



19 | 2011

64. Jg., 40.–41. KW, 14. Oktober 2011

## ifo Schnelldienst

### Zur Diskussion gestellt

*Oliver Landmann, Gunther Schnabl, David Iselin und Michael J. Lamla, Rudolf Minsch*

- Mindestkurs für den Schweizer Franken: Gefährlicher Interventionismus der SNB?

### Forschungsergebnisse

*Stefan Homburg*

- Erinnerungen an die deutschen Währungsreformen

### Daten und Prognosen

*Joachim Gürtler und Arno Städtler*

- Ausrüstungsinvestitionen: 2011 nahezu zweistelliges Wachstum – Leasing hält Schritt

### Im Blickpunkt

*Ariane Volk und Jana Lippelt*

- Kurz zum Klima: Müllberge – eine Bedrohung nicht nur für unser Klima

*Erich Gluch*

- ifo Architekturnumfrage: Weiterhin hohe Auftragsbestände

*Klaus Abberger*

- ifo Konjunkturtest September 2011

**ifo** Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung  
an der Universität München e.V.

**ifo Schnelldienst** ISSN 0018-974 X

Herausgeber: ifo Institut, Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,  
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifode.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dres. h.c. Hans-Werner Sinn, Dr. Christa Hainz, Annette Marquardt, Dr. Chang Woon Nam,  
Dr. Gernot Nerb, Dr. Wolfgang Ochel.

Vertrieb: ifo Institut.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

### Zur Diskussion gestellt

#### Mindestkurs für den Schweizer Franken: Gefährlicher Interventionismus der SNB?

3

Die Schweiz ist in den vergangenen Monaten durch die drastische Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro unter Druck geraten. Im September 2011 verkündete deshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) einen Mindestkurs des Franken zum Euro. Mit einer Untergrenze von 1,20 Franken je Euro soll der nach Ansicht der SNB »massiven Überbewertung« der Währung entgegenge wirkt werden. *Oliver Landmann*, Universität Freiburg, sieht diese Maßnahme vor dem Hintergrund, dass die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft auch als Nicht-Mitglied der Europäischen Union aufs Engste mit ihrem politischen und wirtschaftlichen Umland verbunden ist. Das bedeutet, dass das Land von allen positiven wie negativen Entwicklungen in der EU betroffen sein wird. Deshalb wäre es eine Illusion zu glauben, die Schwierigkeiten, in welche die Eurozone durch ihre aktuelle Krise geraten ist, könnten an der Schweiz vorbeigehen. Die Festlegung eines Mindestkurses von 1,20 Fr. ist zwar kein Wundermittel, aber eine »mit Bedacht ergriffene Maßnahme der Schadenminimierung«. *Gunther Schnabl*, Universität Leipzig, betont, dass die Schweiz mit dieser Entscheidung geldpolitischen Handlungsspielraum zurückgewinnt, da sie sich »von dem Fluch spekulativer Kapitalzuflüsse« teilweise befreien kann. Allerdings bleibe die Wechselkursbindung im derzeitigen Umfeld der globalen Liquiditätsschwemme und instabiler europäischer Staatshaushalte und Banken nur eine unbefriedigende Lösung. Denn bei festem Wechselkurs und steigender Inflation werden die immensen Euroreserven in der Schweizerischen Zentralbankbilanz langfristig real entwertet. Damit werde die Sozialisierung der Kosten der europäischen Staatsschulden- und Finanzkrisen auf die Schweiz ausgeweitet. *David Iselin* und *Michael J. Lamla*, KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, werten die Einführung der Wechselkursuntergrenze als Erfolg und das Risiko dieses Engagements der SNB als gering. Angesichts der erwarteten tiefen Inflationsraten im nächsten Jahr habe die SNB genügend Spielraum, sich vorderhand der Stabilisierung des Wechselkurses zu widmen. *Rudolf Minsch*, *economiesuisse*, Dachverband der Schweizer Unternehmen, sieht in dem Festlegen einer Untergrenze für den Wechselkurs eine Notmaßnahme in außerordentlichen Zeiten. Seiner Ansicht nach ist die SNB in der Lage, die Untergrenze auch in den kommenden Monaten zu verteidigen. In dieser Zeit werde sich herausstellen, ob die Verschuldungsproblematik in Europa entschieden angepackt wird oder die Europäische Union direkt auf eine Transferunion zusteuert.

### Forschungsergebnisse

#### Erinnerungen an die deutschen Währungsreformen

17

*Stefan Homburg*

Politisch mag es nicht korrekt sein, nach der Zukunft des Euro zu fragen. Wissenschaftlich ist diese Frage nach Ansicht von *Stefan Homburg*, Universität Hannover, aber berechtigt, weil Zweifel am Bestand der Eurozone zunehmen und die aktuelle Entwicklung dunkle Reminiszenzen an das Vorfeld früherer Währungsreformen wachruft. In dem vorliegenden Artikel erinnert er an einige hervorste chende Merkmale der jüngsten deutschen Währungsreformen und setzt sie zum aktuellen Geschehen in Beziehung.

## Daten und Prognosen

### Ausrüstungsinvestitionen wachsen 2011 nahezu zweistellig – Leasing hält Schritt

23

*Joachim Gürtler und Arno Städtler*

Der auf den Geschäftslageerwartungen der Leasinggesellschaften basierende ifo Investitionsindikator, der gemeinsam vom ifo Institut und dem Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen ermittelt wird, prognostiziert für das laufende Jahr einen nominalen Anstieg der Aufrüstungsinvestitionen von knapp 10%. Auch in den ersten neun Monaten 2012 dürfte noch ein günstiges Investitionsklima herrschen, der Indikator stellt gegenüber der Vergleichsperiode 2011 jedoch eine moderate Verlangsamung des Wachstums in Aussicht.

## Im Blickpunkt

### Kurz zum Klima: Müllberge – eine Bedrohung nicht nur für unser Klima

27

*Ariane Volk und Jana Lippelt*

Rauchende Schornsteine, Waldrohung, extensive Viehwirtschaft, dies sind Dinge, die unmittelbar für die globale Erwärmung verantwortlich gemacht werden. Aber auch der Müll, der in jedem Haushalt anfällt, hat direkte negative Effekte auf das Klima. Eine Tonne Garten- und Küchenabfälle erzeugt z.B. bei einer offenen Zersetzung auf einer Mülldeponie fast 1,2 Tonnen CO<sub>2</sub>-äquivalentes Gas. Möglichkeiten, solche Emissionen einzusparen, sind das Recycling von Abfällen und die Energiegewinnung aus Müll.

### ifo Architektenumfrage: Weiterhin hohe Auftragsbestände

31

*Erich Gluch*

Nach den Ergebnissen der vierteljährlichen Umfrage des ifo Instituts bei den freischaffenden Architekten hat sich das Geschäftsklima zu Beginn des dritten Quartals 2011 nochmals etwas aufgehellt. Es ist weiterhin recht freundlich. Die befragten Architekten schätzten ihre aktuelle Geschäftslage abermals besser, ihre Geschäftsaussichten allerdings ein wenig skeptischer ein als vor einem Vierteljahr. Im zweiten Quartal 2011 konnten 55% der freischaffenden Architekten neue Verträge abschließen. Der durchschnittliche Bestand an Aufträgen erhöhte sich. Mit 6,1 Monaten waren die Auftragsreserven Ende Juni 2011 um gut einen halben Monat größer als vor drei Jahren bzw. um rund 75% umfangreicher als vor acht Jahren.

### ifo Konjunkturtest September 2011 in Kürze

33

*Klaus Abberger*

Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands hat im September abermals nachgegeben. Die Unternehmen bewerten ihre Geschäftslage geringfügig weniger häufig als gut. Ihre Erwartungen hinsichtlich des Geschäftsverlaufs im kommenden halben Jahr haben sich weiter erheblich eingetrübt. Ausgehend von einer guten Geschäftslage, stellen sich die Unternehmen auf eine merkliche Konjunkturabkühlung ein. Das ifo Beschäftigungsbarometer ist im September etwas gestiegen, nachdem es im Vormonat klar nach unten tendierte. Es liegt nun zwar deutlich unterhalb der Werte zu Jahresbeginn. Dennoch zeigen die Personalplanungen der Unternehmen, dass der Beschäftigungsaufbau in Deutschland weitergeht.

Die Schweiz ist in den vergangenen Monaten durch die drastische Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro unter Druck geraten. Im September 2011 verkündete deshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) einen Mindestkurs des Franken zum Euro. Mit einer Untergrenze von 1,20 Franken je Euro soll der nach Ansicht der SNB »massiven Überbewertung« der Währung entgegengewirkt werden. Ist der Eingriff der SNB zulässig?

## Mindestkurs für den Schweizer Franken: Ein Akt der Schadenminimierung

### Der Hintergrund: Zwei Szenarien

Die Frage wurde schon gestellt, als sich Europa anschickte, seine nationalen Währungen zum Euro zu verschmelzen: Kann die Schweiz als kleines Land und unmittelbarer Nachbar des gigantischen neuen Währungsraums eine eigenständige Geld- und Währungspolitik beibehalten? Es gab damals zwei Szenarien: Entweder würde der Euro eine stabile Währung wie die D-Mark werden, in welchem Falle die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) mehr oder weniger im Gleichschritt eine ähnliche Stabilitätspolitik verfolgen würden. Für dieses Szenario waren auch bei völliger Unabhängigkeit der Geldpolitik keine größeren Wechselkursverwerfungen zu erwarten. Im zweiten, damals von vielen befürchteten Szenario würde der Euro eine schwache, instabile Währung werden. Dieses Szenario barg ein bedeutendes Risiko, dass der Schweizer Franken als Hort der monetären Stabilität zur Destination spekulativer Kapitalzuflüsse werden könnte, mit potenziell gravierenden Konsequenzen für die schweizerische Volkswirtschaft. Aber eine Anbindung an eine schwache Währung kam natürlich erst recht nicht in Frage. Ein währungspolitisches Arrangement, das den Handlungsspielraum der Geldpolitik in irgendeiner Weise eingeschränkt hätte, stand deshalb für die SNB nie ernsthaft zur Diskussion.

Bis zum Jahre 2008 bewahrheitet sich weitgehend das erste Szenario: Der Euro blieb stabil. Er bewahrte mit einer durchwegs mäßigen Inflationsrate sei-

ne Kaufkraft nach innen, und er wurde auch auf den Devisenmärkten als harte Währung gehandelt. Gegenüber dem Schweizer Franken sank der Euro nie weit unter den anfänglichen Wechselkurs von 1,60 Fr. pro Euro. Die Wechselkursschwankungen hielten sich in Grenzen. Dies änderte sich erst mit der dramatischen Zuspitzung der Finanzkrise ab Herbst 2008. In der allgemeinen Verunsicherung entdeckten die Anleger den Schweizer Franken wieder als »sicheren Hafen«, womit die schweizerische Währung unter einen anhaltenden Aufwertungsdruck geriet und auch die Volatilität der Wechselkursbewegungen zunahm. Zuletzt bewegte sich der Franken auf den Devisenmärkten in einer auffallenden Parallelität zum Preis jenes Anlagemediums, das seit jeher in Zeiten des Vertrauensverlusts ebenfalls gerne als sicherer Hafen angesteuert wird: des Goldes. Schon bald hatte der Franken daher seinen Spitznamen als »Alpines Gold« weg.

### Die Politik der Schweizerischen Nationalbank bis zum Sommer 2011

Als die Schweiz im Gefolge der Finanzkrise von der weltweiten Rezession erfasst wurde, reagierte die SNB wie alle anderen Zentralbanken auch mit einer massiven Ausdehnung der Liquidität und einer Rücknahme der Leitzinsen auf ein Niveau nahe null. Nachdem sie auf diese Weise des Zinsinstrumentes faktisch verlustig gegangen war, begann sie damit, sachte den Wechselkurs als geldpolitisches Steuerungsinstrument einzusetzen. Solange der Wiederaufschwung nach der Rezession auf schwachen Füßen stand, begann sie



© Schneider

Oliver Landmann\*

\* Prof. Dr. Oliver Landmann ist Ordentlicher Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg i.Br.

insbesondere, sich dem Aufwertungsdruck, dem der CHF weiterhin ausgesetzt war, mit Interventionen auf den Devisenmärkten entgegenzustemmen – eine Weile lang durchaus mit Erfolg. Als der Aufschwung an Kraft gewann und sowohl die Exporte als auch die Binnennachfrage wieder kräftigere Wachstumsbeiträge zur Festigung der Konjunktur beisteuerten, stellte die SNB ihre Devisenmarktinterventionen wieder ein. Die Sorge war, dass die mit den Interventionen einhergehende fortwährende Aufblähung der inländischen Liquidität in Teilbereichen der Binnenwirtschaft zu einer unerwünschten Überhitzung führen könnte. Unter besonderer Beobachtung stand dabei der Immobiliensektor.

Die Folge war, dass sich der Schweizer Franken weiter aufwertete. Im Laufe des Jahres 2010 durchstieß der Euro erstmals die Grenze von 1,40 nach unten. Die SNB geriet dadurch doppelt unter Druck: Auf der einen Seite ätzte die Exportwirtschaft zunehmend unter den Folgen des starken Frankens. Zum anderen musste die SNB auf ihren Devisenbeständen, die sie eben noch geäufnet hatte, substantielle Bewertungsverluste verbuchen. In der innenpolitischen Debatte der Schweiz löste diese letztere Wirkung der Aufwertung zunächst deutlich mehr Resonanz aus als das Problem der sich verschlechternden preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf den internationalen Absatzmärkten.

Die Bewertungsverluste waren für jedermann transparent. Da die schweizerischen Kantone einen Anspruch auf Beteiligung am Nationalbankgewinn haben – und diesen daher gerne in ihre Budgets einplanen –, sahen sie ihre Felle davon schwimmen. In Teilen des politischen Spektrums wurde der Vorwurf laut, die SNB habe mit ihren »erfolglosen« Interventionen Volksvermögen verschleudert. Es fiel den für die Geldpolitik Verantwortlichen damals nicht leicht, der Öffentlichkeit klar zu machen, dass sich der Erfolg der Devisenmarkttransaktionen einer Zentralbank nicht wie bei einem privaten Investor an der Anlagerendite bemisst, sondern am – natürlich weitaus schwieriger zu quantifizierenden – Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität. Gemessen an der Informationslage des Frühjahrs 2010, war die Stützung des Euro gegen den Franken durch die SNB zum damaligen Zeitpunkt stabilisierungspolitisch genau das Richtige.

Aber die Prügel, welche die SNB danach für die Kursverluste auf ihren Devisenbeständen einstecken musste, dürften dazu beigetragen haben, dass sich ihr Leitungsgremium lange schwer damit tat, erneut auf dem Devisenmarkt einzugreifen, als sich die Aufwertung des Franken im Sommer 2011 dramatisch zuspitzte und der Euro kurzzeitig sogar die Parität mit dem Schweizer Franken ritzte. Zunächst versuchte die SNB, die spekulative Flucht in den Franken mit einer drastischen Ausweitung der Liquidität

und mit verbalen Signalen zu stoppen. Erst als diese Maßnahmen keinen nachhaltigen Erfolg brachten und die Forderungen nach schärferer Munition dringlicher wurden, griff das Direktorium der SNB am 6. September 2011 als Ultima Ratio zum Instrument eines Mindestkurses für den Franken und verkündete ihre Bereitschaft, ein Unterschreiten dieses Mindestkurses, falls nötig, mit unbegrenzten Devisenmarktinterventionen zu verhindern. Dies wirkte augenblicklich: Innerhalb von zwölf Minuten stieg der Euro von 1,11 auf 1,20 Fr. Dieser Vorgang ist eine anschauliche Fallstudie dafür, wie stark das Geschehen an den Finanzmärkten von den Kurserwartungen der Marktteilnehmer getrieben wird. Die Ankündigung der Notenbank hat gereicht, um die Erwartungen der Anleger auf einen Schlag neu zu konditionieren. Das Interventionsvolumen am Tage der Ankündigung selbst war zum Zeitpunkt der Niederschrift dieses Beitrags noch nicht bekannt, war aber möglicherweise ziemlich gering. Offenkundig fehlte es der Ankündigung des Mindestkurses nicht an Glaubwürdigkeit. Die Märkte zweifelten nicht an der Entschlossenheit der SNB, das Kursziel um jeden Preis zu verteidigen.

Mit der Festlegung eines Mindestkurses von 1,20 Fr. je Euro ging die SNB zwar durchaus ein Risiko ein, aber sie betrat auch nicht völliges Neuland. Denn das Instrument eines Mindestkurses hatte sich in der Vergangenheit schon einmal bewährt, nämlich im Jahr 1978, als die SNB in einer ähnlichen Situation einen Mindestkurs von 80 Rappen je D-Mark festsetzte und mit unbegrenzten Devisenmarktinterventionen zu verteidigen versprach. Damals ging die Strategie auf. Der Aufwärtstrend des Frankens wurde nicht nur gebrochen, sondern drehte sich mit der Zeit sogar um, als die D-Mark in der Folge wieder auf über 90 Rappen stieg. Kritiker verwiesen zwar darauf, dass danach, im Abstand von zwei bis drei Jahren, die Inflationsrate der Schweiz anstieg. Dabei ist aber in Rechnung zu stellen, dass dies der Zeitraum war, in den der zweite Ölpreisschock fiel, von dem in jedem Fall ein Inflationsschub ausgegangen wäre. Allenfalls erleichterte die mit der Wechselkurspolitik verbundene Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge die Überwälzung des exogenen Kostenimpulses. Diese Erfahrung verdeutlicht immerhin eines: Ob das im September 2011 erneut eingesetzte Instrument des Mindestkurses in der Rückschau dereinst als erfolgreich gewertet werden wird, wird nicht zuletzt davon abhängen, ob die SNB den richtigen Zeitpunkt für den Ausstieg aus ihrer Wechselkurspolitik und für die Rückführung des Liquiditätsangebots erwischen wird.

#### **Argumente der Kritiker**

Kritiker gaben, z.T. schon im Vorfeld der Maßnahme, zu bedenken, dass Notenbanken bei Kursinterventionen gegen den Markt nicht selten auch den Kürzeren ziehen. Die

Schweiz als kleines Land, so wurde etwa gesagt, könne nicht das ganze »Euro-Meer aussaufen«, das im Schweizer Franken Zuflucht suchen könnte. Erinnert wurde auch an die Erfahrung der Bank of England, die im Jahre 1992 im damaligen Europäischen Währungssystem den Pfundkurs mit aller Macht gegen die Angriffe der Währungsspekulanten verteidigte, nur um sich schließlich doch geschlagen geben zu müssen.

Aber diese Vergleiche verkennen zwei Dinge: Erstens ist es ein Unterschied, ob man seine eigene Währung gegen eine Abwertung oder gegen eine Aufwertung verteidigt. Zur Abwehr einer drohenden Abwertung muss man Devisen aufwenden, die man nur in begrenztem Umfang besitzt. Die Spekulation weiß also, dass die Munition irgendwann ausgeht. Zur Verhinderung einer unerwünschten Aufwertung muss man Devisen gegen eigene Währung erwerben, und eigenes Geld kann eine Notenbank unbegrenzt schaffen, wenn sie denn entschlossen ist, dies zu tun. Zweitens steht und fällt der Erfolg einer Intervention mit der Glaubwürdigkeit der Aktion. Die Glaubwürdigkeit wiederum hängt daran, ob der mit der Devisenmarktintervention angestrebte Wechselkurs mit den übergeordneten Stabilitätszielen der Geldpolitik kompatibel ist oder nicht. Im Falle der Bank of England 1992 war diese Bedingung ganz offenkundig nicht erfüllt. Die britische Volkswirtschaft befand sich in einer tiefen Rezession, das Pfund war eindeutig überbewertet, eine expansivere Geldpolitik und ein tieferer Pfundkurs wären die Medizin gewesen, welche die Wirtschaft benötigte. Die Zentralbank befand sich in einem schwierigen Zielkonflikt zwischen den Spielregeln des Währungssystems, denen sie sich beugen musste, und den Erfordernissen einer stabilitätskonformen Geldpolitik. Unter diesen Voraussetzungen war der Kampf gegen die Spekulation nicht zu gewinnen.

Ganz anders die Schweiz 2011: Der Schweizer Franken bewegte sich auf dem Devisenmarkt ganz unzweifelhaft in eine zunehmende Überbewertung hinein, während sich die Konjunktur im Zuge der weltweiten Wachstumsabschwächung ebenso eindeutig abkühlte. In dieser Situation stand die Festlegung eines Mindestkurses, als die schärfste Waffe im Arsenal der Wechselkursbeeinflussung, nicht im Konflikt mit der Stabilisierungspolitik, sondern in deren Dienst. Die Bereitschaft, den Mindestkurs gegebenenfalls mit unbegrenzten Devisenkäufen zu verteidigen, war offensichtlich anreizkompatibel und daher glaubwürdig. Unter dieser Voraussetzung konnte die Konditionierung der Erwartungen gelingen, so dass auch das Volumen der effektiv notwendigen Devisenmarktinterventionen vermutlich in einem überschaubaren Rahmen bleiben konnte.

Vor diesem Hintergrund relativiert sich auch die von Kritikern aufgeworfene Frage, ob sich denn die Nationalbank zutrauen könne, den »richtigen« Kurs besser als der Markt

bestimmen zu können. Man braucht sich noch nicht einmal auf die Position zurückzuziehen, dass verschiedene Wechselkursmodelle verschiedene Antworten auf die Frage nach dem Gleichgewichtskurs geben. Kein Modell würde das Gleichgewicht in der Nähe der Parität zum Euro ansiedeln. Entscheidend ist vielmehr, dass was aus der Perspektive der Geldpolitik »richtig« ist, von den Erfordernissen der monetären und makroökonomischen Stabilität definiert wird. Angesichts einer Prognoselage, die für 2012 eine deutliche Verlangsamung des Wachstums und eine Preisänderungsrate in bedrohlicher Nähe zur Deflation anzeigt, ist das Risiko, dass ein Mindestkurs von 1,20 auf der »falschen« Seite des ohnehin nicht genau bestimmbar Gleichgewichts liegt, verschwindend gering.

Aus diesem Grunde war es auch wichtig, dass die SNB mit der Wahl des Niveaus, auf dem sie den Mindestkurs fixierte, eine konservative Linie verfolgte. Die Gewerkschaften waren schnell zur Stelle und forderten eine Stabilisierung des Euro-Wechselkurses im Bereich von 1,40 Fr. Ein solcher Kurs wäre im Moment zwar Balsam für die gebeutelte Exportwirtschaft, wäre aber einem bedeutenden Risiko ausgesetzt gewesen, sich je nach weiterer Entwicklung bald einmal als zu hoch zu erweisen, in welchem Falle die SNB eine solche Marke rasch wieder hätte preisgeben müssen. Damit wäre auch von Anfang an die so essentielle Glaubwürdigkeit der Operation aufs Spiel gesetzt worden.

Aus demselben Grunde ist auch der verschiedentlich geäußerte Vorwurf, die SNB setze die von ihr zu wahrende Preisstabilität aufs Spiel, fehl am Platz. Stabilisierung der Inflationsrate auf tiefem Niveau kann manchmal auch bedeuten, einem Abgleiten in die Deflation entgegenzuwirken. Die Befürchtung, dass die dramatische Ausweitung der Zentralbankliquidität der letzten Monate allein schon Inflation schaffen werde, ist aus zwei Gründen unbegründet: Erstens schafft die Liquiditätsausweitung kein Überangebot an Schweizer Franken, sondern ist die Antwort auf eine von außen entstandene Übernachtfrage. Zweitens kann eine hausgemachte Inflation nur entstehen, wenn die Konjunktur überhitzt ist. Davon ist die Schweiz derzeit aber weit entfernt. Die dramatische Aufwertung wirkte vielmehr in einer Phase der konjunkturellen Abkühlung wie ein zusätzlicher Kälteschock. Diesen Schock vermochte die Festlegung eines immer noch niedrigen Mindestkurses von 1,20 je Euro noch nicht einmal völlig zu neutralisieren, aber immerhin abzumildern.

