurden so weit als möglich ebenfalls berücksichtigt.  
Vorquartalsvergleiche basieren – falls nichts anderes angegeben wird –  
auf saison- und zufallsbereinigten Daten.

# 1 Internationale Rahmenbedingungen

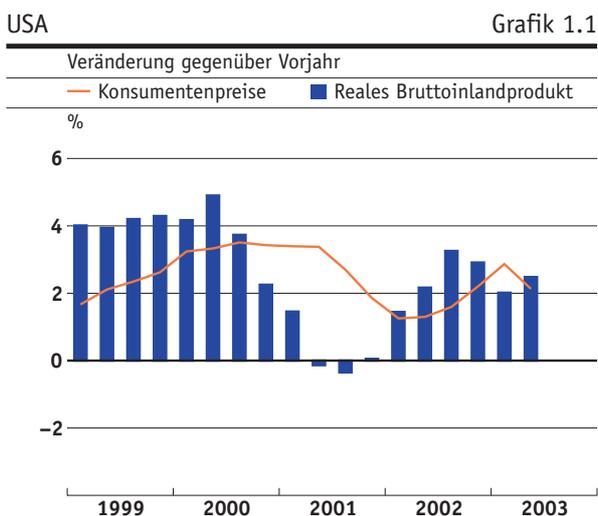
Im Laufe des zweiten Quartals 2003 besserten sich die Aussichten auf eine Belebung der Weltkonjunktur. Mit dem Ende des Irak-Krieges hellte sich die Stimmung in vielen Ländern auf. Die Lungenkrankheit SARS, die in Ostasien Teile der Wirtschaft lahm gelegt und den internationalen Tourismus stark beeinträchtigt hatte, konnte eingedämmt werden. Die Gesundung der Finanzlage vieler Unternehmen trug dazu bei, dass die Aktienkurse wieder stiegen. Um die Jahresmitte begann sich auch die Stimmung bei den Produzenten und den Konsumenten aufzuheben und die Bestellungen zogen an.

Mit den sich bessernden Konjunkturaussichten verringerte sich das Risiko eines Abgleitens in eine Deflation. Umgekehrt deutete nichts auf eine unmittelbare Teuerungsgefahr hin. Dies liess den Zentralbanken Spielraum, die Konjunktur weiterhin durch tiefe Zinssätze zu stützen. Im Juli und August lockerten verschiedene Zentralbanken ihre Geldpolitik weiter, nachdem im Juni die Europäische Zentralbank (EZB) und die amerikanische Zentralbank ihre Leitzinsen nochmals zurückgenommen hatten.

## 1.1 Konjunkturelle Entwicklung

### Höheres Wachstum in den USA ...

Am deutlichsten besserte sich die Konjunkturlage in den USA. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg im zweiten Quartal um 3,1% gegenüber der Vorperiode, nach 1,4% im ersten Quartal (annualisiert).



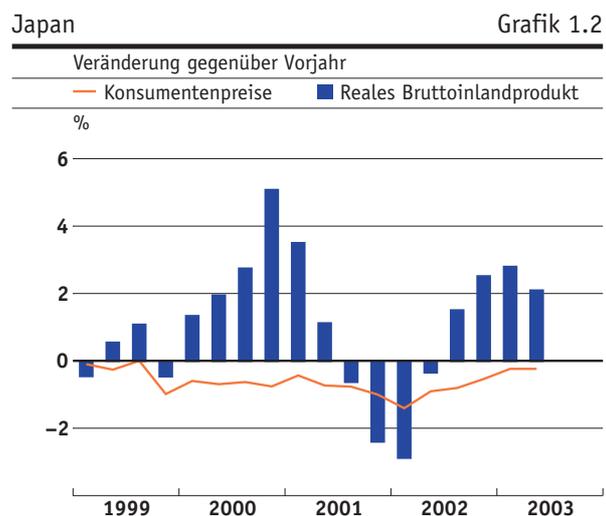
Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Impulse kamen hauptsächlich vom privaten und staatlichen Konsum. Gestützt durch die günstigen Finanzierungsbedingungen erholten sich auch die Unternehmensinvestitionen, während die Exporte weiterhin unter der schwachen Auslandnachfrage litten.

Im dritten Quartal dürften die Mitte Jahr in Kraft getretenen Steuersenkungen der amerikanischen Wirtschaft zusätzliche Dynamik verleihen. Im Juli erhöhte sich die Industrieproduktion, nachdem sie im zweiten Quartal noch gesunken war. Die Aufträge stiegen und die Stimmung der Produzenten hellte sich auf. Das Konsumentenvertrauen besserte sich dagegen nur wenig. Es widerspiegelt damit die anhaltend schwierige Lage auf dem Arbeitsmarkt. Im Juli blieb die Arbeitslosenquote mit 6,2% gleich hoch wie im zweiten Quartal.

### ... und im Vereinigten Königreich

Auch im Vereinigten Königreich zog die Konjunktur im zweiten Quartal an. Gestützt durch die Belebung des privaten und des öffentlichen Konsums stieg das reale Bruttoinlandprodukt annualisiert um 1,4%, verglichen mit 0,4% in der Vorperiode. Die Arbeitslosenquote bildete sich bis im zweiten Quartal zurück und betrug zuletzt 5,0%. Die Konjunkturaussichten besserten sich weiter. Gemäss den vorlaufenden Indikatoren dürften im zweiten Halbjahr auch die Investitionen sowie – bedingt durch den Kursrückgang des britischen Pfundes – die Exporte an Kraft gewinnen.



Quelle: BIZ

## Überraschend starke Konjunkturerholung in Japan

In Japan stieg das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal mit annualisiert 3,9% erheblich stärker als erwartet, verglichen mit 2,5% im ersten Quartal. Zur Belebung trugen sowohl die Binnennachfrage als auch die Exporte bei, die von der kräftigen Nachfrage insbesondere aus den USA und China profitierten. Zudem schrumpften als Folge von SARS die Importe, da deutlich weniger Auslandsreisen unternommen wurden. Die Arbeitslosenquote verharrte indessen auf dem für Japan hohen Stand von 5,4%.

Die vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine weitere Belebung der Konjunktur hin, die jedoch verhalten ausfallen dürfte. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt bleibt schwierig, was vor allem den privaten Konsum dämpfen dürfte. Bremsend wirken zudem die in verschiedenen Sektoren der Wirtschaft bestehenden Strukturprobleme.

## Schwaches zweites Quartal im Euro-Gebiet

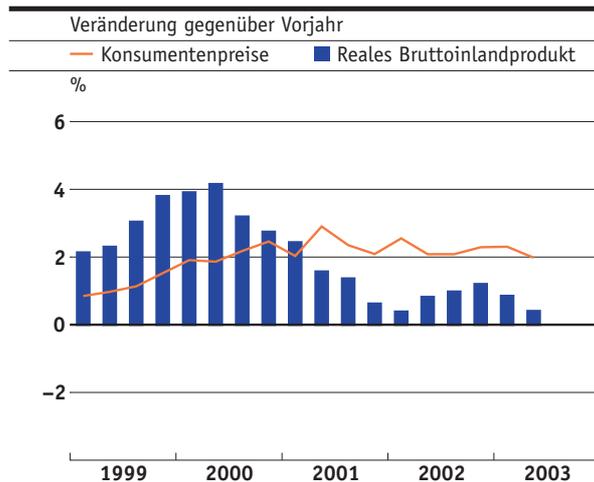
Im Gegensatz zu den USA und zum Vereinigten Königreich vermochten sich die Länder des Euro-Gebietes im zweiten Quartal nicht aus der wirtschaftlichen Stagnation zu lösen. Das reale Bruttoinlandprodukt sank annualisiert um 0,3%, nachdem es in der Vorperiode leicht zugenommen hatte. Die Exporttätigkeit wurde nicht zuletzt durch die Stärke des Euro beeinträchtigt und die Investitionen bildeten sich weiter zurück. Leicht konjunkturstützend wirkte dagegen der private Konsum. Zwischen den Ländern des Euro-Gebietes gab es weiterhin erhebliche Unterschiede. In Deutschland, Frankreich und Italien sank das reale Bruttoinlandprodukt, wobei in Frankreich

ausgedehnte Streiks die Konjunktur zusätzlich beeinträchtigten. Einige kleine Länder sowie Spanien verzeichneten dagegen positive Wachstumsraten.

## Erste Anzeichen einer Wende nach der Jahresmitte

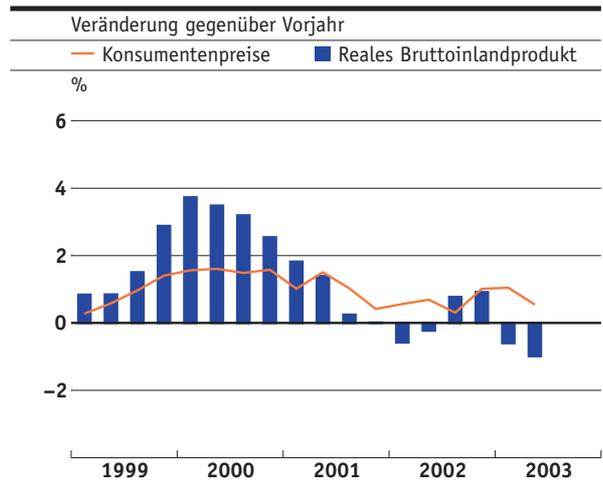
Nach der Jahresmitte begannen sich die Aussichten auch im Euro-Gebiet zu bessern. Der Einkaufsmanagerindex der verarbeitenden Industrie, der in der ersten Jahreshälfte deutlich gesunken war, zog im Juli und August an und die Unternehmen zeigten sich optimistischer. Dagegen dürfte der private Konsum gemäss den jüngsten Umfragen vorderhand schwach bleiben, nicht zuletzt infolge der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit. Die Beschäftigung bildete sich im zweiten Quartal weiter zurück und die Arbeitslosenquote nahm bis Juli leicht auf 8,9% zu. Die in vielen Ländern expansive Finanzpolitik, die sich in steigenden Budgetdefiziten widerspiegelt, dürfte dagegen die Konjunktur stützen.

Euro-Gebiet Grafik 1.3



Quelle: BIZ

Schweiz Grafik 1.4



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

## 1.2 Monetäre Entwicklung

### **Leichter Teuerungsrückgang**

Im OECD-Raum (ohne Hochinflationenländer) fiel die an den Konsumentenpreisen gemessene durchschnittliche Teuerung von 2,0% im April auf 1,8% im Juli. Während die Teuerung im Energiebereich rückläufig war, zogen in Europa und den USA die Lebensmittelpreise infolge der grossen Trockenheit an.

In den USA sank die Teuerung von 2,3% im April auf 1,9% im Juli, während die Kernteuerung mit 1,5% stabil blieb. Auch im Vereinigten Königreich schwächte sich die Teuerung leicht ab, doch lag sie mit knapp 3% weiterhin über dem angestrebten Wert von 2,5%. In der Eurozone sank die Teuerung von 2,1% auf 1,9% und fiel damit in den Bereich, den die EZB mit Preisstabilität gleichsetzt. In Japan setzte sich die leicht deflationäre Tendenz bis Juli fort (-0,2%).

### **Weitere Lockerung der Geldpolitik**

Zwischen Juni und August lockerte eine Reihe von Zentralbanken ihre Geldpolitik weiter, um die Konjunktur zu stützen. Anfang Juni nahm die EZB den Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 0,5 Prozentpunkte auf 2,0% zurück, und Ende Juni reduzierte die amerikanische Zentralbank den angestrebten Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf 1,0%. Im Juli senkte auch die Bank of England den Repo-Satz um 0,25 Prozentpunkte auf 3,5%. Zum Teil deutlich wurden die Leitzinsen zudem in Norwegen, Schweden, Kanada und Dänemark gesenkt. Die japanische Zentralbank behielt ihre expansive Geldpolitik bei.

Am 14. September lehnte Schweden in einer Volksabstimmung die Einführung des Euro ab. Schweden ist damit – wie das Vereinigte Königreich und Dänemark – weiterhin Mitglied der EU, nicht jedoch der Währungsunion.

### **Anstieg der langfristigen Zinsen – Belebung an den Aktienmärkten**

Die langfristigen Zinssätze zogen im Juli und August deutlich an, nachdem sie im Juni auf Tiefstwerte gesunken waren. Dabei fiel der Zinsanstieg in den USA und Japan erheblich stärker aus als in Europa. Zum Zinsanstieg dürfte insbesondere die Aufhellung der Konjunkturaussichten beigetragen haben. Im langfristigen Vergleich blieben die Renditen im dritten Quartal indessen tief.

Die erwartete Konjunkturerholung sowie eine Verbesserung der Bilanzen und Erträge vieler Unternehmen wirkten sich auch auf die Aktienkurse positiv aus. Der weltweite Aktienindex MSCI (Morgan Stanley Capital International) lag im August durchschnittlich 18% über seinem Jahrestiefstand vom März.

## 1.3 Konjunkturaussichten

In den letzten Monaten mehrten sich die Zeichen einer Erholung der Weltkonjunktur. Die vorlaufenden Sammelindikatoren der OECD stiegen für alle drei grossen Wirtschaftsräume deutlich an, so dass in den nächsten Monaten mit einer weiteren konjunkturellen Besserung gerechnet werden kann. Während für die USA im zweiten Halbjahr ein Wachstumsschub erwartet wird, dürfte die Konjunkturerholung im Euro-Gebiet bis zum Jahresende verhalten ausfallen und erst im nächsten Jahr anziehen.

Die Konjunkturerholung ist weiterhin mit erheblichen Risiken behaftet. Für die amerikanische Wirtschaft besteht die Gefahr, dass das stark durch Fiskalimpulse stimulierte Wirtschaftswachstum im nächsten Jahr wieder nachlassen könnte. In Europa und Japan behindern weiterhin Strukturschwächen einen eigenständigen und breit abgestützten Aufschwung, so dass die Wirtschaftsentwicklung von der Wirtschaftsdynamik in den USA und von der Entwicklung des Dollarkurses abhängig bleibt. Schliesslich kämpfen diejenigen Bereiche, die beim Aufschwung von 1997–2000 eine treibende Rolle gespielt hatten, nach wie vor mit Überkapazitäten. Dies gilt insbesondere für die ICT-Branche sowie den Finanzsektor.

Die Teilnehmer der Konsensus-Umfrage<sup>1</sup>, die im September veröffentlicht wurde, rechnen für das Jahr 2004 mit einem Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts von 3,9% in den USA, von 2,6% im Vereinigten Königreich, von 1,7% in der Euro-Zone und von 1,2% in Japan.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) geht ebenfalls von einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums im Jahre 2004 aus. Anlässlich der Herbsttagung vom September revidierte er das erwartete Wirtschaftswachstum für 2004 für die USA und Japan um je knapp einen halben Prozentpunkt auf 3,9% bzw. 1,4% nach oben. Im Vergleich zum Frühjahr senkte er dagegen die Prognose für das Euro-Gebiet um 0,4 Prozentpunkte auf 1,9%. Dabei besteht gemäss IWF bezüglich der Stärke der Konjunkturerholung nach wie vor erhebliche Unsicherheit. Da die Teuerung in naher Zukunft tief bleiben dürfte, empfiehlt der IWF, die Erholung mit einer vorerst unverändert lockeren Geldpolitik zu stützen.

### Prognosen

Tabelle 1

	Wirtschaftswachstum <sup>2</sup>				Teuerung <sup>3</sup>			
	IWF		Konsensus		IWF <sup>4</sup>		Konsensus	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Europäische Union	0,8	2,0	0,8	2,0	2,0	1,6	2,0	1,5
Deutschland	0,0	1,5	0,0	1,6	1,0	0,6	1,0	0,9
Frankreich	0,5	2,0	0,4	1,7	1,9	1,7	2,0	1,6
Vereinigtes Königreich	1,7	2,4	1,8	2,6	2,8	2,5	2,8	2,4
Italien	0,4	1,7	0,5	1,6	2,8	2,0	2,6	2,0
USA	2,6	3,9	2,6	3,9	2,1	1,3	2,3	1,8
Japan	2,0	1,4	1,9	1,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,4
Schweiz	-0,4	1,4	-0,1	1,4	0,4	0,5	0,6	0,5

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

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

2 Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

4 Teuerung EU: Euro-Währungsgebiet, harmonisierte Teuerung; Teuerung Vereinigtes Königreich: ohne Hypothekarkosten

Quellen: IWF: World Economic Outlook September 2003; Konsensus: September Survey

## 2 Monetäre Lage

Die Nationalbank setzte in den Monaten Juni bis August 2003 ihre expansive Geldpolitik fort und die kurzfristigen Geldmarktsätze lagen weiterhin nahe bei null Prozent. Während sich der Frankenkurs des Euro zwischen 1,53 und 1,56 Franken bewegte, gewann der Dollar deutlich an Wert, so dass die monetären Bedingungen nochmals günstiger wurden. Im Zuge der weltweit steigenden langfristigen Zinssätze zogen auch die Renditen in der Schweiz seit Juni deutlich an und die Aktienmärkte erholten sich weiter von ihren Tiefständen vom März.

### 2.1 Zinsen

#### **Rückläufige Zinsdifferenz zum Ausland im Geldmarkt**

Seit dem 6. März 2003 visiert die Nationalbank für den Dreimonats-Libor einen Wert von 0,25% innerhalb des Zielbandes von 0,0%–0,75% an. Der Dreimonats-Libor sank von durchschnittlich 0,29% im Mai auf 0,26% im August und erreichte damit annähernd den angestrebten Wert. Die Zinskurve am Geldmarkt wurde etwas steiler, da der Zwölfmonatszins von Ende Mai bis Ende August um 0,1 Prozentpunkte auf 0,5% stieg. Die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen lag in dieser Periode durchschnittlich um 16 Basispunkte unter dem Dreimonats-Libor.

In Europa und den USA führten die Leitzinssenkungen vom Juni zu einem Rückgang der Geldmarktsätze. Von Mai bis August sanken der Dreimonats-Libor für den Dollar von 1,28% auf 1,13% und der Dreimonats-Euribor von 2,41% auf 2,14%.

