



5 | 2015

68. Jg., 10.–11. KW, 12. März 2015

ifo Schnelldienst

Zur Diskussion gestellt

Peter Bernholz, Ernst Baltensperger, David Iselin, Oliver Landmann, Rudolf Minsch

- Der »Franken-Schock«: Die Freigabe des Schweizer Franken – wer gewinnt und wer verliert?

Kommentar

Niklas Potrafke

- Sind die Wirtschaftsweisen von gestern?

Daten und Prognosen

Andreas Gontermann und Jochen Schäfer

- Auswirkungen von Freihandel auf die deutsche Elektroindustrie

Wolfgang Nierhaus und Klaus Abberger

- ifo Konjunkturampel revisited

Johanna Plenk und Timo Wollmershäuser

- Neuerungen im WES: Mittelfristige Inflationserwartungen

Przemyslaw Wojciechowski und Timo Wollmershäuser

- Der Mindestlohn: Erster Rückblick auf die Sonderfrage

Im Blickpunkt

Johann Wackerbauer und Jana Lippelt

- Kurz zum Klima: Recycling von Siedlungsabfällen in Europa

Erich Gluch

- ifo Architektenumfrage: Reichweite der Auftragsbestände wieder über sechs Monate

Klaus Wohlrabe

- ifo Konjunkturtest Februar 2015

ifo Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung

an der Universität München e.V.

ifo Schnelldienst ISSN 0018-974 X (Druckversion)
ISSN 2199-4455 (elektronische Version)

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@ifo.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Hans-Werner Sinn, Annette Marquardt, Prof. Dr. Chang Woon Nam.

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

Der »Franken-Schock«: Die Freigabe des Schweizer Franken – wer gewinnt und wer verliert?

3

Im September 2011 legte die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine Kursuntergrenze des Euro gegenüber dem Franken von 1,20 fest. Dieser Mindestkurs wurde im Januar 2015 überraschend aufgehoben. Nach Ansicht von *Peter Bernholz*, Universität Basel, sind die Folgen der Freigabe zurzeit noch nicht abzuschätzen. Ein längeres Verbleiben des Wechselkurses in der Nähe von einem Franken je Euro könnte dramatische Folgen für die reale Wirtschaft der Schweiz haben, so dass es sinnvoll sei, mögliche Alternativen zur gegenwärtigen Politik der SNB zu diskutieren. Für *Ernst Baltensperger*, Universität Bern, war die Aufhebung des SNB-Mindestkurses richtig. Das internationale Umfeld habe sich seit Herbst 2011 markant verändert. Trotz aller verbliebenen Risiken seien global gesehen wesentlich normalere Verhältnisse, in denen internationale Kapitalströme durch Ertragsdifferenzen und ökonomisch nachvollziehbare Faktoren bestimmt werden, zurückgekehrt. Über die vergangenen drei Jahre jedoch habe die Mindestkurspolitik der Schweizer Volkswirtschaft eine Anpassungsfrist von drei Jahren gewährt und zahlreichen Unternehmungen erlaubt, sich rechtzeitig auf neue Verhältnisse einzustellen. *David Iselin*, ETH Zürich, sieht erste Anzeichen, dass wieder vermehrt Dollar nachgefragt werden. Doch weltweit gebe es auf dem Währungsmarkt wenige so attraktive Währungen wie den Franken. Mit der Aufgabe des Mindestkurses zum jetzigen Zeitpunkt spekuliere die SNB auf einen baldigen Attraktivitätsverlust des Frankens. Wo der genau herkommen solle, sei aber vielen unklar. *Oliver Landmann*, Universität Freiburg, vermisst eine glaubwürdige und transparente geldpolitische Strategie der SNB. Eine solche sei derzeit nicht erkennbar. Hier bestehe eine Bringschuld, um deren Einlösung die SNB nicht herumkommen werde. Nach Meinung von *Rudolf Minsch*, *economiesuisse*, ist die Frankenaufwertung kurzfristig schlecht, aber langfristig gut. Die Aufwertung stelle die Schweizer Unternehmen vor riesige Herausforderungen und beschleunige dadurch den Strukturwandel. Der starke Franken mache es notwendig, dass Unternehmen auf Innovation und auf wertschöpfungsintensive Tätigkeiten setzen.

Kommentar

Sind die Wirtschaftsweisen von gestern?

20

Niklas Potrafke

Niklas Potrafke setzt sich in seinem Kommentar mit der Kritik am Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung auseinander.

Daten und Prognosen

Auswirkungen von Freihandel auf die deutsche Elektroindustrie

22

Andreas Gontermann und Jochen Schäfer

Ein Siebtel aller deutschen Exporte wird von der Elektroindustrie getätigt. Mit einem Ausfuhrvolumen von 166 Mrd. Euro im Jahr 2014 gehört sie zu den weltweit vier größten Lieferanten elektrotechnischer und elektronischer Produkte und Systeme und ist damit ein unmittelbarer Profiteur von Erleichterungen im internationalen Handel. *Andreas Gontermann* und *Jochen Schäfer*, ZVEI - Zentralverband Elektrotechnik- und Elektronikindustrie e.V., Frankfurt am Main, stellen die Ergebnisse von Berechnungen des ZVEI vor, die zeigen, dass bisherige Freihandels- und Assoziierungsabkommen der Europäischen Union die deutschen Elektroausfuhren in die entsprechenden Partnerländer regelmäßig befördert haben.

ifo Konjunkturampel revisited

27

Wolfgang Nierhaus und Klaus Abberger

Mit einem Markov-Switching-Modell können die monatlichen Veränderungen des ifo Geschäftsklimas in Wahrscheinlichkeiten für die beiden konjunkturellen Regime »Expansion« bzw. »Kontraktion« umgesetzt werden. Diese Wahrscheinlichkeiten – abgebildet in der ifo Konjunkturampel – liefern für die Früherkennung konjunktureller Wendepunkte wichtige Informationen. Die Umstellung der Saisonbereinigung des ifo Geschäftsklimas auf das Census-X-13ARIMA-SEATS-Verfahren machte auch eine Neuberechnung der ifo Konjunkturampel erforderlich. Der Beitrag präsentiert Methodik und Ergebnisse.

Neuerungen in der weltweiten Expertenbefragung »Ifo World Economic Survey« – Frage zu den mittelfristigen Inflationserwartungen

33

Johanna Plenk und Timo Wollmershäuser

Seit dem vierten Quartal 2014 wird im Rahmen des »Ifo World Economic Survey« (WES) die Frage nach der erwarteten Inflationsrate in drei bis fünf Jahren gestellt. Die Ergebnisse dieser Frage werden für einzelne Länder sowie aggregiert für wichtige Wirtschaftsräume (wie z.B. den Euroraum) veröffentlicht. In diesem Beitrag wird eine erste Auswertung der bisherigen Befragungsergebnisse vorgenommen.

Der Mindestlohn: Ein erster Rückblick auf die Sonderfrage

38

Przemyslaw Wojciechowski und Timo Wollmershäuser

Im November 2014 stellte das ifo Institut den am monatlichen Konjunkturtest teilnehmenden Unternehmen, mit Ausnahme der Unternehmen des Baugewerbes, zwei Sonderfragen zum Mindestlohn, zum einen bezüglich ihrer Betroffenheit von der Regelung und zum anderen nach ihren voraussichtlichen Reaktionen. Der Beitrag überprüft anhand einer Auswertung des ifo Konjunkturtests, inwieweit die Unternehmen ihre anvisierten Maßnahmen tatsächlich umsetzten.

Im Blickpunkt

Kurz zum Klima: Recycling von Siedlungsabfällen in Europa

42

Johann Wackerbauer und Jana Lippelt

Eines der Hauptziele der EU-Roadmap für ein ressourcenschonendes Europa besteht darin, bis zum Jahr 2020 aus Abfällen wieder Rohstoffe zu machen. Von den in der Europäischen Union im Jahr 2012 angefallenen etwa 2,5 Mrd. Tonnen Abfall waren rund 10% Siedlungsabfälle. Der Beitrag gibt einen Überblick über die aktuellen Recyclingquoten von Siedlungsabfällen in einigen EU-Mitgliedsländern.

ifo Architektenumfrage: Reichweite der Auftragsbestände wieder über sechs Monate

47

Erich Gluch

Nach den Umfrageergebnissen des ifo Instituts hat sich das Geschäftsklima bei den freischaffenden Architekten zu Beginn des ersten Quartals 2015 verbessert. Dies ist ausschließlich auf eine optimistischere Einschätzung der Entwicklung in den kommenden sechs Monaten zurückzuführen, während sich die Lageurteile sichtlich eintrübten.

ifo Konjunkturtest im Februar 2015 in Kürze: Die deutsche Wirtschaft zeigt sich robust gegenüber den geopolitischen Unsicherheiten

49

Klaus Wohlrabe

Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist im Februar gestiegen. Die Zufriedenheit mit der aktuellen Lage hat etwas abgenommen. Jedoch blicken die Unternehmen erneut zuversichtlicher auf den weiteren Geschäftsverlauf.

Der »Franken-Schock«: Die Freigabe des Schweizer Franken – wer gewinnt und wer verliert?

3

Im September 2011 legte die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine Kursuntergrenze des Euro gegenüber dem Franken von 1,20 fest. Dieser Mindestkurs wurde im Januar 2015 überraschend aufgehoben. Was sind die Folgen der Freigabe des Franken? Und welche Ziele die verfolgt SNB mit ihrer Währungspolitik?

Von der Untergrenze zum Euro zurück zu flexiblen Frankenkursen

Am 15. Januar 2015 fällte das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank (SNB) den völlig überraschenden Entscheid, die Anfang September 2011 festgesetzte Untergrenze von 1,20 für den Wechselkurs des Franken (CHF) aufzugeben und zu flexiblen Wechselkursen zurückzukehren, allerdings mit der Ankündigung, möglicherweise wieder am Devisenmarkt zu intervenieren. Der Wechselkurs des Euro sackte dramatisch unter einen CHF ab, um sich allerdings bis Ende Februar wieder etwas auf 1,0775 (2. Februar 2015) zu erholen. Wegen der Zunahme der Girokonten (und damit von M0) bei der SNB in den letzten beiden Januarwochen um gut 40 Mrd. CHF ist allerdings zu vermuten, dass diese Erholung des Wechselkurses auch auf erhebliche Interventionen derselben zurückzuführen ist. Jedoch nahmen die Girokonten in den ersten beiden Februarwochen nicht mehr wesentlich zu. Die schweizerischen Aktienkurse fielen an den beiden ersten Tagen nach der Entscheidung erheblich, konnten allerdings einen großen Teil der Verluste inzwischen wettmachen, während diejenigen im Euroraum weiter stiegen.

Das Dilemma der SNB: Beibehaltung oder Aufgabe der Untergrenze

Weshalb kam die SNB zu diesem aufsehenerregenden Beschluss, dessen Folgen für die reale Wirtschaft der Schweiz noch gar nicht abzusehen sind? Tatsächlich sah sich das Direktorium der SNB unter Leitung von Präsident Thomas Jordan einem schwierigen Dilemma gegenüber. Einerseits hatte die Euroungrenze, ob-

wohl sie immer noch eine Überbewertung des Franken gegenüber dem Euro bedeutete, drei Jahre und vier Monate lang erhebliche Schäden von der realen schweizerischen Wirtschaft ferngehalten und ebenso eine steigende Arbeitslosigkeit verhindert.

Und anfänglich waren vom September 2011 bis April 2012 sogar keinerlei Interventionen der SNB erforderlich, um die Untergrenze zu halten; dies offenbar wegen der überzeugenden Wirkung der Ankündigung auf die Erwartungen am Devisenmarkt; nämlich dass man notfalls in beliebiger Höhe intervenieren werde und das auch könne, da man in der Lage sei, so viele Franken zu schaffen, wie man wolle. Die Abwesenheit von Interventionen in diesen Monaten stand ganz im Gegensatz zur Situation in den Jahren vor der Ankündigung einer Untergrenze, in denen die SNB von Ende 2008 bis Ende August 2011 für ca. 200 Mrd. CHF Devisen ohne spürbare Wirkung auf den Wechselkurs aufkaufte. Allerdings änderte sich die günstige Lage ab Mai 2012 für etwa drei Monate, in denen man wieder für ca. 196 Mrd. CHF erwerben musste. Für diese Entwicklung gab es vermutlich zwei Gründe: Einmal durchlebte der Euroraum wieder einmal eine Vertrauenskrise. Und zweitens, damit zusammenhängend, weist die Schweiz traditionellerweise einen Leistungsbilanzüberschuss aus, der finanziert werden muss. Und wenn das die privaten Inländer nicht leisten, weil sie dem Euro misstrauen, so muss bei festem Kurs praktisch die SNB eingreifen, um diesen zu halten. Auf jeden Fall spielten Spekulationen gegen den Franken in dieser Zeit keine Rolle, wie der Verfasser durch eine Überprüfung der Entwicklung an den Termin- und Optionsmärkten feststellen konnte. Nach Ende dieser Krise brauchte die SNB wiederum nicht mehr zu intervenieren. Die Währungsreserven gingen bis Ende 2013 um ca. 22 Mrd. auf 478 Mrd. zurück, stiegen dann allerdings bis Ende 2014 auf 510,1 Mrd. CHF. Die-



Peter Bernholz*

* Prof. em. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Bernholz lehrte am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ), Universität Basel.

ser Zustrom an Reserven in Höhe von 38,6 Mrd. CHF ereignete sich im letzten Quartal des Jahres.