## Fazit

Die Schweiz ist als kleine offene Volkswirtschaft im Herzen Europas auch als Nicht-Mitglied der Europäischen Union aufs Engste mit ihrem politischen und wirtschaftlichen Um-

land verbunden. Ganz gleich, welche Politik sie verfolgt, und welches Wechselkursarrangement sie wählt, sie wird immer hautnah von allen positiven wie negativen Entwicklungen in der EU betroffen sein. Es wäre daher eine Illusion zu glauben, die Schwierigkeiten, in welche die Eurozone durch ihre aktuelle Krise geraten ist, könnten irgendwie spurlos an der Schweiz vorbeigehen. Vor diesem Hintergrund kann die Festlegung eines Mindestkurses von 1,20 Fr. kein Wundermittel sein, wohl aber eine mit Bedacht ergriffene Maßnahme der Schadenminimierung.



Gunther Schnabl\*

### **Der Festkurs als Rettungsanker in den Sturmfluten der globalen Liquiditätsschwemme**

Die Entscheidung kam überraschend. Der Präsident der Schweizerischen Nationalbank kündigte am 6. September entschlossen eine Grenze für die Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro an. Nach immensen Devisenmarktinterventionen und Zinssenkungen, die den Kurs des Franken nicht nachhaltig schwächen konnten, gab die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre bisher leidenschaftlich verteidigte Strategie eines flexiblen Wechselkurses auf. In Zukunft soll die Schweizer Währung nicht unter eine Schwelle von 1,20 Franken pro Euro steigen. In einem Umfeld einer von den großen Zentralbanken in Japan, USA und dem Eurogebiet genährten globalen Liquiditätsschwemme erkennt die Schweizerische Nationalbank an, dass den kleinen Volkswirtschaften wenige Freiheitsgrade in der Währungspolitik verblieben sind. Aus meiner Sicht haben für die Schweiz flexible Wechselkurse aus fünf Gründen ausgedient.

(1) Zunächst gilt auch für die Schweiz, dass die Exportindustrien unter der Aufwertung stark gelitten haben. Vor allem Industrievertreter, der Tourismusverband und die Gewerkschaften klagten über die deutliche Verteuerung des Franken. Der Wirtschaftsminister befürchtete negative Konjunkturergebnisse. Sogar der Einzelhandel war betroffen, da in grenznahen Regionen die Einkäufe auf das Eurogebiet überschwappten. Mit der Wechselkursgrenze wird die Schweizer Exportindustrie nun in ruhigeres Fahrwasser gebracht.

(2) Eine weitere wichtige Rolle für die Entscheidung der SNB dürften die Kapitalmärkte gespielt haben, da die kleine Schweiz einer riesigen Welle von Kapitalzuflüssen ausgesetzt war, die nicht allein mit der Rolle des Landes als sicherer Hafen zu erklären war. Aufgrund der geringen Refi-

\* Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.



nanzierungskosten im Eurogebiet in Kombination mit dem flexiblen Wechselkurs des Franken, konnten Spekulanten ohne großes Risiko auf deutliche Aufwertungsgewinne wetten. Diese Carry Trades wurden auch dadurch nicht ausgebremst, dass die Leitzinsen in der Schweiz unter denen im Eurogebiet lagen. Mit dem glaubhaften Aufwertungslimit werden zwar nicht die Anlagen ausgebremst, die einen sicheren Hafen ansteuern. Aber es werden die Kapitalzuflüsse eliminiert, die sich aus selbst erfüllenden Erwartungen hohe Spekulationsgewinne generieren.

(3) Ein dritter Grund liegt in den Verlusten der SNB begründet, die aus der Aufwertung des Franken resultierten. Die SNB hat vor allem in den Jahren 2009 und 2010, als sie erfolglos versuchte, durch hohe Eurokäufe Aufwertungsdruck von Franken zu nehmen, hohe Euroreserven angehäuft. Die Devisenreserven (ohne Gold) stiegen von einem Gegenwert von ca. 30 Mrd. Euro im Jahr 2008 auf über 230 Mrd. Euro im August 2011. Bei Aufwertung des Franken verlierten diese Reserven gemessen in Inlandswährung an Wert. Für das Jahr 2010 wies die SNB in ihrer Bilanz Verluste auf Devisenanlagen in Höhe von 26 Mrd. Franken aus. Im Jahr 2011, als die Aufwertung im August bereits eine ähnliche Dimension wie 2010 erreicht hatte und die Devisenreserven nochmals angestiegen waren, waren noch höhere Verluste zu erwarten. Da die Zentralbankgewinne vor allem an die Schweizer Kantone transferiert werden, formierte sich kantonaler Druck auf die Zentralbank gegen die Streichung von Gewinnzuweisungen.

Auf längere Frist wäre die Unabhängigkeit der Schweizerischen Zentralbank gegenüber der Regierung auf dem Spiel gestanden. Zwar kann eine Zentralbank zeitweise auch mit negativem Eigenkapital operieren. Doch ist ab einem gewissen Ausmaß von Aufwertungsverlusten die Zentralbank auf eine Rekapitalisierung durch die Regierung angewiesen. Dann kann die Regierung Gegenleistungen im Interesse der wechselkursgeschädigten Wirtschaftszweige in Form von Zinssenkungen und/oder Wechselkursstabilisierung fordern. Ein Stopp der aufwertungsbedingten Buchverluste durch Wechselkursbindung garantiert aus dieser Perspektive wieder ein Stück Unabhängigkeit von politischem Druck.

(4) Viertens kann argumentiert werden, dass die geldpolitische Eigenständigkeit der SNB ohnehin nie sehr groß war. Der Schweizer Leitzins folgte stets eng dem Leitzins des Eurogebietes, wohl aus den oben genannten Gründen. Das stilisierte Faktum, dass der Schweizer Leitzins dabei immer etwas unter dem Leitzins des Eurogebietes lag, kann mit Aufwertungserwartungen auf den Franken erklärt werden. Die mit Arbitrage auf den internationalen Kapitalmärkten begründete offene Zinsparität impliziert, bei persistenten Aufwertungserwartungen des Franken einen niedrigeren Zins in der Schweiz als im Eurogebiet. Da zwar die Zinsdifferenz

stabil war, die Aufwertung aber nicht immer entsprechend der Zinsparität beobachtet wurde, wurde der niedrigere Zins in der Schweiz bisher als wachstumsfördernder Zinsbonus interpretiert (vgl. Kirchgässner 2003).

(5) In dem gegenwärtigen Umfeld einer globalen Liquiditätsschwemme und wandernder Spekulationsblasen (vgl. Hoffmann und Schnabl 2008) ist insbesondere in kleineren Volkswirtschaften ein Leitzins nahe null aber eher Fluch als Segen. Denn je kleiner die nationalen Kapital- und Gütermärkte, desto geringer ist deren Absorptionsfähigkeit für Kapitalzuflüsse. Die resultierende Kreditexpansion schafft den Nährboden für Inflation und Vermögenspreisblasen. Zwar kann die Inflation durch eine Aufwertung der Inlandswährung eingedämmt werden. Doch ziehen Signale der Zentralbank, dass eine Aufwertung erwünscht ist, spekulative Kapitalzuflüsse nach sich, die auf der Suche nach lukrativen Anlagemöglichkeiten die Wahrscheinlichkeit von Vermögenspreisblasen steigen lassen.

Welchen Teufelskreis die Schweizerische Nationalbank durch die glaubhafte Bindung des Franken an den Euro möglicherweise durchbrochen hat, zeigt das Beispiel Japans, das nach dem Plaza-Abkommen – ähnlich wie die Schweiz bis vor kurzem – mit sehr starkem Aufwertungsdruck konfrontiert war. Im September 1985 hatten die G-5-Staaten im New Yorker Plaza Hotel den politischen Willen zu einer starken Aufwertung des Yen signalisiert, um das amerikanisch-japanische Leistungsbilanzungleichgewicht zu korrigieren. Die Folge waren persistente Yen-Aufwertungserwartungen, die durch Spekulation auf die Yenaufwertung erfüllt wurden. Der japanische Yen wertete zwischen Februar 1985 und Januar 1988 weit über den angestrebten Zielwert um fast 50% auf, was – wie bis vor kurzem in der Schweiz – den Export als Pfeiler des japanischen Wachstums bremste. Japan wurde in eine durch den hohen Yen getriebene Rezession gestürzt – wie sie auch in der Schweiz befürchtet wurde.

Die japanischen Behörden reagierten ähnlich wie die Schweiz vor der Ankündigung des Wechselkursziels. Zunächst kam es – wie in der Schweiz 2009 und 2010 – zu massiven Dollarkäufen – in der Schweiz Eurokäufe. Als diese keine Wirkung zeigten, folgten deutliche und nachhaltige Zinssenkungen, um die spekulativen Kapitalzuflüsse einzudämmen. In der Schweiz sank das Zinsniveau gegen null und verblieb dort, auch nachdem die Europäische Zentralbank das Zinsniveau wieder erhöhte. Die expansive Geldpolitik wurde in Japan von expansiven Fiskalprogrammen flankiert, um den negativen Konjunkturreffekt der Yen-Aufwertung abzufedern. Auch in der Schweiz dachte die Regierung über Förderprogramme für die leidende Industrie nach.

Die Folgen der geld- und finanzpolitischen Reaktion Japans auf die starke Yen-Aufwertung könnten für die Schweiz eine Lehre sein. Zunächst folgte der aufwertungsbedingten

Niedrigzinspolitik ein spekulativer Boom – die japanische Bubble Economy – in deren Verlauf die japanischen Aktien- und Immobilienpreise auf ungeahnte Höchststände getrieben wurden (vgl. Hoffmann und Schnabl 2008). Nach dem Platzen der Blase im Dezember 1989 kam die nicht endende Flaute: zwei verlorene Dekaden der Deflation und Rezession.

Dass der japanische Tanker in die geldpolitische Manövriereunfähigkeit in Form der seit 1999 fortdauernden Nullzinsfalle geriet, kann mit drei Faktoren erklärt werden (vgl. Goyal und McKinnon 2001). Erstens, die Aufwertungserwartungen auf den Yen bestanden fort, da Japan seit Beginn der 1980er Jahre Leistungsbilanzüberschüsse generierte, die das japanische Nettoauslandsvermögen stetig steigen ließen. Je höher das Nettoauslandsvermögen, desto stärker sind die Aufwertungserwartungen. Durch jede Aufwertung erleiden die japanischen Auslandsanleger – Staat, Banken, Lebensversicherungen, Unternehmen und private Haushalte – wie die Schweizerische Nationalbank Buchverluste, vor denen sich die privaten Akteure durch rechtzeitige Repatriierung des Auslandsvermögens zu schützen suchen. Dies hat immer wieder zu »Runs« in den japanischen Yen und starken Aufwertungsphasen geführt. Die japanische Regierung wollte aber starke Aufwertungen nicht zulassen, da die Exporte nach dem Platzen der Blase die zentrale Wachstumsstütze waren.

Zweitens, dadurch dass Japan den Wechselkurs weiter frei schwanken ließ, blieben die Aufwertungserwartungen kontinuierlich bestehen, und die privaten japanischen Anleger empfanden ein höheres Wechselkursrisiko bei Auslandsanlagen. Die Bank of Japan musste die Leitzinsen immer weiter absenken, um ausreichend Anreize für das Halten von Auslandsanlagen zu geben. Damit wurde, drittens, bei einem graduell absinkenden Zinsniveau in den USA der japanische Leitzins gegen die Nullgrenze gedrückt, wo es seit 1999 verblieben ist. Im Gegensatz zu der zweiten Hälfte der 1980er Jahre wurde durch das Nullzinsniveau in Japan aufgrund negativer Erwartungen keine Vermögenspreisblase mehr im Inland induziert. Stattdessen nährten die von Japan ausgehenden Carry Trades Blasen in anderen Teilen der Welt (vgl. Hoffmann und Schnabl 2008).

Die Erfahrungen Japans hinsichtlich der Nullzinsfalle sind für die Schweiz relevant, weil sie in einigen wichtigen Punkten ähnliche Strukturmerkmale wie Japan aufweist. Es bestehen wie in Japan hohe strukturelle Leistungsbilanzüberschüsse, Nettokapitalexporte und damit ein hohes Nettoauslandsvermögen, das ein inhärentes Aufwertungspotenzial darstellt. Dieses wird durch die Stellung der Schweiz als sicherer Hafen für internationales Kapital verstärkt. Ebenso wie Japan ließ die Schweiz bis vor kurzem den Wechselkurs des Franken frei schwanken, was z.B. für Schweizer Banken das Risiko von Auslandsanlagen in Fremdwäh-

rung erhöhte und sich selbst verstärkende Aufwertungserwartungen möglich machte. Zudem sank mit der jüngsten Krise im Eurogebiet der Leitzins des Eurogebiets drastisch, was den Schweizer Leitzins gegen die Nullzinsgrenze drückte. Die Souveränität in der geldpolitischen Entscheidungsfindung war aus dieser Sicht spätestens seit dem Jahr 2008 ohnehin verloren.

Mit der jüngsten Entscheidung gewinnt die Schweiz aus diesem Blickwinkel geldpolitischen Handlungsspielraum zurück, da sie sich von dem Fluch spekulativer Kapitalzuflüsse teilweise befreien kann. Unsicherheit wird eliminiert, der Freiraum für destabilisierende Spekulation eingegrenzt und die Wogen volatiler Kapitalmärkte geglättet. Die geldpolitische Expansion fällt geringer aus, da bei Glaubwürdigkeit des Wechselkursziels der Zins von nahe null auf das etwas höhere Leitzinsniveau im Eurogebiet steigen kann. Die von den Kapitalmärkten erzwungene geldpolitische Expansion wird reduziert und das Risiko von Vermögenspreisblasen, die früher oder später in die Krise führen, abgemildert.

Die Wechselkursbindung bleibt aber im derzeitigen Umfeld der globalen Liquiditätsschwemme und instabiler europäischer Staatshaushalte und Banken nur eine unbefriedigende Lösung. Denn die Europäische Zentralbank hat jüngst zur Rettung taumelnder Banken weitere liquiditätsausweidende Maßnahmen beschlossen. Trotz steigendem Inflationsdruck werden unter dem neuen Zentralbankpräsidenten Draghi und ohne das stabilitätsorientierte Direktoriumsmitglied Stark Zinssenkungen erwartet, die die Schleusen für Kapitalzuflüsse in die Schweiz weiter öffnen werden. Bei festem Wechselkurs und steigender Inflation werden die immensen Euroreserven in der Schweizerischen Zentralbankbilanz langfristig real entwertet. Damit wird die Sozialisierung der Kosten der europäischen Staatsschulden- und Finanzkrisen auf die Schweiz ausgeweitet.

Spannend bleiben die Folgen der Schweizer Entscheidung für die verbleibenden freien Wechselkursregime in Europa, etwa in Schweden, Norwegen, der Tschechischen Republik oder Polen. Zwar ist die Schweiz ein kleines Land. Doch fällt diese als Spekulationsziel aus, dann wird sich mehr Kapital anderen Ländern zuwenden, die weiterhin Aufwertungen erlauben. Da ein ähnliches Dilemma wie in der Schweiz entstehen dürfte, könnte auch für diese Staaten die Wechselkursbindung zum letzten Rettungsanker in den Fluten der Euro-Liquiditätsschwemme werden.

Das Ergebnis ist paradox: Je mehr die EZB die Zinsen senkt und mehr kostengünstiges Kapital sie zur Rettung von Banken zur Verfügung stellt, desto mehr Euroreserven werden in den Bilanzen von europäischen Zentralbanken akkumuliert, die nicht am Projekt Euro teilnehmen. Desto geringer wird auch die Anzahl der »Restfloater«, die nicht direkt der Geldpolitik der EZB folgten. Den Deutschen könnte diese

Entwicklung willkommen sein. Denn mehr zahlungskräftige Staaten werden sich – unfreiwillig – an den Kosten der europäischen Staatsschulden- und Finanzkrise beteiligen.

## Literatur

Goyal, R. und R. McKinnon (2001), »Japan's Negative Risk Premium in Interest Rates: The Liquidity Trap and the Fall in Bank Lending«, *The World Economy* 26(3), 339–363.

Hoffmann, A. und G. Schnabl (2008), »Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets – An Overinvestment View«, *The World Economy* 31(9), 1226–1252.

Kirchgässner, G. (2003), »Die Wiederkehr des Zinsbonus – Neue empirische Ergebnisse zum Einfluss der europäischen und der amerikanischen auf die schweizerischen Euromarktzensen«, *Außenwirtschaft* 59, 249–274.



David Iselin\*



Michael J. Lamla\*\*

## Genug ist genug

Am 6. September 2011 hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit ihrer Ankündigung, eine Untergrenze für den Franken/Eurokurs festzulegen, ein mittleres Finanzmarktbeben ausgelöst. Der Franken verlor binnen weniger Minuten 8,2%, und sein Kurs übersprang gegenüber dem Euro die anvisierte Untergrenze von 1,20 Fr. Diese Aktion der Zentralbank der Schweizerischen Eidgenossenschaft war die Antwort auf einen historisch einmaligen Aufwertungsschub der nationalen Währung.

Wie die SNB offiziell mitteilte, verfolgte sie damit das Ziel, die Deflationsgefahr für die Schweizer Volkswirtschaft abzuwenden und den leidgeprüften Exporteuren, den Hauptbetroffenen des starken Franken, unter die Arme zu greifen. Sofort wurden Kritiken laut, welche dies als gefährlichen Interventionismus bezeichneten. Sofern die SNB die Untergrenze tatsächlich verteidigen kann, was angesichts quasi unlimitierter Mittel und der als sicher geltenden Überbewertung der Schweizer Währung erwartet werden darf, birgt dieses Eingreifen kaum Gefahren. Ein Blick auf die »Frankensaga« der vergangenen Jahre zeigt, weshalb die Kritiker falsch liegen.

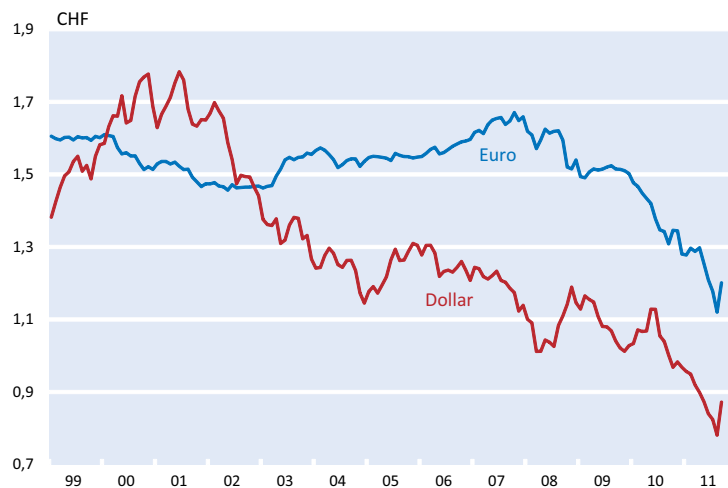
## Die Frankensaga

Die Aufwertung der Schweizer Währung ist keine neue Entwicklung. Seit Jahren – wenn man den Ecu (den Vorläufer des Euro) berücksichtigt, seit Jahrzehnten – befindet sich der Franken gegenüber dem Euro im Steigflug. Seit Jahren sind die Schweizer Unternehmen gezwungen, sich dieser Entwicklung anzupassen (vgl. Iselin 2011; Lamla und Lassmann 2011). Die Wirtschaftsentwicklung der frühen 1990er Jahre zeigt das beispielhaft. Nach dem Platzen einer Im-

\* David Iselin ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich.

\*\* Dr. Michael J. Lamla ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich.

**Abb. 1**  
**Wechselkurse**  
Monatswerte



Quelle: Schweizerische Nationalbank.

mobilenblase durchlebte die Schweiz damals eine längere Periode schwachen Wachstums, welche als verlorenes Jahrzehnt in die Geschichte eingegangen ist. Die starke Aufwertung Anfang der 1990er Jahre bezahlte die Schweiz mit sehr schwachen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts von um die 0,2% (1991–1996).

Doch das Siechtum hatte auch sein Gutes: Die Unternehmen mussten sich radikal anpassen. Sie rationalisierten ihre Produktion, verlagerten teure Produktionsstätten ins Ausland und wandelten sich zunehmend zu Dienstleistungsbetrieben. Kurz: sie trimmten sich fit. Zwischen 1996–2006 lief die Entwicklung des Wechselkurses mehr oder weniger seitwärts. Zwischendurch kam es gar zu kürzeren Abwertungsphasen; etwa Ende 2001 bis Anfang 2003, als die Schweizer Unternehmen von einem zwischenzeitlichen sinkenden Frankenkurs profitierten. 2005 und 2006 hat der tiefere Kurs zum Export- und Wirtschaftsboom beigetragen, bis die Finanzkrise dem wirtschaftlichen Höhenflug ein jähes Ende setzte.

### SNB greift in vermeintliches »Naturgesetz« ein

Am Bild des langfristigen Aufwertungsrends konnten aber auch zwischenzeitliche Kursabfälle nichts grundlegend verändern. Welcher Logik folgt also die SNB, indem sie unvermittelt in eine quasi natürliche Entwicklung in Richtung Franken-Euro-Parität – und darüber hinaus – mit der Brechstange eingreift?

Die Antwort findet sich in der Entwicklung der letzten vier Jahre. Die Wechselkursentwicklung in den 1990er und der ersten Hälfte der 2000er Jahre war noch von relativ geringen Schwankungen geprägt. Die Unternehmen konnten sich

den vom Wechselkurs vorgegebenen Realitäten anpassen. Mitte 2007 setzte aber eine Entwicklung ein, die alle vorherigen Bewegungen in den Schatten stellte. Zwar sah es noch lange – überraschend lange – so aus, als könnten die hoch spezialisierten Branchen, insbesondere die wechselkursresistente chemische und pharmazeutische Industrie, auch diese Entwicklung absorbieren (vgl. Lamla und Lassmann 2011). Auch die starke Nachfrage aus dem Ausland, insbesondere aus Deutschland und Asien, half die Wechselkurseffekte abzufedern.

Von Oktober 2007 bis Ende August 2011 wertete der Franken von 1,67 Fr. pro Euro (Monatsmittel, gemäß SNB) um knapp 33% auf 1,12 auf. Hinzu kam eine parallele Frankenhausse nicht nur im Vergleich zum Euro, auch im Vergleich zum Dollar oder – noch

weiter gefasst – im Vergleich zu einem Währungskorb von 24 maßgeblichen Ländern, mit denen die Schweiz Handel treibt. Doch entscheidend für den Eingriff der SNB war letztlich die Phase ab Mai 2011.

Obwohl von Genf bis St. Gallen schon länger über die Möglichkeit eines als beinahe tollkühnen zu bezeichnenden – und verschiedentlich als aggressiv gescholtenen – Eingriffs der SNB spekuliert wurde und auch die KOF einen solchen als notwendig bezeichnet hatte (vgl. Hartwig et al. 2011), kam die Ankündigung am Morgen des 6. Septembers für alle Beobachter überraschend. Die Überraschung lag aber wohl eher am Zeitpunkt als am Schritt selber. Das Festzurren des Kurses war die logische Folge der in den Vorwochen erfolgten Schritte der SNB, um den Kurs der helvetischen Währung zu drücken.