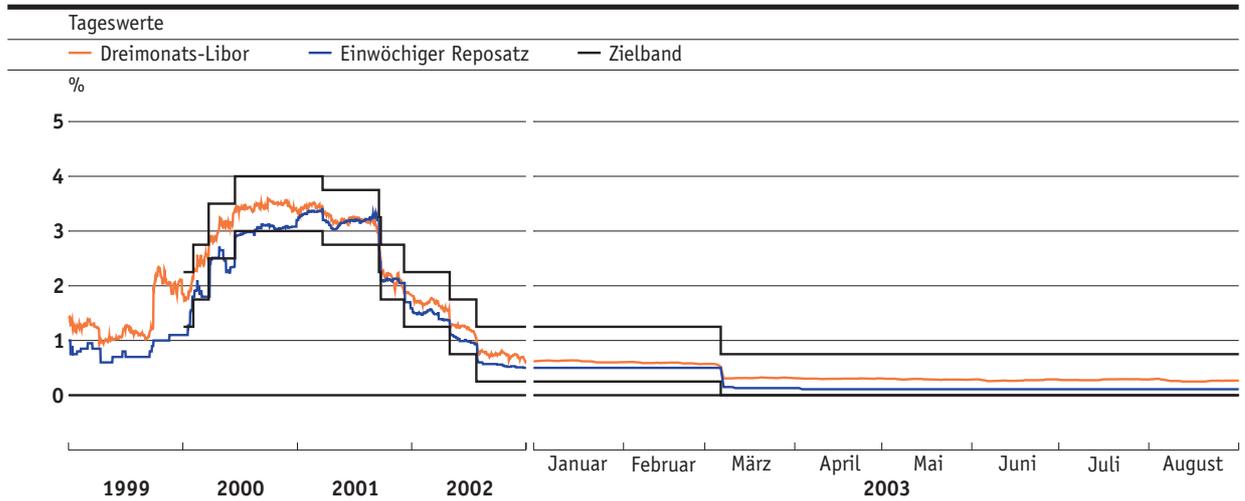
Gemessen am Dreimonatszins bildete sich die Zinsdifferenz zum Dollar von 99 Basispunkten im Mai auf 87 Basispunkte im August zurück; im Vergleich zum Euro ermässigte sie sich von 212 auf 188 Basispunkte.

#### **Historisches Tief und rascher Wiederanstieg der Anleiherenditen**

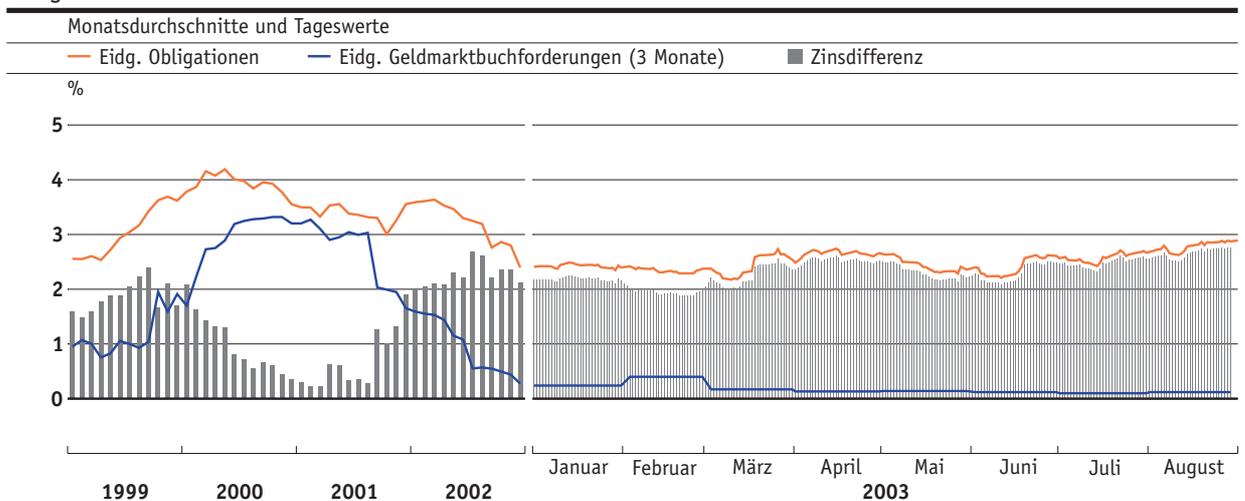
Mitte Juni erreichten die Renditen langfristiger Staatsanleihen weltweit einen Tiefstand und zogen seither stark an. Die Rendite einer amerikanischen Staatsanleihe mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren sank zunächst im Juni um rund 0,2 Prozentpunkte auf 3,33% und stieg bis August auf 4,44%. Einen ähnlichen – aber weniger ausgeprägten – Verlauf wiesen die Renditen europäischer Staatsanleihen auf, die von 3,92% im Mai auf 3,72% im Juni sanken und sich bis August auf 4,20% erhöhten. In Japan haben sich die Renditen von 0,53% im Juni auf 1,12% im August mehr als verdoppelt.

In der Schweiz stieg die Rendite einer eidgenössischen Anleihe mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren von durchschnittlich 2,41% im Juni auf 2,79% im August. Die Fristigkeitsprämie, d. h. die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Renditen, erhöhte sich von 2,29 Prozentpunkten im Juni auf 2,67 Prozentpunkte im August.

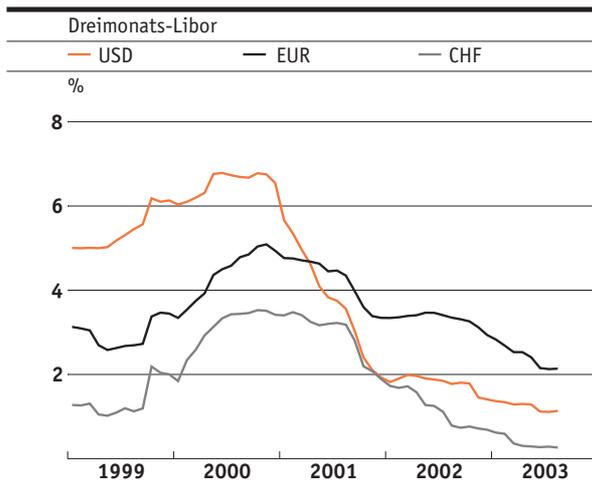
Die Differenz zu den entsprechenden Renditen ausländischer Staatsanleihen betrug im Durchschnitt der Monate Mai bis August gegenüber amerikanischen Papieren 1,27 Prozentpunkte, gegenüber europäischen Anleihen 1,42 Prozentpunkte und gegenüber japanischen Anleihen –1,75 Prozentpunkte.



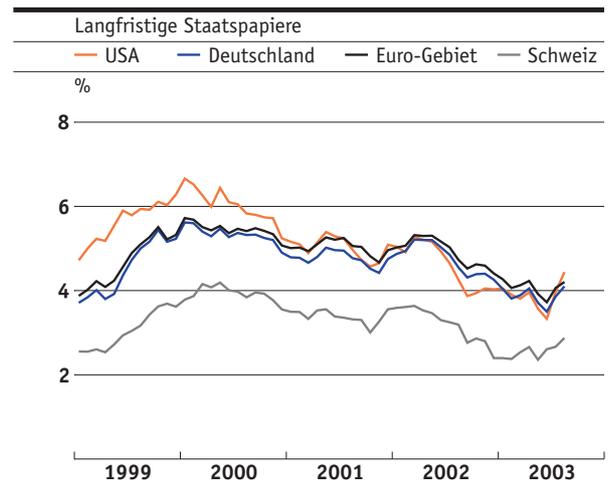
Obligationenrendite und Zinsstruktur



Zinssätze im Ausland



Zinssätze im Ausland



Grafiken 2.1 und 2.3: Quelle: SNB

Grafik 2.2: Eidg. Obligationen: Bis Ende 2000: Durchschnittsrendite berechnet nach Fälligkeit; ab 2001: Kassazinssatz von Diskontanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren. Geldmarktbuchforderungen: Rendite bei Auktion. Bei mehreren Auktionen pro Monat: letzte des Monats. Quelle: SNB

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

### **Weiter rückläufige Zinsen von Kassenobligationen, Sparguthaben und Hypotheken**

Die Zinssätze von Kassenobligationen, Sparguthaben und Hypotheken wiesen bis August noch einen fallenden Trend auf. Obwohl die Rendite von Kassenobligationen normalerweise einen ähnlichen Verlauf wie die Rendite eidgenössischer Anleihen aufweist und die Anleihenrenditen deutlich anzogen, fiel die Rendite von Kassenobligationen von Grossbanken von 1,59% Anfang Mai auf 1,48% Anfang August.

Dank der günstigeren Refinanzierungsmöglichkeiten sank der Zinssatz von Neuhypotheken bei Kantonalbanken von 3,27% Anfang Mai auf 3,17% Anfang August und jener für Althypotheken von 3,49% Anfang Mai auf 3,27% Anfang August. Im Laufe der letzten zehn Jahre ging der Hypothekarzinsatz somit um gut 4 Prozentpunkte zurück. Auch der Zinssatz von Spareinlagen bei Kantonalbanken lag im August mit 0,53% auf einem historischen Tiefstand.

### **Deutliche Erholung der Aktienmärkte**

In den Monaten Juni bis August setzten die Aktienmärkte ihren im März begonnenen Anstieg fort und erreichten Ende August neue Jahreshöchstwerte. Der Dow-Jones-Index lag Ende August bei 9400 Punkten, d. h. rund 1900 Punkte bzw. 25% über dem im März erreichten Tiefstand. Der Swiss Market Index (SMI) stieg von seinem Tief von 3700 Punkten (März) um rund 40% auf 5100 Punkte Ende August; er lag jedoch noch immer weit unter den im Jahre 2000 erreichten Höchstwerten von über 8000 Punkten.

## 2.2 Wechselkurse

### Erholung des Dollars

Nachdem der Dollar seit Anfang 2002 beinahe ununterbrochen an Wert verloren hatte, setzte im Juni dieses Jahres eine Gegenbewegung ein. Besonders deutlich fiel die Höherbewertung gegenüber dem Euro aus, der von seinem Höchststand von 1,19 Dollar Mitte Juni auf unter 1,09 Dollar im August fiel. Zwischen Juni und August legte der Dollar auch gegenüber dem Yen und gegenüber dem britischen Pfund um 1,6% bzw. 1,4% zu.

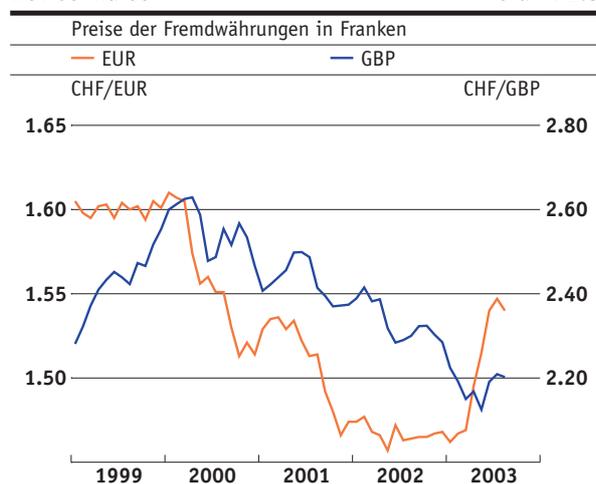
Gemessen am exportgewichteten Aussenwert wertete sich auch der Yen auf. Während er sich gegenüber dem Dollar infolge der Devisenmarktinterventionen der japanischen Zentralbank in einem engen Band zwischen 117 und 120 Yen/Dollar bewegte, stieg er gegenüber dem Euro von 140 Yen/Euro Ende Mai auf 128 Yen/Euro Ende August.

### Weitere Abschwächung des Frankens

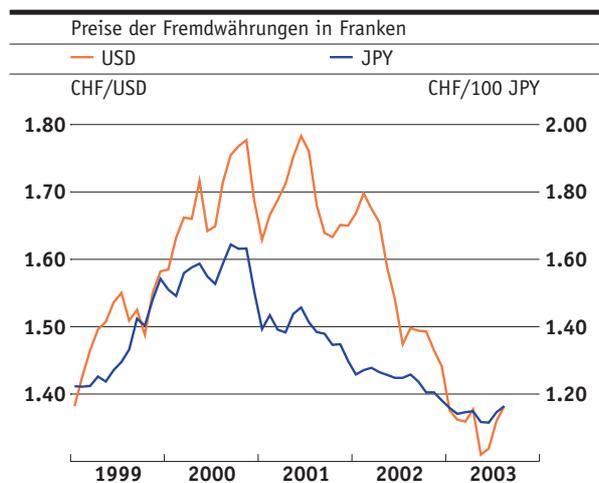
Gemessen an seinem Aussenwert verlor der Franken von Juni bis August deutlich an Wert. Gegenüber dem Euro schwankte er in einer Spanne von 1,53 bis 1,55 Franken. Der Dollar erholte sich zwischen Juni und August von 1,29 auf 1,41 Franken, der Yen von 1,09 auf 1,20 Franken/100 Yen und das britische Pfund von 2,13 auf 2,23 Franken. Damit wurde der seit zwei Jahren anhaltende Aufwertungsstrend des Frankens gegenüber dem Dollar, dem Yen und dem britischen Pfund unterbrochen.

Der exportgewichtete reale Frankenwert bildete sich von Mai bis August um 3,4% zurück. Im Vergleich zur Vorperiode akzentuierte sich damit die Abschwächung des Frankens. Gegenüber Nordamerika fiel sie am stärksten aus (-5,8%), gefolgt von den asiatischen Handelspartnern (-5,0%) und Europa (-2,6%).

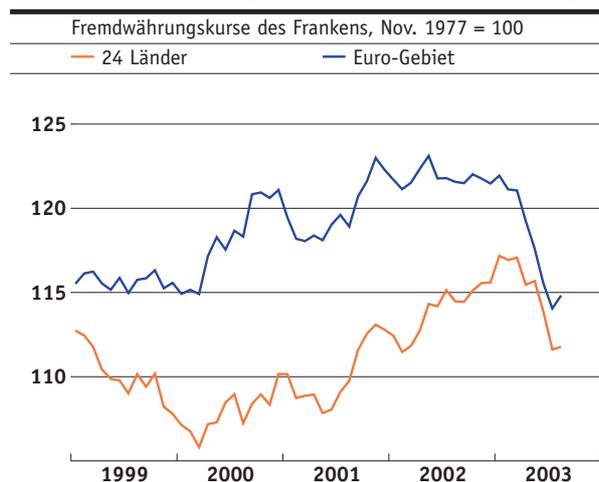
Devisenkurse Grafik 2.5



Devisenkurse Grafik 2.6



Reale Wechselkursindizes Grafik 2.7



Grafiken 2.5, 2.6 und 2.7:  
Quelle: SNB

## 2.3 Geldaggregate

### Starker Anstieg der Giro Guthaben

Der saisonbereinigte Notenumlauf nahm im ersten Halbjahr 2003 wieder zu, nachdem er im Vorjahr stagniert hatte. Im zweiten Quartal stieg er gegenüber dem Vorquartal um annualisiert 4,8%. Im Juli erhöhte er sich jedoch nur noch geringfügig und im August bildete er sich wieder leicht zurück.

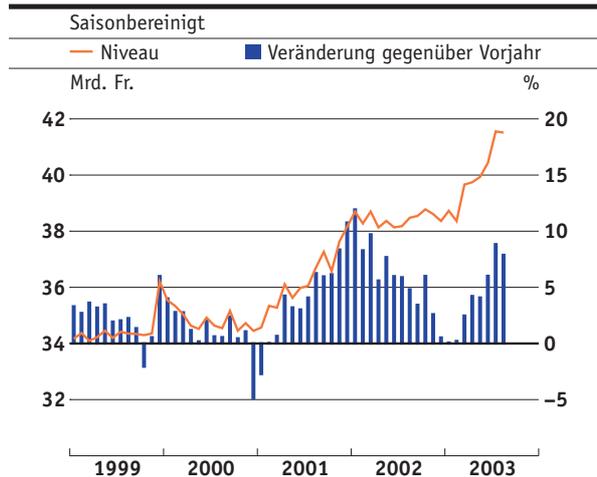
Die Giro Guthaben stiegen seit der Senkung des Dreimonats-Libor im März dieses Jahres kräftig und lagen im August mit 5,6 Mrd. Franken rund 2,3 Mrd. Franken über ihrem Vorjahresstand. Im August lag damit die saisonbereinigte Notenbankgeldmenge, die sich aus dem Notenumlauf und den Giro Guthaben der Banken zusammensetzt, 7,9% höher als vor Jahresfrist.

Während sich das Wachstum des Notenumlaufs in den vergangenen Quartalen weitgehend auf die grossen Noten (Tausender) beschränkte, zog im zweiten Quartal auch der Umlauf der übrigen Notenabschnitte deutlich an. Die kleinen Noten (Zehner bis Fünfziger) wuchsen gegenüber dem Vorquartal um annualisiert 5,2%, die mittleren Noten (Hunderter bis Fünfhunderter) um 5,4% und die grossen Noten um 7,0%. Im Juli und August stiegen nur noch die grossen Noten leicht, während der Umlauf der kleinen und mittleren Noten stagnierte.

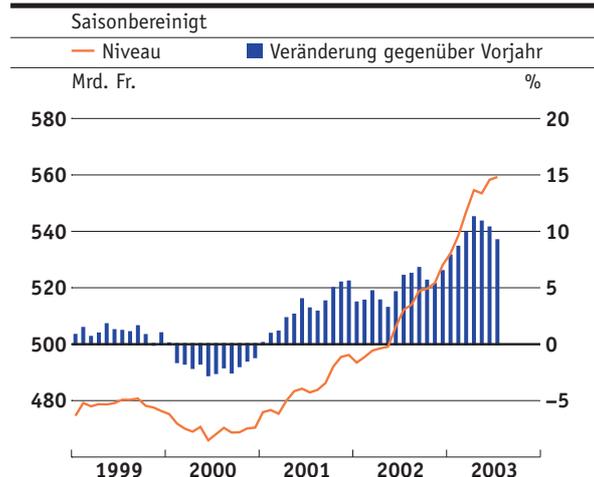
### Verlangsamter Anstieg der Geldaggregate

Der Anstieg der breiteren Geldaggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  verlangsamte sich in den Monaten Mai bis Juli deutlich. Dadurch verringerten sich auch die Jahreswachstumsraten, nachdem diese im April und Mai langjährige Höchststände erreicht hatten. Im Juli lag die Geldmenge  $M_1$  23,8% über dem Vorjahresstand, während  $M_2$  um 19,8% und  $M_3$  um 9,2% zunahmen.