Doch zurück zum Dilemma. Weshalb sah sich die SNB veranlasst, trotz des geschilderten Erfolgs mit der Untergrenze von 1,20 CHF für den Euro diese am 15. Januar aufzugeben? Es wurde soeben auf die wieder einsetzenden Interventionen von Ende 2014 hingewiesen. Diese Entwicklung verschärfte sich offenbar Anfang dieses Jahres dramatisch, vermutlich eine Folge der Ankündigung des Chefs der Europäischen Zentralbank, Draghi, und begünstigt durch die positive Reaktion des Anwalts beim Europäischen Gerichtshof, in großem Maße die europäische Zentralbankgeldmenge M0 durch massive Käufe von Anleihen, insbesondere Staatsanleihen, zu erhöhen. Auch der Fall des Rubels als Folge der russisch-ukrainischen Krise mag eine gewisse Rolle gespielt haben. Als Folge sank der Kurs des Euro erheblich gegenüber dem Dollar, und der Franken kam unter zusätzlichen Druck. Sollte man unter diesen Umständen der Abschwächung des Euro und damit des CHF gegenüber dem Dollar und anderen Währungen und folglich die verbundenen dramatisch wachsenden Eurokäufe weiter fortführen? Diese hätten sich nach Aussage des für die Interventionen zuständigen Direktoriumsmitglieds Fritz Zurbrügg (Interview mit dem Blick vom 22. Januar 2015) gemäß den vorher erforderlichen Interventionen auf den Monat Januar hochgerechnet allein für diesen auf 100 Mrd. belaufen können. Damit hätte man Reserven von über 600 Mrd. CHF Ende Januar erreicht, was bereits dem schweizerischen Bruttoinlandsprodukt (BIP, 2013 635 Mrd. CHF) wertmäßig nahe gekommen wäre. Man kann daher die Entscheidung des Direktoriums der SNB gut verstehen, obwohl sie gravierende negative Effekte für die reale Wirtschaft haben dürfte.

Die mutmaßlichen Folgen der Aufgabe der Untergrenze

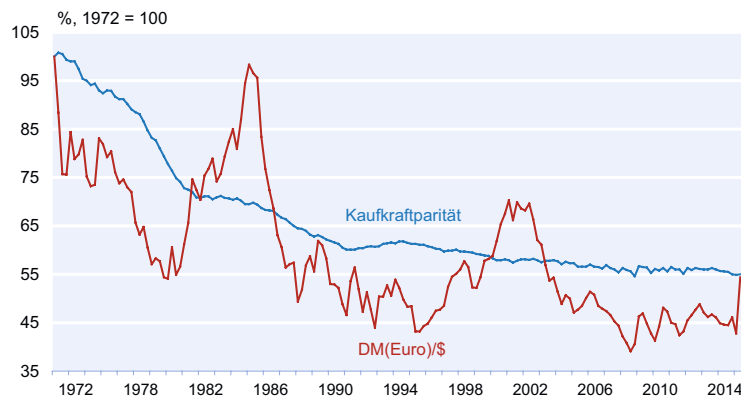
In den ersten Tagen nach der Aufhebung der Untergrenze setzte ein derart verstärkter Einkaufstourismus von Schweizern in die nahen Euroländer ein, dass in den Wechselautomaten bald die vorhandenen Euros nicht mehr ausreichten. Die Reisebüros für Reisen ins nun billigere Ausland erwarten einen Boom. Einige Hotels begannen, Gästen aus dem Euroraum günstigere Wechselkurse anzubieten. Der Vertreter der Gewerkschaften forderte am 29. Januar eine Rückkehr zum Kurs von 1,20 für den Euro. Auch die Politik kam langsam in Bewegung. Es wurde gefordert, dass die Möglichkeit, staatliche Unterstützung für Kurzarbeit zu gewähren, auch auf diesen Fall der drastischen Kurserhöhung des Franken ausgeweitet werde. Plötzlich bekam die Verschärfung des Kartellgesetzes eine größere Chance im Parlament, nach der es untersagt sein soll, dass ausländische Lieferanten in der Schweiz höhere Preise für ihre Pro-

dukte als in anderen Ländern verlangen. Am 28. Januar gab es im Fernsehen eine erste Einschätzung der geänderten Konjunkturaussichten durch den Präsidenten des Konjunkturinstituts KOF an der ETH Zürich, nach der für 2015 bei einem Kurs nahe 1 CHF je Euro mit einem leichten Negativwachstum der schweizerischen Wirtschaft zu rechnen sei, während vorher von einem Wachstum von 1,5% die Rede war. Auch eine Zunahme der Arbeitslosigkeit sei zu erwarten. Unternehmen begannen, über Preisreduktionen ihrer Produkte, über Kurzarbeit, Verlagerung von Tätigkeiten ins Ausland und andere Kostenreduktionen nachzudenken. Erste Forderungen von Preisreduktionen von Lieferanten wurden erhoben.

Aber die wirklichen Folgen der Freigabe vermag zurzeit niemand abzuschätzen, denn diese hängen unter anderem davon ab, wie sich der gegenwärtig stark überbewertete Kurs von rund einem CHF pro Euro weiter entwickeln oder wie lange er anhalten wird. Der Präsident der SNB hat die Erwartung geäußert, dass es sich bei diesem Kurs nur um ein vorübergehendes Überschießen handle, wie es für Finanzmärkte typisch sei. In der Tat, sollte der Kurs für den Euro tatsächlich bald wieder deutlich ansteigen, sagen wir auf 1,10 oder gar 1,15 CHF, so wären die Nachteile für die reale Wirtschaft noch einigermaßen zu verkraften. Allerdings habe ich Zweifel, dass es sich – wohlgemerkt ohne erhebliche Interventionen der SNB – nur um ein kurzfristiges Überschießen handeln wird. Meine bis ins 17. Jahrhundert zurückreichenden Untersuchungen zeigen, dass bei geringen Inflationsunterschieden in vielen Fällen Abweichungen von der Kaufkraftparität von $\pm 30\%$ vorkommen und oft mehrere Jahre anhalten. Als Beispiel sei die Entwicklung des Dollarkurses gegenüber DM-Euro seit dem Ende des Fixkursystems von Bretton Woods 1973 betrachtet (vgl. Abb. 1). Wie man sieht, liegen einige starke Abweichungen von der Kaufkraftparität vor, die mehrere Jahre andauerten. Gegenwärtig wird die Kaufkraftparität (am rechten Rand) erreicht, und es ist durchaus möglich, dass sich wegen der geplanten Maßnahmen der EZB (Quantitative Easing) eine neue Unterbewertung des Euro wie bei seiner Einführung ab 2000 entwickelt. Wie groß ist dann aber die Wahrscheinlichkeit, dass sich der Euro gegenüber dem Franken drastisch erholt? Auch der Franken erfuhr nach der Aufgabe des Bretton-Woods-Systems seit 1973 eine starke Überbewertung sogar gegenüber der DM, die erst durch die Festlegung einer Untergrenze von 0,80 CHF für diese Ende 1978 gelöst werden konnte.

Was aber ist für die reale Wirtschaft zu erwarten, wenn meine skeptische Einschätzung berechtigt sein sollte? In diesem Falle wird besonders die schweizerische Tourismusindustrie, aber auch kleine und mittlere Exportunternehmen betroffen sein, deren Kosten ganz überwiegend in der Schweiz anfallen, während sie in ihren ausländischen Absatzgebieten Preiszugeständnisse in Franken machen müssen. Denn be-

Abb. 1

**Entwicklung von Kaufkraftparität und Wechselkurs DM(Euro)/US-Dollar
1972 bis 2015**


Quelle: Deutsche Bundesbank; Europäische Zentralbank.

kanntlich sind Senkungen der Löhne nur schwer und begrenzt durchzusetzen, selbst wenn die Lebenshaltungskosten etwas fallen werden. Abgeschwächt wird dieser Effekt nur bei den Firmen, die einen größeren Teil ihrer Vorprodukte aus den Euroländern beziehen. Relativ am wenigsten betroffen werden multinationale Unternehmungen sein, die einen großen Teil ihrer Güter im Ausland produzieren. Aber auch sie werden wegen ihrer schweizerischen Basis Gewinnminderungen hinzunehmen haben. Es bleibt abzuwarten, welche und wie viele kleinere und mittlere Unternehmen ihre Produktion ganz oder teilweise ins Ausland verlegen können. All diese Entwicklungen werden nicht ohne Folgen für den Arbeitsmarkt und die Staatshaushalte bleiben. Mit ersteren wird aber vermutlich auch der private Konsum abnehmen.

Mögliche Alternativen

Es ist sinnvoll, mögliche Alternativen zur gegenwärtigen Politik der SNB zu diskutieren, da diese sich bei einem längeren Verbleiben des Wechselkurses in der Nähe von einem Franken je Euro doch angesichts der dramatischen Folgen für die reale Wirtschaft zu einer Änderung ihrer Politik veranlasst sehen könnte. Als erste Alternative kommen natürlich Interventionen am Devisenmarkt zur Erhöhung des Eurokurses in Frage, die offenbar in den letzten beiden Januarwochen, wie oben erwähnt, bereits in erheblichem Ausmaß stattgefunden zu haben scheinen. Allerdings ist zu vermuten, dass das Ausmaß der dazu erforderlichen Interventionen ohne Vorgabe eines zu verteidigenden Zielkurses höher sein wird, da in diesem Fall keine so eindeutige Beeinflussung der Erwartungen erfolgen kann.

Eine zweite Alternative wurde einige Tage vor Freigabe der Untergrenze von Ernst Baltensperger vorgeschlagen, nämlich der Stabilisierung eines Währungskorbes zur je Hälfte von Euro und Dollar. In diesem auch von mir vorgezogenen

Projekt wäre eine Untergrenze gegenüber diesem Währungskorb verteidigt worden. Das hätte erlaubt, bei gegenüber dem Euro steigender Dollarkurs eine für die reale Wirtschaft wesentlich weniger schmerzliche Anpassung vorzunehmen. Und obwohl eine solche Korbuntergrenze natürlich etwas schwieriger zu handhaben und nicht so eindeutig für die Erwartungsbildung wäre, hätte seine Einführung zu einem geringeren Vertrauensverlust in die Stabilität der Politik der SNB geführt.

Eine dritte Alternative hätte darin bestanden, die Untergrenze zum Euro zunächst beizubehalten und sie dann später allmählich gemäß den Inflationsunterschieden nach unten

anzupassen, wobei diese Politik vorher rechtzeitig angekündigt worden wäre. Eine solche Politik hätte allerdings vorerst den großen Devisenzufluss nicht vermindert. Aber wäre ein solcher wirklich unbedingt schädlich gewesen? In diesem Zusammenhang erinnere ich mich an eine Aussage von Charles Kindleberger vom MIT mir gegenüber vor etwa 30 Jahren im Hinblick auf die amerikanische Politik: »Wir verschulden uns kurzfristig zu sehr niedrigen Kosten und investieren langfristig zu höheren Erträgen.« Genau das wäre bei einer entsprechenden Politik der SNB der Fall. Sie würde sich kurzfristig gegenüber Devisenländern verschulden, indem sie diesen die gewünschten Franken fast kostenlos zur Verfügung stellte, und würde die so gewonnenen Devisen gewinnbringend im Ausland investieren. Damit jedoch diese Anlagen auch langfristig Erträge brächten, wäre ein weit größerer Anteil des Portfolios als bisher in ausländischen Aktien, in Gold und anderen realen Werten anzulegen, ähnlich wie dies bereits China und die Golfstaaten tun.