### Das Protokoll einer Eskalation

Anfang August 2011 leitete die SNB – erstmals seit den Wechselkursinterventionen von März 2009 bis Juni 2010 wieder – Maßnahmen gegen den starken Franken ein. Das Drehbuch bis zum 6. September liest sich – im Nachhinein – dann wie der perfekt orchestrierte Spannungsaufbau Richtung Klimax Untergrenze. Start war der 3. August 2011. Die SNB weitete die Girokonten der Geschäftsbanken mittels SNB-Bills und Reverse Repos um 50 Mrd. Fr. auf 80 Mrd. Fr. aus. Genau eine Woche später wurde auf 120 Mrd. Fr. erhöht. Schließlich setzte sie nochmals eine Woche später einen drauf: Grenze bei 200 Mrd. Fr.

Mittlerweile stehen die Giroguthaben der Banken bei der SNB bei über 200 Mrd. Fr. Sie haben somit in sehr kurzer Zeit die Zielmarke der SNB von 200 Mrd. Fr. erreicht. Zum

Vergleich: Anfang August 2011 beliefen sich die Guthaben noch auf ca. 30 Mrd. Fr. Die Ausweitung der Guthaben auf den Girokonten der Geschäftsbanken bei der SNB erhöhte die Bilanzsumme der SNB nicht. Sie führt lediglich zu einer Umschichtung der Positionen auf der Passivseite der SNB.

Als zweite Maßnahme senkte die SNB die Zinsen, genauer das Drei-Monats-Libor-Zielband. Anstelle eines Zielbandes von 0% bis 0,75% mit einem Ziel für den Drei-Monats-Libor von 0,25% wurde ein Zielband von 0% bis 0,25% definiert – wobei ein Libor-Zins sehr nah an 0% anvisiert wird. Ziel der SNB ist es, die Attraktivität der Anlagen in Schweizerfranken weiter zu senken. Zudem vergrößert sie dadurch gleichzeitig die Zinsspanne (Spread) zwischen Anlagen in der Schweiz und im Euroraum. Dieser Spread gilt als einer der Determinanten für die Bewegung des Wechselkurses. Je größer der Spread ist, desto attraktiver sind Anlagen im Euroraum. Den kurzfristigen Zins kann die SNB sehr gut steuern. Entsprechend fiel dieser auch innerhalb weniger Tage auf einen Wert von 0,005% (Stand: 6. September 2011). Da der Zins schon vorher nah an 0% lag, ist kaum davon auszugehen, dass die Wirkung auf den Frankenkurs sehr groß sein wird.

Darüber hinaus setzt die SNB wieder Devisenswaps als Instrument zur Liquiditätssteuerung ein. Diese Swaps wurden das letzte Mal im Herbst 2008 genutzt. Sie dienen dazu, Frankenliquidität zu schaffen. Auch damit lässt sich die Geldmenge zusätzlich erhöhen. Devisenswaps haben eine feste Laufzeit und gehen nach Ablauf der Laufzeit wieder automatisch an den Verkäufer zurück. Die SNB hat nicht spezifiziert, unter welchen Konditionen Devisenswaps getätigt werden. Allerdings ist aus dem letzten Special Data Dissemination Report des Internationalen Währungsfonds ersichtlich, dass die Devisenreserven der SNB von Juli bis August 2011 auf über 70 Mrd. Fr. gestiegen sind. Die SNB scheint daher im August in hohem Masse Devisen gekauft zu haben.

Zwar erscheinen all diese praktisch wöchentlich erfolgten Schritte angesichts der Wechselkursuntergrenze im Nachhinein als Fußnoten, aber sie waren ganz klar massiv, sowohl bezüglich Frequenz als auch Volumen. Die Effekte auf den Wechselkurs verpufften aber binnen weniger Stunden und Tagen wieder, so dass sich die SNB zur Variante Wechselkursuntergrenze bekennen musste.

### Kann die SNB die 1,20 halten?

Bleibt zu fragen: Kann die SNB die Untergrenze von 1,20 halten und wie viel Geld muss sie »in die Hand nehmen« bzw. hat sie schon genommen, um den Wechselkurs zu stabilisieren?

Was den Erfolg von Interventionen angeht, sind die Meinungen geteilt. In der Vergangenheit haben oftmals gemeinhin als unglaubwürdig geltende Zentralbanken versucht, die Abwertung ihrer jeweiligen Landeswährung zu verteidigen. Diese sind oft gescheitert. Die Wirkung der Interventionen waren marginal und die Devisenreserven schnell aufgebraucht. Die SNB gilt dagegen als eine der glaubwürdigsten Zentralbanken weltweit. Wenn sie eine Aufwertung verhindern will, stehen ihr unlimitierte Ressourcen zur Verfügung, da sie jegliche Frankennachfrage bedienen kann.

Die bisherige Forschung in diesem Bereich hat darüber hinaus gezeigt, dass bei glaubwürdigen Zentralbanken oft bloße Ankündigungen genügen, um Bewegungen des Wechselkurses in die gewünschte Richtung auszulösen. Eine Zentralbank muss nicht zwangsläufig am Devisenmarkt intervenieren. Im Falle der Europäischen Zentralbank (EZB) ist dieses Phänomen hinlänglich bekannt: Ihre Aussagen haben einen signifikanten Einfluss auf den Wechselkurs (vgl. Conrad und Lamla 2010).

Angesichts der Glaubwürdigkeit der SNB und ihrer kundgetanen Bereitschaft, die Untergrenze zu verteidigen, ist davon auszugehen, dass das Währungspaar Euro/Franken vorerst von Spekulanten gemieden wird. Bleiben jene Finanzmarktakteure, die nach wie vor den sicheren Hafen Schweizer Franken ansteuern und in eine stabile Währung investieren möchten. Der Sprung des Frankenkurses binnen weniger Minuten spiegelt die Glaubwürdigkeit dieser Maßnahme wider.

Insgesamt erscheint es also unwahrscheinlich, dass die SNB ihre Devisenreserven im September im Vergleich zu den Interventionen im August 2011 nochmals stark ausgeweitet hat. Auf die SNB angewandt: Sie musste bisher relativ bescheiden intervenieren: 29 Mrd. Fr. hat die SNB eingesetzt. Angesichts der Aufwertung der Gesamtbestände muss es also sogar noch viel weniger sein. Die UBS schätzt sogar lediglich 7 Mrd. Fr.

Die Einführung der Wechselkursuntergrenze ist derzeit als Erfolg zu werten. Unklar bleibt die Wirkung der Geldmengenausweitung. Eine Ausweitung unterstützt in der Regel die Stabilisierung des Wechselkurses. Bleibt das Geld auf den Nationalbankkonten liegen, hat dies weder einen Einfluss auf den Wechselkurs, die Inflation noch auf die Asset-Preise in der Schweiz. Interessant wird es, wenn das Geld in irgendeiner Form aktiviert wird. Da in erster Linie die inländische Geldmenge erhöht wird, muss die SNB neben dem Wechselkurs auch die Entwicklung in anderen Anlagelassen, wie etwa den Immobilien, wachsam begleiten. Dort scheint die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Beschleunigung der Preisentwicklung am größten.

Das Risiko des Engagements der SNB ist derzeit als gering zu bezeichnen. Angesichts der erwarteten tiefen Inflationsraten im nächsten Jahr hat die SNB genügend Spielraum, sich vorderhand der Stabilisierung des Wechselkurses zu widmen. Sollten die Inflationsraten allerdings irgendwann wieder steigen, würden wohl auch die Zweifel an einer erfolgreichen Verteidigung einer Untergrenze zunehmen, was wiederum die Wahrscheinlichkeit für Attacken erhöhen könnte.

### Bilanziert wird später

Die SNB hat sich am 6. September weit auf die Äste herausgelassen. Rasch kam der Vorwurf, sie würde »beggart-thy-neighbour«-Politik betreiben. Diese Kritik ist auf den ersten Blick nachvollziehbar, da jede einseitige Intervention in einem Land, die zu einer Verbesserung der Situation der Exporteure führt, die Exporteure in den Nachbarländern schlechter stellt. Für die Schweiz gilt diese Kritik aber nur bedingt. Als kleine und offene Volkswirtschaft ist sie von Schwankungen ihrer »Weltwährung« viel stärker betroffen als größere Länder.

Die Dynamik der Aufwertung der Schweizer Franken ist historisch einmalig und ließ den Exporteuren wenig Gelegenheit, sich darauf einzustellen. Die Intervention richtet sich auch klar an ein heimisches Publikum. Die SNB muss nämlich gemäß Art. 99 der schweizerischen Verfassung »... eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient...« führen. Das hat sie am 6. September getan. Vergessen wird oftmals auch, dass die SNB mit ihren Euro-Ankäufen Staatsanleihen kauft und damit auch die Rendite und somit die Refinanzierungskosten stabiler Eurostaaten senkt. Dies ist sicherlich ein Effekt, der angesichts der Turbulenzen in der Eurozone mit großem Wohlwollen aufgenommen wird.

Kritik wurde auch am Zeitpunkt des Eingriffs laut. Die SNB hätte auf das Verdikt des deutschen Bundesverfassungsgerichts zum Euro-Rettungsschirm am 7. September warten müssen. Und da das Schicksal des Franken nicht nur am Euro hängt, hätte sie ebenso auf den »bipartisan« Kompromiss in den USA im November warten müssen. Die Kritik am Timing lässt aber außer Acht, dass die SNB stark auf den Überraschungseffekt – wer war nicht überrascht? – setzte.

Die SNB wird ihren Kurs aufgeben, sobald sich der überbewertete – davon gehen, wie bereits erwähnt, praktisch alle Beobachter aus, ob man nun Kaufkraftparitäten, Taylor-Regel, Big Mac Index oder sonstige Konzepte betrachtet – Franken auf einem höheren Niveau stabilisiert. Ist der Zeitpunkt gekommen, kann die SNB den Franken – wie sich das

für eine flexible Währung gehört – wieder vollständig, also auch nach unten, »floaten« lassen.

Die SNB ist mit ihrem Eingriff eine doppelte Wette eingegangen: Die Wette auf das Überleben der europäischen Währung und auf eine Beruhigung der Weltmärkte. Wiederholte sich bei einem Bankrott Griechenlands ein Einbruch wie nach der Lehman-Brothers-Pleite würde der Schweizer Franken wohl in nie gעהntem Ausmaß nachgefragt. Was die SNB dann tun müsste, bleibt hoffentlich ungetestet.

### Literatur

- Abrahamsen, Y. und B. Simmons-Süer (2011), *Die Wechselkursabhängigkeit der Schweizer Wirtschaft*, KOF Studien, 24, KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, Zürich, April.
- Conrad, Chr. und M.J. Lamla (2010), »The High-Frequency Response of the EUR-US Dollar Exchange Rate to ECB Monetary Policy Announcements«, *Journal of Money, Credit and Banking* 42(7) 1391–1417.
- Hartwig, J., D. Iselin, M.J. Lamla, A. Lassmann und J.-E. Sturm (2011), »Der starke Franken: Was getan werden kann«, *Ökonomenstimme*, 10. August 2011, <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/08/der-starke-franken-was-getan-werden-kann/>.
- Iselin, D. (2011), »Die Frankensaga«, *Ökonomenstimme*, 25. Juli 2011. <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2011/07/die-frankensaga/>.
- KOF (2011), »Schweizer Warenhandel wird geografisch diversifizierter«, *KOF Bulletin* Nr. 43, Juli/August, KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich, Zürich.
- Lamla, M.J. und A. Lassmann (2011). »Der Einfluss der Wechselkursentwicklung auf die schweizerischen Warenexporte: eine disaggregierte Analyse«, *KOF Analysen*, Sommer, 31–49.



Rudolf Minsch\*

### Mindestkursziel der SNB als Ultima Ratio in stürmischen Zeiten

Die amerikanische Notenbank, das FED, hat den Takt vorgegeben: Mit einer noch nie dagewesenen ultra-expansiven Geldpolitik hat sie seit Ausbruch der Finanzkrise die Märkte mit Liquidität geflutet. Andere Zentralbanken aus den Industrieländern folgten diesem Beispiel und betreiben seit mittlerweile drei Jahren eine Politik des billigen Geldes. Ursprünglich wurden die Liquiditätsspritzen für die Stabilisierung des Bankensystems als notwendig erachtet. Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers trauten sich die Banken nicht mehr über den Weg und liehen sich gegenseitig kein Geld mehr aus. Die Zentralbanken traten als Lender of Last Resort auf und versorgten die Banken mit der notwendigen Liquidität. Das in Krisenzeiten notwendige Vorgehen wurde allerdings zu einem Dauerzustand. Obwohl mittlerweile mehr als drei Jahre ins Land gezogen sind, funktioniert der Interbankenmarkt immer noch nicht zufriedenstellend. Die Zentralbanken beschränken sich aber nicht mehr nur auf die klassische Rolle als Lender of Last Resort, sondern verfolgen zusätzliche Ziele. Das FED versucht mit der Politik der quantitativen Lockerung seit geraumer Zeit strukturelle Probleme der US-Wirtschaft zu bekämpfen. Die Geldpolitik soll richten, was Staat und Wirtschaft in den letzten Jahren verpasst haben. Die ultra-expansive Geldpolitik lässt das Inflationspotenzial ansteigen und schwächt den Außenwert des Dollar beträchtlich.

Auch die EZB erweiterte den für sie vorgesehenen Auftrag: Mit dem Kauf von Staatsanleihen von hoch verschuldeten Mitgliedsländern der Eurozone gab sie dem politischen Druck nach, was die Unabhängigkeit der Notenbank stark gefährdet. Die Verschuldungsproblematik in Europa wird damit aber nicht gelöst, sondern bestenfalls aufgeschoben. Im Falle der wohl notwendig werdenden Umschuldung Griechen-

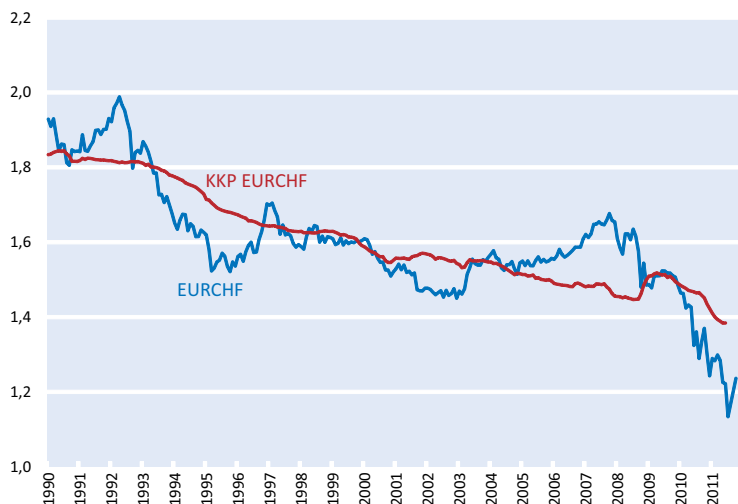
lands muss die EZB beträchtliche Abschreibungen schultern. Sollte die EZB noch ganz in den Verschuldungsstrudel hineingezogen werden, weil sie weitere Anleihen kaufen sollte, um die Wirkung des Stabilisierungsfonds EFSF zu »hebeln«, würden die zentralen Pfeiler einer funktionsfähigen Währungszone eingerissen. Nach dem Missachten der Maastricht-Verträge und der »No-Bailout«-Klausel würde auch die Unabhängigkeit der EZB aufgegeben mit möglicherweise fatalen Folgen für die Preisstabilität in der Eurozone. Beide großen Währungsräume versuchen also derzeit, mit geldpolitischen Maßnahmen strukturelle Probleme in den Griff zu kriegen, die aber nur mit konsequentem Handeln der Politik angegangen werden können: Die Reduktion der ausufernden Staatsausgaben und die Stabilisierung des Bankensystems. Obwohl Geld fast gratis zur Verfügung steht, lähmt die Unsicherheit die wirtschaftliche Dynamik und treibt die Anleger in sichere Werte.

Für die Schweiz hat diese Politik schwerwiegende Konsequenzen. Schon seit Jahrzehnten erstarkt der Schweizer Franken traditionellerweise in Krisenzeiten. Anleger flüchten in die Stabilität des Schweizer Frankens, der als sicherer Hafen angesehen wird. Der Schweizer Franken hat denn auch eine bemerkenswerte Entwicklung hinter sich: Der Franken existiert seit 1850 ohne wesentliche Währungsreform, die Inflationsraten sind seit dem ersten Weltkrieg vergleichsweise moderat, und die Währung ist seit 1973 voll konvertibel. Aufgrund der strukturellen Probleme in Europa und den USA und aufgrund der ultra-expansiven Geldpolitik der Notenbanken hat die Flucht in den Franken aber in den Sommerwochen 2011 zu bis dahin undenk바aren Konsequenzen geführt. Der Franken hat sich so stark aufgewertet, dass er beinahe die Parität zum Euro erreichte. Innert eineinhalb Jahren hatte sich zu diesem Zeitpunkt der Außenwert des Frankens um ein Drittel aufgewertet. In den folgenden Tagen entfernte sich der Franken zwar wieder etwas von diesem Tiefstwert, doch er blieb massiv überbewertet, so dass sein Wert in keiner Weise mehr die fundamentalen Fakten widerspiegelte.

Abbildung 1 zeigt die historische Dimension der Frankenstärke gegenüber dem Euro. Seit der Einführung des Euro schwankt der Franken innerhalb einer Bandbreite von maximal plus-minus 15% um den Kaufkraftparitätskurs. In den Jahren vor der Finanzmarktkrise wertete sich der Franken gegenüber dem Euro etwas ab und war im Vergleich zur Kaufkraft zwischen 2005 bis 2008 klar unterbewertet. Die Abwertung des Franken in den Vorkrisenjahren war teilweise auf Carry-trade-Geschäfte zurückzuführen. Anleger verschuldeten sich in Franken und investierten das Geld in etwas höher verzinsten Anlagen im Ausland. Viele Osteuropäer (vor allem aus Ungarn und Polen) haben in diesen Jahren aufgrund der tieferen Zinsen Fremdwährungskredite in Franken aufgenommen und negierten das Wechselkursrisiko. Dies sollte sich später rächen. Mit dem Ausbruch

\* Prof. Dr. Rudolf Minsch ist Chefökonom und Mitglied der Geschäftsleitung von economiesuisse, dem Dachverband der Schweizer Unternehmen.

**Abb. 1**  
**Nomineller Wechselkurs EURCHF und Kaufkraftparität**



Quelle: UBS.

der Finanzmarktkrise kam es zu einer Trendwende, und der Franken legte kontinuierlich an Wert zu. Während die Frankenstärke bis ins Jahr 2010 aufgrund der relativ guten Fundamentaldaten der Schweizer Wirtschaft und der vergleichsweise tiefen Staatsverschuldung erklärbar war, nahm die Aufwertung im Sommer 2011 groteske Züge an, und die Differenz zur Kaufkraftparität stieg auf 30 bis 40% an. Parallel zur Frankenaufwertung verteuerte sich der Fremdwährungskredit für Hausbesitzer in Ungarn oder Polen massiv. Kaufte beispielsweise eine Person für 350 000 Euro eine Immobilie und nahm zum ungünstigsten Zeitpunkt im Oktober 2007 zu einem Kurs von 1,67 einen Fremdwährungskredit in Franken im Umfang von 300 000 Euro auf, schnellte ihre Verschuldung im Sommer 2011 auf etwa eine halbe Million Euro in die Höhe. Die Frankenstärke hat also offensichtlich auch extra-territoriale Auswirkungen. Aus der Sicht der Schweiz war die Währungsentwicklung im Jahr 2011 auch deswegen gravierend, weil der Franken nicht nur gegenüber dem Euro, sondern gegenüber allen Währungen der wichtigen Handelspartner deutlich zulegte. Abbildung 2 zeigt die außergewöhnliche Entwicklung in den letzten zwölf Monaten vor der Intervention der SNB. Innerhalb eines Jahres wertete sich der Franken (nominell) zwischen 17% (Euro) und 25% (US-Dollar) auf.

Der »sichere Hafen« Schweiz zog Kapital verunsicherter Anleger an. Hedge Fonds und Spekulanten verstärkten den Trend. Auch ist in den Sommerwochen tendenziell ein dünneres Handelsvolumen zu beobachten. Der Franken wurde gleich gesetzt mit Gold, ein klassisches Wertaufbewahrungsmittel in stürmischen Zeiten, und unter

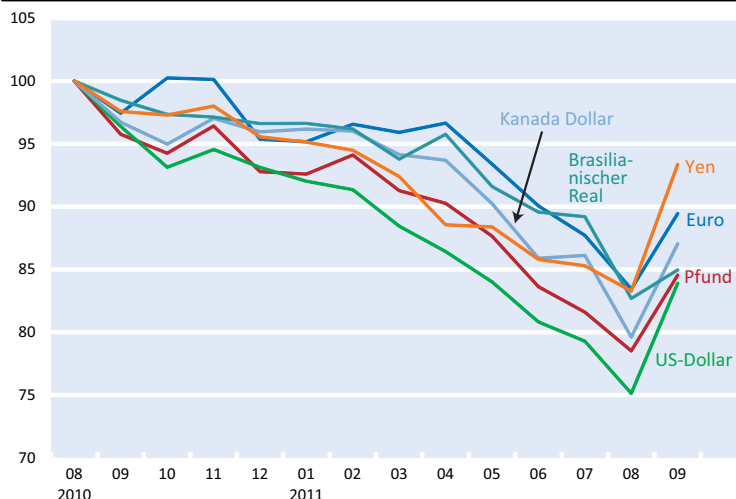
Händlern machte das Sprichwort die Runde, dass die Parität nur noch eine Frage der Zeit sei. An den Finanzmärkten schien der Wert des Frankens kein Limit zu kennen, und Ende Juli 2011 kam es zu einer regelrechten Frankenrally.

Hier zeigt sich ein fundamentaler Unterschied zu Gold. Der Franken ist nicht nur ein Wertaufbewahrungsmittel, sondern ist auch Zahlungsmittel in einer Volkswirtschaft mit knapp 8 Mill. Einwohnern. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen einer derart überbewerteten Währung sind für verschiedene Branchen gravierend. Der überschießende Franken gefährdet Unternehmen in ihrer Existenz, die bis vor kurzem noch international wettbewerbsfähig waren. Der Dachverband der Schweizer Wirtschaft economiesuisse hat zwischen dem 11. und 17. August 2011 eine

Kurzumfrage durchgeführt, um die Folgen dieses Währungsschocks grob abzuschätzen. Blicke der Kurs auch 2012 zwischen Parität und 1,20, wären rund ein Fünftel der Betriebe in den klassischen Exportbranchen in ihrer Existenz bedroht, ein weiteres Fünftel stände vor »großen Herausforderungen«. Die Unternehmen reagieren auf die Frankenstärke, indem sie die Kosten senken, die Produktivität steigern, Wertschöpfungsteile ins Ausland verlagern, Arbeitszeiten verlängern oder Löhne senken. In den klassischen Exportbranchen müsste kurzfristig mit einem Abbau von 5% der Arbeitsplätze gerechnet werden.