Notenbankgeldmenge Grafik 2.8



Geldmenge  $M_3$  Grafik 2.9



Grafiken 2.8 und 2.9:  
Quelle: SNB

## Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

Tabelle 2

	2001	2002	2002			2003				
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juni	Juli	August
Notenumlauf <sup>1</sup>	33,0	35,1	34,9	34,4	35,4	35,7	35,5	35,5	35,5	35,2
Veränderung <sup>2</sup>	4,7	6,3	7,3	5,2	2,4	-0,4	2,0	2,8	2,4	2,1
Giroguthaben <sup>1</sup>	3,3	3,3	3,3	3,3	3,4	3,6	4,3	4,7	5,5	5,6
Veränderung <sup>2</sup>	0,2	0,4	-0,3	-1,6	3,6	18,4	32,4	37,0	79,6	68,7
NBGM <sup>1,3</sup>	36,3	38,4	38,1	37,8	38,8	39,4	39,9	40,2	41,1	40,8
<b>SBNBGM<sup>1,4</sup></b>	<b>36,3</b>	<b>38,4</b>	<b>38,2</b>	<b>38,4</b>	<b>38,6</b>	<b>38,9</b>	<b>40,0</b>	<b>40,4</b>	<b>41,6</b>	<b>41,5</b>
Veränderung <sup>2</sup>	4,1	6,0	6,4	4,7	3,0	0,9	4,8	6,0	8,8	7,9

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

Tabelle 3

	2001	2002 <sup>p</sup>	2002			2003				
			2. Q. <sup>p</sup>	3. Q. <sup>p</sup>	4. Q. <sup>p</sup>	1. Q. <sup>p</sup>	2. Q. <sup>p</sup>	Juni <sup>p</sup>	Juli <sup>p</sup>	August <sup>p</sup>
Bargeldumlauf	5,1	5,1	6,8	3,6	0,1	-0,7	2,2	2,7	2,2	2,5
Sichteinlagen	-0,7	11,7	6,5	17,5	18,1	27,5	44,5	39,9	36,5	38,8
Transaktionskonti	1,6	8,5	8,3	9,7	8,0	9,5	12,8	12,7	14,4	13,9
<b>M<sub>1</sub></b>	<b>1,0</b>	<b>9,6</b>	<b>7,2</b>	<b>12,5</b>	<b>11,6</b>	<b>16,6</b>	<b>26,6</b>	<b>24,7</b>	<b>23,8</b>	<b>24,8</b>
Spareinlagen	-6,1	9,9	8,7	12,8	14,6	15,3	15,6	15,7	14,9	13,8
<b>M<sub>2</sub></b>	<b>-2,3</b>	<b>9,7</b>	<b>7,9</b>	<b>12,7</b>	<b>12,9</b>	<b>16,0</b>	<b>21,6</b>	<b>20,6</b>	<b>19,8</b>	<b>19,8</b>
Termineinlagen	26,9	-11,0	-9,3	-14,4	-19,0	-18,5	-31,7	-31,5	-34,3	-33,6
<b>M<sub>3</sub></b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>3,9</b>	<b>6,3</b>	<b>5,8</b>	<b>8,8</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>

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

2 gegenüber Vorjahr in Prozent

3 NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

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

5 Definition 1995, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent  
p provisorisch

## 2.4 Kredite und Kapitalmarktbeanspruchung

### Leicht steigende Inlandkredite im zweiten Quartal

Die Inlandkredite umfassen die Kredite der Banken an Schuldner mit Domizil im Inland und setzen sich aus den ungedeckten Kundenforderungen, den gedeckten Kundenforderungen und den Hypothekarforderungen zusammen. Mit 86% machten die gedeckten Inlandkredite (bestehend aus den gedeckten Kundenforderungen und den Hypothekarforderungen) den grössten Anteil an den Gesamtkrediten aus; davon entfielen wiederum 91% auf die Hypothekarforderungen.

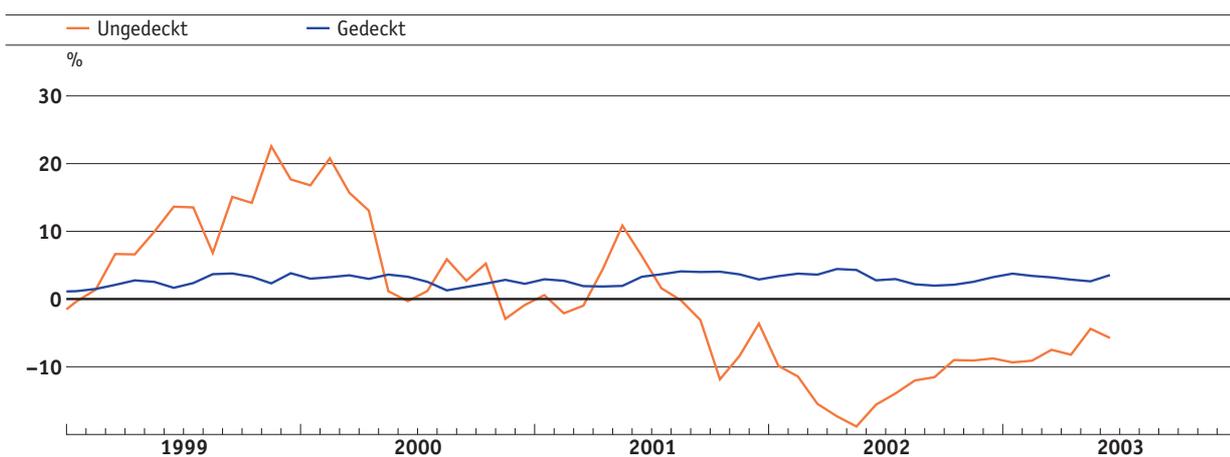
Das Total der Inlandkredite stieg im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 1,0%. Die ungedeckten Kundenforderungen wuchsen mit 1,5% etwas stärker, doch lagen sie nach wie vor beträchtlich unter dem Vorjahresstand. Nach einer leichten Erholung zu Beginn des Jahres bildeten sich die gedeckten Kundenforderungen im zweiten Quartal erneut um 2,3% zurück und lagen damit rund 20% unter dem Höchststand vom Februar 2002.

Die Zunahme der ungedeckten Kundenforderungen kompensierte die Abnahme der gedeckten Kundenforderungen, so dass das Total der Kundenforderungen im zweiten Quartal auf dem Stand des Vorquartals verharrte. Die Hypothekarforderungen setzten ihr Wachstum fort und nahmen gegenüber dem Vorquartal um 1,3% zu.

Erstmals nach längerer Zeit stieg die Kreditvergabe der Grossbanken mit 0,9% im Quartalsvergleich wieder stärker als diejenige der Kantonal- und Regionalbanken. Wie bereits im ersten Quartal verzeichneten die Raiffeisenbanken mit einem Anstieg von 3,9% die grösste Zunahme der Inlandkredite.

Jahresveränderungsraten: gedeckte und ungedeckte Kredite

Grafik 2.10



### Dominanz der ausländischen Schuldner auf dem schweizerischen Obligationenmarkt

Die ausländischen Emittenten blieben mit einem Emissionsvolumen von 11 Mrd. Franken auch im zweiten Quartal die bedeutendste Schuldnerkategorie auf dem schweizerischen Obligationenmarkt. Die Emissionen inländischer Schuldner sanken gegenüber dem Vorquartal um rund 3 Mrd. auf 7,7 Mrd. Franken. Mit einem Emissionsvolumen von rund 5 Mrd. Franken waren die öffentlichen Schuldner – Bund, Kantone und Gemeinden – nach wie vor die dominierende Schuldnerkategorie im Inland. Die Kapitalrückzahlungen erreichten nicht mehr den hohen Wert des Vorquartals. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass weitaus weniger Anleihen von Banken zur Rückzahlung gelangten als im ersten Quartal. Die Nettobeanspruchung des Kapital-

markts durch Obligationenanleihen erhöhte sich dadurch gegenüber dem Vorquartal von 3,5 auf 5,7 Mrd. Franken. Die Aktienemissionen erreichten mit 0,1 Mrd. Franken den tiefsten Quartalswert seit fünf Jahren. Nachdem in den beiden Vorquartalen die Kapitalerhöhungen der Zurich Financial Services und der Banque Cantonale Vaudoise das Bild geprägt hatten, blieben im zweiten Quartal grössere Aktienemissionen aus. Zusammen mit Rückzahlungen von Aktienkapital in der Höhe von 0,8 Mrd. Franken ergab sich eine Nettobeanspruchung des Kapitalmarkts durch Aktien in der Höhe von –0,7 Mrd. Franken.

Kapitalmarktbeanspruchung in Mrd. Franken

Tabelle 4

	2001	2002	2002			2003	
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
<b>Anleihen und Aktien, total</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	73,4	77,3	20,5	13,6	19,3	23,2	18,7
Konversion/Rückzahlung	60,4	60,5	9,4	19,7	17,7	19,2	13,7
Nettobeanspruchung	13,0	16,8	11,1	–6,1	1,5	4,0	5,0
<b>Schweizerische Obligationenanleihen</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	27,0	26,2	9,2	5,5	3,4	10,5	7,7
Konversion/Rückzahlung	21,1	22,5	4,0	5,5	6,0	8,9	4,2
Nettobeanspruchung	5,9	3,7	5,3	0,0	–2,6	1,5	3,5
<b>Schweizer Aktien</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	12,3	7,4	0,2	0,7	5,1	1,3	0,1
Rückzahlung	7,3	9,1	0,9	6,6	0,8	0,8	0,8
Nettobeanspruchung	5,0	–1,7	–0,8	–5,9	4,3	0,5	–0,7
<b>Ausländische Obligationenanleihen<sup>2</sup></b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	34,0	43,7	11,1	7,4	10,8	11,5	11,0
Rückzahlung	32,0	28,9	4,4	7,6	11,0	9,5	8,7
Nettobeanspruchung <sup>3</sup>	2,1	14,8	6,7	–0,2	–0,2	2,0	2,2

1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungsanleihen

3 ohne Konversion

### 3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

#### 3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

##### Weitere Verschlechterung der Konjunkturlage im zweiten Quartal

In der Schweiz nahm das reale Bruttoinlandprodukt im zweiten Quartal 2003 nochmals ab, doch fiel der Rückgang mit 1,2% schwächer aus als im ersten Quartal (revidierte Zahlen). Im Vorjahresvergleich sank das reale Bruttoinlandprodukt um 1,0%, nach 0,6% im ersten Quartal. Der private und staatliche Konsum wirkten weiter konjunkturstützend, während sich die Investitionen und die Exporte nochmals zurückbildeten. Die rückläufige Gesamtnachfrage war von einer weiteren deutlichen Abnahme der Importe begleitet, was den Rückgang des realen Bruttoinlandprodukts abfederte.

Die Lage im Industriesektor blieb im zweiten Quartal gedrückt. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) lag mit durchschnittlich 44,2% deutlich unter der Schwelle von 50%, die eine unveränderte Produktion anzeigt. In die gleiche Richtung wiesen die Ergebnisse der monatlichen Umfragen der KOF/ETH. Der Bestellungseingang schwächte sich weiter ab und die Produzenten meldeten mehrheitlich einen Rückgang der Produktion.

Die im September vom Bundesamt für Statistik (BFS) publizierten Daten bestätigten dieses Bild. Die Produktion der verarbeitenden Industrie sank im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode nochmals und lag 3,1% unter dem Vorjahresstand.

##### Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

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

Tabelle 5

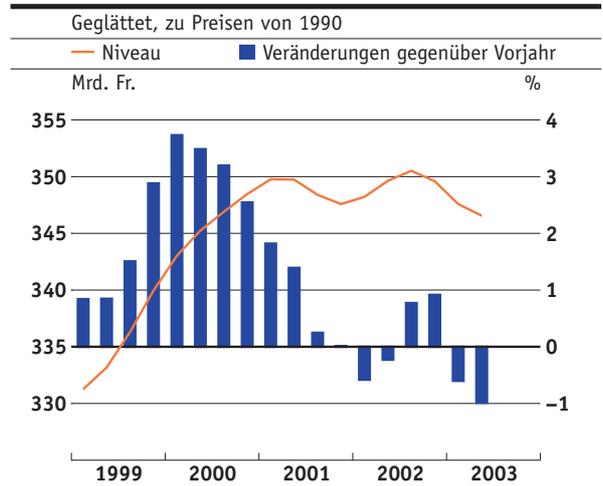
	2001	2002	2002			2003	
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Privater Konsum	1,2	0,4	0,3	0,3	0,2	0,1	0,5
Konsum Staat und Sozialversicherungen	0,4	0,3	0,4	0,5	0,4	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	-0,9	-1,0	-1,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,9
Bau	-0,4	0,2	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0
Ausrüstungen	-0,5	-1,3	-1,9	-0,9	-0,6	-0,2	-0,9
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,1</b>
Lager	0,0	-0,9	0,8	-2,2	-1,2	-0,4	-3,6
Exporte total	0,0	-0,2	-1,3	1,4	0,8	0,3	-0,3
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-4,0</b>
Importe total	-0,1	-1,6	-1,0	-1,3	-1,1	0,7	-3,0
<b>BIP</b>	<b>0,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,0</b>

Quellen: BFS, Seco

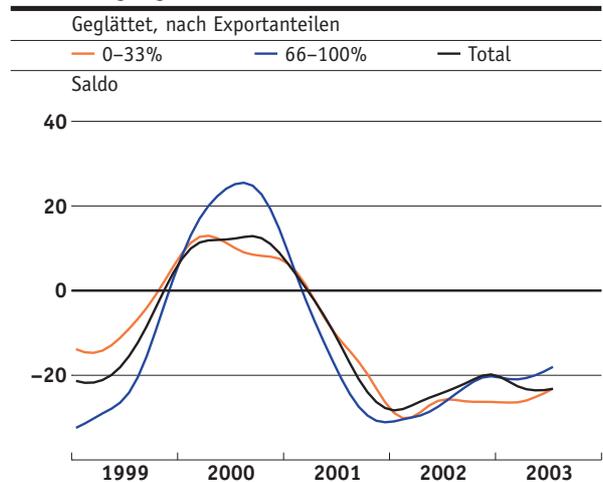
## Aufhellung der Konjunkturaussichten um die Jahresmitte

Eine Reihe von Indikatoren deutet allerdings darauf hin, dass in der Schweiz der konjunkturelle Tiefpunkt im zweiten Quartal erreicht wurde. Im Juli und August stieg der PMI und erreichte damit wieder die 50%-Schwelle. Auch die monatliche Industrienumfrage der KOF/ETH deutet auf eine Besserung hin. Der Sammelindex «Geschäftsgang in der Industrie», der vier Indikatoren zur Geschäftslage zusammenfasst, stabilisierte sich im Juli und August. Die Produktion bildete sich zwar nochmals zurück, doch konnten die überhöhten Lagerbestände an Vor- und Fertigprodukten weiter abgebaut werden. Vor allem aber bildeten sich die Bestellungen nicht mehr weiter zurück. Besonders ausgeprägt war der Stimmungsumschwung in der Exportindustrie. Sie meldete wieder steigende Bestellungen und erwartete kurz- und mittelfristig eine deutlich anziehende Nachfrage. Nach Branchen gegliedert zeigten sich allerdings nach wie vor Unterschiede. Während sich die Stimmung bei den Produzenten von Rohstoffen und Halbfabrikaten, von nicht dauerhaften Konsumgütern sowie von Investitionsgütern aufhellte, blieben die Hersteller von dauerhaften Konsumgütern zurückhaltend.

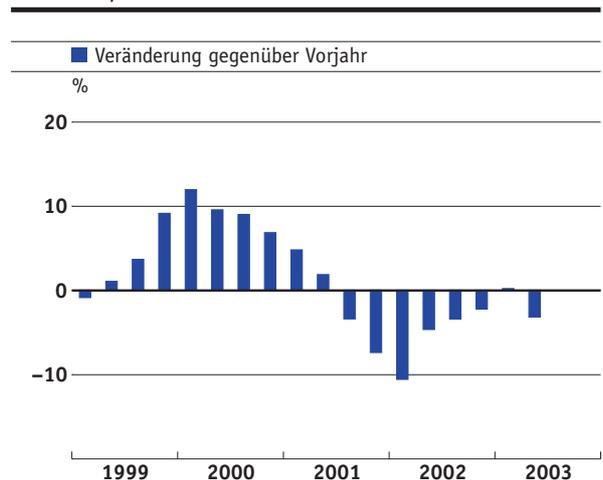
Bruttoinlandprodukt Grafik 3.1



Geschäftsgang in der Industrie Grafik 3.2



Industrieproduktion Grafik 3.3



Grafik 3.1:  
Quartalschätzung annualisiert  
Quelle: Seco

Grafik 3.3: Quelle BFS

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

## 3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die Exporte von Waren und Dienstleistungen setzten ihren Rückgang im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode abgeschwächt fort und lagen 0,7% unter ihrem Vorjahresstand. Dabei entwickelten sich die Waren und Dienstleistungen unterschiedlich. Während die Warenexporte im Vorjahresvergleich sanken, lagen die Dienstleistungsexporte erstmals seit drei Jahren wieder über dem Vorjahresstand (3,6%). Zu dieser positiven Entwicklung trugen vor allem die markante Erholung der Prämieinnahmen der Privatversicherungen sowie der stark verlangsamte Rückgang der Bankkommissionen bei.

Infolge der schwachen Binnennachfrage und rückläufigen Exporte bildeten sich die Importe von Waren und Dienstleistungen zurück. Im Vorjahresvergleich sanken sie um 6,8%. Dabei standen einem starken Rückgang der Wareneinfuhren (-7,8%) leicht höhere Importe von Dienstleistungen gegenüber (2,3%).