Eine solche Politik würde als Nebenwirkung durch Inflationen bedrohten Ausländern ein stabiles Geld, also ein wertvolles Gut, zur Verfügung stellen. Als Argument gegen eine solche Politik wird allerdings vorgebracht, dass erstens auf diese Weise die SNB als Zentralbank eines kleinen Landes die Geldkontrolle verlieren könnte. Und zweitens müsse ein größerer Teil der Devisen kurzfristig angelegt werden, damit man sie notfalls zu einer Stützung des Franken oder bei Inflationsgefahr zu einer Reduktion der stark gewachsenen Zentralbankgeldmenge M0 verkaufen könne. Mir scheinen jedoch beide Argumente wenig gewichtig zu sein. Denn seit ihrer Gründung 1907 hat die SNB von allen Ländern die geringste durchschnittliche Inflationsrate zu verzeichnen, wie der frühere EZB-Präsident Jean-Claude Trichet an ihrem 100. Geburtstag betonte, und daher der Franken meist eine gewisse Überbewertung aufgewiesen. Daher sind auch die Devisenreserven von Anfang an durchwegs gewachsen (abgesehen von vorübergehenden Wertverlusten der Goldre-

serven und dem Verkauf von mehr als der Hälfte derselben als »überflüssig« nach 2000 und der Ausschüttung der entsprechenden Erträge an Kantone und Bund).

Schließlich ist auch ein Verlust über die Kontrolle der Währung nicht zu befürchten. Denn diese hängt lediglich von einer Änderung der Zinssätze und der Geldmenge M0 ab, die aber jederzeit z.B. durch eine Ausgabe oder Rückgabe von Bills der SNB erfolgen kann.

Alle drei Alternativen stehen der SNB auch nach der Aufgabe der Untergrenze zur Verfügung, falls die hohe gegenwärtige Überbewertung des Franken mit ihren Schäden für die reale Wirtschaft und den Arbeitsmarkt anhalten und sie zu diese Schäden vermindernde stärkere Eingriffe veranlassen sollte. Allerdings hat ihre Glaubwürdigkeit vermutlich durch die Aufgabe der Untergrenze etwas gelitten.



Ernst Baltensperger*

Aufhebung des SNB-Mindestkurses war richtig

Eine massive, in ihrer Geschwindigkeit kaum je erlebte Aufwertung des Frankens bewog die Schweizerische Nationalbank (SNB) am 6. September 2011 dazu, eine Kursuntergrenze des Euro gegenüber dem Franken von 1,20 festzulegen (nachdem kurz zuvor vorübergehend praktisch Parität zwischen Franken und Euro erreicht worden war). Am 15. Januar 2015 hat die SNB diesen Mindestkurs schlagartig wieder aufgehoben. Drei Fragen dazu liegen nahe: War die Einführung der Kursuntergrenze 2011 gerechtfertigt? War ihre Aufhebung Anfang 2015 gut begründet? Und hat sich der Mindestkurs trotzdem gelohnt? Meine Antwort auf alle drei Fragen lautet Ja. Weiterhin lässt sich fragen: »Wer gewinnt und wer verliert durch die Freigabe des Frankens?« Kurzfristig ist klar, dass der Aufwertungsschock für all jene eine große Herausforderung bedeutet, die im Export oder über die Importkonkurrenz stark im Wettbewerb mit Auslandproduzenten stehen. Die Schweizer Konsumenten umgekehrt können sich über einen Kaufkraftgewinn freuen. Vermögensobjekte in Auslandswährung verlieren an Wert (in Franken umgerechnet), und vice versa, während die Frankenschulden in Auslandswährung plötzlich schwerer wiegen. Doch Geldpolitik wird nicht aufgrund kurzfristiger sektoraler Auswirkungen gemacht. Sie muss sich nach gesamtwirtschaftlichen Zielen richten. Dann dient sie letztlich der Volkswirtschaft insgesamt und allen ihren Teilen. Deshalb will ich das Thema unter diesem Gesichtspunkt diskutieren.

Der Mindestkurs wurde 2011 in einer Welt extremer Turbulenz eingeführt. Die Weltwirtschaft stand damals in Flammen. Die schwelende europäische Schulden- und Strukturkrise setzte den Euro mehr und mehr unter Druck. Noch viel mehr aber – das haben heute viele bereits vergessen – galten zu dieser Zeit die USA als wirtschaftlich und politisch angeschlagen. Für manche Experten stand ihr Untergang unmittelbar bevor. Der Streit um die Schuldenobergrenze des US-Bundesstaates provozierte geradezu apokalypti-

* Prof. em. Ernst Baltensperger, Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern.

sche Debatten. Die Zukunftsperspektiven der amerikanischen Geldpolitik erschienen völlig unklar, und der US-Dollar tendierte ausgeprägt zur Schwäche, häufig auch gegenüber dem Euro. Das internationale Banken- und Finanzsystem drohte zu kollabieren, und die Finanz- und Devisenmärkte spielten verrückt.

Der Markt für Schweizerfranken geriet in dieser Situation außer Rand und Band und verlor jede vernünftige Orientierung. Der Franken stand einsam da als einzige scheinbar noch sichere Währung. Internationale Investoren behandelten ihn wie ein abstraktes Anlageobjekt, dessen Wert man beliebig in die Höhe treiben kann – ein Pendant zum Gold oder zu raren Kunstobjekten sozusagen – und nicht mehr als die Währung eines Landes und seiner Wirtschaft. Der Franken entfernte sich infolge dieser Tendenz so weit von seinem fundamentalen Gleichgewichtskurs, dass eine Interventionspolitik, die eine Untergrenze für den Eurokurs festlegte, ökonomisch Sinn machen und Erfolg haben konnte. Dabei war es allerdings wichtig, den Mindestkurs auf einem Niveau festzusetzen, das für den Franken immer noch eine hohe Bewertung darstellte.

Hätte die SNB im September 2011 nicht interveniert, hätte dieser Aufwertungsschock eine extreme Verschärfung ihres geldpolitischen Kurses bewirkt und die Zukunft der Schweizer Exportwirtschaft im Mark bedroht. Die Notenbank musste angesichts total desorientierter Devisenmärkte einen Orientierungspunkt für den Frankenkurs setzen und für eine gewisse Sicherheit sorgen. Die konsequente Durchsetzung der Kursuntergrenze hat viel dazu beigetragen, dem Wirtschaftsstandort Schweiz in dieser wirren Zeit eine minimale Planungssicherheit zu erhalten und die Volkswirtschaft zu stabilisieren. Die Interventionspolitik erhielt aus diesem Grund breite Unterstützung. Für ihre Glaubwürdigkeit und Effizienz war dies von zentraler Bedeutung.

Im ersten Jahr ihrer Interventionspolitik musste die SNB zur Durchsetzung des neuen Kurses in beträchtlichem Ausmaß Devisen vom Markt übernehmen. Besonders im Frühjahr und Sommer 2012 führte eine starke Zuspitzung der Eurokrise zu massivem Druck auf den Euro. Im zweiten und dritten Quartal 2012 zwang die Mindestkurspolitik die SNB zum Erwerb von Devisen im Gegenwert von gut 180 Mrd. Franken. Die neue Politik setzte sich aber durch und gewann bald einmal hohe Glaubwürdigkeit, entgegen den Unkenrufen vieler – besonders angelsächsischer – Finanzmarktgurus, die ihr ein rasches Scheitern prophezeit hatten. Tatsächlicher Interventionsbedarf ist anschließend als Folge weitgehend entfallen. Das war aber nur möglich, weil auch der Mindestkurs von 1,20 nach allgemeiner Überzeugung immer noch eine sehr hohe Bewertung des Frankenkurses bedeutete. Die schweizerische Volkswirtschaft entwickelte sich sehr gut und erzielte starke Beschäftigungsgewinne und robustes Wachstum in einem Umfeld ausgeprägt niedriger

Inflation. Erst Ende 2014/Anfang 2015 führte ein neuer Krisenschub in Europa zu einer erneuten Verschärfung der Lage.

Von Anfang an war klar, dass die Mindestkurspolitik auch Risiken in sich birgt. Diese mussten von der SNB jedoch gegen die Risiken einer Nichtintervention abgewogen werden. Die Risiken des Mindestkurses lagen dabei nicht nur dort, wo sie am sichtbarsten erscheinen. Die möglichen Wertverluste auf den Devisenanlagen der SNB wurden in der öffentlichen Diskussion oft zu stark betont. Auf diesen Anlagen können zwar Verluste, aber auch Gewinne entstehen. Zudem werfen sie Erträge ab, und Abwertungsverluste auf Auslandsanlagen können durch höhere Nominalrenditen ausgeglichen werden. Das Hauptrisiko lag in der Gefahr, dass die SNB die immense Liquidität, die sie als Folge ihrer Krisenpolitik schaffen musste, nicht rechtzeitig wieder abschöpfen wird, wenn sich die Situation einmal normalisiert. Dem gleichen Risiko stehen natürlich auch die anderen Zentralbanken der Welt gegenüber. Aus der Geldpolitik der Krisenjahre resultierte in der Schweiz, wie auch in anderen Ländern, eine enorme Aufblähung der Zentralbankbilanz und der Liquiditätsversorgung der Wirtschaft. Die Bilanzsumme der SNB nahm von 127 Mrd. Franken Ende 2007 auf 560 Mrd. Franken Ende 2014 zu, wuchs also um mehr als den Faktor 4. Die Giroguthaben inländischer Banken bei der SNB stiegen im gleichen Zeitraum von 8,7 auf 328 Mrd. Franken an. Die Devisenanlagen der SNB nahmen von rund 50 Mrd. Ende 2007 bis Ende 2014 auf 510 Mrd. Franken zu. Wie weit es den Zentralbanken gelingen wird, den geschaffenen Liquiditätsüberfluss rechtzeitig wieder abzuschöpfen und eine Ära steigender Inflation zu verhindern, wird erst die Zukunft zeigen. Über die Instrumente dazu verfügen sie ohne Zweifel. Ob es ihnen polit-ökonomisch auch möglich sein wird, diese Instrumente im angemessenen Umfang einzusetzen, ist weniger sicher.

Der Mindestkurs ist 2011 von der SNB ausdrücklich als vorübergehende Notmaßnahme für eine Zeit extremer Turbulenz und Verunsicherung eingeführt worden, nicht als dauerhafter Wechsel ihrer währungspolitischen Strategie. Er war nie als Abschied von ihrer Tradition monetärer Autonomie zu verstehen. Er stellte vielmehr die Form dar, in der sich diese im monetär extrem turbulenten Umfeld seiner Zeit äußerte. Keine internationale Verpflichtung oder selbstauferlegte Restriktion hinderte die SNB daran, die Kursuntergrenze wieder aufzuheben oder sie anzupassen, wenn die Zeit dafür reif erschien. Im Januar 2015 war dies der Fall. Vorausgegangen war diesem Entscheid ein erneutes Aufflammen der Eurokrise, verursacht durch die Erwartung einer weiteren Liquiditätsflutung der Eurozone durch die EZB, bevorstehende Wahlen in Griechenland und die vom Ölpreiserfall geprägte Wirtschaftskrise in Russland. Die Nationalbank musste zur Verteidigung ihres Mindestkurses bereits im Dezember 2014 und erneut Anfang Januar 2015 massiv

am Devisenmarkt intervenieren. Sie hatte – auf eine entsprechende Maßnahme der EZB reagierend – schon im Dezember Negativzinsen für die Guthaben auf ihren Girokonten (soweit sie einen bestimmten Freibetrag überstiegen) angekündigt. Am Tag der Aufhebung des Mindestkurses legte sie diesen Negativzins auf $-0,75$ fest.

Die Aufgabe des Mindestkurses löste heftige Reaktionen aus, sowohl an den Märkten wie in der öffentlichen Diskussion. Der Euro wertete sich kurzfristig bis auf die Parität zum Franken ab – ganz kurzfristig sogar noch beträchtlich stärker – und der US-Dollar fiel auf Bewertungen deutlich unter 90 Rappen. Beide Währungen erholten sich anschließend wieder etwas – zurzeit auf rund 1,07 Franken für den Euro und 95 Rappen für den Dollar. Auch die Aktienkurse schweizerischer Unternehmungen, insbesondere stark auslandorientierter Firmen, verzeichneten kurzfristig große Einbußen. Die öffentliche Debatte war geprägt von heftiger Kritik einerseits – vor allem seitens der Vertreter exportabhängiger Wirtschaftsbranchen, der Gewerkschaften und der politischen Linken – und Zustimmung bis Applaus andererseits – insbesondere jener, welche die Risiken und Kosten der Mindestkurspolitik schon immer betont und eine stärkere Abgrenzung der Schweizer Geldpolitik gegenüber jener der Eurozone gefordert hatten.