Die Schweizerische Nationalbank versuchte im August 2011, mit einer schrittweisen Ausdehnung der Schweizer Franken Liquidität bis auf 200 Mrd. eine Trendumkehr zu bewir-

**Abb. 2**  
**Devisenkursentwicklung**  
 Nominell, August 2010 = 100



Quelle: SNB.



ken. Auch kommunizierte sie den Märkten deutlich, dass sie dieses Wechselkursverhältnis nicht akzeptieren würde. Die Erwartungsbildung der Märkte veränderten diese Maßnahmen jedoch kaum, so dass der Franken nach einer kurzen Phase der Abschwächung (bis auf 1,18) wieder deutlich erstarkte. Für die Notenbank erwies es sich als schwere Hypothek, dass sie bereits im Jahr 2010 umfangreiche Devisenmarktinterventionen zur Abschwächung des Franken tätigte – zu einem Zeitpunkt, als der Franken noch kaum überbewertet war – und diese Absicht schließlich fallen lassen musste. Als Folge dieser unglücklichen Devisenmarktinterventionen verfügte sie nicht nur über erhebliche Fremdwährungsreserven, auch ihre Glaubwürdigkeit hatte stark gelitten. Verschiedene Politiker und Ökonomen kritisierten die Notenbankführung in der Öffentlichkeit. Die Weltwoche – eine konservative Schweizer Wochenzeitschrift – richtete ab Ende 2010 während Wochen persönliche Angriffe gegen den Präsidenten der SNB. Die öffentliche Debatte zeigte in aller Deutlichkeit, dass Devisenmarktinterventionen nicht automatisch erfolgreich sind und ein erhebliches Risiko in sich bergen; notabene wenn der Zeitpunkt falsch gewählt oder ein Wunschwechselkurs angestrebt wird. Dies ließ in den Märkten Zweifel aufkommen, ob die SNB wirklich entschlossen gegen die Frankenstärke vorgehen würde.

Parallel mit dem Überschießen des Wechselkurses im Sommer 2011 schlossen sich aber die Reihen in Politik und Wirtschaft. Die Diskussionen machten rasch klar, dass nur die Nationalbank wirklich über das Instrumentarium verfügt, um gegen die Frankenstärke vorzugehen. Viele gut gemeinte Maßnahmen wurden zwar von Seiten der Politik vorgeschlagen, aber bald als nicht praktikabel, als nicht WTO-konform oder als ordnungspolitisch verfehlt verworfen. Ernüchtert musste festgestellt werden, dass die Politik kaum über wirkungsvolle Maßnahmen verfügt. In Politik, Wirtschaft und Wissenschaft etablierte sich eine Konsenssichtweise, dass nur das Setzen einer Wechselkursuntergrenze einen massiven volkswirtschaftlichen Schaden verhindern könne. Während etwa Gewerkschaften und Linke ein Mindestkursziel von 1,40 forderten, waren bürgerliche Politiker und die Wirtschaft realistischer und formulierten keine konkreten Zielwerte. Entscheidend aber war das kollektive Zusammenrücken, dass der SNB der Rücken gestärkt wurde und sie bei allfälligen Interventionen die Unterstützung von Politik und Wirtschaft hinter sich wusste.

Am 6. September 2011 agierte die SNB schließlich und setzte eine Untergrenze für den Franken von 1,20 gegenüber dem Euro fest. Innerhalb von Minuten schnellte der Kurs tatsächlich auf leicht über 1,20 und ist seither über dieser Grenze geblieben. Bei einem Kurs von 1,20 liegt der Franken gegenüber dem Euro immer noch klar unter dem Wert der Kaufkraftparität. Es ist daher keinesfalls so, dass die Schweiz mit dieser Maßnahme ein Währungsdumping betreiben würde, wie einige Kritiker aus dem Ausland behaupteten. Auch

bei 1,20 hat die Schweizer Exportwirtschaft gegenüber den europäischen Konkurrenten einen erheblichen Wettbewerbsnachteil und wird schmerzliche Anpassungen vornehmen müssen. Mit dem Setzen einer Untergrenze hat die SNB auch die Erwartungsbildung der wirtschaftlichen Akteure vereinfacht, die extreme Volatilität des Frankenwechselkurses stark reduziert und den Exportbetrieben eine gewisse Planbarkeit zurückgebracht.

Neben einem vorübergehenden Mindestkursziel sind in einer offenen und international stark vernetzten Volkswirtschaft wie der Schweiz nicht viele Alternativen vorhanden. Erstens könnte die SNB eine komplette Anbindung an den Euro vollziehen. In diesem Fall allerdings kann sie keine eigenständige Geldpolitik mehr betreiben, sondern muss diejenige der EZB übernehmen. Die SNB könnte dementsprechend nicht mehr auf den Konjunkturverlauf der Schweiz Rücksicht nehmen. Die Schweizer Wirtschaft würde auch den Realzinsvorteil verlieren, welcher der Schweiz traditionellerweise tiefere Kapitalkosten als in der Eurozone bringt. Zweitens könnte die Schweiz Kapitalverkehrskontrollen einführen, um den Zustrom von Kapital aus dem Ausland zu begrenzen. Dies wird heute beispielsweise von China praktiziert. Auch Brasilien hat aufgrund der Aufwertung des Reals Kapitalverkehrskontrollen eingeführt. Für eine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz mit ihrem starken Finanzplatz wären die negativen Folgen von Kapitalverkehrskontrollen aber erheblich und praktisch kaum durchsetzbar, findet doch ein großer Teil des Schweizer Frankenhandels auf ausländischen Finanzplätzen statt.

Das Setzen einer Untergrenze für den Wechselkurs ist eine Notmaßnahme in außerordentlichen Zeiten. Die Schweizerische Nationalbank hat viele Jahre nicht mehr von diesem Instrument Gebrauch gemacht. In den 1970er Jahren erstarkte die Schweizer Währung innert kurzer Zeit gegenüber der D-Mark in einem für die Exportwirtschaft nicht zumutbaren Ausmaß. Damals setzte die SNB eine Untergrenze von 80 Rappen für die D-Mark. In der Folge wertete sich der Schweizer Franken auf ein erträgliches Ausmaß ab, und der Wechselkurs war fortan wieder flexibel. Diese Entwicklung könnte auch 2011 funktionieren, ist doch eine Rückkehr zu einem flexiblen Wechselkurs im Interesse der Schweiz.

Schließlich stellt sich die entscheidende Frage, ob die SNB den Mindestwechselkurs auch halten kann. Europäer haben beispielsweise die Situation von 1992 im Europäischen Währungssystem in Erinnerung, als der Markt das Pfund und die Lira zur Abwertung gezwungen hat. Sind solche Spekulationsattacken auch auf den Franken zu erwarten? Die Situation ist aus zwei Gründen nicht vergleichbar. Ein erster wichtiger Unterschied ist die Richtung der allfälligen vom Markt geforderten Anpassung. Der Schweizer Franken ist auch bei einem Kurs von 1,20 zum Euro gemäß

Kaufkraftparität noch deutlich überbewertet. Die empirische Erfahrung zeigt, dass sich Währungen langfristig in Richtung Kaufkraftparität orientieren. Mit anderen Worten ist früher oder später mit einer Abwertung des Frankens zu rechnen. Eine weitere Aufwertung des Frankens wäre langfristig somit nicht nachhaltig und würde den Wert des Frankens weiter von der Kaufkraftparität wegbewegen. Die vom Markt geforderte Wertkorrektur des Pfundes oder der Lira 1992 brachten die Währungen hingegen näher an die Kaufkraftparität heran.

Ein zweiter zentraler Unterschied zur Situation im europäischen Währungssystem 1992 oder zu anderen Währungskrisen (Asienkrise 1997/1998, Argentinien 2002, Mexiko 1995) besteht darin, dass die SNB gegen eine *Auf*- und nicht gegen eine Abwertung kämpft und im Prinzip unlimitiert Schweizer Franken herausgeben bzw. unendlich viele ausländische Assets kaufen kann, um den Kurs zu verteidigen. Zwar erhöht die SNB mit der Liquiditätsausweitung das Inflationspotenzial, sie kann aber theoretisch die ganze Welt kaufen. Demgegenüber kann eine Zentralbank ihre Währung nur so lange vor einer vom Markt erwarteten Abwertung verteidigen, bis ihre Fremdwährungsreserven aufgebraucht sind.

Beide Gründe sprechen dafür, dass die SNB in der Lage ist, die Untergrenze auch in den kommenden Monaten zu verteidigen. In dieser Zeit wird sich herausstellen, ob die Verschuldungsproblematik in Europa entschieden angepackt wird oder die Europäische Union direkt auf eine Transferunion zusteuert. Bei letzterem wäre wohl nicht nur der Schweizer Franken in Gefahr.

**Politisch mag es nicht korrekt sein, nach der Zukunft des Euro zu fragen. Wissenschaftlich ist diese Frage aber berechtigt, weil Zweifel am Bestand der Eurozone zunehmen und die aktuelle Entwicklung dunkle Reminiszenzen an das Vorfeld früherer Währungsreformen wachruft.**

Ein Deutscher, der 1921 in Leipzig geboren wurde, hat bisher sechs Währungen miterlebt; im Durchschnitt wechselte sein Zahlungsmittel alle 15 Jahre. Während die Hebamme bei der Geburt unseres Mitbürgers noch in Mark entlohnt wurde, einer Währung, die volkstümlich Goldmark hieß, bezahlten seine Eltern später in Rentenmark und Reichsmark. Selbst wenn man die zwischenzeitlich kursierende Alliierte Militärmark ausnimmt, schlossen sich die DDR-Mark an, nach der Wiedervereinigung die Deutsche Mark und zuletzt der Euro. In welcher Währung die Beerdigungskosten des mittlerweile 90-Jährigen zu entrichten sein werden, ist unklar.

Alle jungen Menschen, aber auch viele lebenserfahrene Bürger sind schockiert, wenn sie bemerken, dass Währungen nicht auf Dauer angelegt sind, wie die Ehe oder ein Einfamilienhaus, sondern es sich um eher kurzlebige Gebrauchsgegenstände handelt. Dennoch stimmt diese Tatsache nicht nur für Deutschland, sondern auch für die meisten Staaten der Welt. Wer davon nicht überzeugt ist, mag zu Reinharts und Rogoffs hervorragender 800-jähriger Historie von Staatspleiten und Währungsreformen greifen (vgl. Reinhart und Rogoff 2009), einem Werk, das sich schon jetzt zur Standardreferenz mausert.

Heutzutage liegt das Kardinalproblem fast aller aktiven Entscheider und Wissenschaftler bei der Beurteilung von Gefahren für die Währungsordnung darin, dass sie zu jung sind, Währungsreformen nicht selbst miterlebt haben und sich alles, was hierzu neuerdings wissenschaftlich interessant erscheint, mühsam erarbeiten und anlesen müssen. Der vorliegende Artikel soll hierzu einen bescheidenen Beitrag leisten, indem er einige hervorstechende Merkmale der jüngsten deutschen Währungsreformen in Erinnerung ruft und sie zum aktuellen Geschehen in Beziehung setzt.

## Aufstieg und Fall der Mark

Nach Gründung des Deutschen Reichs 1871 wurden die Währungen der Einzelstaaten, meist Taler oder Gulden, durch Ausprägung von auf Mark (M) lautenden Goldmünzen abgelöst, wobei 1 M einem Feingoldgehalt von rund 0,36 g entsprach, nach heutigem Wert sind das rund 15 Euro. Zwar wurden im Laufe der Jahrzehnte neben den Goldmünzen vermehrt auch Banknoten in Umlauf gebracht, doch tat das der Währungsstabilität keinen Abbruch, weil die Geldscheine im System der Goldumlaufwährung jederzeit auf Verlangen des Einreichers in Goldmünzen einzulösen waren. Somit konnte Deutschland im Jahre 1914 auf nicht weniger als vier Jahrzehnte solider Währungspolitik zurückblicken.

Dies änderte sich mit Ausbruch des ersten Weltkriegs, der übereilt begonnen wurde und dessen finanzielle Rahmenbedingungen nicht durchdacht worden waren (vgl. zum Folgenden Haller 1976). Die allgemeine Mobilmachung erforderte erhebliche finanzielle Mittel, die sofort bereitgestellt werden mussten, um Soldaten und Rüstungsunternehmen zu bezahlen. Da Steuererhöhungen oder die Auflegung von Staatsanleihen Verzögerungen mit sich gebracht hätten, griff man zum Notenbankkredit und bestimmte durch Kriegsgesetz vom 4. August 1914 folgendes: Erstens erhielt das Reich Zugang zum Notenbankkredit, zweitens wurde die Verpflichtung zur Einlösung von Banknoten in Gold gestrichen, und drittens schuf man sogenannte Darlehenskassen. Deren Darlehenskassenscheine bildeten neben Goldmünzen und Banknoten einen zweiten Geldkreislauf, weil sie von allen öffentlichen Stellen zum Nennwert in Zahlung genommen wurden. Der Sinn einer derartigen Parallelwährung bestand wohl

\* Prof. Dr. Stefan Homburg ist Direktor des Instituts für Öffentliche Finanzen der Leibniz Universität Hannover.

darin, die Öffentlichkeit zu täuschen, denn Pfeleiderer zufolge war von derartigen Darlehenskassen »schon in früheren Kriegen Gebrauch gemacht worden. Sie dienten dem äußeren Anschein nach in erster Linie einer erleichterten Kreditversorgung der gewerblichen Wirtschaft« (Pfeleiderer 1976, 158), aber eben nur dem Anschein nach: in Wirklichkeit wurde dadurch die Tatsache einer Kriegsfinanzierung durch Geldschöpfung verschleiert.

Nach Kriegsende, und dieser Umstand ist außerordentlich interessant und lehrreich, befand sich Deutschland zwar in einer schwierigen Lage, doch erwartete niemand eine Hyperinflation. Vielmehr versuchte das Reich, den finanziellen Kriegsfolgen mit konventionellen Mitteln zu begegnen: Durch die Erzbergersche Finanzreform 1919–1920 wurden mehrere reichseinheitliche Steuern eingeführt, insbesondere Einkommensteuer, Körperschaftsteuer und Umsatzsteuer (vgl. Homburg 2010, 45). Der Spitzensatz der Einkommensteuer, den Miquel in Preußen noch auf 4% festgesetzt hatte, stieg auf 60%. Zur Durchsetzung dieser Belastungen dienten bis dato unbekannt Instrumente wie der automatische Lohnsteuereinbehalt oder Außenprüfungen der Finanzverwaltung. Komplettiert wurden diese Maßnahmen durch eine als Reichsnotopfer apostrophierte Enteignung von 65% des Vermögens, die freilich aufgrund langer Zahlungsziele und der später einsetzenden Geldentwertung weitgehend leer lief. Die Reichsschuld betrug bei Kriegsende 104,9 Mrd. Mark (vgl. Haller 1976, 154) und lag damit auf Höhe des (seinerzeit noch nicht mit heutigen Methoden gemessenen) Bruttoinlandsprodukts. Da sich die Währung im Sommer 1920 zunächst stabilisierte, schien die Lage unter Kontrolle zu sein.

Der weitere Lauf der Dinge ist allgemein bekannt und illustriert aufs Schönste die Metapher der Ketchup-Inflation, wonach Geldschöpfung zunächst keine nennenswerten Preissteigerungen auslöst, dann aber in einem Schwall unbeherrschbar wird: Reichsbankfinanzierte Beschäftigungsprogramme sowie die Reparationslasten führten ab 1921 zum Zerfall der Mark, die auf dem Kulminationspunkt 1923 in Scheinen à 100 Bill. M in Umlauf gebracht wurde, wobei Reichsbankpräsident Havenstein seine wichtigste Aufgabe darin sah, immer mehr und schnellere Gelddruckmaschinen zu beschaffen, um den „Geldbedarf“ der Wirtschaft zu decken. Am 20. November 1923 wurde die Mark schließlich unter Streichung von zwölf Dezimalstellen auf Rentenmark umgestellt, die allerdings kein gesetzliches Zahlungsmittel war. Der Schuldenstand des Reiches sank dadurch von 164 Mrd. Mark auf komfortable 16 Pfennige.

Im Rückblick war das Schicksal der Mark durch die Kriegsgesetze besiegelt, obwohl bis zum schockartigen Untergang dieser Währung noch neun Jahre verstrichen. Aufgrund dieser Wirkungsverzögerung hatten Kritiker einer Mo-

netisierung der Staatsschuld, also eines Ankaufs von Staatsschuldtiteln durch die Notenbank, einen schweren Stand, denn 1914 konnte die Reichsregierung derartige Einwände mühelos durch den Hinweis auf vier Jahrzehnte Währungsstabilität abbügeln. Diese Beobachtung unterstreicht die Wichtigkeit des entscheidungstheoretischen Prinzips, Sachverhalte nicht rückblickend zu beurteilen, sondern vorausschauend.

### Aufstieg und Fall der Reichsmark

Während neben dem Reich auch manch privater Schuldner vom Untergang der Mark profitiert hatte, war die Masse der Sparer und Versicherten massiv geschädigt worden. Zu einer Zeit, da die Leistungen der Gesetzlichen Rentenversicherung bei weitem nicht existenzsichernd waren, fielen viele Ältere der Armut anheim. Aufgrund dieser Erfahrungen unternahm Deutschland alsbald einen neuen Anlauf in Sachen Währungsstabilität und schuf durch das Bankgesetz vom 30. August 1924 die Reichsmark (RM) (vgl. zum Folgenden Hansmeyer und Caesar 1976). Das Gesetz bestimmte in seiner zentralen Norm: »Die Reichsbank ist eine von der Reichsregierung unabhängige Bank.« (RGBl. II 1924, S. 235)

Die damit statuierte Notenbankunabhängigkeit wurde 1933<sup>1</sup> und 1937<sup>2</sup> relativiert und im Sommer 1939 endgültig beseitigt, als die Reichsregierung (im Rahmen des bereits 1933 erlassenen Ermächtigungsgesetzes) beschloss: »Die Deutsche Reichsbank wird nach den Weisungen und unter der Aufsicht des Führers und Reichskanzlers ... geleitet und verwaltet.«<sup>3</sup>

Zuvor, nämlich am 7. Januar 1939, hatte Reichsbankpräsident Hjalmar Schacht gemeinsam mit den übrigen Direktoriumsmitgliedern einen Brandbrief an den Reichskanzler geschrieben, dessen Kernpassage auch heute noch lesenswert ist:

»Es gibt kein noch so geniales und ausgeklügeltes Rezept oder System der Finanz- und Geldtechnik, keine Organisation und keine Kontrollmaßnahmen, die wirksam genug wären, die verheerenden Wirkungen einer uferlosen Ausgabenwirtschaft auf die Währung hintanzuhalten. Keine Notenbank ist imstande, die Währung aufrechtzuerhalten gegen eine inflationistische Ausgabenpolitik des Staates.«<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Durch Gesetz zur Änderung des Bankgesetzes vom 27. Oktober 1933, RGBl. II 1933, S. 827 erhielt der Reichskanzler das Recht, den Reichsbankpräsidenten und die Direktoriumsmitglieder zu ernennen und abzu-berufen.

<sup>2</sup> Durch Gesetz vom 10. Februar 1937, RGBl. II 1937, S. 47 wurde das Reichsbankdirektorium dem »Führer und Reichskanzler« unterstellt.

<sup>3</sup> Gesetz über die Deutsche Reichsbank vom 16. Juni 1939, RGBl. I, Nr. 107.

<sup>4</sup> Ein Faksimile dieses Briefes ist abgedruckt in Deutsche Bundesbank (1976, 382).

Hitler reagierte prompt, indem er den Reichsbankpräsidenten und das gesamte Direktorium entließ und Reichswirtschaftsminister Funk zum neuen Reichsbankpräsidenten bestimmte, um künftig »Reibungen und Missverständnisse« zu vermeiden. Mit Schacht entledigte sich Hitler einer vormaligen Vertrauensperson, deren Namen unauflöslich mit den Begriffen »geräuschlose Kriegsfinanzierung« und »Mefo-Wechsel« verbunden ist. Die Geräuschlose Kriegsfinanzierung ist vor folgendem volkswirtschaftlichen Hintergrund zu sehen: Wenn der Staat auf Teile des Volkseinkommens zugreift, muss der private Sektor entsprechend verzichten. Dieser Kausalzusammenhang ist bei Vollbeschäftigung evident, gilt aber ebenso bei Unterbeschäftigung, soweit die Unterbeschäftigung friktioneller oder struktureller Natur ist oder auf mangelnden Qualifikationen, Mindestlöhnen oder im Sozialsystem begründeten Fehlanreizen beruht. Steuererhöhungen als ehrlichstes Finanzierungsinstrument machen den Bürgern die Notwendigkeit zurückzustehen unmittelbar klar, erzeugen aber Widerstand, den Regierungen insbesondere in Kriegszeiten zu vermeiden suchen. Staatsverschuldung bedeutet demgegenüber einen freiwilligen Ressourcentransfer vom Privatsektor zum Staat – verbunden mit einer Vermögensillusion – und mindert insofern den besagten Widerstand. Allerdings stößt die Staatsverschuldung an Grenzen, soweit sie private Investitionen verdrängt, das Zinsniveau erhöht oder Misstrauen an der Rückzahlungsfähigkeit erweckt. Durch Monetisierung der Staatsschuld lassen sich die Grenzen der Staatsverschuldung zeitweilig hinausschieben, wobei allerdings darauf Bedacht genommen werden muss, dass Öffentlichkeit und Kommentatoren nicht durchschauen, was vor sich geht.

Genau darauf zielte das von Schacht ersonnene ingenieure System der Mefo-Wechsel ab. In seinem Zentrum stand eine kleine Gesellschaft mit beschränkter Haftung, die Metallurgische Forschungsgesellschaft mbH. Diese funktionslose Scheingesellschaft unterschied sich nur in einem Detail von Tausenden anderer Industrieunternehmen, nämlich darin, dass ihre Wechsel – Handelswechsel wohl gemerkt, keine Verdacht erregenden Finanzwechsel – vom Reich gegenüber der Reichsbank garantiert waren. Somit konnten Heereslieferanten, die ihre Rechnungen regelmäßig an die Metallurgische Forschungsgesellschaft sandten, die Wechsel problemlos bei ihren Geschäftsbanken diskontieren, die sie wiederum bei der Reichsbank rediskontierten. Auf diese Weise wurden bis zu 50% der jährlichen Rüstungsausgaben durch einen intransparenten Geldschöpfungsprozess finanziert, und zwar völlig geräuschlos, wie es den Absichten der Reichsregierung entsprach.

Zwischen 1935 und 1945 stieg die Geldmenge von 6 Mrd. auf 73 Mrd. RM (vgl. Hansmeyer und Caesar 1976, 417), was bereinigt um das reale Wachstum grob einer Verzehnfachung entsprach. Gleichwohl kam es in diesem Zeitraum kaum zu Lohn- und Preissteigerungen, unter anderem des-

halb nicht, weil die Inflation bis 1948 durch gesetzliche Preiskontrollen zurückgestaut blieb. Anders als die Mark scheiterte die Reichsmark nicht durch Hyperinflation, sondern durch Aushöhlung ihres inneren Wertes, die im Zusammenhang mit den Preiskontrollen dazu führte, dass es für Geld wenig zu kaufen gab und Güter bis hin zu Grundnahrungsmitteln rationiert werden mussten.