### Sinkende Warenexporte

Gemäss Angaben der Oberzolldirektion lagen die Warenexporte im zweiten Quartal 1,0% unter dem entsprechenden Vorjahresstand.<sup>1</sup> Im Vergleich zur Vorperiode sanken die Lieferungen von Konsumgütern, insbesondere von Pharmaprodukten und Uhren, erneut überdurchschnittlich stark. Auch die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten bildeten sich weiter zurück. Unerwartet günstig entwickelten sich dagegen die Investitionsgüterexporte. Die leichte Zunahme war unter anderem auf den Verkauf von Flugzeugen durch die Swiss zurückzuführen. Die Lieferungen von Industriemaschinen, Elektroapparaten sowie Präzisionsinstrumenten schrumpften dagegen weiter. Im Vorjahresvergleich nahmen die Investitionsgüterexporte leicht zu, während die Ausfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Konsumgütern sanken.

### Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck<sup>2</sup>

Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 6

	2001	2002	2002			2003	
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
<b>Total</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>
Rohstoffe und Halbfabrikate	-1,5	-0,4	1,6	1,0	5,8	2,5	-0,8
Investitionsgüter	-0,4	-4,4	-5,7	-2,0	2,8	-0,1	3,3
Konsumgüter	9,4	8,5	4,9	14,6	7,3	-2,4	-4,4
Ausfuhrpreise	1,2	-2,7	-0,5	-3,9	-4,3	0,6	-3,7

### Reale Einfuhren nach Verwendungszweck<sup>2</sup>

Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 7

	2001	2002	2002			2003	
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
<b>Total</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>-6,8</b>
Rohstoffe und Halbfabrikate	0,1	-2,5	-2,6	0,5	2,8	5,5	-7,2
Energieträger	7,9	-2,1	-0,8	-1,7	-11,1	-11,1	-4,8
Investitionsgüter	-5,0	-6,2	-7,9	-2,0	-2,3	1,5	-3,3
Konsumgüter	5,8	0,0	6,2	-2,0	-2,9	3,5	-8,9
Einfuhrpreise	0,1	-2,9	-2,9	-3,5	-2,2	-1,3	-1,4

1 Die realen Warenexporte gemäss Oberzolldirektion (Total 1) entsprechen den vom seco ausgewiesenen realen Warenexporten unter Ausschluss der Ausfuhren von elektrischer Energie sowie der Subgruppe «übriger Warenverkehr».

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

### Weiterhin schwache Nachfrage aus Europa

Die nominellen Ausfuhren schweizerischer Waren in die EU gewannen zwar leicht an Schwung, lagen aber 1,4% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Während die Lieferungen nach Deutschland schwach zulegen, sanken diejenigen nach Frankreich, Italien und Grossbritannien. Demgegenüber nahmen die Ausfuhren in die zentraleuropäischen Länder weiter zu und übertrafen den Vorjahresstand um 4,7%.

### Rückläufige Warenexporte in die USA und nach Asien

Die Dollarschwäche lastete auch im zweiten Quartal auf den Handelsaktivitäten mit den USA sowie jenen Ländern, die in Dollar fakturieren. Die nominellen Warenexporte in die USA setzten ihren Abwärtstrend fort und lagen deutlich unter dem Vorjahresstand (-18,1%). Auch die Lieferungen in die asiatischen Schwellenländer schrumpften stark (-13,8%). Die Exporte nach Japan und China lagen zwar weiter über dem Vorjahresstand (7,3% bzw. 14,8%), doch liess die Dynamik nach. Weiterhin kraftlos blieb die Nachfrage aus den OPEC-Staaten.

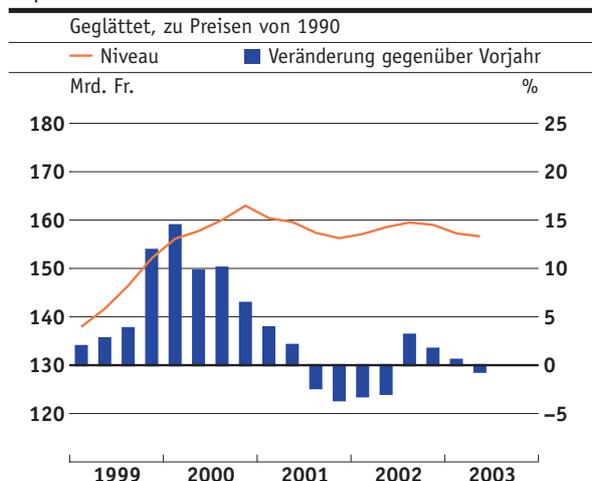
### Einbruch der Warenimporte

Der Rückgang der realen Importe von Waren, der im März eingesetzt hatte, hielt im zweiten Quartal an.<sup>3</sup> Im Vorjahresvergleich betrug er 6,8%, nach einem Anstieg von 2,8% im ersten Quartal. Besonders stark sanken die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Investitionsgütern. Auch die Konsumgütereinfuhren schrumpften gegenüber der Vorperiode verstärkt.

### Rückläufige Export- und Importpreise

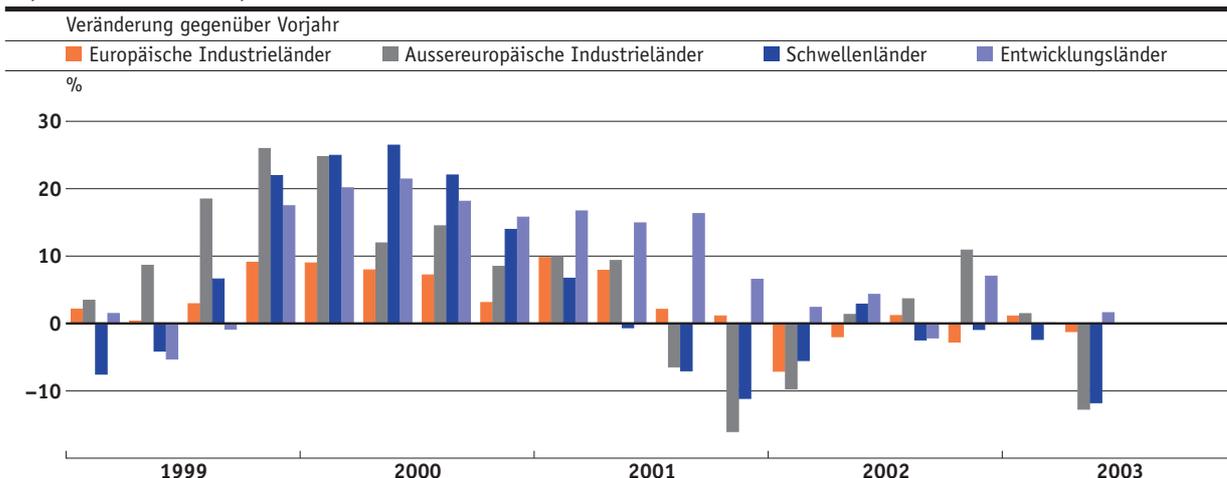
Die an den Preismittelwerten der Oberzolldirektion gemessenen Exportpreise lagen im zweiten Quartal 3,7% unter dem entsprechenden Vorjahresstand, nach einem leichten Anstieg im ersten Quartal. Dies gilt auch für die an den Preismittelwerten gemessenen Einfuhrpreise, die im Durchschnitt des zweiten Quartals 1,4% unter ihrem Vorjahresstand lagen. Als Folge dieser Entwicklung verschlechterte sich das Verhältnis zwischen Export- und Importpreisen (Terms of Trade) gegenüber dem Vorjahresquartal um 2,3%. Zu dieser Entwicklung dürfte vor allem die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro beigetragen haben.

Exporte Grafik 3.4



Exporte nach Handelspartnern

Grafik 3.5



3 Die realen Warenimporte gemäss Oberzolldirektion (Total 1) entsprechen den vom seco ausgewiesenen realen Warenimporten unter Ausschluss der Einfuhren von elektrischer Energie sowie der Subgruppe «übriger Warenverkehr».

Grafik 3.4: Quartalschätzung annualisiert, ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1).  
Quelle: Seco

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

### Mögliche Trendwende im dritten Quartal

Die Warenexporte scheinen um die Jahresmitte die Talsohle erreicht zu haben. Im Juli und August bildeten sie sich gegenüber der Vorperiode nicht mehr weiter zurück. Im Durchschnitt der beiden Monate lagen sie aber 1,6% unter dem Vorjahresstand (arbeitstagbereinigt). Seit Juli begannen sich Hand in Hand mit einer leichten Belebung der Bestellungen auch die Zukunftseinschätzungen der Exporteure aufzuhellen.

Etwas optimistischer stimmt auch die Entwicklung der Importe. Während die Einfuhren von Konsumgütern im Juli und August leicht an Dynamik gewannen, stabilisierten sich diejenigen von Rohstoffen und Halbfabrikaten. Die Importe von Investitionsgütern sanken jedoch weiter. Im Durchschnitt der beiden Monate verharren die Warenimporte auf dem entsprechenden Vorjahresstand (arbeitstagbereinigt).

### Leicht höherer Ertragsbilanzüberschuss

Die nominellen Warenexporte nahmen im zweiten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 4,4% ab, die Importe gingen sogar um 8,1% zurück. Die Handelsbilanz (Spezialhandel, Total 1) schloss mit einem Überschuss von 2,5 Mrd. Franken, gegenüber 1,4 Mrd. Franken vor Jahresfrist.<sup>4</sup> Im gesamten Warenverkehr, der auch den Handel mit elektrischer Energie sowie die Ein- und Ausfuhr von Edelmetallen, Edel- und Schmucksteinen usw. umfasst, ergab sich ein Überschuss von 2,2 Mrd. Franken.

Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahresquartal um 0,4 Mrd. auf 4,9 Mrd. Franken. Die Zunahme ist vor allem auf höhere Erträge aus dem grenzüberschreitenden Versicherungsgeschäft zurückzuführen. Die Kommissionserträge der Banken nahmen dagegen erneut ab, wobei sich der Rückgang erheblich verlangsamte. Demgegenüber stieg der Aktivsaldo bei den Arbeits- und Kapitaleinkommen um 1,1 Mrd. auf 5,2 Mrd. Franken. Höhere Nettoerträge aus Direktinvestitionen sowie aus den übrigen Anlagen trugen zu diesem Anstieg bei. Damit resultierte im zweiten Quartal ein Ertragsbilanzüberschuss von 12,2 Mrd. Franken, gegenüber 8 Mrd. Franken vor Jahresfrist. Der Anteil am nominellen Bruttoinlandprodukt belief sich auf 11,7%, nach 7,5% im entsprechenden Vorjahresquartal.

Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken

Tabelle 8

	2001 <sup>5</sup>	2002 <sup>6</sup>	2002 <sup>6</sup>			2003 <sup>7</sup>	
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.
Waren	-4,6	5,2	0,7	2,0	2,1	-0,2	2,2
Spezialhandel <sup>8</sup>	1,7	7,3	1,4	1,9	3,1	0,5	2,5
Dienste	22,1	22,1	4,5	5,7	4,7	7,2	4,9
Fremdenverkehr	2,1	1,9	-0,1	0,3	0,3	1,5	0,0
Arbeits- und Kapitaleinkommen	25,5	17,9	4,1	5,3	4,8	4,6	5,2
Kapitaleinkommen	34,0	27,1	6,4	7,6	7,2	7,2	7,8
Laufende Übertragungen	-6,7	-6,5	-1,4	-1,5	-1,4	-1,6	-0,1
<b>Total Ertragsbilanz</b>	<b>36,2</b>	<b>38,6</b>	<b>8,0</b>	<b>11,6</b>	<b>10,2</b>	<b>10,0</b>	<b>12,2</b>

4 Gemäss Total 1

5 revidiert

6 provisorisch

7 Schätzung

8 Total 1

### 3.3 Investitionen

Im zweiten Quartal schrumpfte die Investitionstätigkeit weiter. Während die Bauinvestitionen gegenüber der Vorperiode leicht zunahm, verstärkte sich der Abwärtstrend der Ausrüstungsinvestitionen. Im Vorjahresvergleich sanken die realen Anlageinvestitionen, die sich aus den Ausrüstungs- und den Bauinvestitionen zusammensetzen, um 3,6%, nach einer Abnahme von 0,5% im ersten Quartal.

#### Belebung der Wohnbautätigkeit

Die Lage im Bausektor blieb insgesamt flau. Die realen Bauinvestitionen, die gegenüber der Vorperiode leicht stiegen, stagnierten im Vorjahresvergleich. Stützend wirkte die Wohnbautätigkeit, die gemessen an der Anzahl im Bau befindlicher Wohnungen erneut kräftig stieg. Dagegen deutete die Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes (SBV) auf einen weiteren Rückgang im Tiefbau und im gewerblich-industriellen Bau hin.

#### Insgesamt wenig positive Impulse vom Bau

In den nächsten Quartalen ist seitens der Bauinvestitionen kein wesentlicher Wachstumsbeitrag zu erwarten. Gestützt durch tiefe Hypothekenzinssätze und sinkende Baukosten dürfte zwar die Wohnbautätigkeit weiter anziehen. Darauf deutet insbesondere die seit längerem steigende Zahl der bewilligten Wohnungen und die vom SBV gemeldeten zunehmenden Bauvorhaben hin. Der Erholung beim Wohnungsbau steht indessen ein anhaltender Rückgang in den anderen Bausparten gegenüber. So ist beim kommerziellen Bau infolge der sinkenden Beschäftigung und der hohen Leerstandsquote weiterhin mit schrumpfenden Investitionen zu rechnen.

Angesichts der angespannten Finanzlage der öffentlichen Hand dürften auch vom Tiefbau keine Impulse ausgehen.

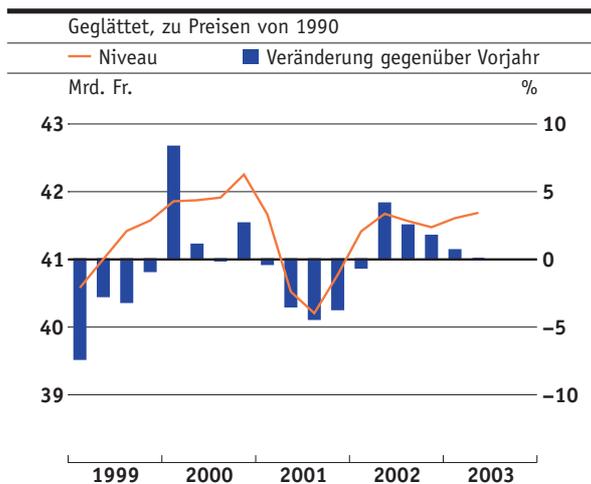
#### Verstärkter Abwärtstrend der Ausrüstungsinvestitionen

Der Abwärtstrend der Ausrüstungsinvestitionen akzentuierte sich im zweiten Quartal, nachdem er sich im ersten Quartal abgeschwächt hatte. Im Vorjahresvergleich schrumpften die Ausrüstungsinvestitionen um 7,3%, nach einem Rückgang von 1,5% im ersten Quartal. Die Einfuhren von Investitionsgütern gingen verstärkt zurück und lagen 5,2% unter dem Vorjahresstand. Gemäss der Quartalsumfrage in der schweizerischen Investitionsgüterindustrie (Swissmem) vom zweiten Quartal war auch der inländische Umsatz schweizerischer Investitionsgüter rückläufig.

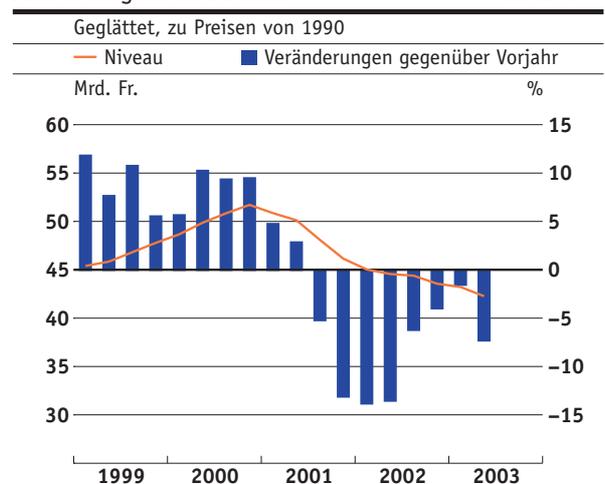
#### Stabilisierung der Ausrüstungsinvestitionen gegen Jahresende

Die Verstärkung des Abwärtstrends der Ausrüstungsinvestitionen im zweiten Quartal dürfte vorübergehender Natur sein. Die Kapazitätsauslastung im Industriesektor, die einen Vorlauf von rund einem halben Jahr auf die Ausrüstungsinvestitionen hat, lag im zweiten Quartal leicht höher als Ende 2002. Gemäss der Umfrage der Swissmem erhöhte sich der Auftragseingang aus dem Inland gegenüber der Vorperiode erneut leicht. Während auch das tiefe Zinsniveau sowie der steigende Ersatzbedarf bei den Kapitalgütern mit einer kurzen Nutzungsdauer eine baldige Trendumkehr bei den Ausrüstungsinvestitionen begünstigen, hemmt die nach wie vor unbefriedigende Ertragslage der Unternehmen die Investitionstätigkeit.

Bauinvestitionen Grafik 3.6



Ausrüstungsinvestitionen Grafik 3.7



Grafiken 3.6 und 3.7:  
 Quartalsschätzung annualisiert  
 Quelle: Seco

## 3.4 Konsum

### Schwacher privater Konsum

Im zweiten Quartal stieg der private Konsum mit annualisiert 0,7% leicht stärker als in den Vorperioden und lag 0,8% über dem entsprechenden Vorjahresstand, nach 0,1% im ersten Quartal. Das Wachstum war allerdings hauptsächlich auf die robusten Ausgaben in den wenig konjunktursensiblen Bereichen Wohnen, Gesundheit und Nahrungsmittel zurückzuführen. Demgegenüber waren die Konsumenten beim Kauf von dauerhaften Gütern und Luxusgütern weiterhin sehr zurückhaltend.