Der Ausstiegsentscheid der SNB hat die Volkswirtschaft Schweiz schockartig getroffen. Sorgen um die Zukunft des Wirtschaftsstandorts Schweiz sind deshalb heute in breiten Kreisen groß. Das ist verständlich und berechtigt. Es ist aber klar, dass die kurzfristigen Reaktionen der Devisen- und Finanzmärkte stark von Hektik getrieben und vermutlich übersteigert sind. Entscheidend wird sein, wo sich die Wechselkurse mittel- und längerfristig einpendeln werden. Ausgehend von den aktuellen Kursen erscheinen gegenwärtig weitere Kursgewinne des Frankens nicht besonders realistisch. Im Gegenteil – eine Rückbewegung ist wahrscheinlich. Der US-Dollar ist im heutigen Umfeld eigentlich die attraktivere Währung als der Franken. Anleger und Spekulanten dürften ihre Aufmerksamkeit daher zunehmend auf ihn richten. Der eklatante Widerspruch zwischen den extrem negativen Erwartungen für die Volkswirtschaft der Schweiz, die seit dem Entscheid, den Mindestkurs aufzugeben, die Meinungsbildung beherrschen, und der hohen Bewertung der Schweizer Währung muss über kurz oder lang ebenfalls ins Auge stechen. Währungen reflektieren immer auch die relative Stärke eines Währungsraums. Eine Normalisierung ist daher wahrscheinlich. Gut möglich aber, dass bis dahin eine geraume Zeit verstreicht.

Eine Tendenz zur Aufwertung gegenüber dem Euro wird allerdings aufgrund der inhärenten Schwächen der Eurozone kaum vermeidbar sein. Hält sich diese in Grenzen, kann sie – wie in der Vergangenheit – durch Teuerungs- und Produktivitätssteigerungen aufgefangen werden und sogar län-

gerfristig stimulierend wirken. Die Nationalbank muss aber weiterhin dafür sorgen, dass die monetären Bedingungen für die Schweizer Volkswirtschaft großzügig genug sind, um allzu starke Übertreibungen der Wechselkurse zu verhindern. Sie muss diese Aufgabe jetzt einfach ohne die Hilfe einer expliziten Kursuntergrenze erfüllen.

Die vielleicht verständlichste Kritik an der Kursfreigabe ist, dass die SNB damit kurzfristige Deflationsrisiken eingehe und so ihr Mandat zur Sicherung der Preisstabilität verletze. Die SNB hat aber ihr Mandat – zu Recht, in meinem Urteil – immer als mittel- und langfristigen Auftrag verstanden (genau wie früher auch die EZB) und sich einer vorausschauenden Politik verpflichtet. Kurzfristige Schwankungen der Inflation um ihren Trend sollten für die Geldpolitik keine große Rolle spielen. Eine punktgenaue Steuerung der Inflation ist weder möglich noch notwendig. Die Langfristrisiken eines Kontrollverlusts über die eigene Bilanz und die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft wiegen ungleich viel schwerer. Schlichtweg skurril hingegen ist der Vorwurf, die SNB hätte starkem politischem Druck nachgegeben und damit ihre Unabhängigkeit beschädigt. Wer solches sagt, hat nicht die geringste Ahnung von den Details der Schweizer Politik. Das Gegenteil ist richtig: Die SNB wusste sehr wohl, dass ihr Entscheid auf äußerst harte Kritik stoßen würde. Hätte sie politischen Widerstand minimieren wollen, hätte sie den Mindestkurs möglichst lange aufrechterhalten müssen.

Objektiv gesehen hatte die SNB für die Abkehr vom Mindestkurs gute Gründe. Das internationale Umfeld hat sich seit seiner Einführung im Herbst 2011 markant verändert. Im Gegensatz zu damals haben die USA heute ihre Hauptprobleme überwunden und wirtschaftlich wieder Tritt gefasst. Die Normalisierung ihrer Geldpolitik steht bevor. Der Ausstieg des Federal Reserve aus seiner Nullzinspolitik wird allgemein noch für das laufende Jahr erwartet. Der Dollar ist deshalb als attraktive Anlagewährung zurückgekehrt. Dies stellt eine Zäsur in den weltweiten monetären Verhältnissen dar, welche die Voraussetzungen der schweizerischen Geldpolitik in neuem Licht erscheinen lässt. Die Verunsicherung der internationalen Finanz- und Devisenmärkte war 2011 ungleich viel größer und der Zustand der Realwirtschaft labiler als heute. Trotz aller verbliebenen Risiken sind wir heute, gut drei Jahre später, *global gesehen* zu wesentlich normaleren Verhältnissen zurückgekehrt – viel näher wieder bei einer Welt, in der internationale Kapitalströme durch Ertragsdifferenzen und ökonomisch nachvollziehbare Faktoren bestimmt, und nicht allein durch panikartige Ängste und Phobien getrieben werden. Unter vergleichbaren Verhältnissen hätte man 2011 zwar eine sehr expansive Geldpolitik geführt, aber wohl kaum zur Krücke der Kursuntergrenze gegriffen.

In der Eurozone umgekehrt wendet sich die Europäische Zentralbank mehr und mehr einer extrem risikoreichen Po-

litik zu, die unter dem Deckmantel der Geldpolitik die fiskalischen und strukturellen Probleme ihrer Mitgliedsländer und ihrer angeschlagenen Bankensysteme zu lindern versucht und mehr oder weniger explizit auf die Schwächung der europäischen Währung zielt. Die Beendigung der einseitigen Orientierung der schweizerischen Geldpolitik am Euro wurde damit für die SNB fast zwingend. Die Durchsetzung des Mindestkurses zum Euro wäre angesichts der bevorstehenden Geldschwemme in Europa über kurz oder lang nur noch zum Preis massiver zusätzlicher Interventionen möglich gewesen. Die Langfristrisiken einer Fortführung dieser Politik wären größer und größer geworden. Die Aufgabe des Mindestkurses heisst dabei nicht, dass die SNB in ihrer Geldpolitik nicht weiterhin die Wechselkursentwicklung berücksichtigen und einen expansiven Kurs beibehalten wird. Aber sie muss dies wieder mit den traditionellen Mitteln ihrer Geldpolitik tun – Zinssteuerung und quantitativen Interventionen an den Devisen- und Geldmärkten.

Über die vergangenen drei Jahre jedoch hat die Mindestkurspolitik der Schweiz gut gedient. Es kann keine Rede davon sein, dass sie sich nicht gelohnt und nachträglich als Fehlentscheid erwiesen hätte. Sie hat der Schweizer Volkswirtschaft eine Anpassungsfrist von drei Jahren gewährt und zahlreichen Unternehmungen erlaubt, sich rechtzeitig auf neue Verhältnisse einzustellen. Ich bin überzeugt, dass diese Möglichkeit intensiv genutzt worden ist. Die Schweiz wird davon in der Zukunft profitieren.



David Iselin*

Der Franken-Schock II

Die Schweizerische Nationalbank hat mit ihrem Entscheid, den Franken-Mindestkurs gegenüber dem Euro aufzugeben, die Welt überrascht. Dieser Beitrag unternimmt den Versuch, den Entscheid konjunkturell zu beurteilen.

In der jüngeren Schweizer Wirtschaftsgeschichte – wenn sie einst geschrieben wird – werden zwei Daten jüngerer Provenienz einen besonderen Platz einnehmen: Der 6. September 2011 und der 15. Januar 2015. Zweimal tritt dabei die Schweizerische Nationalbank (SNB) als Hauptakteurin auf. Zweimal hat die SNB die internationalen Finanzmärkte und die nationale Wirtschaft »schockiert«, um es gelinde auszudrücken. Zweimal hagelte es Kritik, beim ersten Mal mehrheitlich internationale, beim zweiten Mal eher nationale.¹ Wie hinlänglich bekannt, führte die SNB am 6. September 2011 einen Mindestkurs für den Franken-/Eurokurs bei CHF 1,20 für 1 Euro ein. Die Maßnahme war die Reaktion auf eine lange und rasante Aufwertungsphase des Frankens, insbesondere gegenüber dem Euro, welche die SNB als nicht mehr verkraftbar für die Schweizer Wirtschaft beurteilte. Am 15. Januar 2015 sah sie den Zeitpunkt gekommen, den Mindestkurs wieder zu aufzugeben.²

Die Zwillingsdaten

Ohne den 6. September 2011 hätte es den 15. Januar 2015 nicht gegeben. Eine Beurteilung muss entsprechend beide Daten miteinbeziehen. Der Standpunkt an dieser Stelle ist

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

¹ Internationale Kritik nach dem 6. September 2011: »beggar-thy-neighbor«-Politik, wettbewerbsverzerrende Unterstützung der Exportwirtschaft, Währungskrieg, Verschärfung der Eurokrise.

Nationale Kritik nach dem 15. Januar 2015: Unnötige Beutelung der Exportwirtschaft und Tourismusindustrie Rezession, Verschärfung der Automatisierung, da es für die Firmen günstiger würde, Maschinen im Ausland zu besorgen, anstatt teure Arbeitskräfte im Inland zu beschäftigen.

² Die Verteidigung des Mindestkurses war teuer. Die Devisenanlagen der SNB verdoppelten sich von 280 Mrd. Fr. im August 2011 auf 510 Mrd. Fr. Dezember 2014.

dabei ein konjunktureller, weniger ein geldpolitischer.³ Er trägt zudem eine nationale Brille, da die Schweizerische Nationalbank gemäß Art. 99 der Schweizer Verfassung, den Auftrag hat, »... eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient ...« zu betreiben.⁴ Das heißt, die internationale konjunkturelle Entwicklung wird der Einfachheit halber vernachlässigt. Das in der Verfassung etwas vage gehaltene »Gesamtinteresse« findet im Nationalbankengesetz eine Präzisierung. Bei den Aufgaben (Art. 5) der SNB heißt es: »Die Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.«

Sehen wir uns die Preis- und die Konjunktorentwicklung in der Schweiz der letzten dreieinhalb Jahre an. Zuerst die Preisentwicklung: Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)⁵ sind in der Schweiz die Preise seit September 2011 um 1,3% gefallen (inkl. Ölpreise). Obwohl die Preisstabilität numerisch nicht explizit ausformuliert wird, ist davon auszugehen, dass die SNB bei Preisstabilität traditionell von einer Inflationsrate von 0–2% ausgeht, nicht von – 1,3%. Oder wie es die SNB selber formuliert:⁶ »Die Nationalbank setzt Preisstabilität mit einem Anstieg der Konsumentenpreise von weniger als 2% pro Jahr gleich. Auch Deflation, d.h. ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus, verletzt das Ziel der Preisstabilität.« Ob der Auftrag der Preisstabilität gemäß Eigendefinition somit erfüllt ist, ist vor allem eine Frage der Frist. Das Inflationsziel gilt gemäß SNB nur mittelfristig. Ein Hauptteil der Deflation wurde über sinkende Importpreise importiert. Zudem kann die SNB glaubwürdig argumentieren, dass die Inflation ohne Mindestkurs noch viel tiefer gelegen wäre. Der Kurs war bekanntlich eine Reaktion auf die deflationären Tendenzen in der Schweiz. Die Deflation wird dann eine Gefahr, wenn die Lohn-Preis-Spirale zu drehen beginnt. Dies ist in der Schweiz bisher nicht passiert. Allerdings dürfte die Auflösung des Mindestkurses diese Gefahr zumindest nicht verkleinert haben. Im Januar 2015 sind die Preise in der Schweiz im Monatsmittel um weitere 0,5% gegenüber dem Vormonat gefallen.⁷

Konjunkturell gesehen, hat die Schweizer Wirtschaft sich im internationalen, insbesondere im europäischen Vergleich seit 2011 positiv entwickelt. Das BIP-Wachstum lag in den Jah-

ren 2011–2014 gemäß Schätzungen der KOF praktisch durchgehend bei knapp unter 2%, mit Ausnahme des Jahres 2012 (1,1%). Dies entspricht ziemlich genau dem Potenzialwachstum von rund 2%, mit dem man in der Schweiz rechnet (vgl. Abberger et al. 2015). Welcher Anteil dieses Wachstums auf den Mindestkurs zurückzuführen ist, ist allerdings schwer zu bestimmen. Ein Großteil lässt sich auf die sehr starke Einwanderung zurückführen, ein weiterer auf die internationale Konjunktorentwicklung, die insbesondere in den USA positiver ausfiel, als lange befürchtet wurde. Ein kontrafaktisches Szenario können wir nicht konstruieren, ebenso wenig ein Experiment. Zwar bestünde die Möglichkeit, die Zeit vor dem Mindestkurs als Kontrollgruppe zu nehmen, doch davon wird hier abgesehen.

Was lässt sich also mit Sicherheit sagen? Mit dem Mindestkurs hat die Nationalbank der Schweizer Wirtschaft eine – normalerweise nicht vorhandene – Planungssicherheit, was das Währungsrisiko angeht, geboten. Das heißt, jedes Schweizer Unternehmen konnte – im Wissen, dass es sich um eine temporäre Maßnahme handelt – zumindest für mehrere Monate mit einem fixen Wechselkurs rechnen und gleichzeitig dafür sorgen, dass ein allfälliger Wegfall des Mindestkurses verkraftbar wäre. Die SNB hat der Privatwirtschaft somit letztlich Sicherheit und Zeit verschafft.