Am 20. April 1948 brachten die westlichen Besatzungsmächte acht deutsche Sachverständige in ein mit Stacheldrahtverhau abgetrenntes Einzelgebäude der heutigen Fritz-Erler-Kaserne in Rothwesten bei Kassel, wo sie 49 Tage verblieben, um die nächste deutsche Währungsreform vorzubereiten. Unter den acht Teilnehmern des »Konklave von Rothwesten«, wie es später genannt wurde, befand sich der Volkswirt Hans Möller, der seine Erinnerungen daran schriftlich festgehalten hat (vgl. Möller 1976). Während auf Deutsche Mark (DM) lautende Geldscheine bereits 1947 in den USA gedruckt worden waren und unter strikter Geheimhaltung bereitlagen, bestand die Aufgabe der Sachverständigen darin, die erforderlichen Gesetze und Verwaltungsvorschriften auszuarbeiten. Sie schufen das Währungsgesetz, das die Deutsche Mark als alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel einführt und eine allgemeine Umstellung von Preisen, Löhnen und Mieten im Verhältnis 1:1 vorsah. Hinzu kamen das Emissionsgesetz, das die Bank deutscher Länder als Tochter der bereits existierenden Landeszentralbanken konstituierte, das Umstellungsgesetz sowie zahlreiche Verordnungen und Merkblätter. Zur Durchführung des Bargeldumtauschs bestimmte man die Lebensmittelkartenstellen, weil diese die damals dichteste Verwaltungsinfrastruktur bildeten.

Am 19. Juni 1948, einem Samstag, wurde die Währungsreform offiziell angekündigt, am darauf folgenden Sonntag traten die Preiskontrollen außer Kraft und konnten die Bürger ihr Altgeld bis zur Höhe von 40 und später zusätzlich 20 RM im Verhältnis 1:1 in DM umtauschen. Am Montag schließlich trat die Reichsmark außer Kraft und lief das Wirtschaftsgeschehen mittels der neuen Währung weiter.

Ökonomischer Kernpunkt der Währungsreform war das Umstellungsgesetz (UmstG)<sup>5</sup>, das im Einzelnen regelte, wie vier Gruppen von »Altgeldguthaben« in »Neugeldguthaben« transformiert wurden. Grundsätzlich erfolgte die Umstellung im Verhältnis 10 Reichsmark zu 1 Deutschen Mark, § 16 UmstG, freilich mit zahlreichen Kautelen und Sonderbestimmungen, die für höhere Guthaben ein ungünstigeres Umtauschverhältnis bedeuteten (vgl. näher hierzu Buchheim 1988). Die Schulden von Reich, Bahn und Post bei den Banken wurden komplett gestrichen, doch erhielten die Banken im Gegenzug Ausgleichsforderungen. Die jedem Bürger und je-

<sup>5</sup> Drittes Gesetz zur Neuordnung des Geldwesens (Umstellungsgesetz) vom 20. Juni 1948, Gesetzblatt der Verwaltung des Vereinigten Wirtschaftsgebiets 1948, Beilage Nr. 5, 13.

dem Unternehmen zustehende Anfangsausstattung von 60 DM pro Person bzw. pro Beschäftigten wurde auf die Umtauschbeträge angerechnet. Das Umstellungsverhältnis 10:1 war übrigens nicht zufällig gegriffen, sondern es entsprach dem oben erwähnten rund zehnfachen Geldmengenüberhang, der sich seit 1935 durch die geräuschlose Kriegsfinanzierung aufgebaut hatte. Die Schätzung der Sachverständigen ging voll auf: Nach Einführung der neuen Währung und Freigabe der Preise waren die Geschäfte voll, und es kam nicht zu nennenswerten Preissteigerungen.

Ergänzt wurden die drei Währungsgesetze durch das Lastenausgleichsgesetz (LAG)<sup>6</sup> und dessen zum Teil schon ab 1948 in Kraft getretene Vorläufer. Dieses Gesetz sah in § 31 eine Vermögensabgabe in Höhe von 50% des Vermögens vor, wobei nur natürlichen Personen durch § 29 LAG ein Freibetrag von maximal 5 000 DM zugestanden wurde. Darüber hinaus wurde privaten Schuldner eine Hypothekengewinnabgabe in voller Höhe des Umstellungsgewinns auferlegt, § 99 LAG. Wer als Eigenheimbesitzer vor der Währungsreform eine Hypothek von 100 000 RM aufgenommen hatte, schuldete seiner Bank nunmehr 10 000 DM und dem Finanzamt weitere 90 000 DM, die als in das Grundbuch eingetragene öffentliche Last (§ 111 LAG) auf dem Grundstück ruhten. Schließlich sah das Gesetz eine Kreditgewinnabgabe für gewerbliche Betriebe vor, durch die etwaige Umstellungsgewinne vollständig abgeschöpft wurden. Hierzu wurde für jeden Betrieb ein sogenannter Gewinnsaldo als Unterschiedsbetrag aller Umstellungsgewinne (Passivseite) und Umstellungsverluste (Aktivseite) festgestellt. § 172 LAG bestimmte sodann, dass der 1 000 DM übersteigende Gewinnsaldo vollständig an das Finanzamt abzuführen sei; eine Erstattung bei negativem Gewinnsaldo war nicht vorgesehen.

Durch das kunstvolle Zusammenwirken von Währungsumstellung, Vermögensabgabe, Hypothekengewinnabgabe und Kreditgewinnabgabe wurde die zuvor verschleierte Expropriation des Privatsektors vollzogen und wurden private Gewinne, wie sie noch im Rahmen der Hyperinflation von 1923 als unerwünschter Nebeneffekt aufgetreten waren, weitgehend vermieden. Schlaumeier, die heute kreditfinanzierte Immobilienerwerbe bei hohem *leverage* erwägen, sollten sich über diese Tatsachen informieren, bevor sie möglicherweise voreilig handeln. Schließlich wird im Bundestag bereits eifrig über Neuauflagen von Lastenausgleich und Vermögensabgabe debattiert.<sup>7</sup>

Interessantester und zugleich verstörendster Aspekt des Niedergangs der Reichsmark ist der grenzenlose Lang-

mut der Bevölkerung, die selbst noch nach Kriegsende an die Stabilität ihrer Währung glaubte und erst im Frühjahr 1948 misstrauisch wurde, als die Deutsche Mark schon längst gedruckt war. Hierzu notierte der große Günter Schmölders (1903–1991), der aufgrund seines Geburtsjahrgangs beide Währungsreformen als Erwachsener miterlebt hat, einige Beobachtungen, die heute brisanter erscheinen denn je:

»[B]is zum Erreichen der ›Reizschwelle‹, an der die ersten Zweifel an der Währung auftauchen, folgt das Preisniveau der Vermehrung der Geldmenge noch fast gar nicht, um dann, in der Phase allgemeiner ›Ansteckung‹, im Tempo seiner Steigerung die Geldmengenvermehrung immer weiter hinter sich zu lassen, bis der anfänglich vereinzelte, später immer weiter verbreitete ›Zweifel‹ in allgemeine ›Verzweiflung‹ umschlägt. Diese Phasenverschiebung zwischen Inflation und Geldentwertung ist nur sozialpsychologisch zu erklären; sie bietet den Regierungen, die sich der Notendrucke zu Finanzierungszwecken bedienen, durchaus Möglichkeiten, die Erreichung der genannten Reizschwelle und damit den Beginn der Geldentwertung durch verfeinerte Verfahren der Geldschöpfung und Geldausgabe nicht unerheblich hinauszuzögern. Die ›Abschöpfung‹ der vermehrten Geldmenge durch wiederholte Krieganleihen oder auch Zwangsanleihen bei den Geld- und Kreditinstituten (geräuschlose Kriegsfinanzierung) sowie die Zwischenschaltung immer weiterer Geldkreisläufe und ›Adressen‹, auf die die endgültigen Ansprüche der Geldbesitzer immer von neuem abgeschoben werden, ist die große Kunst, um nicht zu sagen das hohe Spiel, der Rüstungs- und Kriegsfinanzierung in aller Welt.« (Schmölders 1970, 177)

Eingedenk bekannter Akronyme wie EFSF, EFSM oder ESM dürfte mancher Zeitgenosse bei den von Schmölders erwähnten ›Adressen‹ zusammenzucken, denn auch die heutigen Institutionen haben keinen anderen Sinn als den, Scheinvermögen zu verschieben und reale Lasten so lange zu verschleiern, bis ihre Aufdeckung unvermeidlich wird.

Zusammengefasst hatte auch die Reichsmark einen durchaus guten Start. Die gesetzliche Verankerung der Unabhängigkeit der Reichsbank konnte in Verbindung mit den noch frischen Erfahrungen an die verheerende Hyperinflation optimistisch stimmen, dass sich solche Fehler nicht so schnell wiederholen würden. Dennoch wurde die Notenbankunabhängigkeit schrittweise ausgehöhlt und die Geldpolitik den Zwecken der geräuschlosen Kriegsfinanzierung dienstbar gemacht. Spätestens mit dem Brandbrief Schachts an Hitler musste sich jedem neutralen Beobachter erschließen, dass es um die Reichsmark geschehen war. Gleichwohl verstrich, ähnlich wie bei der Mark, fast ein Jahrzehnt, bis die wertlos gewordene Währung formal durch eine neue ersetzt wurde.

<sup>6</sup> Gesetz über den Lastenausgleich, BGBl. I 1952, S. 446.

<sup>7</sup> Vgl. als ein Beispiel von vielen BT-Plenarprotokoll 17/87 (9761D) vom 27. Januar 2011, in dem die Abgeordnete Lühmann (SPD) einen »Altschuldenerfonds« sowie einen neuen Lastenausgleich nebst Vermögensabgabe anregt, die in der Vergangenheit – so wörtlich – »gute Hilfen geleistet« haben.

## Aufstieg und Fall der Deutschen Mark

Nach Ende des Zweiten Weltkriegs und unter tatkräftiger Mithilfe der USA versuchten die Deutschen abermals, eine stabile Währung zu schaffen, indem sie die Bank deutscher Länder zur Deutschen Bundesbank aufwerteten und sie als veritable Festung ausstatteten. Die damit eingeleitete längste Periode der Währungsstabilität, die Deutschland bisher erlebt hat, verlief aber weniger harmonisch, als es bei oberflächlicher Rückschau erscheinen mag. Vielmehr zeigte sich eindrucksvoll, dass die gesetzliche Statuierung der Notenbankunabhängigkeit bei weitem nicht ausreicht, sondern diese Unabhängigkeit Tag für Tag im demokratischen Prozess verteidigt werden will.

In legendärer Erinnerung ist der Angriff des damaligen CDU/CSU-Fraktionsvorsitzenden Wolfgang Schäuble geblieben, der die Bundesbank zur Höherbewertung ihrer Goldreserven und zur Überweisung des dabei entstehenden Gewinns an den Bundeshaushalt zwingen wollte. Schäuble verlieh seiner Forderung mit dem Hinweis Nachdruck, dass die Unabhängigkeit des Gesetzgebers nicht geringer zu veranschlagen sei als die Unabhängigkeit der Bundesbank.<sup>8</sup> Er stellte damit lediglich fest, dass das Bundesbankgesetz per Mehrheitsbeschluss des Bundestages und sogar ohne Zustimmung des Bundesrates jederzeit geändert werden konnte – drang aber nicht durch, weil sich sofort ein Sturm der Entrüstung erhob, vor dem die Regierungsmehrheit zurückwich. Nach Angaben eines langjährigen Beamten betrachtete die Bundesbank die jeweilige Opposition stets als ihren besten Verbündeten, und darin liegt wohl der Grund, warum das Bundesbankgesetz trotz aller Begehrlichkeiten seltener geändert worden ist als das Grundgesetz.<sup>9</sup>

Bekanntlich wurde das Schicksal der Deutschen Mark nicht wirtschaftlich besiegelt, sondern politisch. Dies ist insofern bemerkenswert, als die Politik typischerweise unter dem Druck von Fehlentwicklungen reagiert. In diesem Fall wurde eine bis dato gut funktionierende Ordnung zugunsten eines Experiments geopfert, und zwar gegen den Willen der Bevölkerung und mehrere Warnungen namhafter Ökonomen.<sup>10</sup>

## Und der Euro?

Der Euro startete 2002 zu einem günstigen Zeitpunkt, nämlich am Ende einer gut 20-jährigen Phase weltweiter erfolg-

reicher Bekämpfung von Inflationserwartungen. Während man bis Mitte der 1970er Jahre angenommen hatte, Inflation und Unterbeschäftigung seien unvereinbar, wurde hernach die Stagflation zum Schlüsselbegriff. Aus der Einsicht heraus, dass sich Arbeitsmärkte durch geld- und fiskalpolitische Maßnahmen nicht dauerhaft manipulieren lassen, schwenkten die Notenbanken unter Führung des neuen US-Notenbankpräsidenten Paul Volcker ab Ende der 1970er Jahre auf einen restriktiven Pfad ein. In der Folge gingen die Inflationsraten – die in den USA, Italien oder Großbritannien zuvor durchweg zweistellige Werte angenommen hatten – allmählich zurück, und mit ihnen sanken die Inflationserwartungen. Das damit geschaffene Umfeld ist ein wesentlicher Grund dafür, warum der Euro bisher stabil war.

Dennoch scheint es, als seien wir derzeit in die Jahre 1915 oder 1940 zurückversetzt und als sei es nur noch eine Frage der Zeit, bis die Inflation ausbricht und der Euro zerbirst. Hierfür spricht zunächst, dass gegen alle Rechtsregeln, die einst zur Sicherung der Geldwertstabilität ersonnen wurden, fortgesetzt verstoßen wird. Dies sei vorweg kurz in Erinnerung gerufen:

1. Um die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB) nicht nur formal, sondern auch persönlich zu sichern, bestimmt Art. 238 AEUV für den Präsidenten, den Vizepräsidenten und die Mitglieder des Direktoriums eine achtjährige Amtszeit. Unter brüsker Missachtung dieser Norm musste sich Wim Duisenberg 1998 auf französischen Druck zum freiwilligen Rücktritt nach Ablauf der Hälfte seiner Amtszeit verpflichten, um zum ersten Präsidenten der EZB gewählt zu werden.

2. Die durch Art. 126 AEUV in Verbindung mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgegebenen Schuldenobergrenzen wurden von den Mitgliedstaaten permanent verletzt, ohne dass die in Art. 126 Abs. 11 AEUV vorgesehenen Sanktionen auch nur ein einziges Mal zur Anwendung kamen.

3. Das über einen Haftungsausschluss hinausgehende Beistandsverbot gemäß Art. 125 AEUV wird seit 2010 nicht nur missachtet, sondern gar durch die Verträge zu EFSF (European Financial Stability Facility) und ESM (European Stability Mechanism) in eine Beistandsverpflichtung verkehrt.

4. Ebenfalls seit 2010 ignoriert die EZB das Schuldenankaufsverbot nach Art. 123 AEUV. Die EZB verstößt darüber hinaus gegen die zentrale Regel guter Notenbankpolitik, Geld nur gegen vollwertige Sicherheiten bereitzustellen, und akzeptiert stattdessen Ramschanleihen jeder Art.

In der Zusammenschau sind sämtliche Dämme, die der Inflationsgefahr begegnen sollten, inzwischen gebrochen. Während die Reichsregierung, der man zutreffend eine Ge-

<sup>8</sup> *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 3. Juni 1997, S. 2: »Verheerendes Signal«. Das Blatt zitiert aus dem Nordkurier (Neubrandenburg), dessen Kommentator fortfährt: »Wenn ... eines Tages die Regierungen in der Europäischen Währungsunion mit der gemeinsamen Zentralbank so umspringen wie Waigel und Schäuble mit der Bundesbank, dann kann der Euro niemals eine so ›harte‹ Währung werden, wie es die D-Mark geworden ist.«

<sup>9</sup> Gleicher Ansicht und auf Schäuble anspielend M.J.M. Neumann (1998, 397).

<sup>10</sup> »Der Euro kommt zu früh«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 9. Februar 1998, S. 15. Der Aufruf wurde seinerzeit von 155 Wirtschaftswissenschaftlern unterzeichnet.

ringschätzung rechtsstaatlicher Grundsätze nachsagt, es immerhin noch für nötig befunden hatte, das Reichsbankgesetz formal zu ändern<sup>11</sup>, setzen die Staats- und Regierungschefs der EU blankes Faustrecht ein, indem sie geltende Gesetze beiseiteschieben und so handeln, wie es ihnen gerade opportun erscheint.<sup>12</sup>

Gleichwohl halten fast alle politisch Verantwortlichen und sogar viele ökonomische Beobachter die Situation für beherrschbar. Sie wiegen sich damit in Illusionen, wie sie Schmolders mit der »Reizschwelle« oder Reinhart und Rogoff mit dem ironischen Motto »This Time is Different« treffend beschrieben haben. Aber was würde geschehen, wenn die Inflation in der Eurozone tatsächlich ins Traben käme? Könnte die EZB dieser Entwicklung durch Verkauf von Staatsanleihen oder durch massive Zinsanhebungen Einhalt gebieten? Die Antwort liegt auf der Hand, wenn man überlegt, welche Anstrengungen bisher unternommen wurden, um die Insolvenz mehrerer Mitgliedstaaten und Banken abzuwenden: Aufgrund der kurzfristigen Finanzierungsstruktur gerade der Problemstaaten und aufgrund der Tatsache, dass Finanzkrisen regelmäßig durch inverse oder flache Zinskurven ausgelöst werden, die das Bankensystem daran hindern, Erträge durch Fristentransformation zu erwirtschaften, wird die EZB vor den notwendigen Schritten mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit zurückschrecken. Der erste Schwall Ketchup-Inflation wird in eine unkontrollierte Preissteigerung münden.

Angesichts der geschichtlichen Erfahrungen ist jedoch kaum mit einem baldigen Zusammenbruch der Eurozone zu rechnen; die Politik ist erfindungsreich genug, um wieder und wieder eine Verlängerung des *Endgame*<sup>13</sup> zu erwirken, sei es durch neue Adressen, sei es durch andere Täuschungsmanöver wie die spanische Schuldenbremse, die im Jahre 2020 in Kraft treten soll. Insbesondere wird die Öffentlichkeit in dem absurden Glauben belassen werden, sämtliche Probleme seien durch »strenge Regeln« in den Griff zu bekommen, eine seit 20 Jahren *ad nauseam* beschworene Figur.

Für einen verzögerten Geschehensablauf spricht auch, dass die Regierungen den Banken nicht nur symbiotisch verbunden sind – jene haben das Geld, das diese für den Wählerstimmenkauf benötigen –, sondern ihnen auch in der Mentalität ähneln. Ganz so, wie die Investmentbanker 2007 meinten tanzen zu müssen, so lange die Musik noch spielt, wird auch die jahrelang betriebene geräuschlose Friedensfinanzierung, wie man sie wohl nennen muss, bis zum bitteren

Ende fortgesetzt werden. Offen bleibt, ob es am Schluss mit *financial repression*<sup>14</sup> getan ist oder ob schärfere Maßnahmen drohen, wie sie speziell die Deutschen mehrfach erlebt haben.

## Literatur

- Buchheim, C. (1988), »Die Währungsreform 1948 in Westdeutschland«, Vierteljahreshefte für Zeitgeschichte 36, 189–231.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg., 1976), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876–1975*, Knapp, Frankfurt am Main.
- Haller, H. (1976), »Die Rolle der Staatsfinanzen für den Inflationsprozeß«, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876–1975*, Knapp, Frankfurt am Main.
- Hansmeyer, K.-H. und R. Caesar (1976), »Kriegswirtschaft und Inflation (1936–1948)«, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876–1975*, Knapp, Frankfurt am Main.
- Hornburg, St. (2010), *Allgemeine Steuerlehre*. 6. Aufl., Vahlen, München.
- Mauldin, J. und J. Tepper (2011), *Endgame. The End of the Debt Super-cycle and How It Changes Everything*. John Wiley & Sons.
- Möller, H. (1976), »Die westdeutsche Währungsreform von 1948«, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876–1975*, Knapp, Frankfurt am Main.
- Neumann, M.J.M. (1998), »Geldwertstabilität: Bedrohung und Bewährung«, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Fünfzig Jahre Deutsche Mark*, Beck, München.
- Pfleiderer, O. (1976), »Die Reichsbank in der Zeit der großen Inflation, die Stabilisierung der Mark und die Aufwertung von Kapitalforderungen«, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876–1975*, Knapp, Frankfurt am Main.
- Reinhart, C.M. und M. Belen Sbrancia (2011), »The Liquidation of Government Debt«, NBER Working Paper 16893.
- Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff (2009), *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Follies*, Princeton University Press, Princeton, Oxford.
- Schmolders, G. (1970), *Finanz- und Steuerpsychologie*, Rowohlt, Reinbek.

<sup>11</sup> Siehe Fußnoten 1 bis 3.

<sup>12</sup> Der Lissabonner Vertrag, bestehend aus EUV und AEUV, ist ein völkerrechtlicher Vertrag, der in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union durch Gesetz in nationales Recht transformiert wurde.

<sup>13</sup> Vgl. Mauldin und Tepper (2011). Die Autoren arbeiten heraus, dass die ungefähr 40-jährige Rallye des Bondmarkts, die mit den Konjunkturprogrammen der 1970er Jahre begann, ein schmerzhaftes Ende finden wird.

<sup>14</sup> Zur »financial repression«, also eher milden Enteignungsvarianten, vgl. Reinhart und Belen Sbrancia (2011).



## Ausrüstungsinvestitionen wachsen 2011 nahezu zweistellig – Leasing hält Schritt

Joachim Gürtler und Arno Städtler

**Wenngleich die deutsche Wirtschaft nach wie vor noch expandiert, hat sich die Wachstumsdynamik im zweiten Quartal 2011 doch spürbar abgeschwächt. So positiv die überaus guten Zahlen waren, die das Statistische Bundesamt im Mai zur wirtschaftlichen Entwicklung im Auftaktquartal von 2011 bekannt gab (Bruttoinlandsprodukt gegenüber Vorjahr preisbereinigt: + 5,2%), und die Fachwelt aus Unternehmen, Verbänden und professionellen Prognostikern gleichermaßen überraschten (vgl. Statistisches Bundesamt 2011a), so irritiert war man Mitte August über die unerwartet negative erste Schätzung der Statistikbehörde zur gesamtwirtschaftlichen Produktion im zweiten Quartal (+ 0,1% gegenüber Vorquartal bzw. 2,8% gegen Vorjahresquartal, Statistisches Bundesamt 2011b). Zugleich wurde der ursprüngliche Wert für das erste Quartal – auf 5,0% – leicht nach unten korrigiert.**

Nachdem viele Ökonomen im Frühjahr mit Staunen den rasanten Wachstumskurs in Deutschland beobachtet und dann ihre Jahresprognosen für 2011 rasch erhöht hatten, sorgten die jüngsten amtlichen Zahlen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung allenthalben für teils kräftige Abwärtskorrekturen. Angesichts der gegenwärtig erheblichen Prognoserisiken sind die Differenzen in den bisher veröffentlichten BIP-Prognosen – insbesondere für das nächste Jahr – nicht verwunderlich. Einige Institute nahmen an ihren ursprünglichen Prognosen nur geringe Abstriche vor und sehen den Zuwachs beim Bruttoinlandsprodukt für das laufende Jahr (2011) bei rund 3% (IWF, HB-Barclays, IWF, DIW, vgl. o.V. 2011a; Dierig et al. 2011), andere sind wesentlich pessimistischer und befürchten schon für das Jahresendquartal des laufenden Jahres eine Mini-rezession oder bestenfalls Stagnation und für 2012 erhebliche Wachstumseinbußen (IfW, HWWI, RWI, IWH, vgl. o.V. 2011b; o.V. 2011c; Schrinner 2011).