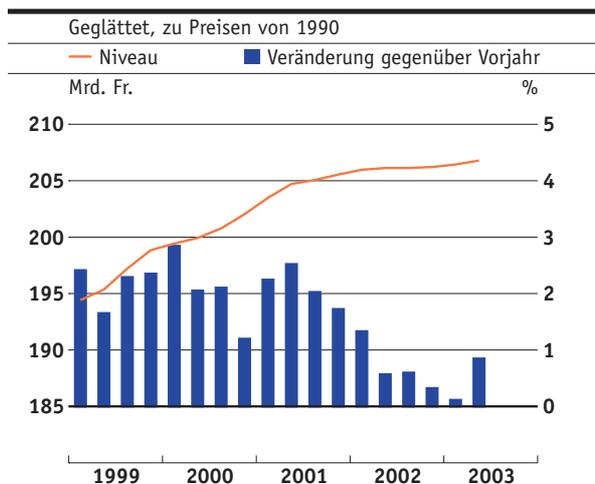
Dieses Ausgabeverhalten kam in den realen Detailhandelsumsätzen zum Ausdruck. Im zweiten Quartal lagen diese geringfügig unter dem entsprechenden Vorjahresstand (-0,1%), nachdem sie im ersten Quartal noch um 3,4% geschrumpft waren. Dabei nahmen vor allem die Ausgaben für Nahrungsmittel und Gesundheitspflege zu. Demgegenüber setzte sich der Rückgang im Bereich der persönlichen Ausstattung fort, was insbesondere auf schrumpfende Ausgaben für Uhren und Schmuck zurückzuführen war. Ebenfalls rückläufig blieb der Absatz von Motorfahrzeugen. Dies widerspiegelte sich auch in der Anzahl der neu zugelassenen Personenwagen, die 7,2% unter dem Vorjahresstand lagen. Vergleichsweise günstig entwickelte sich dagegen der Binnentourismus. Nachdem die Zahl der inländischen Übernachtungen in der Hotellerie im Winterhalbjahr abgenommen hatte, übertraf sie den Vorjahresstand im zweiten Quartal um 1,9%.

### Weiterhin trübe Konsumentenstimmung

Der Konsumentenstimmungsindex verharrte im Juli auf dem niedrigen Stand von April. Während die Haushalte ihre finanziellen Aussichten in den kommenden zwölf Monaten praktisch unverändert beurteilten, waren sie bezüglich der künftigen Wirtschaftslage im Vergleich zu April etwas weniger pessimistisch. Auch der Zeitpunkt für grössere Anschaffungen wurde etwas weniger ungünstig eingestuft als drei Monate zuvor. Hingegen verschlechterte sich die Sicherheit der Arbeitsplätze im Urteil der befragten Haushalte.

Die verhaltenen Perspektiven für den privaten Konsum schlugen sich auch in den Umfragen der KOF/ETH nieder. Der Detailhandel beurteilte den Geschäftsgang im Juli und August mehrheitlich als unbefriedigend, während sich die Erwartungen über die Umsätze in der nahen Zukunft etwas verbesserten. Im Gastgewerbe und insbesondere in der Hotellerie blieben die Aussichten getrübt. Auch im zweiten Quartal rechnete eine Mehrheit der Unternehmen in den kommenden Monaten mit einer schrumpfenden Nachfrage aus dem Inland.

Privater Konsum Grafik 3.8



Quartalschätzung annualisiert  
Quelle: Seco

### 3.5 Kapazitätsauslastung

Ein wichtiger Indikator zur Einschätzung der Konjunkturlage und der Inflationsrisiken ist der Auslastungsgrad der Produktionsfaktoren einer Volkswirtschaft. Voll ausgelastete Produktionsfaktoren deuten auf eine Konjunkturüberhitzung und Teuerungsrisiken hin, während unterdurchschnittlich ausgelastete Produktionsfaktoren Rezession und einen nachlassenden Preisdruck signalisieren. Zwei Indikatoren dienen der Abschätzung des Auslastungsgrades: die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke und der Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten in der Industrie.

#### Weiter steigende Produktionslücke

Die Produktionslücke ist die prozentuale Differenz zwischen dem realisierten realen Bruttoinlandprodukt und der geschätzten potenziellen Produktion.<sup>1</sup> Diese wiederum gibt das Niveau der Produktion an, welches langfristig ohne inflationären Druck erreichbar ist. Eine negative Produktionslücke signalisiert eine Unterauslastung, eine positive Produktionslücke eine Überauslastung der Produktionsfaktoren. Im zweiten Quartal schwächte sich die schweizerische Konjunktur weiter ab und die seit der ersten Hälfte 2001 negative gesamtwirtschaftliche Produktionslücke weitete sich auf 3,2% aus. Sie war damit annähernd gleich gross wie im konjunkturellen Tiefpunkt Ende 1996 (3,3%).

#### Stagnierende Kapazitätsauslastung in der Industrie

Die Kapazitätsauslastung in der Industrie wird im Rahmen der vierteljährlichen Umfrage der KOF/

ETH ermittelt. Unternehmen werden nach dem durchschnittlichen Auslastungsgrad ihrer Produktionskapazitäten im betreffenden Quartal gefragt, der gemäss dem Fragebogen zwischen 50% und 110% liegen kann.

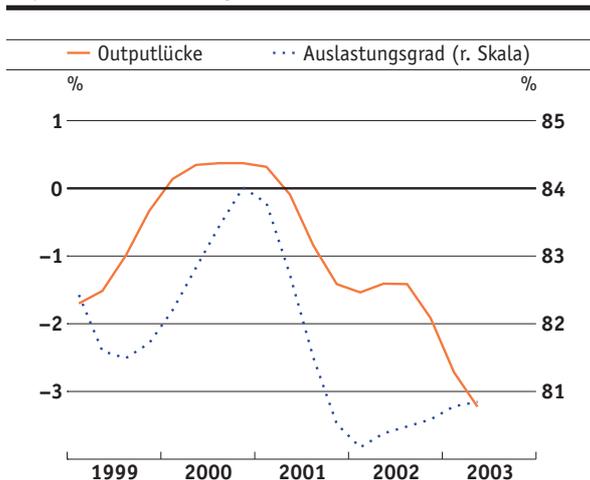
Im zweiten Quartal blieb die Kapazitätsauslastung unverändert bei knapp 81%. Sie lag damit weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 84%. Die Mehrheit der Unternehmen beurteilte die technischen Kapazitäten als ausreichend und liess die Kapazitäten gegenüber dem Vorquartal unverändert. Über die Hälfte der Unternehmen sah die mangelnde Nachfrage als wichtigstes Produktionshemmnis.

### 3.6 Konjunkturaussichten und Prognosen

Um die Jahresmitte mehrten sich auch in der Schweiz die Anzeichen einer konjunkturellen Erholung. Im Exportsektor, der erfahrungsgemäss den Konjunkturumschwung einleitet, verbesserte sich die Auftragslage leicht. Stimuliert durch die tiefen Zinssätze zog auch die Wohnbautätigkeit an, während sich die Lage des Finanzsektors im Zuge der Erholung der Aktienmärkte aufhellte. Die Nationalbank erwartet, dass sich das reale Bruttoinlandprodukt im dritten Quartal stabilisieren und im vierten Quartal leicht steigen wird. Diese Entwicklung wird allerdings nicht ausreichen, um den Rückschlag des Halbjahres auszugleichen. Im Jahresdurchschnitt 2003 rechnet die Nationalbank deshalb mit einem moderaten Rückgang des realen Bruttoinlandprodukts. Mit einem breiter abgestützten Wirtschaftswachstum, das auch zu einer Verbesserung der Arbeitsmarktlage führt, ist erst im nächsten Jahr zu rechnen.

Die sich abzeichnende Konjunkturerholung ist noch fragil. Zahlreiche Bereiche – darunter insbesondere der Tourismus und der ICT-Sektor – leiden nach wie vor unter Überkapazitäten. Entscheidend für eine nachhaltige Belebung der Wirtschaftsaktivität, die auch zu steigenden Unternehmensinvestitionen führt, ist die Trendwende bei den Exporten. Diese ist erst in Ansätzen erkennbar und stark von der erwarteten konjunkturellen Besserung im Euro-Gebiet abhängig. Angesichts der vorerst weiter steigenden Arbeitslosigkeit sind in den nächsten Quartalen insbesondere vom privaten Konsum keine verstärkten Impulse zu erwarten. Er dürfte aber zusammen mit dem Staatskonsum weiterhin eine Konjunkturstütze bleiben.

Kapazitätsauslastung Grafik 3.9



<sup>1</sup> Die potenzielle Produktion kann mit verschiedenen Verfahren geschätzt werden. Im vorliegenden Fall kam der Produktionsfunktions-Ansatz zur Anwendung.

Grafik 3.9: Quellen: KOF, SNB

## 4 Arbeitsmarkt

### 4.1 Beschäftigung

#### Weiter sinkende Beschäftigung

Die Beschäftigung sank im zweiten Quartal gegenüber der Vorperiode um 0,7% (annualisiert) und lag damit 0,9% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Sowohl in der Industrie, im Bau sowie im Dienstleistungssektor wurden weiter Arbeitsplätze abgebaut. Im Vorjahresvergleich betrug der Rückgang 2,8%, 1,2% bzw. 0,4%.

Vom Beschäftigungsabbau in der Industrie waren fast alle Branchen betroffen. Im Dienstleistungssektor wiesen der Detailhandel, die Versicherungen sowie der Gesundheits- und Sozialbereich eine höhere Beschäftigung auf, doch vermochte dies den Rückgang in den meisten anderen Branchen, darunter insbesondere bei den Banken, nicht auszugleichen.

Die Zahl der Vollzeitbeschäftigten bildete sich gegenüber der Vorperiode bzw. im Vorjahresvergleich überdurchschnittlich stark zurück (-2,8% bzw. -2,3%). Dagegen erhöhte sich die Teilzeitbeschäftigung I, welche die Beschäftigung mit einem Pensum von 50%–89% umfasst, stark (5,8%) und lag 1% über dem Vorjahresstand. Ebenfalls deutlich stieg die Beschäftigung mit einem Pensum bis zu 50% (Teilzeitbeschäftigung II). Infolge der stark rückläufigen Vollzeitbeschäftigung nahm die auf Vollzeitstellen umgerechnete Beschäftigung stärker ab als die Zahl der Beschäftigten. Gegenüber dem Vorquartal sank sie um 1,5% und lag damit 1,4% unter dem Stand vor Jahresfrist.

Arbeitsmarkt nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 9

	2001	2002	2002			2003			
			2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	2. Q.	Juli	August
Voll- und Teilzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	1,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,8	-1,1	-0,9	-	-
Vollzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	0,7	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-2,0	-2,3	-	-
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	1,7	2,6	2,3	2,5	3,1	3,6	3,6	3,6	3,6
Arbeitslose <sup>3</sup>	67,2	100,5	91,2	97,1	120,2	140,9	140,9	141,7	143,7
Stellensuchende <sup>3</sup>	109,4	149,6	139,7	146,3	172,6	196,6	201,2	203,7	205,6
Kurzarbeitende <sup>3</sup>	2,4	9,1	11,6	4,4	6,8	10,6	11,2	5,6	-
Index der offenen Stellen <sup>1</sup>	-18,1	-40,4	-46,3	-39,5	-35,9	-39,5	-31,7	-	-

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

<sup>2</sup> Bis April 2003 registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen); ab Mai 2003: in Prozent der

erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 2000

(3 946 988 Erwerbspersonen)  
<sup>3</sup> in Tausend; Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnittswerte aus Monatswerten.

Quellen: BFS, Seco

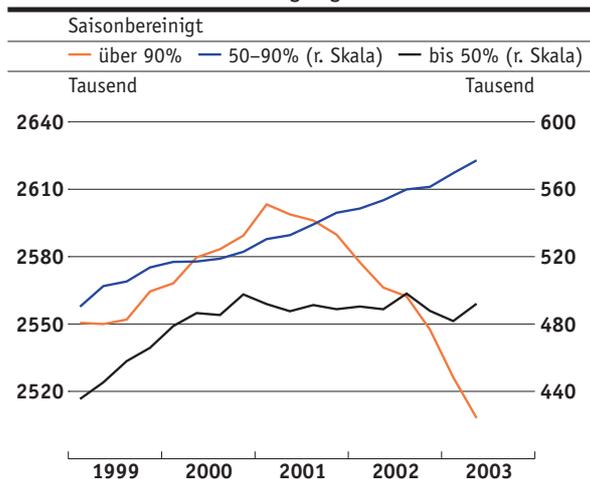
## 4.2 Arbeitslosigkeit

Die Zahl der Arbeitslosen stieg bis August auf 154 200 und die Zahl der Stellensuchenden auf 216 900 Personen (saisonbereinigt). Die Arbeitslosenquote bzw. die Quote der Stellensuchenden erhöhte sich damit von April bis August um 0,3 bzw. 0,5 Prozentpunkte auf 3,9% bzw. 5,5%. Besonders deutlich stieg die Arbeitslosenquote in den Städten Basel, Genf und Zürich. In der Westschweiz und im Tessin betrug die Arbeitslosenquote 4,8% bzw. 4,3%, in der deutschen Schweiz 3,6%.

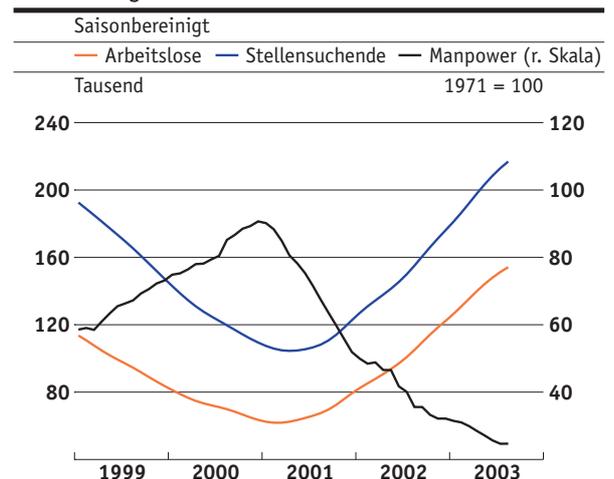
Am 1. Juli trat das revidierte Arbeitslosenversicherungsgesetz in Kraft, das unter anderem eine Verkürzung der Bezugsdauer von Arbeitslosengeldern von 520 auf 400 Tage enthält. Gemäss einer ersten Schätzung des Staatssekretariats für Wirtschaft (Seco) verloren im Juli infolge dieser Änderung rund 2700 Arbeitslose ihren Anspruch auf Arbeitslosengelder. Ausgesteuerte Arbeitslose werden als arbeitslos gezählt, sofern sie sich bei den regionalen Arbeitsämtern weiterhin als arbeitslos registrieren lassen. Erfahrungsgemäss ist dies aber nach einer gewissen Zeit nicht mehr der Fall. Sofern die ausgesteuerten Arbeitslosen keine neue Stelle fanden, wird dadurch die Zahl der Arbeitslosen nach unten verzerrt.

Aufgrund der Beschäftigungsindikatoren muss damit gerechnet werden, dass die Zahl der Arbeitslosen bis Ende Jahr weiter zunehmen wird. Die Zahl der offenen Stellen nahm von April bis Juli weiter deutlich ab; dies zeigten der Manpower-Stellenindex, der die Fläche der Stelleninserate in den Zeitungen misst, die Entwicklung der Stelleninserate im Internet (Jobpilot-Index) wie auch die vom BFS vierteljährlich erhobene Umfrage über offene Stellen. Während die Beschäftigungsaussichten insbesondere im Industrie- und Dienstleistungssektor gedrückt blieben, meldete der Bausektor eine Verbesserung der Beschäftigungslage.

Voll- und Teilzeitbeschäftigung Grafik 4.1



Arbeitslosigkeit und offene Stellen Grafik 4.2



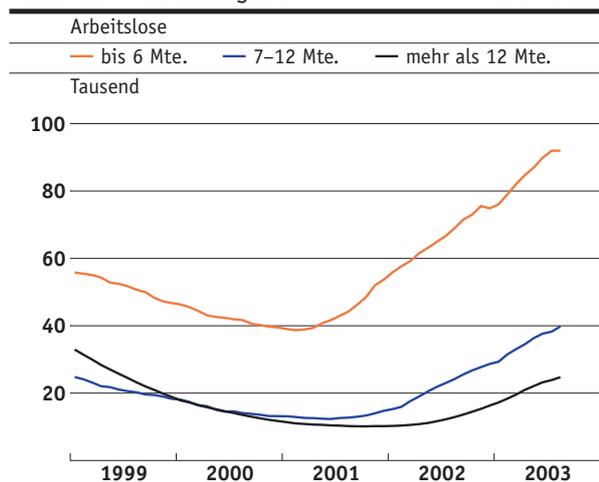
Grafiken 4.1, 4.2:  
Quelle: BFS

### 4.3 Löhne und Einkommen

Gemäss dem schweizerischen Lohnindex lagen die Nominallöhne (Jahresverdienste der Arbeitnehmer) im ersten Halbjahr 1,4% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Einen gleich hohen Lohnzuwachs ergab die schweizerische Umfrage über die für 2003 geltenden Gesamtarbeitsverträge. Die Umfrage umfasst die Ergebnisse der Lohnverhandlungen im Rahmen von Gesamtarbeitsverträgen, die rund einen Drittel der Beschäftigten abdecken. Die Ergebnisse bestätigen damit die jährliche Lohnumfrage der UBS vom März, die für 2003 einen Nominallohnzuwachs von 1,3% ergab.

Die nominalen Arbeitnehmereinkommen, welche sich aus der Zahl der Beschäftigten und dem durchschnittlichen Lohn ergeben, dürften dagegen mit 0,4% deutlich weniger stark zunehmen als noch im Mai erwartet worden war. Der Grund dafür liegt im stärker als erwarteten Rückgang der Beschäftigung. Die real verfügbaren Einkommen dürften im Jahre 2003 um gut 1% steigen. Ins Gewicht fällt insbesondere die im Vergleich zum Vorjahr leicht tiefere Abschöpfungsquote infolge der Kürzung der Beitragszahlungen an die Arbeitslosenversicherung.