Was dadurch gewonnen werden kann, lässt sich an einem anderen Beispiel festmachen. In den letzten drei Jahren hat die Schweizer Wirtschaft nicht nur zwei Frankenschocks erlebt, es gab auch eine politische Entscheidung, nämlich die Annahme der Initiative gegen Masseneinwanderung, welche für große Unsicherheit sorgt. Insbesondere besteht die – berechnete – Befürchtung, dass die Umsetzung der Initiative die bilateralen Verträge mit der Europäischen Union zu Fall bringt. Wie eine Untersuchung der KOF zeigt (vgl. Abberger et al. 2015), schiebt ein substantieller Anteil der Unternehmen aufgrund der Unsicherheit über die zukünftige politische Ausrichtung Investitionen auf, um abzuwarten, wie die Umsetzung der Initiative, für die der Bundesrat ab Annahme (9. Februar 2014) drei Jahre Zeit hat, aussehen wird.

Die Parallelen sind nicht eins zu eins auf den Mindestkurs übertragbar. Doch die ausgeschaltete Währungsunsicherheit dürfte dazu beigetragen haben, dass Firmen Investitionen weder zeitlich (noch geographisch) verschoben haben, anders als bei der Unsicherheit über die wirtschaftspolitische Ausrichtung. Vor Einführung des Mindestkurses gab es Befürchtungen, dass eine De-Industrialisierungswelle auf die Schweiz zukomme. Die Welle kam nicht.

Die »Schadensminimierung«, wie Oliver Landmann im ifo Schnelldienst 19/2011 den SNB-Entscheid nannte, hatte somit mit einer hohen Plausibilität ihren Anteil an der relativ günstigen Konjunktorentwicklung der letzten Jahre. Auch

³ Die Geldpolitik der SNB besteht selbstverständlich nicht nur aus dem Mindestkurs.

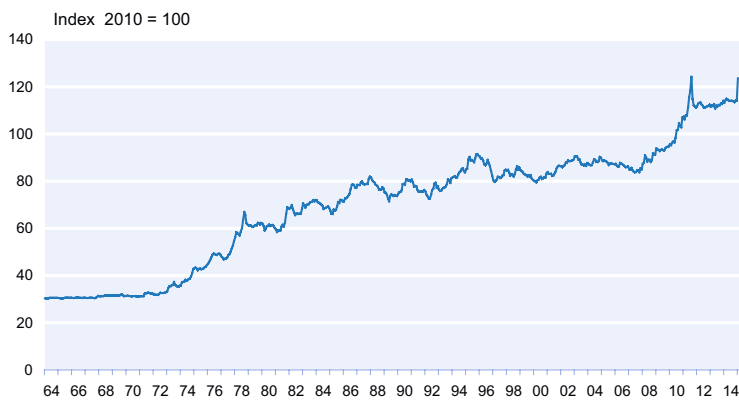
⁴ Art. 99 Bundesverfassung (BV), verfügbar unter: http://www.snb.ch/de/mmr/reference/Bundesverfassung_Art_99/source/Art_99_Geld_und_Waehrung_de.pdf, aufgerufen am 28. Februar 2015.

⁵ Monatswerte, indiziert auf den Dezemberwert 2010 (= 100). Der Jahresdurchschnitt 2011–2014 beträgt – 0,2%, ohne 2011 – 0,3%.

⁶ Vgl. Schweizerische Nationalbank, »Ziele und Aufgaben der Schweizerischen Nationalbank«, verfügbar unter: http://www.snb.ch/de/i/about/snb/id/snb_tasks, aufgerufen am 28. Februar 2015.

⁷ Die Februarzahlen folgen erst nach Abgabe dieses Artikels am 2. März 2015. Es ist davon auszugehen, dass die Preise nochmals stark gefallen sind.

Abb. 1
Nominaler Frankenkurs^{a)}



^{a)} Nominell effektiver Wechselkurs für den Schweizer Franken, handelsgewichtet, basierend auf den Jahren 2008–2010.

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

die zu Beginn häufig geäußerte Kritik des »beggar-thy-neighbor« verstummte allmählich, als die Akzeptanz für das Argument der starken Überbewertung stieg. Allerdings ging mit dem Verstummen der Kritik auch eine Art Vergessen einher. Die SNB hatte sich mit dem Mindestkurs (noch) stärker an die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) gebunden, als sie es über die enge wirtschaftliche Verflechtung mit dem Euroraum bereits war. Der Mindestkurs war klar als temporäre Maßnahme für extreme Zeiten deklariert worden.

Die extremen Zeiten scheinen am 15. Januar 2015 offensichtlich ein Ende gefunden zu haben. Die SNB löste den Mindestkurs – und der Franken schoss durch die Decke. In ihrer Heftigkeit waren die Schocks vom 6. September 2011 und dem 15. Januar 2015 über den ganzen Monat betrachtet vergleichbar – unter anderen Vorzeichen. Gemäß der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich fiel die abrupte Abwertung (nominell) im September 2011 ungefähr genauso stark wie die abrupte Aufwertung im Januar 2015 aus. Sie betrug rund 8% (vgl. Abb. 1). Wie aus Abbildung 1 auch ersichtlich wird, konnte sich der Frankenkurs zum Euro nicht von der 1,20-Grenze lösen – im Gegenteil, er klebte geradezu daran. Auch wenn der Franken gemäß gängiger Wechselkurskonzepte als überbewertet gilt, musste die SNB damit rechnen, dass der Franken nach Auflösung des Mindestkurses stark aufwerten würde.

Gab es Anzeichen für den Entscheid?

Über die genauen Gründe wurde viel spekuliert (vgl. Rathke und Sturm 2015). Ob die anstehende Entscheidung des »Quantitative Easing«-Programms (QE) der EZB das entschei-

dende Kriterium war, ist von außen schwer zu sagen. Dass das QE kommen würde, war länger bekannt. Letztlich ging es nur um die genaue Höhe.

Vor beiden Entscheidungsdaten stieg der Frankenkurs, soweit er das in der Zeit nach dem 6. September überhaupt tun konnte. Das galt angesichts der starken und vor allem extrem raschen Aufwertung insbesondere für den August/September 2011, aber es galt auch für den Dezember/Januar 2014/15.

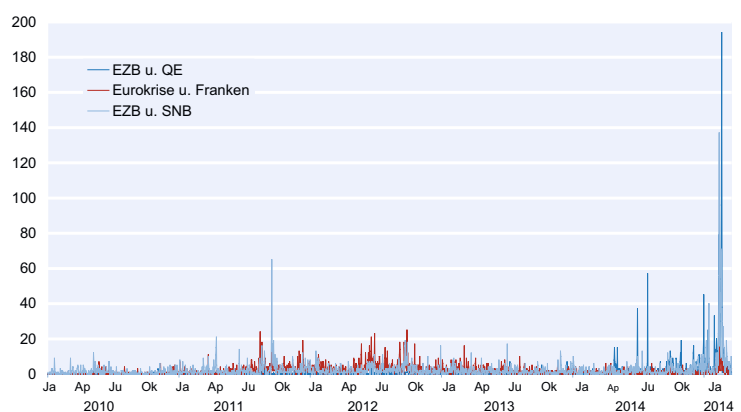
Für eine laufende Forschungsarbeit (vgl. Iselin 2015) benutze ich das Online-Archiv für deutschsprachige Medien, Genios, um eine Art Unsicherheitsindikator zu konstruieren, um die Geschäftslage der Industrie vorherzusagen.

Mit Stichwortsuchen nach »EZB+SNB« sowie »QE+EZB« und »Eurokrise+Franken« lässt sich die Gerüchteküche rund um den Mindestkurs ansatzweise erfassen. Die Berichterstattung zu den genannten Schlagworten ging vor den Entscheiden hoch (vgl. Abb. 2). Dies ist nicht weiter überraschend, bilden die Medien doch die Wirtschaftsentwicklung ab. Bereits vor den Entscheiden häuften sich die Berichte. Spitzen gab es allerdings auch 2009, als die Nationalbank massiv an den Devisenmärkten interveniert hatte, ohne großen Erfolg, was das Drücken des Frankens anbelangte.

Was folgt?

Bisher war viel von der Vergangenheit die Rede. Doch was folgt konjunkturell in der näheren Zukunft? Wie Boriss Siliverstovs (2015) in einem KOF Working Paper zeigt, manifestieren sich erste Effekte einer Wechselkursverände-

Abb. 2
Der Franken in den Medien



Quelle: Genios; Berechnung des Autors.

rung in der Schweizer Realwirtschaft bereits nach einem Monat, wobei der Effekt nach 13 Monaten praktisch vollständig verschwunden ist – ob dies auch für den Mindestkurs gilt, ist eher unwahrscheinlich, hier werden die Effekte bis zu seinem Ende nachgewirkt haben. Den stärksten Einfluss sieht man gemäß Siliverstovs' Analyse zwischen sechs bis neun Monaten nach einer Wechselkursveränderung. Das heißt für die jetzige Situation, dass die vollen Konsequenzen des SNB-Entscheids frühestens im Sommer zu sehen sein werden. Dies deckt sich mit der aufdatierten Konjunkturprognose der KOF Konjunkturforschungsstelle, die mit einer kurzen Rezession in der Schweiz im Sommerhalbjahr rechnet. Wichtig zu erwähnen ist dabei jedoch, dass die Prognose von einer Euro-/Frankenparität ausgeht.

Das von der KOF berechnete Konjunkturbarometer, ein Vorlaufindikator für die Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz, sackte im Februar um 6% ab. Der Rückgang wurde erwartet, er war allerdings nicht so groß wie befürchtet. Im Jahr 2011, vor Einführung des Mindestkurses, verlor das Barometer beinahe 10%. Dass es nicht so schlimm gekommen ist, wie befürchtet, heißt allerdings noch nicht, dass alles gut ist. Die Beschäftigungserwartungen in der Industrie sind beispielsweise hoch korreliert mit dem Frankenkurs. Und die Erwartungen entsprechen in der Regel relativ genau der späteren Beschäftigungsentwicklung, wie Erfahrungen mit dieser Datenreihe zeigen.

In den monatlichen Konjunkturumfragen der KOF werden u.a. die Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes und der Finanzindustrie befragt, ob sie planen, in den nächsten drei Monaten die Zahl ihrer Beschäftigten auf- oder abzubauen, oder sie die Beschäftigung gleich belassen wollen. Aus den Antworten zu dieser Frage lässt sich ein Saldo errechnen, welcher als Vorlaufindikator für die tatsächlichen Beschäftigungsveränderungen der nächsten Monate dienen kann. Der Saldo ergibt sich als Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die die Beschäftigung erhöhen, und dem Anteil der Unternehmen, die die Beschäftigung senken wollen. Planen beispielsweise 10% der Unternehmen eine Erhöhung der Beschäftigung und 20% einen Abbau – während die restlichen 70% den Bestand unverändert belassen wollen – dann beträgt der Saldo – 10%.

In der Februarumfrage zeigte sich für die Unternehmen der Industrie ein deutlicher Absturz des Saldos. Lag er im Januar noch bei – 4,5, sank er nach der Aufhebung des Mindestkurses auf – 25. Im Februar gab es also deutlich mehr Industrieunternehmen, welche die Beschäftigung in den nächsten drei Monaten reduzieren wollen als solche, welche die Beschäftigung erhöhen wollen. Ein solches Einbrechen der Beschäftigungserwartungen der Industriefirmen wurde zuletzt Ende 2008 verzeichnet. Bei den Finanzdienstleistern

zeigt sich ein ähnlicher Rückgang der Beschäftigungserwartungen wie in der Industrie.

Es könnte also »schmutzig« werden. Allerdings hängt die weitere Entwicklung stark vom Frankenkurs in den nächsten Monaten ab, so dass vieles Spekulation bleibt. Die Schweizerische Nationalbank hat sich entschieden, gegen und gleichzeitig mit dem internationalen Strom zu schwimmen. Weltweit halten Zentralbanken von Japan bis Dänemark sinkenden Inflationsraten – und einer eher schlep-penden Konjunktur – eine expansive Geldpolitik entgegen. Die SNB, die die Einführung 2011 noch mit der Deflationsgefahr begründet hatte, verfolgt mit ihrem Regime-wechsel einen restriktiveren Kurs, auch weil die Inflation von einem tiefen Niveau aus am Steigen war und die Konjunktur hierzulande gut lief. Man könnte somit sagen, sie hat die Geldpolitik normalisiert, allerdings in nicht-normalen Zeiten.