Zahlreiche Pressemeldungen von Unternehmen und Verbänden signalisieren jedoch – ebenso wie verschiedene Indikatoren – derzeit noch keinen Absturz in die Rezession, sondern zeigen, dass der Zenit bei den Auftragseingängen überschritten ist und die Aufholeffekte spürbar nachgelassen haben (vgl. Gillmann 2011). Noch geht eine Mehrheit von Experten davon aus, dass trotz einer deutlichen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im zweiten Halbjahr das Bruttoinlandsprodukt 2011 um knapp 3% zulegen wird. Und bei weiter nachlassender wirtschaftlicher Dynamik sorgen noch re-

lativ gut gefüllte Auftragsbücher wohl auch 2012 für ein moderates Wachstum der wirtschaftlichen Leistung in Deutschland (vgl. Heilmann 2011). Wie stark gebremst wird, hängt vor allem davon ab, ob die USA in die Rezession abrutschen und ob eine weitere Eskalation der Abwärtsspirale in der Eurozone vermieden werden kann (vgl. Piper 2011). Nachdem zu Beginn des Aufschwungs insbesondere die Exporte die Konjunktur befeuert hatten, zogen bald auch die Investitionen der Unternehmen in Maschinen, Fahrzeuge sowie sonstige Ausrüstungen rapide an und bewirkten, dass es für die deutsche Wirtschaft auch im zweiten Quartal 2011 – wenn auch minimal – noch bergauf ging. Der Zuwachs betrug preisbereinigt 11,6% gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum (nominal: + 11,5%, vgl. Statistisches Bundesamt 2011c). Noch mehr wurde in den ersten drei Monaten 2011 in Ausrüstungsgüter investiert (erstes Quartal 2011: real + 16,5%, nominal: + 16,4%). Diesmal zählten auch die Industrieunternehmen zu den Treibern des Wachstums. Nach den Ergebnissen des ifo Investitionstests ist 2011 mit einem Wachstum der nominalen Bruttoanlageinvestitionen des Verarbeitenden Gewerbes um 14% zu rechnen (vgl. Weichselberger 2011).

Als Besonderheit der wirtschaftlichen Aktivität des Jahres 2011 treibt diesmal nicht nur der Export die Entwicklung, sondern vor allem die Kräfte des Binnenmarktes, und hier insbesondere die hohen Investitionen der Unternehmen. Im zweiten Quartal haben allerdings die privaten Konsumausgaben die Erwartungen schwer

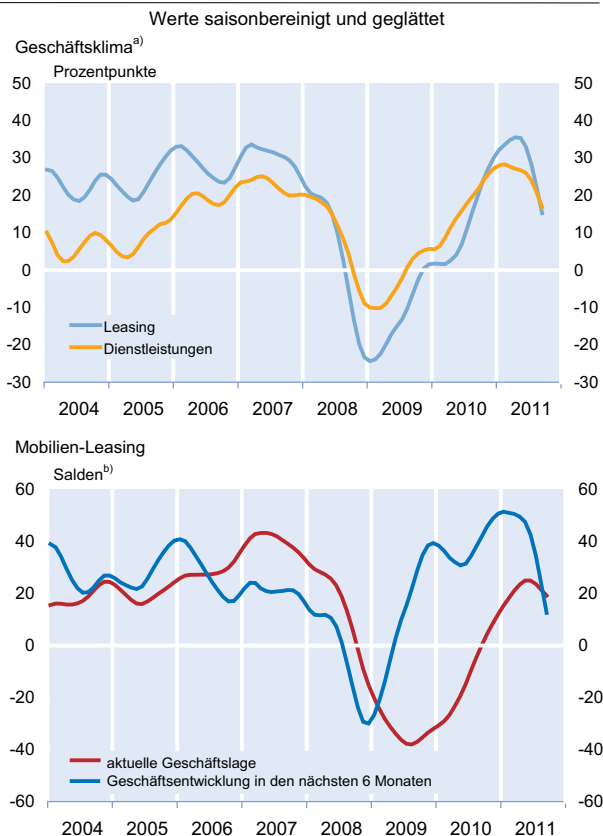
enttäuscht, im Vorquartalsvergleich ging der private Verbrauch erstmals seit dem Krisenjahr – um 0,7% – zurück und war damit großenteils für die Wachstumsschwäche verantwortlich. Dennoch blieb das Konsumklima zu Herbstbeginn noch stabil, und auch die im Rahmen des GfK-Konsumklimas erfasste Anschaffungsneigung erwies sich bislang jedenfalls als krisenfest (vgl. Bürkl 2011). Damit entwickeln sich die Verbraucher zum Hoffnungsträger für die von einem Abschwung bedrohte deutsche Wirtschaft.

Der gegenwärtige Investitionsboom wird auch dadurch unterstützt, dass Finanzierungen zumeist ohne größere Probleme erhältlich und zudem noch immer preiswert sind; der Kreditmarkt ist heute so liquide wie lange nicht mehr. Die Kredithürde für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands blieb im August auf niedrigem Niveau. Lediglich 21,4% der im ifo Konjunkturtest befragten Unternehmen bewerteten die Kreditvergabepolitik der Banken als restriktiv, und auch im September blieb die Kredithürde nahezu unverändert (vgl. Sinn 2011a). Die Kredithürde ist für die kleinen Industrieunternehmen heute niedriger als jemals zuvor seit Beginn der Erhebungen. Das Geld der Sparer wird wieder verstärkt in Deutschland angeboten. Damit unterscheidet sich hier die Situation grundsätzlich von der in den USA. Dort sitzen die Konzerne auf »Bergen« von Geld, aber der Mittelstand bekommt derzeit kaum Kredite, wie der US-Ökonom Joseph Stiglitz kürzlich in einem Handelsblatt-Interview ausgeführt hat (vgl. Stiglitz 2011).

Angesichts der Abkühlung der Weltwirtschaft und der Besorgnis erregenden Zuspitzung der Schuldenkrise in Europa erscheint die Situation der Wirtschaft in Deutschland gegenwärtig noch einigermaßen günstig. Der Optimismus von Unternehmen und Verbrauchern hat gleichwohl zuletzt unter dem Trommelfeuer von Horrormeldungen über die Weltwirtschaft und die Wertpapierbörsen gelitten. So ist der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands im September bereits zum dritten Mal in Folge gesunken (vgl. Sinn 2011b). Die Unternehmen haben ihre Erwartungen in Bezug auf den Geschäftsverlauf im kommenden halben Jahr stark zurückgeschraubt. Ihre aktuelle Geschäftslage bewerteten die Firmen weiterhin vorwiegend als gut, allerdings war die Situation in den vergangenen Monaten noch deutlich besser. Die deutsche Wirtschaft kann sich offenbar den weltweiten Turbulenzen nicht ganz entziehen.

Die rasante Zunahme der unternehmerischen Investitionstätigkeit im ersten Halbjahr 2011 hat auch die Leasingbranche mitgerissen, jedoch war die wirtschaftliche Abkühlung im Laufe des dritten Quartals auch hier zu spüren. Dies belegen zumindest die geglätteten Ergebnisse der Konjunkturumfragen des ifo Instituts im Leasingsektor (Glättung nach dem STAMP 6.02-Testverfahren<sup>1</sup>): Auffallend spät hat die deutsche Leasingbranche wieder Tritt gefasst.

**Abb. 1**  
**Unternehmensnahe Dienstleister und Leasing**



<sup>a)</sup> Durchschnitt der Salden aus den Prozentsätzen der positiven und der negativen Meldungen zu den Größen "Geschäftslage" und "Geschäftserwartungen".

<sup>b)</sup> Differenz aus den Prozentanteilen der positiven und negativen Firmenmeldungen.

Quelle: ifo Konjunkturtest Dienstleistungen, Berechnungsstand: 27. September 2011.

Seit dem Frühjahr 2009 überwiegen zwar die zuversichtlichen Geschäftserwartungen, die Urteile zur aktuellen Geschäftslage haben aber erst mit beträchtlicher Verzögerung reagiert. Es dauerte immerhin fast zwei Jahre, bis sich positive und negative Urteile zur Lage wieder im Gleichgewicht befanden (vgl. Abb. 1). Erst in den frühen Herbstmonaten 2010 überwogen wieder die günstigen Geschäftslageurteile, einen markanten Sprung nach oben gab es dann in den Wintermonaten. Bis zur Jahresmitte 2011 kletterten die Lageurteile unaufhaltsam nach oben, danach scheint sich aber eine Trendwende anzudeuten. Dennoch berichtete im September immer noch jeder fünfte Testteilnehmer über eine gute Geschäftssituation. Der Zenit der optimistischen Geschäftserwartungen wurde bereits am Jahresanfang 2011 überschritten, von März bis September rauschten die Erwartungen um fast 40 Prozentpunkte nach unten. Nur noch wenige Leasingunternehmen blickten zu Herbstbeginn zuversichtlich in die Zukunft. Auch der Geschäftsklimaindikator für das Dienstleistungsgewerbe

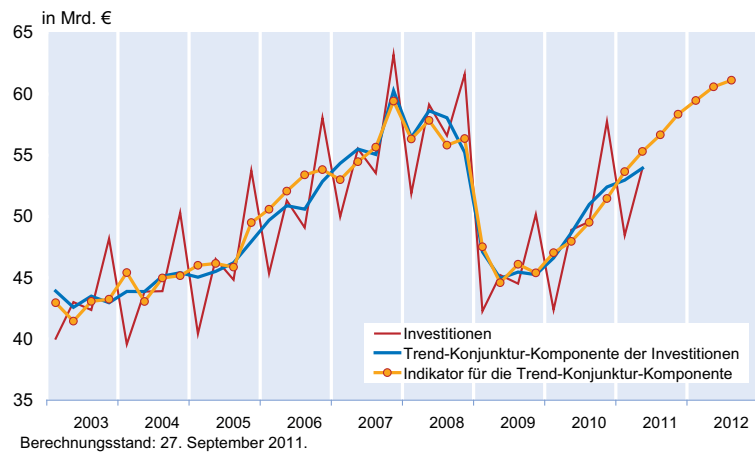
<sup>1</sup> Im Detail beschreiben dieses Testverfahren Koopmann et al. (2000).

Deutschlands insgesamt ist bereits zum dritten Mal in Folge gesunken.

Auch nach den Ergebnissen der Trendumfragen des Bundesverbandes Deutscher Leasing-Unternehmen schlägt sich die hohe Investitionsbereitschaft der deutschen Wirtschaft in den Wachstumsraten der Investitionsalternative »Leasing« nieder, wenn auch mit leicht nachlassendem Tempo. Nach einem Plus von fast 15% im ersten Quartal 2011 hat das Neugeschäft mit Mobilien im zweiten Quartal um knapp 12% zugenommen. Insgesamt betrug damit der Zuwachs im ersten Halbjahr im Mobilien-Leasing reichlich 13% (1. Halbjahr 2010: – 4%, vgl. BDL 2011). Der Mietkauf ist noch stärker gewachsen. Am höchsten (in der Halbzeitbilanz) war das Wachstum im Bereich Busse, Lkw und Anhänger (+ 33%) sowie im Sektor Produktionsmaschinen (+ 30%). Nur die Luft-, Schienen- und Wasserfahrzeuge sowie der relativ kleine Bereich der Medizintechnik waren in der ersten Jahreshälfte 2011 noch von Einbußen betroffen.

Der auf den Geschäftslagebeurteilungen der Leasinggesellschaften basierende Investitionsindikator<sup>2</sup>, der gemeinsam vom ifo Institut und dem Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen (BDL) ermittelt wird, zeigte schon früh einen Investitionsboom für das Jahr 2011 an. Immerhin signalisierte er bereits im Dezember 2010 einen enormen Zuwachs der Ausrüstungsinvestitionen einschließlich der sonstigen Anlagen: 13,3% für das erste Quartal und ein zweistelliges Wachstum im Jahresdurchschnitt von 2011 (vgl. Gürtler und Städtler 2011). Damit lag er signifikant über den Werten der damals gängigen Prognosen. Der ifo Investitionsindikator prognostiziert aus heutiger Sicht und nach Berücksichtigung der neuesten Daten und Revisionen des Statistischen Bundesamtes immerhin noch einen nominalen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen ein-

**Abb. 2**  
**Dynamik der Ausrüstungsinvestitionen verliert 2012 nur wenig an Schwung**



Berechnungsstand: 27. September 2011.  
 Quelle: ifo Konjunkturtest Dienstleistungen; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts.

schließlich der sonstigen Anlagen von knapp 10% für das laufende Jahr 2011, das wäre ein noch höheres Plus als 2010. Kürzlich veröffentlichte Prognosen, wonach in den beiden Winterquartalen die Investitionen um je 0,3% zurückgehen sollen (vgl. Ohanian und Kaelble 2011), werden vom ifo Indikator nicht gestützt: Auch in den ersten neun Monaten 2012 dürfte noch ein günstiges Investitionsklima herrschen, der Indikator stellt gegenüber der Vergleichsperiode des Jahres 2011 jedoch eine moderate Verlangsamung des Wachstums in Aussicht (vgl. Abb. 2). Damit wäre das Vorkrisenniveau wieder in etwa erreicht. Die nach wie vor gute Auftragslage in der Exportindustrie und die klar überdurchschnittliche Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe sind Ausdruck einer insgesamt doch recht gesunden Investitionskonjunktur. Nach den Ergebnissen des ifo Konjunkturtests lag die Auslastung der Industriekapazitäten zur Jahresmitte 2011 bei reichlich 86%. Noch höher (mit 89%) lag der Auslastungsgrad im Investitionsgüter produzierenden Gewerbe. Darüber hinaus bewerteten erstmals seit vier Jahren wieder einzelne Industrieunternehmen (1,1%) ihre Produktionskapazitäten im Hinblick auf die erwartete Nachfrage in den nächsten zwölf Monaten als zu klein. Nach den aktuellen Ergebnissen des ifo Investitionstests wollen die westdeutschen Unternehmen in diesem Jahr in Erweiterungen investieren, vor allem um die Produktpalette zu ändern bzw. auszuweiten (vgl. Weichselberger 2011). Angesichts der guten Auslastung dürften sich auch 2012 Impulse für Erweiterungsinvestitionen ergeben.

In Anbetracht der gefährlichen Situation auf den Weltfinanzmärkten und der Konjunkturprobleme in wichtigen Zielländern der deutschen Exporteure kann sich dieses relativ positive Szenario allerdings noch verdüstern. Sollte die Lage auf den Finanzmärkten erneut eskalieren und ein Szenario »Lehman II« hervorrufen, würde die Realwirtschaft

<sup>2</sup> Dieser Forschungsansatz basiert auf den Urteilen zur aktuellen Geschäftslage der Leasinggesellschaften aus dem monatlichen ifo Konjunkturtest Dienstleistungen. Der methodische Ansatz zur Schätzung der Ausrüstungsinvestitionen benutzt ein strukturelles Zeitreihenmodell, das die Zeitreihen in ihre Komponenten Trend und Zyklen, Saison- und irreguläre Komponenten zerlegt. Es ergibt sich ein Prognosehorizont von vier Quartalen – bei der aktuellen Berechnung also bis zum dritten Quartal 2012; zur Methode vgl. Gürtler und Städtler (2007). Unter normalen Umständen wird auf kurze Frist der Trend als gegeben angenommen. Der stufenförmige Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen zu Anfang 2009 weist jedoch darauf hin, dass als Folge der weltweiten Wirtschaftskrise für diese Zeit nicht nur ein zyklischer Rückgang, sondern auch ein vorübergehendes Absacken des mittelfristigen Trends anzunehmen ist. Dieser externe Einfluss wird bei der vorliegenden Schätzung durch eine Dummyvariable für die ersten beiden Quartale von 2009 berücksichtigt. Des Weiteren wird angenommen, dass das Auslaufen der bis Ende 2010 befristeten Abschreibungserleichterungen im vierten Quartal dieses Jahres einen zusätzlichen Schub bei den Investitionen ausgelöst hat. Ein vergleichbarer Effekt war in der Vergangenheit auch bei den bis Ende 2007 laufenden Abschreibungsvergünstigungen zu beobachten.

weltweit mitgerissen werden. Dann wären alle Prognosen Makulatur.

Das Leasing dürfte 2011 mit dem dynamischen Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Investitionsausgaben Schritt halten. Die rege Nachfrage vor allem bei Maschinenbauprodukten, Elektroerzeugnissen und Fahrzeugen, die teilweise immer noch zu Lieferengpässen führt, könnte sogar noch bis ins Jahr 2012 hinein für Wachstum sorgen. Nachdem sich die Zahl der neu zugelassenen Pkw 2009 auf 3,81 Millionen (+ 23,2%) belaufen hatte, brach der Markt 2010 um 23% ein, auf nur noch 2,9 Mill. Einheiten. Der kräftige Rückgang um etwa ein Fünftel ging allein auf das Konto des (im Gefolge der Abwrackprämie 2009 boomenden) Privatkundensegments, während es bei den leasingrelevanten gewerblichen Zulassungen – nach dem Einbruch 2009 – im letzten Jahr einen markanten Zuwachs von 17% gab; davon profitierten auch die Leasinggesellschaften.

Die ersten acht Monate des Jahres 2011 haben bereits hohe zweistellige Wachstumsraten bei den Neuzulassungen gebracht (Pkw + 11,2%; Nutzfahrzeuge + 23,0%), und die Lieferzeiten für etliche Fahrzeugtypen sind immer noch beachtlich (vgl. Kraftfahrt-Bundesamt 2011; VDA 2011). Nach Feststellung des KBA erlebten im August die Modelle der oberen Mittelklasse und der Oberklasse – dort findet sich das Gros der Dienstwagen – ein enormes Zulassungsplus von 74% (Durchschnitt insgesamt: + 18,2%). Der Privatanteil sank auf 41,3%. Die Wachstumserwartungen der Experten für das Gesamtjahr sind daher recht optimistisch. Im Gesamtjahr 2011 werden die Pkw-Zulassungen um rund 8% zulegen, die Zulassungen von Nutzfahrzeugen dürften sich zweistelligen Bereich bewegen (vgl. Hild 2011).

## Literatur

- BDL (2011), »Trendmeldung 2. Quartal 2011«, Ergebnisse 9. August.  
 Bürkl, R. (2011), »Konsumklima trotz Rezessionsängsten«, Pressemitteilung GfK Marktforschung vom 27. September.  
 Dierig, C., N. Doll und T. Kaiser, »Konjunkturängste: Deutsche Wirtschaft unbeeindruckt vom Börsen-Beben«, [www.welt.de](http://www.welt.de), 9. August.  
 Gillmann, W. (2011), »Deutscher Maschinenbau wächst etwas langsamer«, *Handelsblatt*, 11. September, 27.  
 Gürtler, J. und A. Städtler (2007), »Ausgezeichnete Geschäftslage beim Leasing – Boom bei den Ausrüstungsinvestitionen«, *ifo Schnelldienst* 60(12), 54–57.  
 Gürtler, J. und A. Städtler (2011), »Beispiellose Belebung der Ausrüstungsinvestitionen – verzögerte Erholung im Leasingbereich«, *ifo Schnelldienst* 64(1), 48–51.  
 Heilmann, D. (2011), »Kritisch wird es erst 2012«, *Handelsblatt*, 8. September, 9.  
 Hild, R. (2011), »Automobilindustrie: Abkühlungssignale nach rasantem Aufschwung«, *ifo Schnelldienst* 64(17), 40–44.  
 Koopmann, S.J., A.C. Harvey et al. (2000), *STAMP: Structural Time Series Analyser, Modeller and Predictor*, Timberlake Consultants Press, London.  
 Kraftfahrt-Bundesamt (2011), »Fahrzeugzulassungen im August 2011«, Pressemitteilung Nr. 21/2011, 2. September.  
 Ohanian M. und M. Kaelble (2011), »Deutschland steuert auf Mini-Rezession zu«, [www.ftd.de](http://www.ftd.de), 14. September.  
 o.V. (2011a), »IWF bestätigt Prognose für Deutschland«, *Handelsblatt*, 30. August, 12.

- o.V. (2011b), »Ökonomen befürchten eine Rezession«, [www.focus.de](http://www.focus.de), 13. September.  
 o.V. (2011c), »Wirtschaftsforscher rechnen mit einer Rezession«, [www.focus.de](http://www.focus.de), 14. September.  
 Piper, N. (2011), »Hilfos am Abgrund«, *Süddeutsche Zeitung*, 9. August, 2.  
 Schrinner, A. »Wachstumsprognose 2012: 0,8 Prozent«, *Handelsblatt*, 14. September, 6.  
 Sinn, H.-W. (2011a), »Kredithürde unverändert niedrig – Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im August 2011«, [www.cesifo-group.de](http://www.cesifo-group.de), 26. August.  
 Sinn, H.-W. (2011b), »ifo Geschäftsklimaindex erneut gesunken – Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im September 2011«, [www.cesifo-group.de](http://www.cesifo-group.de), 26. September.  
 Statistisches Bundesamt (2011a), »Deutsche Wirtschaft schwungvoll ins Jahr 2011 gestartet«, Pressemitteilung Nr. 188 des Statistischen Bundesamtes, 13. Mai.  
 Statistisches Bundesamt (2011b), »Bruttoinlandsprodukt im 2. Quartal nur noch leicht im Plus«, Pressemitteilung Nr. 297 des Statistischen Bundesamtes, 16. August.  
 Statistisches Bundesamt (2011c), »Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 2. Quartal 2011«, Pressemitteilung Nr. 314 des Statistischen Bundesamtes, 1. September.  
 Stiglitz, J. (2011), »... das wäre für Deutschland eine Katastrophe«, *Handelsblatt*, 29. August, 7.  
 VDA (2011), »Monatszahlen«, [www.vda.de](http://www.vda.de), 2. September.  
 Weichselberger, A. (2011), »Westdeutsche Industrie: Rege Investitionstätigkeit im Jahr 2011«, *ifo Schnelldienst* 64(15), 43–47.

Verstärkte Gletscherschmelze, steigende Meeresspiegel, extremere Niederschlagsintensitäten, zunehmende Wetterextreme sind Folgen des Klimawandels. Rauchende Schornsteine, Waldrohdung, extensive Viehwirtschaft, dies sind Dinge, die wir unmittelbar für die globale Erwärmung verantwortlich machen. Aber was ist mit dem Müll, den wir täglich produzieren? Nach gesetzlicher Interpretation definiert sich Abfall in Deutschland als »alle beweglichen Sachen, [...] deren sich ihr Besitzer entledigt, entledigen will oder entledigen muss.« (Kreislaufwirtschafts- und Abfallgesetz). Municipal Solid Waste (MSW) beschreibt direkten Müll, der in jedem Haushalt anfällt. Dies schließt Industriemüll, Gefahrenstoffe oder Bauschutt nicht mit ein, sondern beinhaltet ausschließlich das, was wir im Haushalt täglich wegwerfen. Jeder Deutsche produzierte im Jahr 2009 durchschnittlich 587 kg Müll (vgl. United Nations Statistics Division 2011). Den größten Anteil daran hat der Haus- und Sperrmüll (44%), danach kommen Wertstoffe (32%) und organische Abfälle, die knapp ein Viertel der von uns verursachten Abfälle ausmachen (vgl. Statistische Ämter des Bundes und der Länder 2011).