Dauer der Arbeitslosigkeit Grafik 4.3



Quelle: BFS

## 5 Preise

### 5.1 Konsumentenpreise

Zwischen Mai und August blieb die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Jahresteuierung nahezu stabil. Beeinflusst durch die abgeschwächten Preissteigerungen bei den Dienstleistungen und die tiefen Ausverkaufspreise in der Gruppe «Bekleidung und Schuhe», bildete sich die Teuerungsrate im Juli vorübergehend auf 0,3% zurück. Im August erhöhte sie sich auf 0,5% und lag damit geringfügig über dem Stand von Mai. Infolge der schwachen Konjunktur blieb der Preisauftrieb bei den Binnengütern seit Mai tief. Obschon der exportgewichtete Aussenwert des Frankens sank, ging von den importierten Konsumgütern ein negativer Teuerungsbeitrag aus. Der anhaltend niedrige allgemeine Inflationstrend äusserte sich auch in den tiefen Kerninflationsraten.

#### Leicht tiefere Binnenteuerung

Die Jahresteuierung der inländischen Waren und Dienstleistungen lag im August mit 0,7% geringfügig unter dem Stand von Mai. Bei den Dienstleistungen, die rund drei Viertel des inländischen Güterkorbes ausmachen, liess der Preisauftrieb von 0,9% auf 0,7% nach. Am stärksten sank die Jahresteuierung bei den privaten Dienstleistungen ohne Wohnungsmieten. Im August belief sie sich auf 0,6%, nach 1,0% im Mai. Nachdem das Preisniveau der Mieten

während eines Jahres stabil gewesen war, erhöhte sich die jährliche Mietteuerung bei der vierteljährlichen Erhebung vom August leicht von 0,1% auf 0,3%. Bei den öffentlichen Dienstleistungen betrug der Preisanstieg im August unverändert 2,1%. Nachdem die Teuerung der inländischen Waren zwischen Januar und Juni leicht angezogen hatte, stabilisierte sie sich im Juli. Im August verteuerten sich die inländischen Waren im Vergleich zum Vorjahr um 0,7%. Neben einzelnen Nahrungsmitteln verteuerten sich insbesondere Getränke und Tabakwaren überdurchschnittlich stark.

#### Stabilisierung der ausländischen Preise

Bei den Gütern ausländischer Herkunft kam der Preisrückgang im August zum Stillstand. Diese Entwicklung wurde massgeblich von den volatilen Preisen für die Erdölprodukte (Treibstoffe und Heizöl) beeinflusst. Diese lagen im August 3,2% über dem Vorjahresstand, nachdem sie sich in den drei vorangegangenen Monaten noch verbilligt hatten. Demgegenüber blieb die Teuerung der übrigen importierten Güter bis August leicht im negativen Bereich (-0,5%). Ein wesentlicher Teil des Preisrückgangs entfiel dabei auf die Gruppe «Bekleidung und Schuhe», die zu rund 85% aus dem Ausland eingeführt werden. Darin widerspiegelt sich in erster Linie die aggressive Preispolitik während des Sommerschlussverkaufs und nicht etwa eine allgemeine deflationäre Tendenz aus dem Ausland.

**Sondergliederung des KPI**  
Veränderung in Prozent

Tabelle 10

	2002	2002	2003					
		4. Q.	1. Q.	2. Q.	Mai	Juni	Juli	August
<b>LIK total</b>	<b>0,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,5</b>
Inländische Waren und Dienstleistungen	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,9	0,6	0,7
Waren	1,1	0,6	0,1	0,6	0,6	0,8	0,4	0,7
Dienstleistungen	1,5	1,3	1,3	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7
private Dienstleistungen ohne Mieten	1,9	1,9	1,6	1,1	1,0	1,0	0,6	0,6
Mieten	1,0	0,6	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,3
öffentliche Dienstleistungen	1,5	1,3	2,4	2,1	2,1	2,0	2,1	2,1
Ausländische Waren und Dienstleistungen	-1,7	0,5	1,2	-0,4	-0,7	-0,4	-0,7	0,0
ohne Erdölprodukte	-0,8	0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,2	-0,7	-0,5
Erdölprodukte	-6,8	0,2	11,7	-1,0	-3,0	-1,9	-1,3	3,2

Quellen: BFS, SNB

## 5.2 Kerninflation

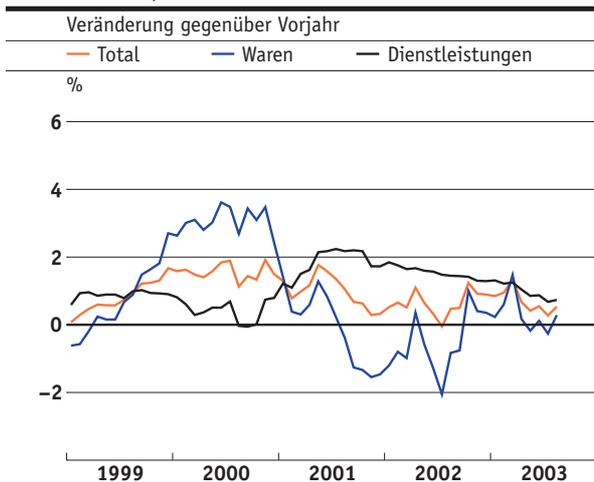
### Weiterhin tiefe Kernteuerung der SNB

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen Preistrend verzerren können. Die Nationalbank berechnet deshalb eine Kerninflationsrate. Diese klammert in jeder Periode die 15% der Güter mit der höchsten und die 15% der Güter mit der tiefsten Jahresteuerung aus dem Warenkorb des Konsumentenpreisindex aus. Von Mai bis Juli fiel die Kerninflationsrate um 0,1 Prozentpunkte auf 0,5% und erreichte damit den tiefsten Wert seit Januar 1999. Im August erhöhte sie sich geringfügig auf 0,7%. Das anhaltend tiefe Niveau der Kerninflation widerspiegelt einen unverändert tiefen allgemeinen Teuerungstrend. Die Tatsache, dass die Kernteuerung über der am gesamten Landesindex gemessenen Jahresteuerung liegt, zeigt zudem, dass die teuerungsdämpfenden Sonderfaktoren etwas stärker ins Gewicht fallen als die preistreibenden Einflüsse.

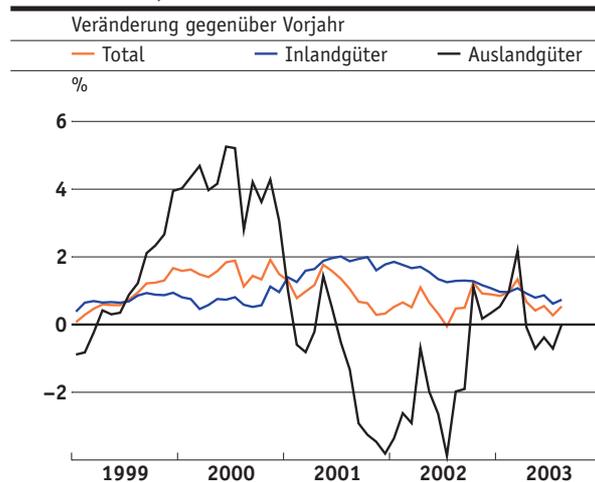
### Rückgang der Kerninflationsraten des BFS

Im Unterschied zur Kerninflationsrate der Nationalbank schliessen die zwei Kerninflationsraten des BFS in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Nachdem die beiden Kerninflationsraten zwischen Januar und April bei 0,7% bzw. 0,4% verharrt hatten, schwächten sie sich seit Mai ab. Die Kerninflation 1 betrug im August 0,4% und die Kerninflation 2 0,2%.

Konsumentenpreise Grafik 5.1



Konsumentenpreise Grafik 5.2



Grafiken 5.1 und 5.2:  
Quelle: BFS

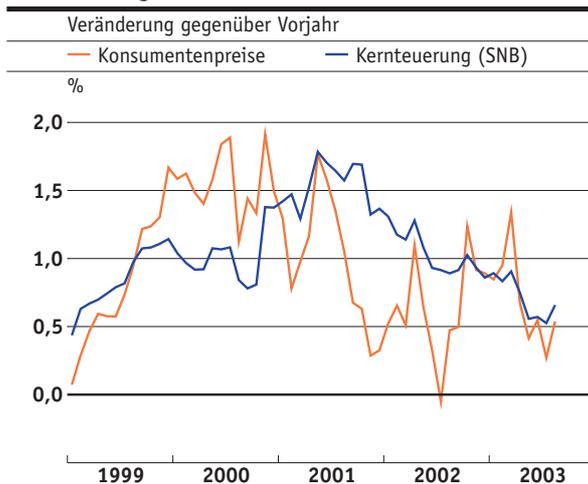
## 5.3 Preise des Gesamtangebots

### Rückläufige Preise des Gesamtangebots

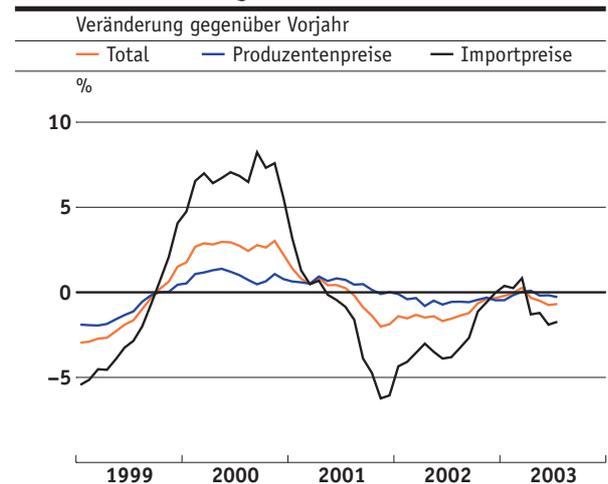
Im Juni wurde der Index der Produzenten- und Importpreise auf die neue Basis Mai 2003=100 umgestellt. Der revidierte Index wird fortan auf der Grundlage eines aktualisierten Warenkorbes berechnet, der bisher nicht erfasste Produktegruppen in die Erhebung einbezieht. Dazu gehören einzelne Bereiche des Dienstleistungssektors wie beispielsweise der Güterverkehr.

Von den Produzenten- und Importpreisen ging zwischen April und Juli ein negativer Preisdruck auf die nachgelagerte Konsumstufe aus. Die Jahreststeuerung der Produzentenpreise sank im Mai um 0,3 Prozentpunkte auf  $-0,2\%$ , wo sie bis Juli verharrte. Dabei verzeichneten die Güter, die für die Ausfuhr bestimmt waren, etwas stärkere Preisnachlässe als diejenigen Produkte, welche im Inland abgesetzt werden. Auch die Preise der Importgüter bildeten sich verstärkt zurück. Im Juli sanken sie gegenüber Vorjahr um  $1,7\%$ , nach einem Rückgang von  $1,3\%$  im Mai. Überdurchschnittlich stark verbilligten sich importierte Investitionsgüter wie Büromaschinen und EDV-Geräte.

Kernteuerung Grafik 5.3



Preise des Gesamtangebots Grafik 5.4



### 6.1 Internationale Preisentwicklung

#### **Keine Teuerungsimpulse aus dem Ausland**

Entgegen den Erwartungen der Nationalbank stieg der Preis pro Fass Rohöl (Brent) von Mai bis August von rund 24 Dollar auf rund 30 Dollar. Die Gründe für diesen Anstieg dürften vor allem beim anhaltend knappen Angebot infolge der verzögerten Erdöllieferungen aus dem Irak und der Unruhen in Nigeria liegen. Ein Teil des Preisanstiegs wurde allerdings durch den Kursrückgang des Dollars gegenüber dem Franken aufgefangen. Ausgedrückt in Franken lag der Ölpreis im August durchschnittlich 3,3% über dem Stand vor Jahresfrist. Angesichts der tiefen Erdöllager in den Industriestaaten und der saisonal bedingten Zunahme der Nachfrage im Herbst rechnet die Nationalbank nicht mit einem raschen Rückgang des Erdölpreises. Er dürfte damit auch in den kommenden Monaten leicht über dem Niveau des Vorjahres liegen. Infolge der flauen Weltkonjunktur dürften dagegen von den übrigen Importgütern in der nahen Zukunft weiterhin leicht negative Teuerungsimpulse ausgehen.

#### **Konjunkturbedingt schwacher Kostendruck**

Der Teuerungsdruck aus dem Inland dürfte in nächster Zeit gering bleiben. Die Überkapazitäten dürften sich auch bei anziehender Konjunktur nur langsam zurückbilden. Angesichts der erst für das nächste Jahr erwarteten Besserung der Arbeitsmarktlage ist auch von der Lohnseite vorderhand kein Kostendruck zu erwarten. Gemäss der Umfrage der KOF/ETH in der Industrie blieben die Preiserwartungen der befragten binnenorientierten Unternehmen auch im zweiten Quartal nach unten gerichtet. Überdies wird sich der Preissetzungsspielraum der Anbieter angesichts des anhaltend starken Wettbewerbs weiterhin in engen Grenzen halten.

#### **Anziehende Wohnungsmieten**

Mit knapp 20% haben die Wohnungsmieten innerhalb des Warenkorb des Konsumentenpreisindex das grösste Gewicht, weshalb der erwarteten Entwicklung der Mieten bei der Einschätzung der Teuerungsaussichten eine besondere Bedeutung zukommt. Bei der vierteljährlichen Erhebung im August nahm die jährliche Mietteuerung um 0,2 Prozentpunkte auf 0,3% zu. Die Nationalbank erwartet, dass die Mieten in der kurzen Frist nochmals anziehen werden. Zwar werden sich die Senkungen der Hypothekarzinsen, die seit Mitte 2002 erfolgten, auf die Mietpreise bestehender Mietverhältnisse dämpfend auswirken. Das vielerorts knappe Wohnungsangebot treibt indessen die Mieten bei Neuvermietungen in die Höhe. Gemäss Wüest & Partner waren im zweiten Quartal vier von zehn Mieterwechseln mit Preiserhöhungen verbunden. Mit 1,7% erreichte die von Wüest & Partner ausgewiesene Leerstandsquote im zweiten Quartal einen neuen Tiefpunkt. Angesichts dieser ausgeprägten Knappheit am Wohnungsmarkt dürfte sich die Tendenz zu Preissteigerungen bei Neuvermietungen auch in der nahen Zukunft fortsetzen.

## 6.3 Inflationsprognose für die Jahre 2003–2005

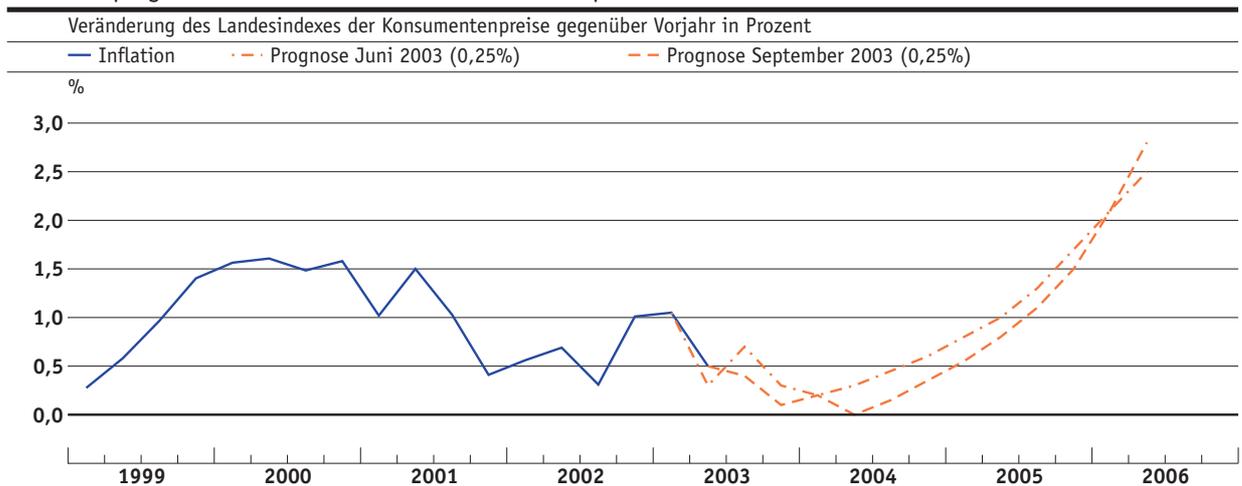
Die Nationalbank überprüfte an ihrer vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 18. September 2003 ihre mittelfristige Inflationsprognose. Dabei passte sie die Annahmen für die Weltwirtschaft im Vergleich zur Prognose vom Juni in verschiedener Hinsicht an. Das für die USA in diesem und im nächsten Jahr erwartete Wirtschaftswachstum wurde nach oben revidiert, so dass sich die Produktionslücke der amerikanischen Wirtschaft bis Ende 2004 schliessen dürfte. Dagegen geht die Nationalbank für Europa von einer leicht verzögerten und etwas schwächeren Wirtschaftserholung aus. Ausserdem erwartet sie, dass sich der Erdölpreis nach dem deutlichen Anstieg im Juli und August im Verlaufe von 2004 auf rund 25 Dollar pro Fass zurückbilden wird.

Unter der Annahme eines über die nächsten drei Jahre konstanten Dreimonats-Libors von 0,25% sollte die durchschnittliche Inflation gemäss der neuen Prognose in diesem Jahr 0,5% betragen, im nächsten Jahr auf 0,2% fallen und im Jahre 2005 auf 1,0% steigen. Die durchschnittlichen Teuerungsraten liegen damit 0,1 bzw. je 0,2 Prozentpunkte unter den im Juni für einen Dreimonats-Libor von 0,25% prognostizierten Werten.

Wie Grafik 6.1 zeigt, liegt der Teuerungsverlauf gemäss neuer Prognose bis zu Beginn des Jahres 2006 unter demjenigen der Juni-Prognose. Bis zum zweiten Quartal 2004 sinkt die Teuerung auf annähernd 0%, wobei sie vorübergehend auch leicht in den negativen Bereich fallen könnte. Der erwartete Teuerungsrückgang widerspiegelt das schwache Wirtschaftswachstum in der Schweiz, den allgemein geringen Teuerungsdruck aus dem Ausland sowie die erwartete Abnahme des Erdölpreises. Er ist zeitlich und im Ausmass eng begrenzt und darf nicht als Deflation betrachtet werden. Bereits ab Mitte 2004 zieht die prognostizierte Teuerung an. Sie bleibt bis Mitte 2005 unter 1% und beschleunigt sich danach bis zum zweiten Quartal 2006 auf 2,8%.