Die Aufwertung des Frankens, wie Ernst Baltensperger (2013), der geldtheoretische Ziehvater vom jetzigen SNB-Präsidenten Thomas Jordan an der Universität Bern, sagte, gründet vor allem auf dem »Erfolg« der Schweizer Volkswirtschaft. Geht es konjunkturell etwas bergab, könnte der Druck auf den Franken abnehmen, dies würde aber voraussetzen, dass der Haupttreiber der Aufwertung – die Suche von Investoren nach sicheren Anlageklassen – sich verschiebt. Zwar gibt es erste Anzeichen, dass wieder vermehrt Dollar nachgefragt werden, doch weltweit gibt es auf dem Währungsmarkt wenige so attraktive Währungen wie den Franken. Mit der Aufgabe des Mindestkurses zum jetzigen Zeitpunkt spekuliert die SNB auf einen baldigen Attraktivitätsverlust des Frankens. Wo der genau herkommen soll, ist vielen unklar. Die SNB würde hingegen argumentieren: Er wird von den Negativzinsen her kommen.

Literatur

Abberger, K., Y. Abrahamsen, T. Bolli, A. Dibiasi, P. Egger, A. Frick, M. Graff, F. Hälg, D. Iselin, S. Sarferaz, J. Schläpfer, M. Siegenthaler, B. Simons-Süer, J.-E. Sturm und M. Tarlea (2015), *Der bilaterale Weg – eine ökonomische Bestandsaufnahme*, KOF Studien, 58, Zürich, verfügbar unter: <http://www.kof.ethz.ch/de/publikationen/p/kof-studien/3571/>.

Baltensperger, E. (2013), »Die Eurokrise und der Schweizer Franken«, *Die Volkswirtschaft*, verfügbar unter: <http://www.dievolkswirtschaft.ch/editions/201301/Baltensperger.html>, aufgerufen am 2. März 2015.

Iselin, D. (2015), »Nowcasting the Business Situation of the Industry Sector with a MIDAS approach and Media Data«, KOF Working Papers, forth coming.

Landmann, O. (2011), »Mindestkurs für den Schweizer Franken: Gefährlicher Interventionismus der SNB?«, *ifo Schnelldienst* 64(19), 3–16, verfügbar unter: <https://ideas.repec.org/a/ces/ifosdt/v64y2011i19p03-16.html>, aufgerufen am 2. März 2015.

Rathke, A. und J.-E. Sturm (2015), »Der Abschied von der Untergrenze«, Kommentar zum Nationalbank-Entscheid vom 15. Januar 2015, *Ökonomenstimme*, 30. Januar, verfügbar unter: <http://www.oekonomenstimme>.

org/artikel/2015/01/der-abschied-von-der-untergrenze-kommentar-zum-nationalbank-entscheid-vom-15-januar-2015/, aufgerufen am 2. März 2015.

Silverstovs, B. (2015), »The Franc Shock and Swiss GDP: How Long Does It Take to Start Feeling the Pain?«, KOF Working Papers No. 373, Zürich, Februar, verfügbar unter: <http://www.kof.ethz.ch/publikationen/p/kof-working-papers/373/>, aufgerufen am 2. März 2015.



Oliver Landmann*

Nach dem Franken-Schock: Welche Strategie verfolgt die Schweizerische Nationalbank?

Die Schweiz im Banne des klassischen Trilemmas

Der Druck, dem der Schweizer Franken als sicherer Hafen für risikoscheues Kapital seit jeher ausgesetzt war, hat sich mit dem Ausbruch der Weltfinanzkrise von 2008 akzentuiert und seither nicht mehr nachgelassen. Diesem Druck kann die schweizerische Nationalbank (SNB) nicht enttrinnen. Sie kann höchstens versuchen, ihn durch geeignete Signale an die Märkte zu begrenzen. Vor allem aber beeinflusst sie mit der Wahl ihrer Strategie, an welcher Stelle und in welcher Form der Druck spürbar wird und wie viel Schaden er verursacht. Die Schweiz erlebt hautnah, was die Lehrbücher der internationalen Makroökonomie als »Trilemma« beschreiben: Eine uneingeschränkte internationale Mobilität des Kapitals, ein stabiler Wechselkurs und eine autonome Kontrolle der Zentralbankbilanz sind für eine kleine offene Volkswirtschaft nicht unter einen Hut zu bringen. Sondern sie muss immer eines der drei Anliegen den beiden anderen opfern. Der freie Kapitalverkehr steht für eine Volkswirtschaft, deren Finanzplatz global mitspielt und einen bedeutenden Beitrag zur Wertschöpfung leistet, nicht ernsthaft zur Debatte. Damit schrumpft das Trilemma zu einem Dilemma: Die SNB muss entscheiden, ob sie am Devisenmarkt die Frankenpräferenz der globalen Anleger mit einem elastischen Frankenangebot akkommodiert oder ob sie dem Devisenmarkt fernbleibt und den Ausgleich von Angebot und Nachfrage allein dem Wechselkurs überlässt.

Als sich die Finanzkrise ab 2010 zur europäischen Schuldenkrise ausweitete, verstärkte sich der Druck auf den Schweizer Franken massiv. Verunsicherte Eurobesitzer drängten in den viel kleineren Markt für Frankenanlagen und erschwerten damit die Aufgabe der SNB zusätzlich. Diese versuchte eine Weile lang, einen Mittelweg zwischen Auf-

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

wertung und Bilanzausweitung zu finden, konnte aber weder das eine noch das andere verhindern. Von September 2008 bis August 2011 verdreifachten sich die Devisenreserven der SNB. Trotzdem stieg der Franken-Wechselkurs gegenüber dem Euro gleichzeitig um 40%. Für die stark auf den Euroraum ausgerichtete schweizerische Exportwirtschaft bedeutete dies eine existenzielle Herausforderung, der Volkswirtschaft insgesamt drohte eine Deflation auf breiter Front.

Vor diesem Hintergrund entschied sich die SNB im September 2011 zur Flucht nach vorne: Sie legte einen Mindestkurs von Fr. 1,20 pro Euro fest und bekräftigte ihre Entschlossenheit, diese Marke mit unbegrenzten Mitteln zu verteidigen. Das implizite Kalkül war, dass die Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindung weitere spekulative Kapitalzuflüsse entmutigen und damit das Volumen der zur Durchsetzung der Kursvorgabe erforderlichen Devisenmarktinterventionen in Grenzen halten würde. Die Stabilisierung des Wechselkurses gelang. Allerdings musste die SNB dafür anfänglich nochmals erhebliche Devisenmengen aus dem Markt nehmen. Erst ab der zweiten Hälfte 2012 stabilisierten sich ihre Fremdwährungsguthaben auf hohem Niveau bis gegen Ende 2014. Als sich der Nachfragedruck Anfang 2015 erneut intensivierte, zog die Notenbankleitung die Reißleine und gab den Wechselkurs frei. Der Franken schnellte augenblicklich in die Höhe und pendelte sich danach bis Ende Februar bei etwa Fr. 1,07 pro Euro ein – eine Aufwertung von knapp 15%.

Eine Straffung der Geldpolitik war makroökonomisch nicht indiziert

Was bewog die SNB zu diesem Schritt? Und warum gerade jetzt? Die Erklärungen der SNB-Führung selbst waren zunächst eher dürr und wenig erhellend. Klar war nur: Das Narrativ, mit dem die Kursuntergrenze zuvor begründet worden war, hatte seine Gültigkeit nicht eingebüsst. Es gab keinerlei makroökonomische Indikation, dass eine Inflation, eine Überhitzung der Wirtschaft oder sonst etwas drohte, was nach einer Straffung der Geldpolitik, geschweige denn nach einer eigentlichen deflationären Schockbehandlung verlangt hätte (vgl. Tab. 1): Die Inflationsrate, die in den Jahren 2012 und 2013 noch negativ war, erreichte 2014 eben

erst wieder die Nulllinie. Für das laufende Jahr deutet nach dem Franken-Schock alles auf einen erneuten Rückgang des Preisniveaus hin. Die konjunkturelle Lage, in Tabelle 1 gemessen durch die Produktionslücke, hat sich seit 2011 kontinuierlich abgekühlt; seit 2012 liegt die Produktion ununterbrochen unterhalb des Produktionspotenzials. Warum also das bruske Bremsmanöver der Geldpolitik?

Was sich geändert hat, und darauf verwies die SNB zur Begründung ihres Schritts ausdrücklich, ist das internationale Umfeld. Die Eurozone verharrt weiterhin am Rande der Deflation und weckt – bei allen Unterschieden zwischen ihren Mitgliedern – derzeit noch kaum Hoffnungen auf eine durchgreifende realwirtschaftliche Erholung. Demgegenüber festigt sich in den USA die konjunkturelle Erholung zusehends – mit der Folge, dass die Perspektiven für die Geldpolitik in den beiden großen Währungsräumen kaum gegensätzlicher sein könnten. In den USA wurde das »Quantitative Easing« eingestellt, und der Ausstieg aus der Nullzinspolitik ist absehbar, wogegen die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrem eigenen »Quantitative Easing« gerade erst beginnt. Die Devisenmärkte haben auf diese Konstellation lehrbuchmäßig reagiert und die Bewertung des US-Dollar im Verhältnis zum Euro deutlich angehoben. Durch seine Anbindung an den Euro hat der Schweizer Franken die Abwertung gegenüber dem Dollar mitmachen müssen. Hierin kann man eine Lockerung der monetären Bedingungen in der Schweiz erblicken, die zum Zeitpunkt der Festlegung des Mindestkurses sicherlich nicht beabsichtigt war. Allerdings hielten sich die Auswirkungen auf den globalen realen Außenwert der Schweizer Währung in engen Grenzen. Wie aus Tabelle 1 hervorgeht, bewegte sich der reale effektive Wechselkurs des Franken zwischen 2012 und 2014 praktisch seitwärts. Ein akuter Handlungsbedarf zur Korrektur des realen Außenwerts wird von dieser Entwicklung nicht angezeigt.

Wie viel Bilanzwachstum kann sich die SNB leisten?

Die Freigabe des Wechselkurses ist somit nur als präemptive Maßnahme im Hinblick auf die zu erwartende weitere Entwicklung der monetären Bedingungen in der Eurozone zu verstehen. Dass die Bindung an den Euro nicht auf Dauer angelegt war, hatte die SNB von Anfang an klar gemacht.

Tab. 1
Makroökonomische Indikatoren für die Schweiz, 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inflationsrate ^{a)}	-0,5	0,7	0,2	-0,7	-0,2	0,0 ^{c)}	0,0 ^{c)}
Produktionslücke ^{a)}	-1,0	0,1	0,1	-0,6	-0,6	-1,1 ^{c)}	-1,5 ^{c)}
Realer effektiver Wechselkurs ^{b)}	100,8	105,9	116,3	112,5	110,7	111,4	118,5 ^{d)}

^{a)} Jeweils in %. – ^{b)} Januar 2009 = 100. – ^{c)} OECD-Prognosen, Nov 2014, unter der Annahme eines unveränderten Wechselkurses. – ^{d)} Januar 2015, nach Freigabe des Euro-Wechselkurses.

Quelle: OECD; SNB.

Und dass sie ihre Strategie gerade dann auf den Prüfstand stellen muss, wenn sich die EZB anschickt, eine Richtung einzuschlagen, welche die Schweiz nicht auf Dauer mitgehen wollen kann, leuchtet ebenfalls ein. Hierin liegt denn auch die unmittelbare Ursache für die erneuten Zweifel der Märkte, die im Vorfeld der Kursfreigabe die Entschlossenheit der SNB mit umfangreichen Portfolio-Umschichtungen vom Euro in den Franken testeten.

Dass die SNB diesmal relativ schnell einknickte, dem Druck der Märkte nachgab und dafür in Kauf nahm, dass der Wechselkurs in die Höhe schoss, hatte nichts damit zu tun, dass ihre Munition knapp geworden wäre. Einer Zentralbank, die sich gegen eine Aufwertung ihrer Währung wehrt, geht die Munition nie aus, denn sie kann Nachschub ja selbst unbeschränkt herstellen. Die SNB argumentiert vielmehr, dass sie gar keine andere Wahl hatte. Denn sonst hätte sie riskiert, die Kontrolle über ihre Bilanz zu verlieren, was sie als untragbare Hypothek für ihre künftige Stabilitätspolitik empfunden hätte (vgl. Jordan 2015).

Die SNB hat ihre Bilanz durch ihre Devisenmarktinterventionen der vergangenen fünf Jahre stärker aufgebläht als jede andere Zentralbank eines Industrielands. Es ist daher keine Überraschung, dass die angemessene Größe und Zusammensetzung der Zentralbankbilanz zu einem Thema wurden. Trotzdem stellt sich die Frage, ob es gerechtfertigt ist, makroökonomische Instabilität in der Gegenwart zu provozieren, um möglichen Risiken in der Zukunft vorzubeugen. Ist es vernünftig, seine Heizung im Winter zurückzufahren, nur weil man befürchtet, der nächste Sommer könnte die Klimaanlage überfordern?