Jeder EU-Bürger wirft nach einem jüngsten Statement von EU-Kommissar John Dalli durchschnittlich 179 kg Lebensmittel pro Jahr weg, 42% davon werden im Haushalt verschwendet (vgl. Handelsblatt 2011). Damit landen jedes Jahr für jeden Bundesbürger Lebensmittel im Wert von 330 Euro im Müll – eine Menge, die ausreicht, das Berliner Olympiastadion 14 Tage lang jeden Tag zu füllen (vgl. Tagesspiegel 2011). Der WWF gibt an, dass ein Drittel aller erzeugten Lebensmittel auf dem Weg zwischen Landwirt und Verbraucher im Müll landet – diese Lebensmittel finden erst gar nicht den Weg in den Haushalt. Eine kurze Unterbrechung der Kühlkette, unsachgemäßer Transport oder ein nahendes Mindesthaltbarkeitsdatum lassen aus genießbaren Lebensmitteln Müll werden (vgl. World Wide Fund 2011).

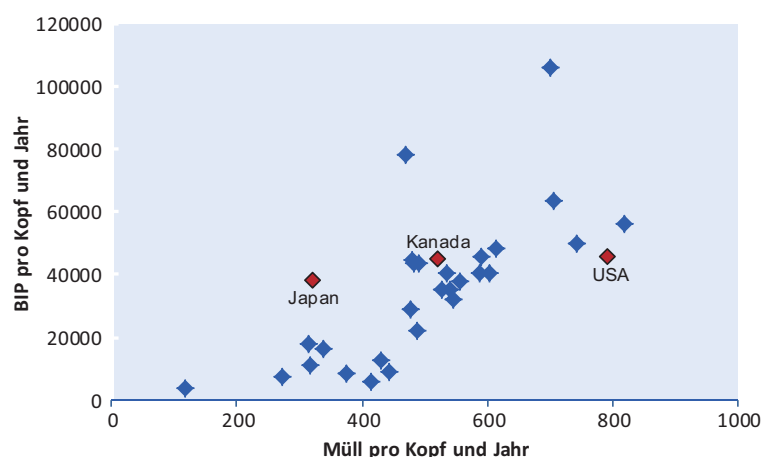
Auch international sehen die Statistiken wenig erfreulich aus: Nach Angaben der U.S. Environmental Protection Agency (EPA) produzieren die USA rund 790 kg an Hausmüll pro Kopf jedes Jahr. Damit sind sie weltweit Spitzenreiter in der Müllproduktion pro Kopf unter den Flächenstaaten dieser Erde. Nur knapp ein Drittel dieser Menge wird recycelt und verbleibt so im Verbraucherzyklus. Abbildung 1 zeigt einen positiven Zusammenhang zwischen der Höhe des Bruttoinlandsprodukts pro Kopf und der häuslichen Müllproduktion: Je höher das BIP pro Kopf, desto mehr häuslicher Müll wird produziert. Interessant ist der Vergleich zwischen den USA und Japan: Beide Länder wiesen ein ähnlich hohes BIP pro Kopf aus, jedoch war die urbane Müllproduktion in Nordamerika mehr

als doppelt so hoch als in Japan. Mögliche Gründe liegen in einem geringeren Umweltbewusstsein der Amerikaner verglichen mit dem Rest der Welt und einer gewissen »Wegwerf-Mentalität«. Abbildung 2 illustriert die internationale Hausmüllproduktion pro Kopf. Die klassischen Industriestaaten produzieren mit Abstand den meisten Müll, obwohl die Schwellenländer aufholen: Angaben für China reichen von 118 kg pro Kopf für das Jahr 2009 (vgl. United Nations Statistics Division 2011) bis zu 440 kg für das Jahr 1998 (vgl. Suo Cheng et al. 2001).

In der westlichen Welt ist Müll nur am Rande ein täglicher Bestandteil unseres Lebens: Wir trennen im besten Fall unseren Müll, bringen ihn zur Mülltonne und können zusehen, wie diese in regelmäßigen Abständen abgeholt wird. In Entwicklungs- und Schwellenländern wie Indien und China landet der Abfall regelmäßig in Flüssen, im Meer und an Wegesrändern. Nur ein geringer Anteil wird unschädlich gemacht, der Rest stellt damit eine massive Gesundheitsgefahr für Mensch und Tier dar. Müll in Entwicklungsländern weist andere Charakteristika auf als der in Industrieländern: Er ist dichter, einzelne Partikel sind im Durchschnitt kleiner, er enthält mehr Feuchtigkeit und organische Stoffe wie Essensabfälle. Dies führt in Regionen mit hohen Temperaturen und Luftfeuchtigkeit zu schnelleren Zersetzungsraten. Je schneller sich Müll zersetzt, desto mehr Treibhausgase werden freigesetzt. Steigende Urbanisierungsraten verschlimmern das Problem: Eine hohe Bevölkerungsdichte erschwert eine angemessene Abfallentsorgung durch die Kommune, diese kann mit der Abfallentwicklung kaum mithalten (vgl. Zerbock 2003).

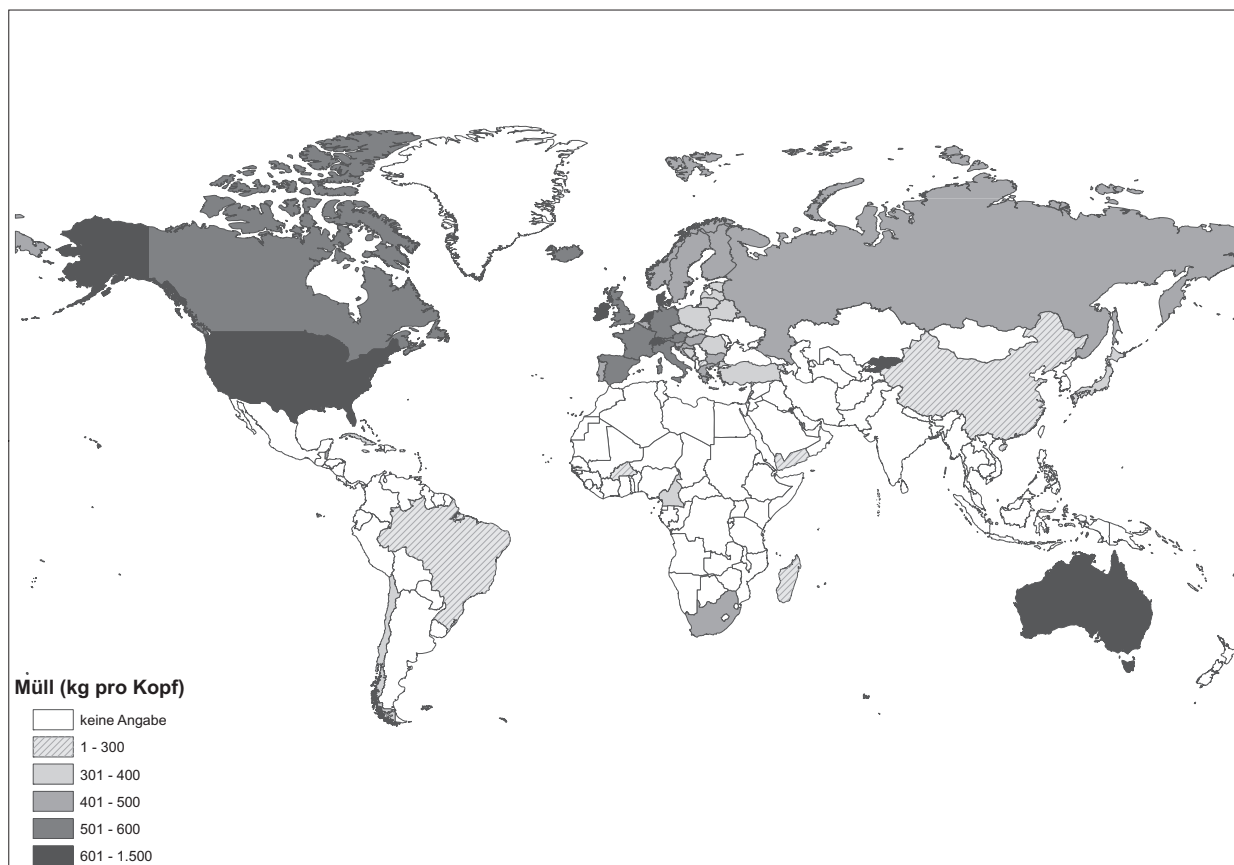
Wegen fehlender Mülllagerstätten wird der Mülltransport länger, teurer und weniger effizient. Je mehr Müll produziert wird, desto mehr Müll muss auch entsorgt werden. Da-

Abb. 1  
Zusammenhang zwischen Hausmüllproduktion und Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2009



Quelle: OECD Database (2011); World Bank (2011).

Abb. 2  
Müllproduktion 2009



Aufgrund fehlender Werte wurden für Australien, Brasilien, Russland, Kanada und Japan die Daten für 2007 bzw. 2008 verwendet.

Quelle: United Nations Statistics Division (2011); OECD Factbook (2010); Statistics Bureau Japan (2008); Statistics Canada (2010); Hyder Consulting (2009).

für gibt es verschiedene Möglichkeiten. Die offensichtlichste ist die Müllhalde. Diese hat jedoch zahlreiche Nachteile: Sie vergiftet die Umwelt direkt über Wasser, Luft und Erde. In Deutschland und anderen Industriestaaten sind Deponien gesetzlich streng reglementiert, in Entwicklungsländern unterliegen sie jedoch kaum Vorschriften und haben so eine verheerende Wirkung: Durch Feuchtigkeit und Regen zersetzt sich der Müll, gefährliche Stoffe wie Chemikalien werden freigesetzt. Diese gelangen in das Grundwasser, senken dessen Qualität und schädigen so den Mensch und die Umwelt. Besonders Plastikmüll und andere sich langsam zersetzende Stoffe verbleiben in der Umwelt, werden über Flüsse in die Meere gespült, füllen die Mägen von Meerestieren und Vögeln, die anschließend verhungern. Die Algenproduktion steigt, die Artenvielfalt geht zurück, kurz: Das ökologische Gleichgewicht der Natur wird gestört. Darüber hinaus verstopft Müll an Land Abflüsse und legt sich über den Boden, so dass Hochwasserereignisse sich häufen, da das auftretende Wasser nicht mehr in den Boden sickern kann. Existieren große Mülllagerstätten, steigt das

Risiko eines Brandes, der enorme Mengen an Giftstoffen freisetzt.

Mülldeponien haben aufgrund von Emissionen auch einen direkten negativen Effekt auf das Klima. Vergleicht man verschiedene Optionen, Küchen- und Gartenabfällen zu entsorgen, hat eine Lagerung auf der Deponie deutlich negative Effekte (vgl. EU 2011). Eine Tonne Garten- und Küchenabfälle erzeugt bei der offenen Zersetzung auf einer Mülldeponie fast 1,2 Tonnen CO<sub>2</sub>-äquivalentes Gas. Angesichts dieser Gefahren rief die EU schon 1999 die EU Landfill Directive aus, um die negativen Umweltwirkungen von Mülldeponien zu verringern. Dazu wurden einige technische Richtlinien – z.B. Vorschriften, welcher Müll wie gelagert werden muss, und welche Art Müll überhaupt in Deponien gelagert werden darf – festgeschrieben, denen Mülldeponien unterliegen sollen.

Weitere Möglichkeiten, mit Müll umzugehen, sind das Recycling von Abfällen und die Energiegewinnung aus Müll.

Diese beiden Optionen nutzen den anfallenden Müll weiter und haben deswegen Vorteile gegenüber der bloßen Lagerung. Recycling reduziert die Verschmutzung von Luft und Wasser durch die Herstellung neuer Produkte aus bereits genutzten Rohstoffen und senkt den CO<sub>2</sub>-Ausstoß. Mülltrennung sorgt dafür, dass die wiederverwertbaren Anteile des Mülls, getrennt von nicht nutzbaren Teilen, erhalten bleiben. Die Vereinigten Staaten verursachten 2008 etwa 250 Mill. Tonnen Müll, von denen 83 Mill. Tonnen recycelt wurden. Das heißt rund ein Drittel der täglichen Müllproduktion von 2,1 kg wurde recycelt und kompostiert. Dadurch wurden 182 Mill. Tonnen an CO<sub>2</sub> eingespart, was den gleichen Effekt hat, wie 33 Mill. Autos von den Straßen zu nehmen. Zum Vergleich: Auf Amerikas Straßen finden sich geschätzte 250 Mill. Autos. Rund 32 Mill. Tonnen Hausmüll wurden zur Energiegewinnung verbrannt, das entspricht 12,7% allen US-Hausmülls, der produziert wird (vgl. United States Environmental Protection Agency 2009).

Ein anderer Weg, Müll zu verwerten, ist die Energiegewinnung. Dies geschieht meist durch Verbrennung und der Nutzung von Dampfgeneratoren oder durch Vergärung. In Müll sind riesige Mengen Energie gespeichert, die durch die Verbrennung nutzbar gemacht werden. Problematisch ist diese Methode, da durch Verbrennung nicht nur Energie und Emissionen, sondern auch Chemikalien freigesetzt werden. Der Ausstoß dieser Schadstoffe konnte jedoch in den letzten Jahren dank moderner Filtersysteme und eines ausgeklügelten Verbrennungskonzepts entscheidend reduziert werden, so dass z.B. der Dioxinausstoß unter nationale Grenzwerte gesenkt werden konnte. Japan ist der weltweite Vorreiter bezüglich der Energiegewinnung durch Müllverbrennung: Während in Deutschland im Jahr 2006 39% des Mülls zur Energiegewinnung verbrannt wurden, waren es in Japan im selben Jahr fast 80% (vgl. Focus 2011). Durch Vergärung organischer Stoffe, beispielsweise Biomüll oder eigens hierfür angebaute Energiepflanzen, kann Biogas hergestellt werden: Dieses »Abfallprodukt« dient der Erzeugung elektrischer Energie, zum Betrieb von Fahrzeugen oder kann nach entsprechender Aufbereitung in ein Gasversorgungsnetz einspeist werden.

Die European Energy Agency veröffentlichte im Frühjahr 2011 einen Bericht, in dem sie mit Hilfe eines Life-Cycle-Ansatzes auf die vermeidbaren Emissionen von Municipal Solid Waste eingeht (vgl. European Energy Agency 2011). Der Ansatz berücksichtigt alle Effekte, die durch die Müllbeseitigung erzeugt werden, d.h. auch potenzielle Effekte von Richtlinien und Methoden des Müllmanagements, und kann so Auswirkungen jeglicher Änderungen im Müllbeseitigungssystem auf andere Sektoren modellieren. Betrachtet wurden die EU sowie Norwegen und die Schweiz.

Dabei wurde zwischen zwei Arten von Treibhausgasemissionen unterschieden: Einerseits gibt es direkte Emissionen,

die aufgrund der Müllentsorgung entstehen. Darunter fallen z.B. Methan, das von Müllhalden erzeugt wird, oder CO<sub>2</sub>-Emissionen von Transport, Verbrennungs- und Recyclinganlagen. Darüber hinaus gibt es die vermeidbaren Emissionen, die aufgrund von Ressourcenaufbereitung oder der verminderten Nutzung von neuen Rohstoffen in Folge der Aufbereitung eingespart werden. Schon eine Studie aus dem Jahr 2008 (vgl. European Energy Agency 2008) zeigt, dass durch entsprechende Maßnahmen bis 2020 Treibhausgasemissionen von rund 45 Mill. Tonnen vermieden werden könnten. Ein verbessertes Müllbeseitigungssystem in der EU seit dem Ende der 1990er Jahre hat bereits Wirkung gezeigt: Direkte Emissionen erreichten 2002 ihren Höchststand und verringern sich seither (vgl. European Energy Agency 2011). Dank vermehrtem Recycling und, zu geringerem Grade, der Nutzung von Müll für die Energieerzeugung konnten mehr und mehr Emissionen eingespart werden. Die Hauptfaktoren für diese Entwicklung sind verminderte Methanemissionen aus Mülldeponien und geringere direkte Emissionen durch Recycling. Dies ist hauptsächlich der EU Landfill Directive zuzuschreiben: Durch die geringere Lagerung von Müll auf Deponien wird weniger Methan freigesetzt. Gleichzeitig wird durch Recycling weniger Rohmaterial verbraucht. Dies führt zu verringerten Emissionen. Im besten Fall, bei einem kompletten Verbot der Lagerung von Municipal Solid Waste auf Deponien, könnten bis 2020 durch Nutzung von Müll 2 Mill. Tonnen Emissionen mehr eingespart werden, als direkt emittiert werden: Eine positive Klimabilanz wäre die Folge.

## Literatur

- Akinbode, F. (2010), »Impact of Solid Waste on Health and the Environment«, Walden University, online verfügbar unter: [http://www.slidefinder.net/a/app7akinbodef\\_pp2/17433681](http://www.slidefinder.net/a/app7akinbodef_pp2/17433681).
- Baldasare, A. (2011), »Municipal Solid Waste Management in Developing Countries«, online verfügbar unter: [http://sai-dc.com/download/resources/waste\\_management\\_final.pdf](http://sai-dc.com/download/resources/waste_management_final.pdf).
- EU (1999), »Landfill directive«, online verfügbar unter: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31999L0031:EN:NOT>.
- European Environment Agency (2008), »Better management of municipal waste will reduce greenhouse gas emissions«, EEA Briefing No 1/2008, online verfügbar unter: [http://www.eea.europa.eu/publications/briefing\\_2008\\_1](http://www.eea.europa.eu/publications/briefing_2008_1).
- European Environment Agency (2011), »Waste Opportunities. Past and Future Climate benefits from better municipal waste management in Europe«, online verfügbar unter: <http://www.eea.europa.eu/publications/waste-opportunities-84-past-and>.
- Eurostat (2011), »Abfallaufkommen (Tonnen, kg pro Person), letzte Aktualisierung: 31-08-2011«, online verfügbar unter: <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupModifyTableLayout.do>.
- Focus (2011), »Entsorgung. Aus Abfall wird Strom«, online verfügbar unter: [http://www.focus.de/wissen/wissenschaft/klima/neue\\_technologien/entsorgung-aus-abfall-wird-strom\\_aid\\_380393.html](http://www.focus.de/wissen/wissenschaft/klima/neue_technologien/entsorgung-aus-abfall-wird-strom_aid_380393.html).
- Handelsblatt (2011), »Verschwendung: 90 Millionen Tonnen Lebensmittel landen im Müll«, online verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/panorama/aus-aller-welt/90-millionen-tonnen-lebensmittel-landen-im-muell/4609258.html>.
- Johnke, B. (o.J.), »Emissions from waste incineration«, online verfügbar unter: [http://www.ipcc-nggip.iges.or.jp/public/gp/bgp/5\\_3\\_Waste\\_Incineration.pdf](http://www.ipcc-nggip.iges.or.jp/public/gp/bgp/5_3_Waste_Incineration.pdf).
- Kreislaufwirtschafts- und Abfallgesetz, zuletzt geändert am 11. August 2010, online verfügbar unter: [http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/krw-\\_abfg/gesamt.pdf](http://www.gesetze-im-internet.de/bundesrecht/krw-_abfg/gesamt.pdf).

Statistische Ämter des Bundes und der Länder (2011), »Umwelt – Aufkommen an Haushaltsabfällen, Umweltstatistik 2008«, online verfügbar unter: [http://www.statistik-portal.de/Statistik-Portal/de\\_jb10\\_jahrtabu4.asp](http://www.statistik-portal.de/Statistik-Portal/de_jb10_jahrtabu4.asp).

*Süddeutsche Zeitung* (2011), »Lebensmittel als Energie-Erzeuger. Aus Müll Geld machen«, online verfügbar unter: <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/lebensmittel-als-energie-erzeuger-aus-muell-geld-machen-1.1012508>.

Suocheng, D., K.W. Tong und W. Yuping (2001), »Municipal solid waste management in China: using commercial management to solve a growing problem«, *Utilities Policy* 10, 7–11.

*Tagesspiegel* (2011), »Lebensmittel : Die große Verschwendung«, online verfügbar unter: <http://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/die-grosse-verschwendung-jedes-jahr-landen-in-deutschland-rund/4621036.html>.

United Nations Statistics Division (2011), »Environmental Indicators: Waste«, online verfügbar unter: <http://unstats.un.org/unsd/environment/municipalwaste.htm>.

United States Environmental Protection Agency (2009), »Municipal Solid Waste Generation, Recycling and Disposal in the United States: Facts and Figures for 2008«, online verfügbar unter: <http://www.epa.gov/osw/nonhaz/municipal/pubs/msw2008rpt.pdf>.

World Bank (2005), »Waste Management in China: Issues and Recommendations«, Urban Development Working Papers, East Asia Infrastructure Department, Working Paper No. 9.

World Wide Fund (2011), »Vom Acker in den Abfall: Ein Drittel der Lebensmittel landet im Müll«, online verfügbar unter: [http://www.wwf.de/presse/details/news/vom\\_acker\\_in\\_den\\_abfall\\_ein\\_drittel\\_der\\_lebensmittel\\_landet\\_im\\_muell/](http://www.wwf.de/presse/details/news/vom_acker_in_den_abfall_ein_drittel_der_lebensmittel_landet_im_muell/).

Zerbock, O. (2003), »Urban Solid Waste Management: Waste Reduction in Developing Nations«, online verfügbar unter: [http://www.cee.mtu.edu/sustainable\\_engineering/resources/technical/Waste\\_reduction\\_and\\_incineration\\_FINAL.pdf](http://www.cee.mtu.edu/sustainable_engineering/resources/technical/Waste_reduction_and_incineration_FINAL.pdf).

Zhang, D.Q., S.K. Tan und R.M. Gersberg (2010), »Municipal Solid Waste Management in China: Status, Problems and Challenges«, *Journal of Environmental Management* 91(1), 623–633.



Nach den Umfrageergebnissen des ifo Instituts bei den freischaffenden Architekten hat sich das **Geschäftsklima** zu Beginn des dritten Quartals 2011 nochmals etwas aufgehellt. Es ist weiterhin recht freundlich.

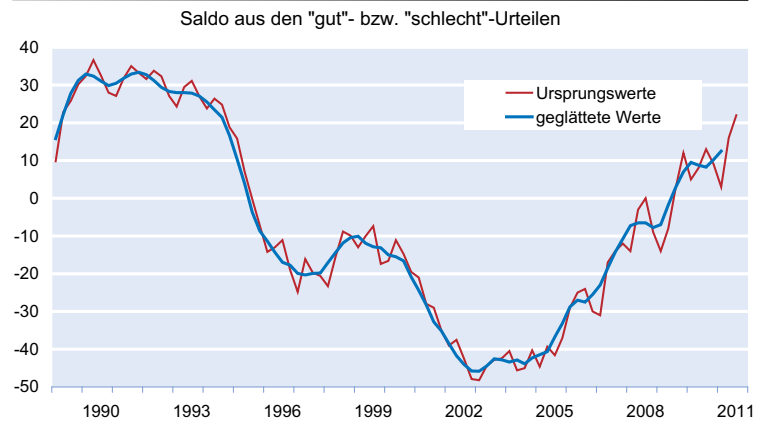
Die befragten Architekten schätzten ihre aktuelle **Geschäftslage** abermals besser ein als im Vorquartal (vgl. Abb. 1). Ähnlich gute Lageurteile gab es bislang lediglich in der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Der Anteil der freischaffenden Architekten, die ihre derzeitige Auftragssituation als »gut« bezeichneten, kletterte von 37 auf 40%; der Anteil der »Schlecht«-Urteile sank gleichzeitig von 22 auf 18%.

Ihre **Geschäftsaussichten** schätzten die befragten Architekten allerdings ein wenig skeptischer ein als vor einem Vierteljahr. Der Anteil der Architekten, die eine eher negative Entwicklung im Verlauf des nächsten halben Jahres erwarteten, stagnierte zwar bei 16%; andererseits ging nur noch jeder siebte Testteilnehmer von einer »eher besseren« Auftragssituation aus.