Inflationsprognose Juni 2003 mit Libor 0,25% und September 2003 mit Libor 0,25%

Grafik 6.1



## 7 Beurteilung der Konjunkturlage aus Sicht der Bankstellen

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

### 7.1 Produktion

Im zweiten Quartal verschlechterte sich für die Mehrheit der Unternehmen der Geschäftsgang weiter. Nur wenige verzeichneten eine anziehende Nachfrage und eine Besserung ihrer Ertragslage. Nach der Jahresmitte hellte sich die Stimmung dagegen auf. Vermehrt war von einer abklingenden Abschwungsdynamik und der Hoffnung auf eine Stabilisierung der Umsätze im zweiten Halbjahr die Rede. Bis Ende August gab es allerdings noch kaum konkrete Zeichen einer Belebung der wirtschaftlichen Aktivität. Die Mehrzahl der Unternehmen äusserte sich aber für 2004 verhalten optimistisch.

Ein Teil der Unternehmen konnte ihre Wettbewerbsfähigkeit verbessern, nachdem sie in den letzten Jahren Überkapazitäten abgebaut, die Produktionsabläufe optimiert und neue Produkte entwickelt hatten. Bei manchen Klein- und Mittelbetrieben, die schon seit Monaten mit sehr schmalen Margen produzieren, wurde die Finanzlage in den letzten Monaten jedoch prekär. Eine weitere Verzögerung der Konjunkturerholung würde sie empfindlich treffen.

Angesichts der schwachen Nachfrage und der tiefen Kapazitätsauslastung beschränkten sich die meisten Unternehmen auf die nötigsten Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen. Für 2003 kann nicht mit einer Trendwende bei den Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden. Bei einem Anziehen der Konjunktur dürfte es allerdings vor allem bei den kurzlebigen Investitionsgütern zu einem Nachholeffekt kommen.

### Industrie

Die Produzenten litten weiterhin unter der ausgeprägten Nachfrageschwäche aus dem Ausland. Ins Gewicht fielen vor allem die fehlenden Impulse aus Deutschland. Einige Exporteure profitierten von einer Belebung der Nachfrage aus den USA und Asien, doch wurden die Mehreinnahmen durch die Dollarschwäche teilweise wieder ausgeglichen.

Die Unternehmen der Investitionsgüterindustrie spürten weiterhin die Zurückhaltung der Kunden. Viele Firmen der Maschinen-, Elektronik- und Metallindustrie sowie Zulieferer von Zwischenprodukten verzeichneten eine Verschlechterung des Geschäftsgangs und sinkende Preise. Eine Besserung wird nicht vor dem Jahresende erwartet. Andere Branchen (insbesondere Zulieferer für die Autoindustrie, Hersteller von Geräten zur Elektrizitätserzeugung sowie Medizinaltechnik) meldeten dagegen steigende Bestellungen. Bei den Produzenten von konsumnahen Produkten war die Lage uneinheitlich. In der Textil-, Möbel- und Papierbranche blieb die Nachfrage trotz Preiskonkessionen mehrheitlich schwach. Auch die sonst konjunkturresistente Nahrungsmittelindustrie litt unter der gedrückten Nachfrage. Die Pharmaindustrie konnte dagegen ihren Absatz weiter steigern und die Uhrenindustrie spürte eine gewisse Belebung der Bestellungen aus dem Ausland.

### Dienstleistungen

Die Zurückhaltung der Konsumenten sowie das Ausbleiben ausländischer Gäste belasteten weiterhin den Detailhandel und das Gastgewerbe. In fast allen Bereichen verschob sich die Nachfrage weiter von teureren zu günstigeren Produkten. Die Nachfrage nach dauerhaften Gütern blieb gedrückt; im Luxusgüterbereich fehlten insbesondere die finanzstarken ausländischen Gäste. Der Umsatz von Nahrungsmitteln und Gütern des täglichen Bedarfs konnte dank teilweise beträchtlicher Preisabschläge und des wetterbedingt sehr guten Absatzes von Getränken gehalten werden. Das Gastgewerbe verzeichnete – wie die Reisebranche – insgesamt sinkende Umsätze. Da der Detailhandel vorderhand nicht mit einer Belebung der Konsumnachfrage rechnet, wurden Kosten gesenkt, um den Druck auf die Margen aufzufangen. Gespart wurde vor allem bei den Miet- und Logistikkosten und sowie beim Personalaufwand.

Auch viele unternehmensbezogene Dienstleistungsunternehmen kämpften mit einer flauen Nachfrage. Dies gilt insbesondere für die Werbebranche, wo sich noch keine Erholung abzeichnete. Auch die Nachfrage nach Informatikdienstleistungen bildete

sich weiter zurück. Die Kunden blieben bei ihrer alten Software; Neuanschaffungen wurden nur im Hinblick auf mögliche Kosteneinsparungen getätigt. Angesichts des kurzen Lebenszyklus geht man in dieser Branche allerdings von einem steigenden Nachholbedarf aus.

Im Bankensektor hellte sich dagegen die Lage auf. Der Aufwärtstrend an den Finanzmärkten führte zu einer Erholung der Kommissionseinnahmen und die Kreditnachfrage seitens der Privatkunden (insbesondere das Hypothekengeschäft) zog an. Das Firmenkundengeschäft entwickelte sich dagegen weiterhin verhalten.

Im Tourismus war im zweiten Quartal sowohl die Anzahl Gäste aus Deutschland als auch aus den USA und Asien rückläufig. Neben der allgemeinen Konjunkturschwäche trug dazu auch der Ausbruch der Lungenkrankheit SARS bei. Das Ausbleiben ausländischer Gäste konnte nicht durch die höheren Frequenzen aus dem Inland wettgemacht werden. Die Gäste verhielten sich sehr preisbewusst und sparten bei den Nebenausgaben. Der heisse Sommer belebte indessen den Tagestourismus in die Bergregionen. Im Geschäftstourismus spürte man weiterhin die Sparbemühungen der Unternehmen. Aufgrund des aktuellen Buchungsstands schätzten die Hoteliers die Aussichten zurückhaltend ein.

### **Bau**

Das stark segmentierte Baugewerbe entwickelte sich je nach Sparte unterschiedlich. Insgesamt hellte sich die Lage dank einer Belebung des Wohnungsbaus auf, wobei sich vor allem der Einfamilienhausbau erfreulich entwickelte. Angesichts der herrschenden Überkapazitäten und der gedämpften Ertragsperspektiven bildete sich dagegen die Nachfrage im zyklischen Industrie- und Gewerbebau beinahe überall zurück. Der Tiefbau litt unter den Sparmassnahmen der öffentlichen Hand; die Lage in den einzelnen Regionen hing weitgehend vom Stand einiger Grossprojekte ab. Während die Baupreise weiter unter Druck blieben, klagten viele Bauunternehmen über steigende Kosten, so dass sich die Ertragslage auch von dieser Seite verschlechterte.

## **7.2 Arbeitsmarkt**

Infolge der unsicheren Konjunkturaussichten und der gedrückten Ertragslage waren die Unternehmen bestrebt, ihre Produktionskosten weiter zu reduzieren. Das Gros der Unternehmen baute auf allen Qualifikationsstufen weiter Personal ab. In den kommenden Monaten ist aufgrund der Einschätzungen der Unternehmen mit einer weiteren Reduktion des Personalbestands zu rechnen, wenn auch in einem etwas abgeschwächten Ausmass.

## **7.3 Preise und Margen**

Die Ertragslage vieler Firmen dürfte sich in den letzten Monaten erneut verschlechtern haben. Ausser in wenigen Nischenbereichen blieben die Preise unter Druck. Im Bau und in der Hotellerie führte der Preiskampf zu einer weiteren Schmälerung der Margen. Auch im Detailhandel schrumpfte der Ertrag infolge der kräftigen Preisnachlässe im Rahmen von Aktionen und des Sommerausverkaufs. Bei den Exporteuren brachte die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro eine gewisse Entlastung, doch wurde diese durch den schwächeren Dollar teilweise wettgemacht.



# 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 inflationsssenkenden 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.

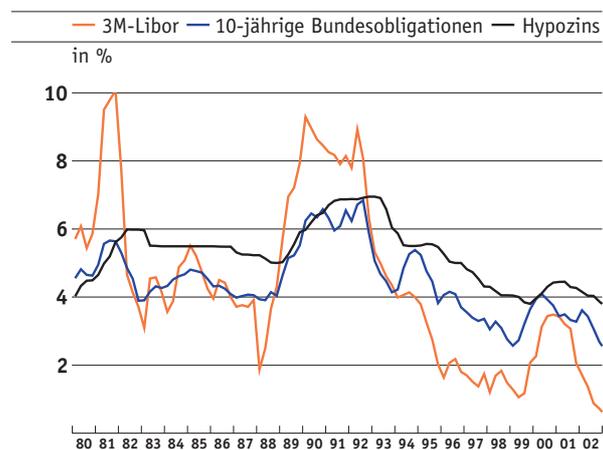
Die Mietpreise spielen im Inflationsprozess insofern eine wichtige Rolle, als sie einen Keil zwischen die für den Unternehmungssektor relevanten Absatzpreise und die für die Lohnempfänger massgebenden Konsumentenpreise treiben und so einen inflationären Einkommenskonflikt auslösen können. Da sich die 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

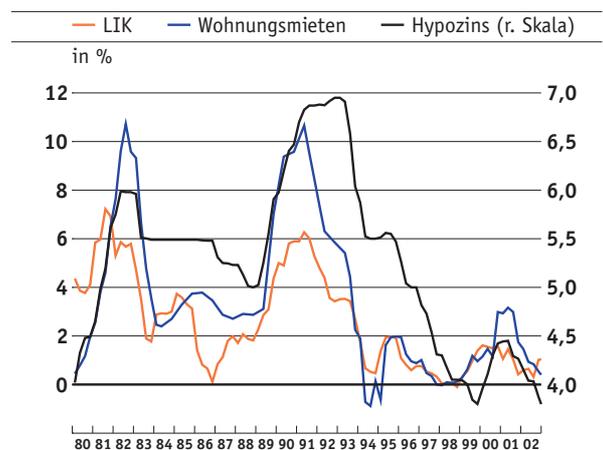
Grafik 1 zeigt die Entwicklung der Kurzfristzinsen (3M-Libor), der Langfristzinsen (10-jährige Bundesobligationen) und der Hypozinsen (Althypotheken) in der Periode 1980q1–2003q1. Die Hypozinsen liegen im Allgemeinen um etwa einen Prozentpunkt über den Langfristzinsen. Im Verlauf folgen sie mit einer 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):

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

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):

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

Unterschiedliche Reaktionen auf steigende bzw. fallende Hypozinsen

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

Residuenquadratsumme = 0,000920

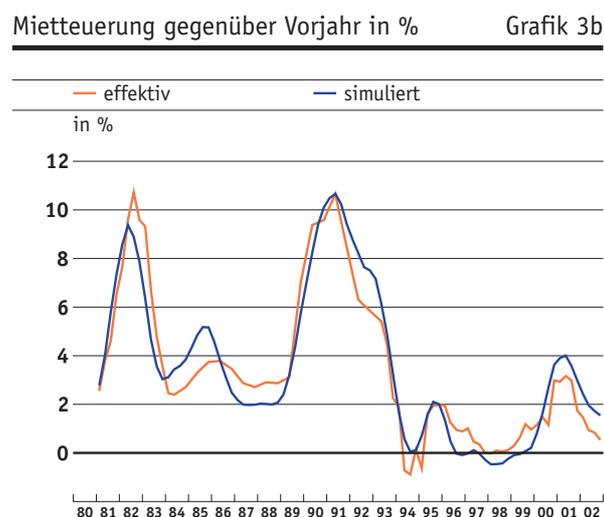
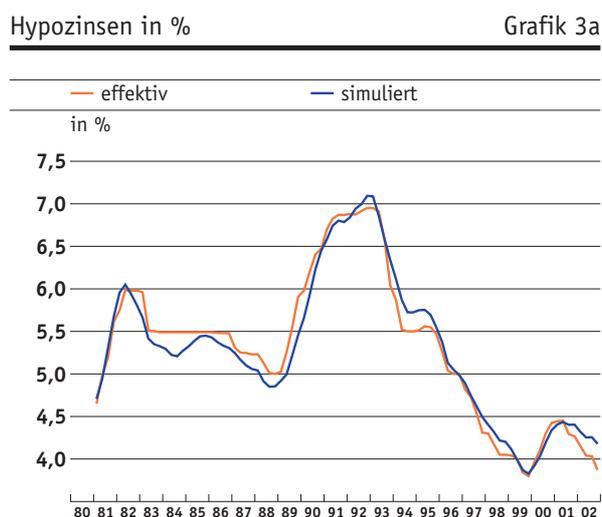
$$H_0: b_{21} = b_{22} \quad F\text{-Wert} = 2,8840 \quad P\text{-Wert} = 0,0896$$

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  $rs$ ,  $rl$  und  $pc$ .<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

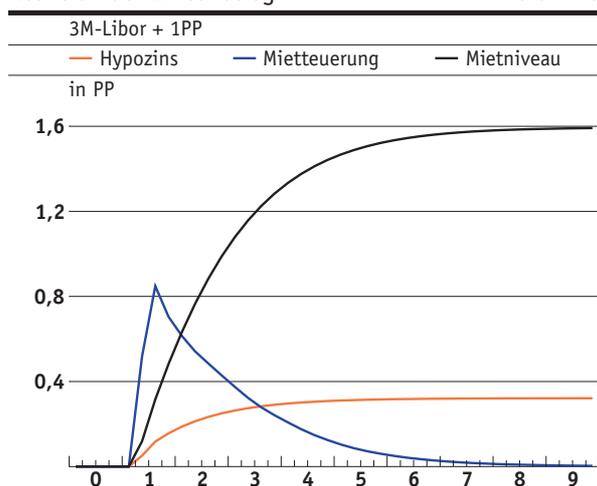
diese Variablen mit den Parametern  $\beta_{21}$  bzw.  $\beta_{22}$  misst. Diese Unterscheidung erweist sich als statistisch völlig insignifikant. Die Schätzwerte für  $\beta_{21}$  und  $\beta_{22}$  differieren mit Werten von 4,579 bzw. 5,133 nur wenig und die Restriktion  $\beta_{21} = \beta_{22}$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

5 Die erklärenden Variablen  $rs$ ,  $rl$  und  $pc$ , 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.

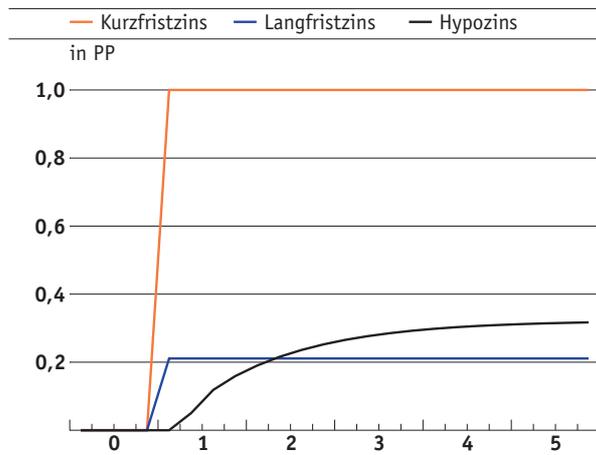
Von den verschiedenen Verwendungskomponenten werden die Exporte am raschesten (Frankenaufwertung) und die Wohnbauinvestitionen am stärksten (höhere Zinsen) gedämpft. Die entsprechenden Wachstumsverluste betragen maximal 1,2 bzw. 2,9 Prozentpunkte. Bei den Geschäftsinvestitionen (Ausrüstungs- und gewerblichen 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-

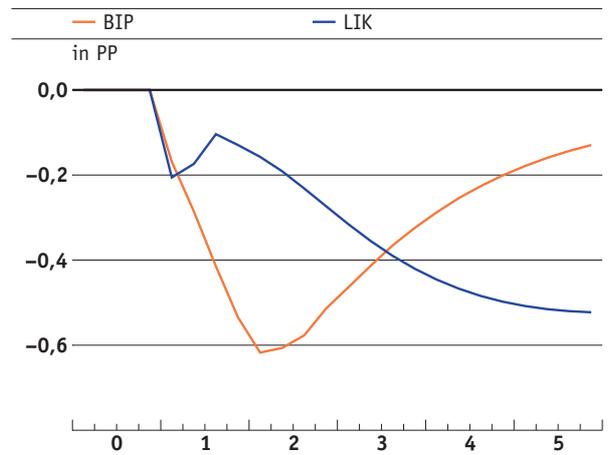
politik auf Realwachstum und Inflation von der konjunkturellen Ausgangssituation ab. Im beschriebenen Simulationsexperiment ist eine leicht überdurchschnittliche Konjunkturlage unterstellt. Im Falle einer extremen Hochkonjunktur wäre die inflationsdämpfende Wirkung der geldpolitischen Straffung etwas 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)