Eine Sorge, die die SNB mit allen anderen Zentralbanken teilt, die sich in den vergangenen Jahren zu einer substanziellen Ausweitung ihrer Bilanzen gezwungen sahen, ist die Sorge um die Bewahrung der Finanzstabilität. In der Schweiz steht vor allem die Befürchtung im Vordergrund, dass die Liquidität, mit der die SNB durch ihre Devisenmarktinterventionen das Bankensystem geflutet hat, zu einer unkontrollierten Kreditexpansion im Immobiliensektor und damit früher oder später zu einer spekulativen Immobilienblase führen könnte. Ob ein absehbarer Konflikt zwischen Finanzstabilität und makroökonomischer Stabilität Grund genug für eine präemptive Straffung der Geldpolitik ist, oder ob er nicht eher durch flankierende makroprudenzielle Maßnahmen – wie sie die SNB ja auch bereits ergriffen hat – entschärft werden sollte, wird kontrovers diskutiert (vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2014; Landmann 2014).

Zu einem besonders heiklen Thema wurde das Bilanzmanagement für die SNB auch deswegen, weil es in der Schweiz längst zu einem öffentlichen Politikum geworden ist. Erst im Herbst 2014 hatten die Schweizer Stimmberechtigten über eine Volksinitiative abgestimmt, die mit einem vorgeschrie-

benen Mindestanteil von Gold an den Aktiven der SNB einen massiven Eingriff in die Gestaltungsspielräume der Geldpolitik bedeutet hätte. Obwohl die Initiative abgelehnt wurde, hat sie doch schlaglichtartig vor Augen geführt, dass die Autonomie der SNB in Bezug auf das Management ihrer eigenen Bilanz jederzeit in Frage gestellt werden kann. Für eine geldpolitische Strategie, die darauf angewiesen war, den Märkten glaubhaft signalisieren zu können, dass man zur Verteidigung der Kursuntergrenze nötigenfalls unbeschränkte Mittel einzusetzen bereit ist, war dies ein schwerer Schlag.

Der politische Druck, dem die SNB dabei ausgesetzt ist, betrifft weniger die technischen Aspekte der Stabilitätspolitik an sich als die Vermögensrisiken, die durch die Anhäufung von Fremdwährungspositionen in der Bilanz entstehen. Akzentuiert wird das Problem dadurch, dass die Bewertungsgewinne und -verluste in der laufenden Erfolgsrechnung ausgewiesen werden müssen, und dass sowohl private Aktionäre als auch die Kantone der Schweiz am Geschäftsergebnis beteiligt sind und daher an der laufenden Ertragslage lebhaft interessiert sind. Theorie und Praxis der Geldpolitik lassen indessen nicht den geringsten Zweifel daran, dass das kommerzielle Ergebnis einer Zentralbank bedingungslos hinter dem Stabilitätsauftrag zurückzustehen hat. Man könnte zwar aus Sicht der SNB die Frage stellen, ob es nicht ein langfristig rentables Geschäftsmodell sein müsste, wenn man kostenlos ein Medium herstellen kann, das Investoren weltweit als Wertaufbewahrungsmittel so begehren, dass sie dafür nicht nur keinen Zins einfordern, sondern sogar eine Gebühr in Form eines Negativzins zu bezahlen bereit sind. Aber so wenig eine Zentralbank nach dem Modell eines Staatsfonds operieren sollte, so wenig dürfen die finanziellen Interessen ihrer Dividendenempfänger die Wahrnehmung ihres Stabilitätsauftrags kontaminieren. Wenn die politischen und institutionellen Rahmenbedingungen die gebotene Hierarchie der Prioritäten in Frage stellen, liegt der Handlungsbedarf bei den Rahmenbedingungen und nicht bei der Geldpolitik.

Fazit: Gefragt ist eine geldpolitische Strategie

Die Schweizerische Nationalbank hat am 15. Januar 2015 eine geldpolitische Strategie über Bord geworfen, mit der die Schweiz drei Jahre lang insgesamt gut gefahren ist. Dass diese Strategie früher oder später zu überprüfen und anzupassen sein würde, war immer klar. Weniger klar war demgegenüber, zu welchem Zeitpunkt dies zu geschehen habe und durch welche andere Strategie die Euro-Anbindung des Franken abgelöst werden könnte. Diese zweite Frage ist auch heute noch offen. Was die Autonomie wert ist, welche die SNB mit ihrer 180°-Kehrtwende zurückgewonnen hat, wird sich erst noch zeigen müssen. Denn Erschütterungen, die zu größeren Portfolioverschiebungen zwischen Währun-

gen führen, wird es mit Sicherheit weiterhin geben. Unter diesen Voraussetzungen ist die faktische »Autonomie« der Zentralbank einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit einer eigenen Währung äußerst limitiert. Dass die makroökonomische Stabilisierung der Schweiz auf die Dauer mit einer Politik des »benign neglect« gegenüber dem Wechselkurs gelingen kann, glaubt auch die SNB nicht. Bereits hat sie ihre Bereitschaft erklärt, nötigenfalls erneut in den Devisenmarkt einzugreifen. Offen ist die Frage, wie viel nachhaltigen Erfolg sie damit haben kann, nachdem sie aller Welt kundgetan hat, dass mit dem aktuellen Bilanzvolumen eine Schmerzgrenze erreicht ist. Wechselkursmanagement, gleich welcher Art, muss sich auf eine glaubwürdige Konditionierung der Erwartungen stützen können. Diese wiederum setzt eine glaubwürdige und transparente geldpolitische Strategie voraus. Eine solche ist derzeit noch nicht erkennbar oder zumindest nicht nach außen kommuniziert. Hier bleibt eine Bringschuld, um deren Einlösung die SNB nicht herumkommen wird.

Literatur

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2014), 84. *Jahresbericht*, Basel.

Jordan, Th. (2015), »Switzerland at the Heart of Europe: Between Independence and Interdependence«, Vortrag an der Université libre de Bruxelles, 17. Februar 2015.

Landmann, O. (2014), »Haben die Zentralbanken den rechtzeitigen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik verpasst?«, *Wirtschaftsdienst* (9), 611–615.



Rudolf Minsch*

Die Frankenaufwertung: Kurzfristig schlecht, langfristig gut

Einführung und Aufhebung der Wechselkursuntergrenze

Am 15. Januar 2015 hat die Schweizerische Notenbank (SNB) überraschend die Wechselkursuntergrenze von 1,20 Franken zum Euro aufgegeben. In der Folge wertete sich der Franken rasch und stark auf, so dass ein Euro in den ersten Tagen nach der Freigabe mehr oder weniger einen Franken kostete.

Damit erlebte die Schweiz ein Déjà-vu. Bereits 2011 war sie durch eine rasante Wechselkursentwicklung geschockt worden: Der Frankenkurs sackte zum Euro in den Sommerwochen bis auf ein Minimum von 1,0277 ab. Damit hatte sich der Franken zu diesem Zeitpunkt innert eineinhalb Jahren gegenüber dem Euro um rund 30% aufgewertet. Wäre der Wechselkurs damals auf diesem Niveau verharrt, wären viele Betriebe in existenzielle Nöte geraten, denn Aufwertungschocks in dieser Größenordnung überfordern die kurzfristige Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft. Mit der Einführung der Wechselkursuntergrenze verhinderte die SNB Schlimmeres. Die Überbewertung des Frankens wurde so auf einem Niveau gehalten, auf dem die meisten Unternehmen durch kostenseitige Maßnahmen und durch Forcierung der Innovation eine faire Chance erhielten, innert nützlicher Zeit wieder profitabel zu werden.

Der Sachverhalt lässt sich auch anhand der Entwicklung der Kaufkraftparität Franken-Euro verdeutlichen. Die Kaufkraftparität liegt derzeit – gemäß einer Schätzung mit Hilfe eines Fehlerkorrekturmodells unter Verwendung von Produzentenpreisen – bei etwa 1,28 Franken zum Euro. Obwohl solche Schätzungen einen großen Unsicherheitsbereich aufweisen, zeigt der Verlauf in den letzten Jahren die Problematik doch deutlich: Der Franken war bis zum ersten Hö-

* Prof. Dr. Rudolf Minsch ist Chefökonom und Mitglied der Geschäftsführung bei *economiesuisse*, dem Dachverband der Schweizer Unternehmen.

Abb. 1

Wechselkurs und Kaufkraftparität

Quelle: Macrobond; Berechnungen des Autors.

hepunkt der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 gegenüber dem Euro tendenziell unterbewertet. Ein Grund für diese Schwäche lag in der großen Nachfrage nach Frankenkrediten, die vor allem in Osteuropa zu Hypothekarkrediten verwendet wurden. Nach 2008 wertete sich der Franken zunächst allmählich und dann ab 2010 sehr rasch und stark auf, so dass im Sommer 2011 eine massive Überbewertung resultierte. Da die Inflationsrate der Eurozone zwischen 2011 und 2014 nicht mehr stark von der schweizerischen abwich, stagnierte die Kaufkraftparität in dieser Zeit. Folglich kann seit der Aufgabe der Wechselkursuntergrenze wieder eine massive Überbewertung des Frankens beobachtet werden.

Neben der Überbewertung ist mit dem unerwarteten Übergang zu flexiblen Wechselkursen ein zweiter Nachteil verbunden: Die Planungssicherheit fällt weg. Weil die Notenbank die Wechselkursuntergrenze 40 Monate lang rigoros verteidigte, pendelten sich auch die Erwartungen auf diesem Niveau ein. Verständlicherweise waren deshalb im Januar 2015 auch viele Exportunternehmen nicht oder nur teilweise gegen Währungsrisiken abgesichert. Schließlich hatte die Notenbank noch im Dezember kommuniziert, dass sie die Wechselkursuntergrenze im Markt weiterhin entschieden durchsetzen werde.

Gründe für die Aufgabe der Wechselkursuntergrenze

Seit der Einführung der Wechselkursuntergrenze im Jahr 2011 war zwar klar, dass es sich um eine temporäre Maßnahme handeln würde. Weshalb aber entschied sich die Notenbank gerade im Januar 2015 dazu, sie wieder aufzuheben?

Erstens notierte der Franken seit Ende August 2014 nur noch knapp über 1,20 zum Euro. Die Untergrenze war quasi zum fixen Wechselkurs mutiert. Zunächst hatte die »Gold-

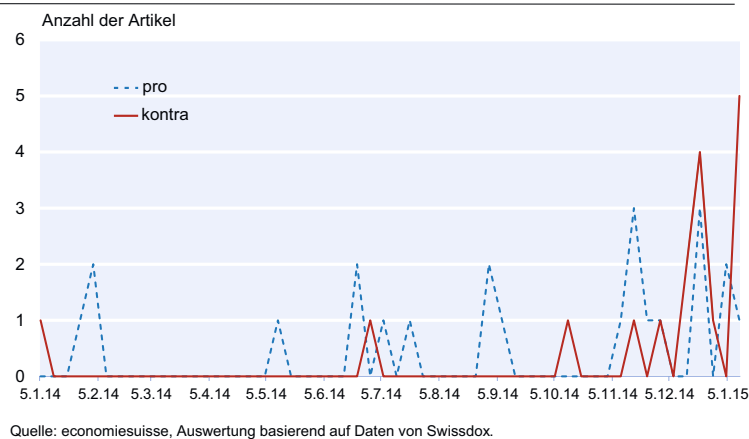
initiative«, die Ende November zur Abstimmung gelangte, die Märkte interessiert. Diese verlangte, dass die SNB 20% ihrer Aktiven in Gold halten müsse und dieses keinesfalls mehr verkaufen dürfe. Die Kombination von Gold und Franken erschien verlockend. Es wurde erwartet, dass bei einem Ja zur Initiative die Wechselkursuntergrenze fallen würde. Die Banken registrierten ein großes Interesse von internationalen Anlegern, die bisher noch nie in die Schweizer Währung investiert hatten. Der Franken rutschte jedenfalls durch die Goldinitiative wieder in den Fokus der Finanzmärkte und wertete sich bis zur Untergrenze von 1,20 auf. Der Kurs bewegte sich in den nächsten Wochen kaum, auch weil die mit der Ukraine-Krise verbundene Unsicherheit die Nachfrage hoch hielt. Schließlich kündigte die SNB im Dezember 2014 an, Negativzinsen einzuführen. Doch auch diese Maßnahme stoppte den Druck auf den Franken nicht nachhaltig.