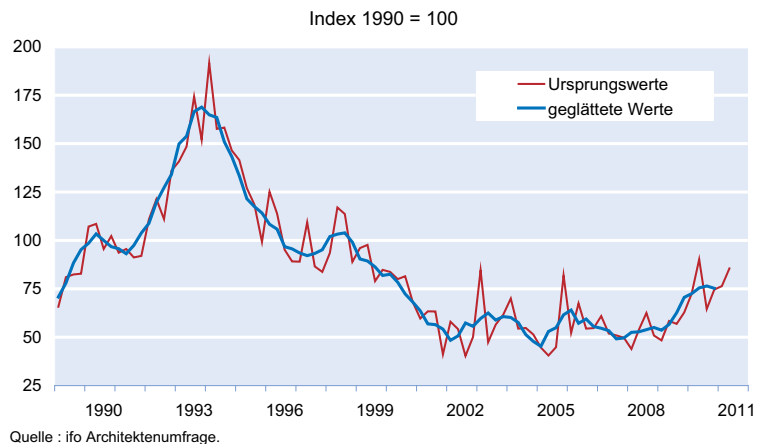
55% der freischaffenden Architekten konnten im zweiten Quartal 2011 **neue Verträge** abschließen. Im vorangegangenen Quartal waren es geringfügig mehr (56%). Der Aufwärtstrend, der seit rund acht Jahren zu beobachten ist, dürfte dennoch noch nicht gebrochen sein.

Im zweiten Quartal 2011 war das **geschätzte Bauvolumen** aus den neu abgeschlossenen Verträgen (Neubauten ohne Planungsleistungen im Bestand) im Wohnungsbau um rund 12% größer als im Vorquartal (vgl. Abb. 2). Die Architekten konnten somit im Verlauf der letzten rund drei Jahre ihre Aufträge zur Planung von Wohngebäuden nahezu kontinuierlich erhöhen. So übertraf das akquirierte Volumen der Aufträge in diesem Teilsektor die Volumina vom ersten Quartal 2009 um gut 75%, die des ersten Quartals 2008 sogar um fast 100%. Im Nichtwohnbau schrumpften im Berichtsquartal dagegen die Planungsvolumina um fast ein Fünftel. Dabei war die rückläufige Entwicklung allein auf weniger umfangreiche Planungen für Wirtschaftsgebäude zurückzuführen. Der Umfang der gesamten Auftragseingänge in diesem Teilsektor war rund ein Zehntel kleiner als im Vorquartal.

**Abb. 1**  
Beurteilung der aktuellen Auftragssituation durch die freischaffenden Architekten



**Abb. 2**  
Geschätztes Bauvolumen der freischaffenden Architekten im Wohnungsbau (EUR)



**Abb. 3**  
Geschätztes Bauvolumen der freischaffenden Architekten von öffentlichen Auftraggebern (EUR)

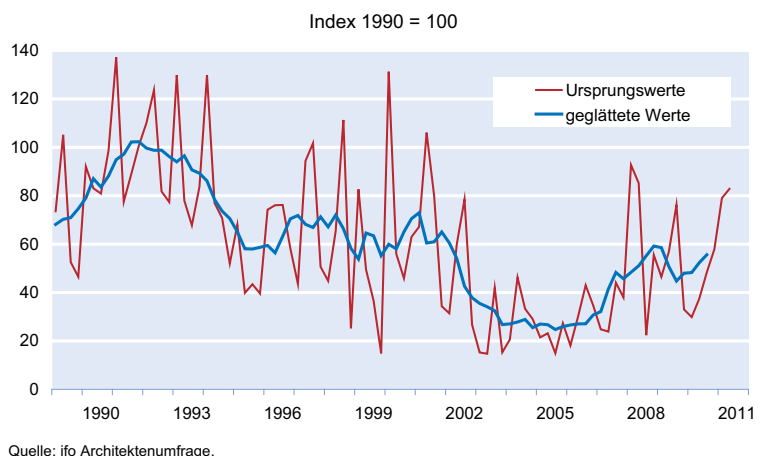
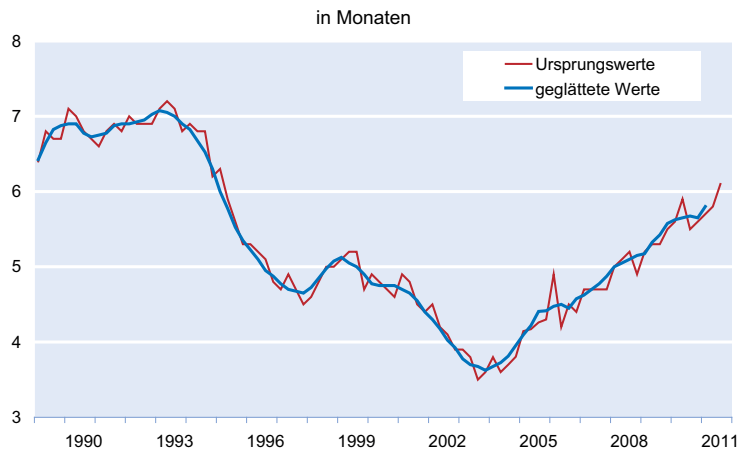


Abb. 4  
Auftragsbestände der freischaffenden Architekten



Quelle: ifo Architektenumfrage.

Die befragten Architekten erreichten im zweiten Quartal 2011 nicht mehr das hohe Ordervolumen zur Planung von **Ein- und Zweifamilienhäusern** wie im Vorquartal. Trotz eines bescheidenen Minus von 10% dürfte der Aufwärtstrend jedoch weiter Bestand haben. Im **Geschosswohnungsbau** kam es, nach drei eher schwächeren Quartalen, zu einer sichtlichen Belebung der Nachfrage. Der Umfang der neu akquirierten Planungsaufträge stieg gegenüber dem Vorquartal um rund 40%.

Im **Wirtschaftsbau** hatten einige Großprojekte im ersten Quartal 2011 zu einer deutlichen Auftragspitze geführt. Dieses hohe Niveau konnte im Berichtsquartal nicht erneut erreicht werden. Die befragten Architekten erhielten um rund ein Drittel weniger Aufträge als im Vorquartal. Dieses Planungsvolumen entspricht aber immer noch etwa dem Durchschnittswert der letzten fünf Quartale. Die von **öffentlichen Auftraggebern** vergebenen Planungsaufträge waren um gerade einmal rund 5% größer als im ersten Quartal 2011. Dies ist jedoch recht beachtlich, vor allem wenn man berücksichtigt, dass bereits in den vier vorangegangenen Quartalen die Planungsvolumina im Durchschnitt um jeweils rund ein Viertel erhöht worden waren (vgl. Abb. 3).

Der durchschnittliche **Bestand an Aufträgen** erhöhte sich. Mit 6,1 Monaten waren die Auftragsreserven Ende Juni 2011 um gut einen halben Monat größer als vor drei Jahren bzw. um rund 75% umfangreicher als vor acht Jahren (vgl. Abb. 4). Zu Beginn der neunziger Jahre besaßen die Architekten allerdings Auftragspolster, die sogar noch rund einen Monat größer waren.

Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands hat im September abermals nachgegeben. Die Unternehmen bewerten ihre Geschäftslage geringfügig weniger häufig als gut. Ihre Erwartungen hinsichtlich des Geschäftsverlaufs im kommenden halben Jahr haben sich weiter erheblich eingetrübt. Ausgehend von einer guten Geschäftslage stellen sich die Unternehmen auf eine merkliche Konjunkturabkühlung ein.

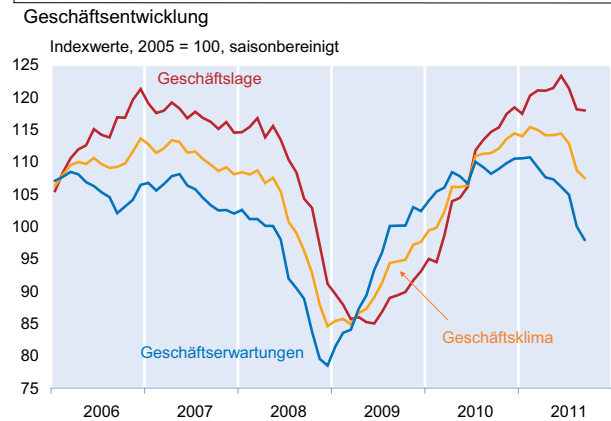
Das Geschäftsklima hat sich in den betrachteten Wirtschaftsbereichen uneinheitlich entwickelt. Im Verarbeitenden Gewerbe hat es sich aufgrund zurückhaltenderen Lageeinschätzungen und Geschäftserwartungen eingetrübt. Im Bauhauptgewerbe ist der Geschäftsklimaindex wegen gedämpfter Erwartungen gesunken. Und in den beiden Handelsstufen Einzel- und Großhandel hat sich das Geschäftsklima wieder verbessert, nachdem es sich hier im Vormonat jeweils erheblich abgekühlt hatte. Trotz dieser uneinheitlichen Entwicklung im September deutet das Geschäftsklima seit einigen Monaten tendenziell auf einen Abschwung in Deutschland hin.

Das ifo Beschäftigungsbarometer ist im September etwas gestiegen, nachdem es im Vormonat klar nach unten tendierte. Es liegt nun zwar deutlich unterhalb der Werte zu Jahresbeginn. Dennoch zeigen die Personalplanungen der Unternehmen, dass der Beschäftigungsaufbau in Deutschland weitergeht. Im Verarbeitenden Gewerbe sind die Beschäftigungspläne wieder etwas positiver als im August. Insbesondere die Investitionsgüterhersteller bewerten ihren Personalstamm als zu klein und planen, ihn zu erhöhen. Im Maschinenbau machen die vorhandenen Mitarbeiter im September häufiger Überstunden. Ebenfalls aufgeheitelt haben sich die Beschäftigungsperspektiven im Bauhauptgewerbe und im Einzelhandel. Im Großhandel ist das Beschäftigungsklima anhaltend günstig.

Das Geschäftsklima im **Verarbeitenden Gewerbe** hat sich nochmals abgekühlt. Die aktuelle Geschäftslage ist in der Industrie vorwiegend gut, aber nicht mehr ganz so positiv wie bisher. Mit Blick auf die Geschäftsentwicklung in den nächsten sechs Monaten sind die Firmen vermehrt skeptisch. Vom Auslandsgeschäft rechnen sie sich kaum noch Impulse aus. Dennoch ist die Industrie mit dem Auftragsbestand zufrieden und der Lagerdruck weiterhin gering. Eine Ausweitung der Produktion ist aber nicht mehr geplant. Das Geschäftsklima hat sich in allen Hauptgruppen verschlechtert – im Vorleistungsgüterbereich, im Investitionsgüterbereich und bei den Konsumgütern. Die Geschäftserwartungen sind unisono vermehrt abwärtsgerichtet. Bei

<sup>1</sup> Die ausführlichen Ergebnisse des ifo Konjunkturtests, Ergebnisse von Unternehmensbefragungen in den anderen EU-Ländern sowie des Ifo World Economic Survey (WES) werden in den »ifo Konjunkturperspektiven« veröffentlicht. Die Zeitschrift kann zum Preis von 75,- EUR/Jahr abonniert werden.

**Abb. 1**  
Gewerbliche Wirtschaft<sup>a)</sup>

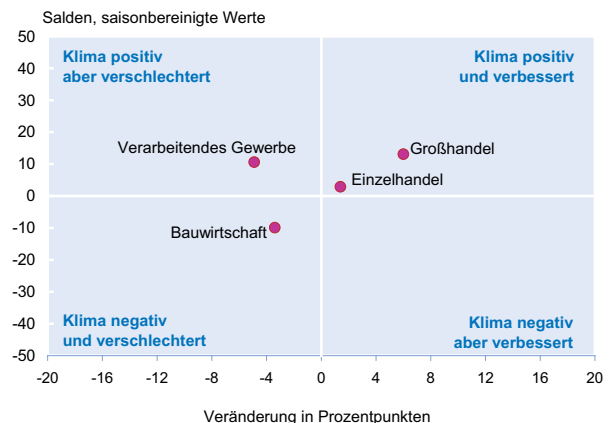


<sup>a)</sup> Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

**Abb. 2**  
Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen

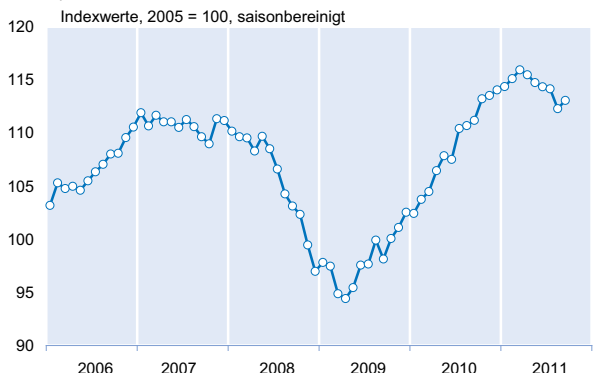
im September 2011



Quelle: ifo Konjunkturtest.

**Abb. 3**  
ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland  
Gewerbliche Wirtschaft<sup>a)</sup>

im September 2011



<sup>a)</sup> Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

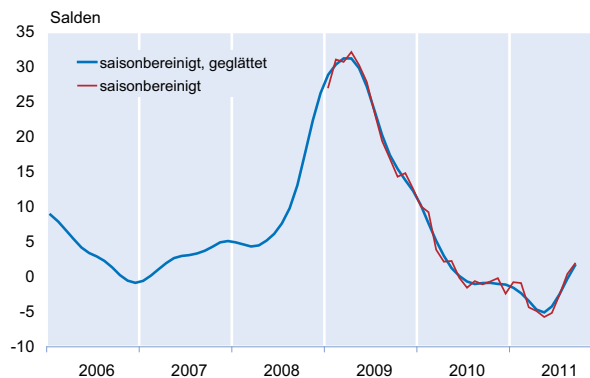
den Vorprodukteherstellern und den Investitionsgüterproduzenten ist die Lage nicht mehr ganz so hervorragend wie bislang. Die Konsumgüterhersteller melden dagegen eine wieder etwas bessere aktuelle Geschäftslage. Kaum noch die Produktion ausweiten möchte die chemische Industrie. Vom Export rechnen sich die Chemiefirmen nur noch geringe Impulse aus, und Preisanhebungen planen sie seltener als bisher. Auch im Maschinenbau haben die skeptischen Stimmen bezüglich der Geschäfte in der nächsten Zeit zugenommen. Die Exporterwartungen sind aber trotz einer Anpassung nach unten weiterhin klar positiv. Preisaufschläge sind hier aber ebenfalls seltener geplant. Die Hersteller von Kraftwagen und Kraftwagenteilen sehen ihre Chancen auf den Auslandsmärkten erheblich düsterer als im Vormonat. Die Produktion soll etwas gedrosselt werden, obwohl die Fertigwarenlager weiterhin als zu gering bestückt gelten.

Im **Bauhauptgewerbe** ist der Geschäftsklimaindex gesunken. Der Rückgang resultiert aber ausschließlich aus merklich gedämpften Erwartungen der Unternehmen. Die momentane Geschäftslage ist den Befragungsteilnehmern zufolge etwas günstiger als im Vormonat. Die Auslastung der Geräte ist gegenüber August leicht gestiegen und liegt deutlich über dem Vorjahreswert. Bei den Preisen sind die Bauunternehmen aber vermehrt zu Zugeständnissen bereit. Der Rückgang des Geschäftsklimaindex ist besonders ausgeprägt im Tiefbau. Sowohl die aktuelle Situation als auch die Geschäftsperspektiven bewerten die Befragungsteilnehmer hier merklich ungünstiger. Mit den vorhandenen Auftragsreserven sind die Betriebe unzufriedener als im August. Ihre Geräte lasten sie aber ähnlich stark aus wie im vergangenen Monat. Im Hochbau hat sich das Geschäftsklima leicht abgekühlt. Die Unternehmen bewerten ihre derzeitige Geschäftslage positiver als im August. Ihre Geschäftserwartungen haben sich allerdings eingetrübt. Dieses Muster zeigt sich sowohl im öffentlichen Nichtwohnungsbau, im gewerblichen Bau als auch im Wohnungsbau. Wobei die Unternehmen im Wohnungsbau ihre Erwartungen besonders kräftig reduziert haben.

Die **Großhändler** stufen ihre Geschäftslage wieder günstiger ein als im August. Auch hinsichtlich der Geschäftsentwicklung im kommenden halben Jahr sind sie zuversichtlicher. Das Geschäftsklima hat sich daher verbessert. Im Teilbereich Konsumgütergroßhandel ist der Geschäftsklimaindex deutlich gestiegen. Die Umsätze werden wieder merklich positiver eingeschätzt als im August. Der Lagerdruck hat etwas abgenommen, und Preisanhebungen sind wieder etwas häufiger geplant. Auch im Produktionsverbindungshandel hat sich das Geschäftsklima erheblich aufgehellt. Hier werden ebenfalls die Umsätze als stärker eingeschätzt und die Lagerbestände weniger häufig als zu hoch angesehen. Der Preisauftrieb ist ähnlich stark wie im August.

**Abb. 4**  
Verarbeitendes Gewerbe<sup>a)</sup>

Beurteilung der Fertigwarenlager



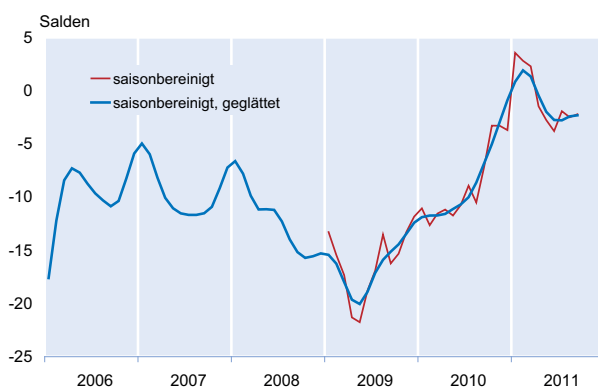
Salden aus den Prozentsätzen der Meldungen über zu große und zu kleine Lagerbestände.

<sup>a)</sup> Ohne Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

**Abb. 5**  
Bauhauptgewerbe

Beschäftigtenplanungen

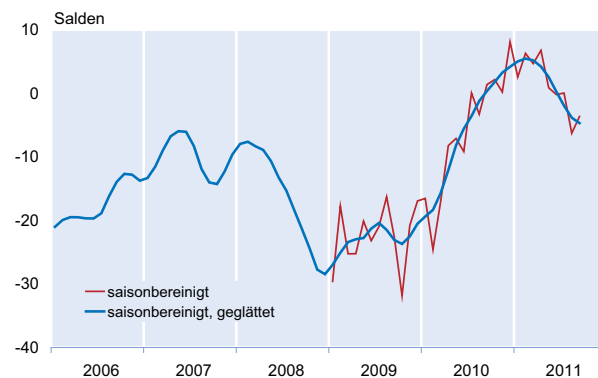


Salden aus den Prozentsätzen der Meldungen über zu- und abnehmende Anzahl von Beschäftigten.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

**Abb. 6**  
Einzelhandel

Bestellpläne



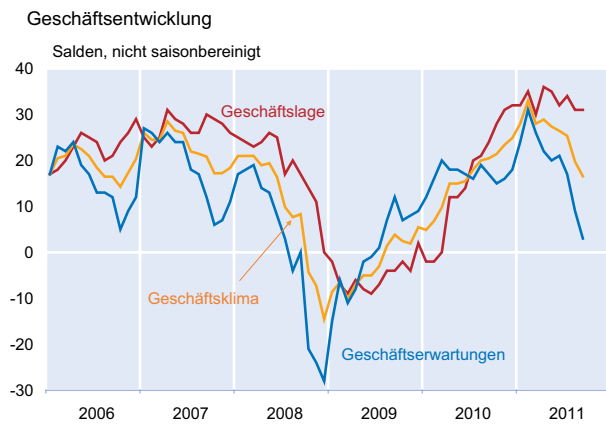
Salden aus den Prozentsätzen der Meldungen über erhöhte und verringerte Bestellpläne.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

Im Einzelhandel ist die aktuelle Geschäftslage unverändert günstig. Dem Geschäftsverlauf in den nächsten sechs Monaten blicken die Einzelhändler zudem wieder hoffnungsvoller entgegen. Der Lagerdruck hat zwar wieder etwas zugenommen, neue Waren wollen die Befragungsteilnehmer dennoch etwas weniger zurückhaltend ordern als im August. Der Preisauftrieb dürfte weiterhin hoch bleiben, allerdings planen etwas weniger Unternehmen, die Verkaufspreise anzuheben als bislang. Das insgesamt bessere Geschäftsklima gründet jedoch hauptsächlich auf die Entwicklung im Einzelhandel mit Nahrungs- und Genussmittel. Hier hat sich das Klima deutlich aufgehellt. Dagegen ist der Geschäftsklimaindex im Einzelhandel mit Verbrauchsgütern und im Einzelhandel mit Gebrauchsgütern gesunken. Im Einzelhandel mit Pkw ist er gegenüber August unverändert. Da der Nahrungsmittelbereich zu Ausschlägen neigt, muss das günstigere Geschäftsklima im Einzelhandel etwas relativiert werden. In den konjunktursensibleren Bereichen – insbesondere im Gebrauchsgüterbereich – hat sich das Geschäftsklima nicht verbessert.

Der Geschäftsklimaindikator für das **Dienstleistungsge-  
werbe**<sup>2</sup> ist im September erneut gesunken. Die aktuelle Geschäftslage der Unternehmen ist unverändert gut. Die weitere Entwicklung schätzen die Dienstleister jedoch zurückhaltender ein. Die Mitarbeiterzahl wollen die Unternehmen behutsamer erhöhen als bisher. Leicht verbessert hat sich das Geschäftsklima im Bereich DV-Dienstleister. Die Befragungsteilnehmer sind hier mit ihrer Geschäftslage deutlich zufriedener, sind aber nicht mehr ganz so optimistisch bezüglich der weiteren Geschäftsentwicklung. Zusätzliche Mitarbeiter wollen die *DV-Dienstleister* aber wieder häufiger einstellen als im August. Merklich abgekühlt hat sich das Geschäftsklima im Bereich *Transport und Logistik*. Die aktuelle Lage ist nicht mehr ganz so gut wie bisher, und die Perspektiven werden von den Befragungsteilnehmern ungünstiger bewertet. Den Personaleinsatz wollen sie weniger stark erhöhen, als bislang geplant. Dieselbe Entwicklungstendenz beim Geschäftsklima und den Personalplanungen zeigt sich etwa in den Dienstleistungsbereichen *Werbung* sowie im Bereich *Personal- und Stellenvermittlung, Überlassung von Arbeitskräften*.

**Abb. 7**  
Dienstleistungen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

<sup>2</sup> In den Ergebnissen für die »gewerbliche Wirtschaft« nicht enthalten.

**9 2011**

38. Jahrgang

# ifo Konjunktur- perspektiven

## Inhalt

- 1 Industrie:  
Produktionspläne nach unten revidiert
- 13 Bauwirtschaft:  
Zuversicht lässt spürbar nach
- 19 Großhandel:  
Moderate Aufwärtsentwicklung erwartet
- 25 Einzelhandel:  
Leichter Anstieg des Geschäftsklimaindiktors
- 31 Dienstleistungen: Geschäftsklima weiter abgekühlt
- 34 Beschäftigungsbarometer
- 35 Konjunkturindikatoren EU
- 39 Konjunkturindikatoren Weltwirtschaft

**ifo** Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung  
an der Universität München e.V.

**ifo Institut**

**im Internet:  
<http://www.cesifo-group.de>**