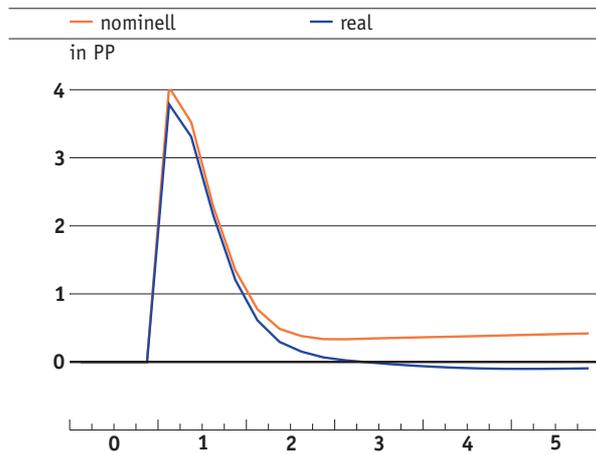
Zinsentwicklung Grafik 5a



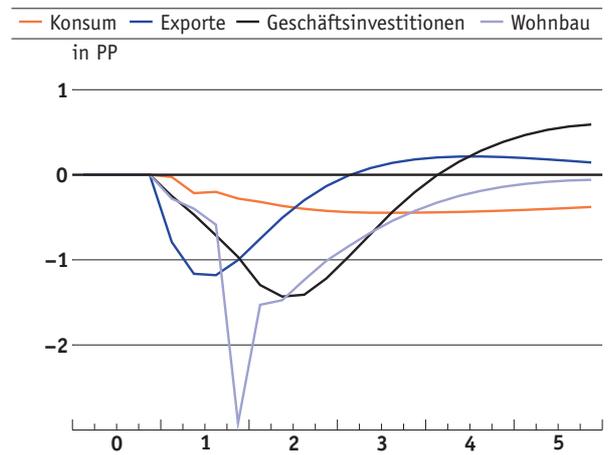
BIP-Wachstum und Konsumteuerung Grafik 5b



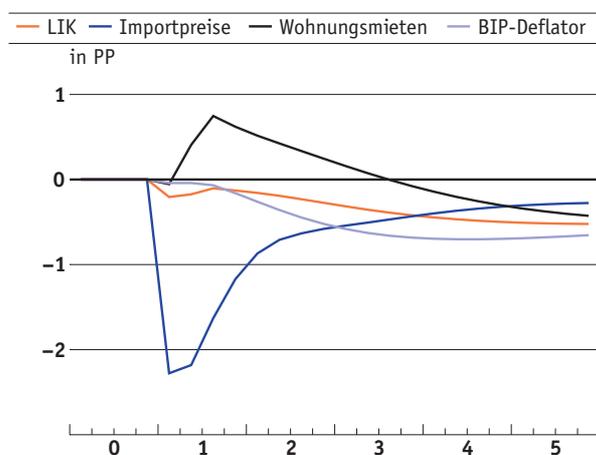
Frankenaufwertung Grafik 5c



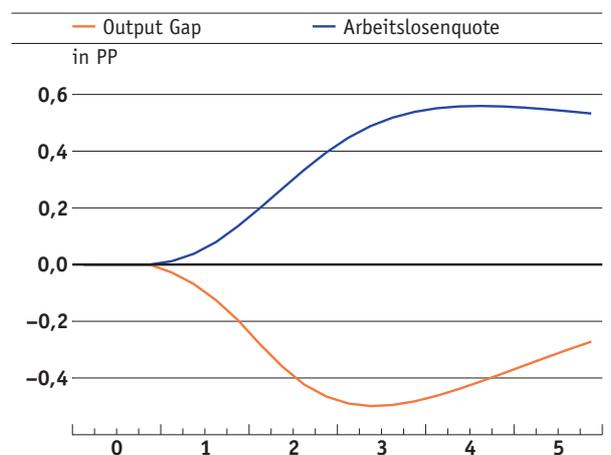
Wachstum Nachfragekomponenten Grafik 5d



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

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

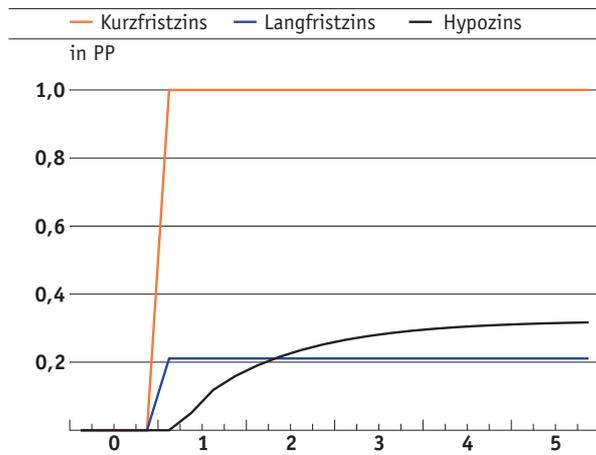
besser aufgefangen sein. Geldpolitisch ist dieser Zusammenhang etwas weniger günstig zu beurteilen

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.

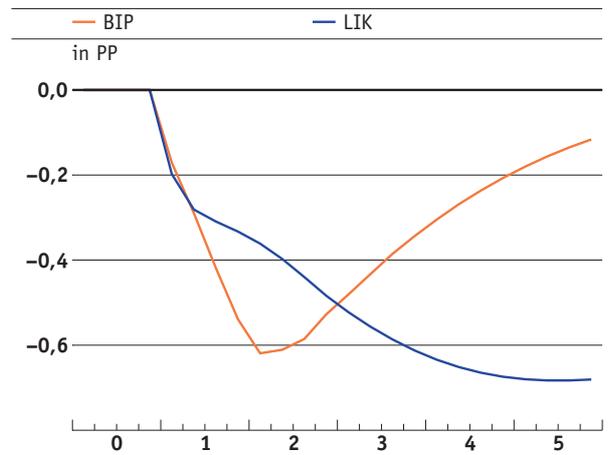
Der Transmissionsmechanismus unter Verwendung von Gleichung (2'') ist in Grafik 6 dargestellt. Simuliert wird wiederum eine Anhebung der Kurzfristzinsen gegenüber der Basissimulation um einen Prozentpunkt. Auch alle anderen Annahmen sind gleich getroffen wie im vorstehenden Simulationsexperiment (Grafik 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)

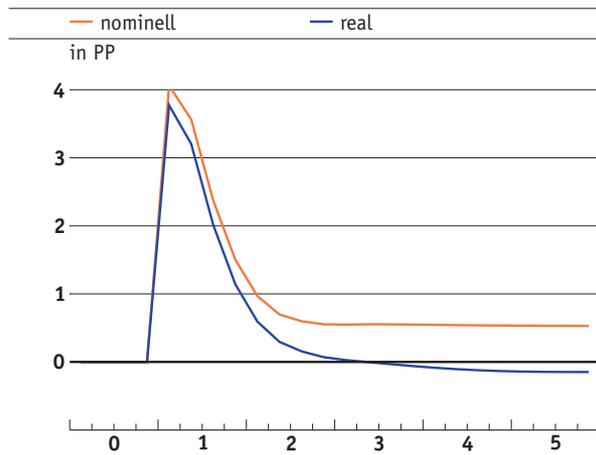
Zinsentwicklung Grafik 6a



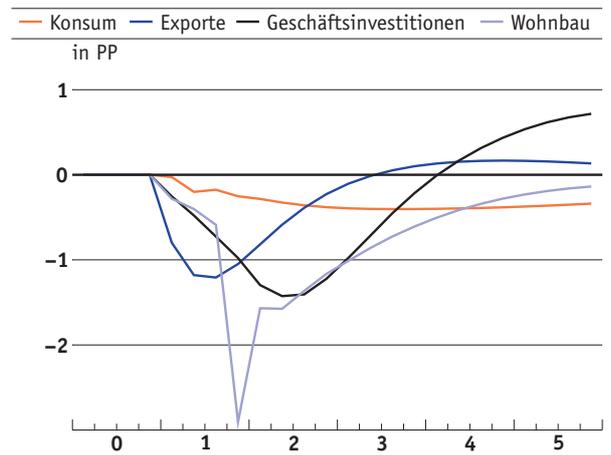
BIP-Wachstum und Konsumteuerung Grafik 6b



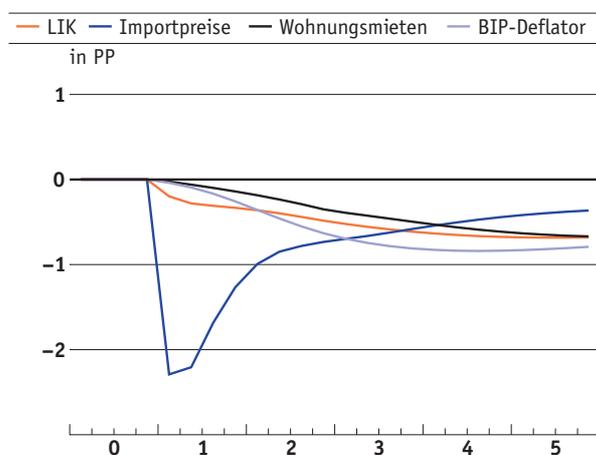
Frankenaufwertung Grafik 6c



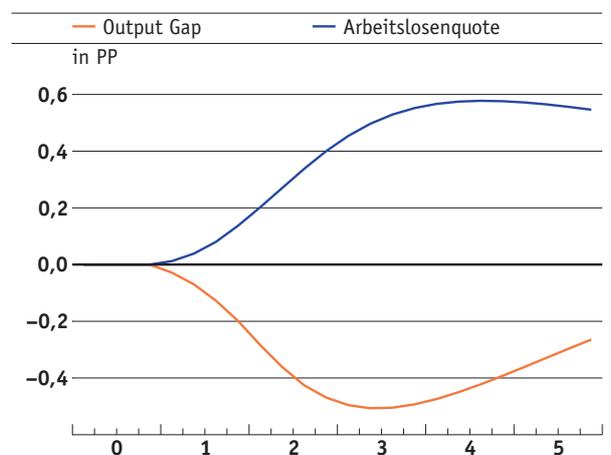
Wachstum Nachfragekomponenten Grafik 6d



Verschiedene Inflationsraten Grafik 6e

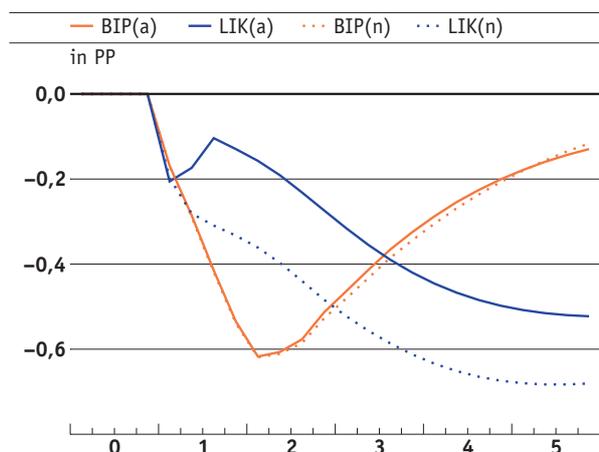


Output Gap und Arbeitslosenquote Grafik 6f

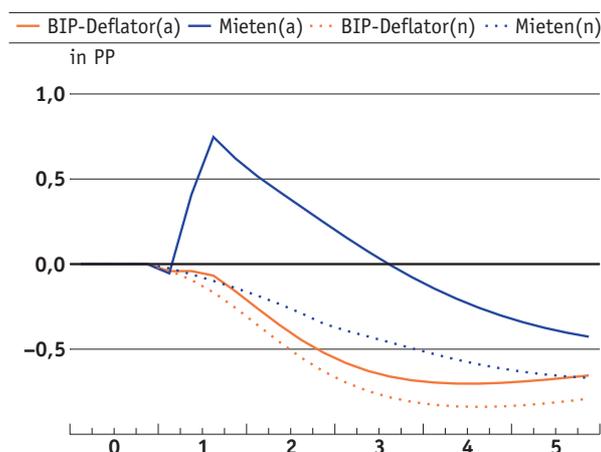


**Grafik 7:** Monetärer Transmissionsmechanismus: Geltendes (a) versus neues (n) Mietrecht  
Anhebung des Kurzfristzinses (3M-Libor) um einen Prozentpunkt  
Abweichungen gegenüber der Basissimulation in Prozentpunkten (PP)

BIP-Wachstum und Konsumteuerung Grafik 7a



Teuerung BIP-Deflator und Wohnungsmieten Grafik 7b

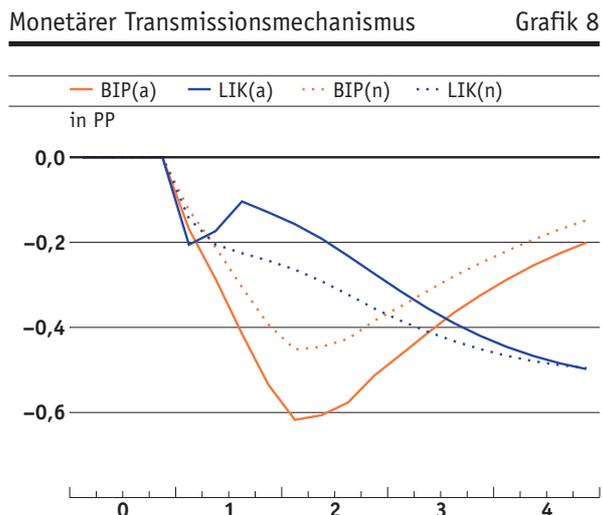


Klarer ersichtlich sind die aus dem neuen Mietrecht resultierenden Änderungen im monetären Transmissionsmechanismus aus Grafik 7, welche die beiden Simulationen für ausgewählte Variablen miteinander vergleicht. Die realwirtschaftlichen Bremspuren der geldpolitischen Straffung auf das BIP-Wachstum sind 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.



## Botschaft zur Verwendung von 1300 Tonnen Nationalbankgold und zur Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV»

Am 20. August 2003 verabschiedete der Bundesrat die Botschaft zur Verwendung von 1300 Tonnen Nationalbankgold und zur Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» zuhanden der eidgenössischen Räte. Bereits am 29. Januar 2003 hatte der Bundesrat Grundsatzentscheide zur Verwendung der von der Schweizerischen Nationalbank nicht mehr benötigten Aktiven («freie Aktiven») sowie zur Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» getroffen und das Eidg. Finanzdepartement beauftragt, eine Botschaft zu diesen Geschäften auszuarbeiten.

Nach dem Vorschlag des Bundesrates soll das für die Geldpolitik nicht mehr benötigte Nationalbankvermögen in seiner Substanz erhalten und durch einen Fonds ausserhalb der SNB bewirtschaftet werden. Die realen Vermögenserträge sollen während 30 Jahren zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone ausgeschüttet werden. Wird nach Ablauf dieser Frist keine Weiterführung beschlossen, soll das Vermögen zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone verteilt werden. Rechtsgrundlage für diese Zweckverwendung soll eine Übergangsbestimmung in der Bundesverfassung (Art. 197 neu BV) bilden.

Mit der zweiten Vorlage empfiehlt der Bundesrat die Volksinitiative «Nationalbankgewinne für die AHV» zur Ablehnung. Gemäss Initiativtext sollen die Gewinne der SNB, vorbehältlich einer jährlichen Überweisung von 1 Milliarde Franken an die Kantone, dem AHV-Fonds zufließen. Nach Auffassung des Bundesrates kann die langfristige Sanierung der AHV mit der Initiative nicht erreicht werden. Zudem könnte, so der Bundesrat, die Verankerung eines Finanzierungsziels für die AHV im Geld- und Währungsartikel der Verfassung (Art. 99 Abs. 4 BV) die Glaubwürdigkeit der SNB in Frage stellen und sie erhöhtem politischen Druck aussetzen.

Die beiden Vorlagen sind als eigenständige Bundesbeschlüsse ausgestaltet. Sie können unabhängig voneinander angenommen oder abgelehnt werden. Der Bundesrat unterbreitete sie dem Parlament mit einer einzigen Botschaft, weil sich beide Bundesbeschlüsse im weitesten Sinne mit der Verwendung von Nationalbankvermögen befassen.

## Totalrevision des Nationalbankgesetzes

### Verabschiedung des neuen Gesetzes durch die eidgenössischen Räte

Der Nationalrat behandelte am 15. September 2003 Botschaft und Entwurf des Bundesrates für eine Totalrevision des Nationalbankgesetzes (NBG; vgl. Quartalsheft 1/2003, S. 59). Er folgte praktisch vollumfänglich der Vorlage des Bundesrates und schuf damit zwei materielle Differenzen gegenüber der Fassung des Ständerates. Zum einen lehnte er es ab, bei der Mindestreserveregelung auch Postkontoguthaben der Banken in die anrechenbaren Mindestreserven einzubeziehen. Zum andern sprach er sich für die Beibehaltung des bisherigen Vorschlagsrechts des Bankrates bei der Wahl der Mitglieder des Direktoriums und ihrer Stellvertreter, die vom Bundesrat vorgenommen wird, aus.

In der anschliessenden Differenzbereinigung schloss sich der Ständerat bei der Ausgestaltung des Verfahrens zur Ernennung der Mitglieder des Direktoriums und ihrer Stellvertreter schon in der ersten Runde dem Nationalrat an. Die Frage, wie die Postkontoguthaben im Rahmen der Mindestreserveregelung zu behandeln sind, musste hingegen der Einigungskonferenz der beiden Räte vorgelegt werden. Diese beantragte den Ausschluss der Postkontoguthaben aus den Mindestreserven der Banken, worauf beide Räte antragsgemäss entschieden. Am 3. Oktober 2003 wurde die so bereinigte Gesetzesvorlage in der Schlussabstimmung von beiden Räten mit grosser Stimmenmehrheit angenommen.

Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die Vorlage des Bundesrates durch die parlamentarische Beratung lediglich in einem Punkt eine materielle Änderung erfuhr: Die Rechenschaftsablage der SNB gegenüber der Bundesversammlung wird stärker formalisiert, indem das Direktorium dem Parlament jährlich einen schriftlichen Bericht über die Erfüllung der gesetzlichen Aufgaben der SNB zu erstatten haben wird. Sofern die dreimonatige Referendumsfrist unbenützt abläuft, kann mit dem Inkrafttreten des neuen Nationalbankgesetzes im Frühjahr 2004 gerechnet werden.

**Herausgeber**

Schweizerische Nationalbank  
Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach  
8022 Zürich

**Gestaltung**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

**Satz**

Visiolink AG, Zürich

**Druck**

Waser Druck AG, Buchs (ZH)

**Copyright**

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet  
Belegexemplare erwünscht

**Abonnemente**

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

**Preis**

Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–).  
Für die Abonnenten des Statistischen Monatshefts: Fr. 15.– pro Jahr (Ausland: Fr. 20.–).  
Preise Inland inkl. 2,4% MWSt.  
Postkonto 80-148-3

**Internet**

<http://www.snb.ch>