Zweitens standen die Wahlen in Griechenland kurz bevor. Es zeichnete sich ab, dass Ende Januar 2015 die radikale Linkspartei Syriza an die Macht kommen und der Verbleib Griechenlands in der Eurozone wieder zum Thema werden würde.

Drittens ließen die Ankündigungen des Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB), Mario Draghi – ganz im Sinne einer Politik der »forward guidance«, also einer frühzeitigen Vorbereitung der Märkte auf geldpolitische Entscheidungen – kaum Zweifel darüber aufkommen, dass die EZB Staatsanleihen und Firmenanleihen im großen Stil aufkaufen und die Märkte mit Euros fluten würde. Im Januar zeichnete sich immer deutlicher ab, dass die Führung der EZB eine ultraexpansive Geldpolitik nach dem Vorbild des Fed plante mit einem langfristigen Programm, das den Euro nachhaltig schwächen würde.

Viertens wurde in der Schweiz um den Jahreswechsel herum intensiver darüber diskutiert, ob die Wechselkursuntergrenze noch gerechtfertigt sei. Durch die Fremdwährungskäufe zur Abschwächung des Frankens hatte sich die Bilanz der SNB stark aufgebläht und näherte sich Ende 2014 der Größenordnung des Bruttoinlandsprodukts. Auch wenn die Notenbank kein technisches Limit für Fremdwährungskäufe beachten muss, zeichneten sich die Grenzen der politischen Akzeptanz immer deutlicher ab. So berichteten die Medien zunehmend kritischer und fragten sich, wie lange die Notenbank die Untergrenze sinnvollerweise noch verteidigen könne oder wolle. Auch mehrten sich die kritischen Stimmen aus Politik und Kreisen der Wirtschaft. Dies zeigt eine Auswertung der Artikel in den deutschsprachigen Schweizer Sonntagszeitungen im Zeitraum zwischen dem

Abb. 2

Presseauswertung pro/kontra Mindestkurs in deutsch-schweizer Sonntagszeitungen

Quelle: economiesuisse, Auswertung basierend auf Daten von Swissdox.

5. Januar 2014 und dem 11. Januar 2015. Während des Jahres 2014 kamen in den Sonntagsmedien kaum Stimmen zu Wort, die der Mindestkursuntergrenze kritisch gegenüber standen. Wenn über die Untergrenze berichtet wurde, dann waren die Aussagen großmehrheitlich positiv. Dies änderte sich im Dezember 2014 und vor allem im Januar 2015: Die Sonntagszeitungen berichteten nicht nur häufiger, sondern auch mehrheitlich negativ über die SNB-Politik. Die Akzeptanz im Inland bröckelte.

Zusammengefasst präsentierte sich die Lage für die SNB im Januar 2015 wie folgt: Es bestand keine Aussicht auf ein besseres außenwirtschaftliches und politisches Umfeld, das eine Rückkehr zu einem flexiblen Wechselkurs in geordneten Bahnen erlaubt hätte (der Euro würde sich gegenüber dem Franken aufwerten, und die SNB könnte die Politik der Wechselkursuntergrenze ohne große Wechselkursbewegungen aufheben). Zur weiteren Verteidigung der Wechselkursuntergrenze hätte die SNB Fremdwährungskäufe in einer Größenordnung einsetzen müssen, die im Inland kaum noch akzeptiert worden wäre. So entschied sich die Nationalbank zur Aufgabe der Wechselkursuntergrenze.

Unterschiede zwischen 2011 und 2015

Der Frankenschock 2015 zeigt einige Parallelen zur starken Aufwertung im Jahr 2011. In beiden Jahren führten die Wechselkurse zu einer starken Verteuerung von Schweizer Waren und Dienstleistungen in Euro. Der Frankenschock bewirkte deshalb im Export einen Kostenschock. Doch sind zwei wichtige Unterschiede zwischen 2015 und 2011 zu vermerken. Erstens sind die Wachstumsaussichten für die Eurozone aktuell deutlich besser als im Jahr 2011. Damals rutschte sie in eine Rezession, und es wurde ernsthaft über ihr baldiges Auseinanderbrechen spekuliert. Neben dem Währungsschock mussten Schweizer Exportunternehmen deshalb zusätzlich mit ei-

nem Nachfragerückgang fertig werden. Demgegenüber ist das Wirtschaftswachstum in Europa 2015 zwar mäßig, aber es ist kein Einbruch zu befürchten. Zweitens wächst die US-Wirtschaft robust. Parallel zum schrittweisen Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik der Fed hat sich der Dollar aufgewertet. Auch diese Entwicklung verlief 2011 ganz anders. Damals gab es für Anleger, die einen sicheren Hafen suchten, sehr wenige Alternativen zum Franken. 2015 kann der Dollar diese Rolle wieder übernehmen und zieht somit bei Krisen Kapital an. Damit sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass der bereits stark überbewertete Franken in absehbarer Zeit weiter an Wert zulegen wird. Mit anderen Worten präsentiert

sich die Situation 2015 – obwohl ein massiver Kostenschock vorliegt – deutlich besser als 2011.

Auswirkungen des Frankenschocks auf die Schweizer Wirtschaft

Der Frankenschock betrifft die gesamte Wirtschaft. Die betriebliche Betroffenheit nimmt allerdings ab, je größer die Vorleistungen aus dem Ausland, je stärker die geographische Diversifikation und je größer die Preissetzungsmacht ist. Damit ist die Frankenstärke vor allem für Unternehmen problematisch, die einen großen Kostenblock in Schweizer Franken aufweisen, stark auf den europäischen Markt ausgerichtet sind und deren Produkte sich wenig von jenen der ausländischen Konkurrenz unterscheiden. Die Zahl dieser Unternehmen ist in den letzten Jahren allerdings gesunken. Generell ist die Schweizer Wirtschaft breit diversifiziert: Sie verfügt über einen interessanten Mix an erfolgreichen Exportbranchen, die zudem in allen wichtigen Märkten der Welt präsent sind. Klar ist der europäische Markt nach wie vor dominant und wird es auch in Zukunft bleiben, seine Bedeutung hat aber in den letzten Jahren zugunsten von Schwellenländern und Nordamerika abgenommen.

Bei den betroffenen Unternehmen unterscheiden sich die nötigen Maßnahmen stark. Manche Firmen erhöhen die betriebsübliche Arbeitszeit, einige senken sogar die Löhne, andere verbessern die Produktionsabläufe, wieder andere verlagern Arbeitsplätze ins Ausland oder gründen Einkaufsgenossenschaften, um Vorleistungen günstiger zu beschaffen. Alle diese Maßnahmen zielen darauf ab, die Kosten kurzfristig zu senken und die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Industrie wieder herzustellen. Hier zeigt sich der große Vorteil eines liberalen Arbeitsmarktes: Die Unternehmen können in der Krise rasch reagieren und die Betriebsstrukturen an die geänderten Verhältnisse anpassen. Diese Flexibilität wird aber auch dazu führen, dass

verlorene Stellen schnell wieder aufgebaut werden, sollte sich das wirtschaftliche Umfeld aufhellen.

Der Währungsschock betrifft aber nicht nur exportierende Unternehmen. Auch Zulieferer müssen durch Preiskonkzessionen mithelfen, die Kosten für die Exportindustrie zu senken. Dies geht bis hin zur Werbe- und Druckindustrie oder zu Informatikdienstleistungen. Zudem wächst die internationale Konkurrenz auch im Binnensektor. Autohändler müssen ihre Preise senken, wollen sie nicht durch Parallelimporte konkurrenziert werden. Detailhändler passen ihre Preise an, um den Einkaufstourismus einzuschränken und die inländischen Kunden bei Laune zu halten. Generell verläuft dieser Preisanpassungsprozess sehr viel schneller als 2011. Während man damals Wochen bis Monate zugewartet hatte, wurden 2015 erste Preissenkungen schon wenige Tage nach dem Frankenschock bekannt gegeben. Die wirtschaftliche Abkühlung bremsst auch die Bautätigkeit, die am Ende eines Boomes angelangt ist. Schließlich ist der Finanzplatz gefordert. Seine Kostenbasis besteht zu einem großen Teil aus Schweizer Franken, Privatbanken und Vermögensverwalter erzielen die Erträge aber in Fremdwährung. Ähnliches gilt für die Tourismusbranche, die kaum von günstigeren Importprodukten profitieren kann.

Es gibt nur wenige Ausnahmen in der Schweizer Wirtschaft, denen die Frankenstärke kaum etwas anhaben kann: die Versicherungsbranche, Beratungsfirmen oder staatsnahe Branchen wie das Gesundheitswesen. Der Frankenschock stellt somit kurzfristig fast die gesamte Schweizer Wirtschaft vor eine gewaltige Herausforderung.

Ist eine starke Währung ein Nachteil?

Die Eurozone profitiert derzeit von der Abwertung ihrer Währung, denn die Exporte in Drittmärkte verbilligen sich entsprechend. Auch die ultraexpansive Geldpolitik in Japan hat den Yen nachhaltig geschwächt. Der Abwertungswettlauf großer Währungen scheint zu suggerieren, dass eine starke Währung vor allem Nachteile bringt. Dies ist aber nicht der Fall, denn eine starke Währung ist nicht nur ein Zeichen einer prosperierenden Wirtschaft, sie hat auch langfristig positive Auswirkungen, weil der wirtschaftliche Strukturwandel frühzeitig erfolgt.

Beginnen wir mit den Vorteilen für die Konsumentinnen und Konsumenten: Sie verfügen im internationalen Vergleich über eine hohe Kaufkraft. Die durchschnittliche Arbeitskraft muss weniger Minuten arbeiten, um sich die Güter des täglichen Bedarfs leisten zu können. Noch viel offensichtlicher wird der Vorteil, wenn Ferien im Ausland gebucht oder teure Importprodukte wie Autos gekauft werden.

Auch für die Wirtschaft ist eine starke Währung von Vorteil: Tendenziell sind die Refinanzierungskosten tiefer als bei einer

schwachen Währung. Zudem muss das Land weniger für den Rohstoffimport ausgeben und Unternehmen können Vorleistungen aus dem Ausland generell günstiger importieren. Eine starke Währung fördert die Spezialisierung auf wertschöpfungsintensive Tätigkeiten im Inland, während wertschöpfungsschwache Bereiche tendenziell ausgelagert werden.

Genau dieser Vorgang war und ist in der Schweiz zu beobachten. Die Wirtschaft muss (mit Ausnahmen, zuletzt in der Periode 2003–2008) seit Jahrzehnten mit einer tendenziell starken Währung leben. Um international wettbewerbsfähig zu bleiben, sind die Unternehmen erstens zu Kostensenkungsmaßnahmen gezwungen. Der starke Franken sorgt also dafür, dass der Strukturwandel jeweils frühzeitig erfolgt. Zweitens – und das ist langfristig von hoher Bedeutung – zwingt sie die starke Währung zu Innovationleistungen. Denn wer in einem Hochkostenumfeld überleben will, muss einzigartig, besser, verlässlicher oder schneller sein als die Konkurrenten. Der starke Franken zwingt die Unternehmen also förmlich zur fortwährenden Entwicklung neuer Ideen und wird so zum Innovationstreiber, der sie langfristig in eine ausgezeichnete Wettbewerbsposition bringt.

Fazit

Die Aufwertung des Frankens erfolgte nach der Freigabe der Wechselkursuntergrenze sehr rasch und in großem Umfang. Dies stellt die Schweizer Unternehmen vor riesige Herausforderungen. Sie müssen ihre Kosten über Nacht senken. Da der liberale Arbeitsmarkt Strukturanpassungen ermöglicht, kann die Wirtschaft aber rasch reagieren. Dies beschleunigt den Strukturwandel. Der starke Franken macht es notwendig, dass Unternehmen auf Innovation und auf wertschöpfungsintensive Tätigkeiten setzen. Langfristig wird die Schweizer Wirtschaft daher vom starken Franken profitieren.

Entgegen der linken Kritik ist der Rat wissenschaftlich stark – nur die Gewerkschaftsvertreter sind forschungsschwach.

Auffallend lange hat sich die Wiederberufung von Christoph Schmidt in den Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hingezogen. Einige mutmaßen schon, dass hinter den Kulissen und im SPD-geführten Wirtschaftsministerium um diese Personalie gerungen werde. Gewerkschafter und Politiker haben den Sachverständigenrat – häufig »fünf Wirtschaftsweisen« genannt – in jüngster Zeit scharf attackiert. Beispielsweise sagte die SPD-Generalsekretärin Fahimi anlässlich der Übergabe des Jahresgutachtens, die Analyse werde »wissenschaftlichen Anforderungen nicht gerecht«, das Gutachten schein »in seiner ganzen Methodik nicht mehr auf der Höhe der Zeit zu sein«. Das sind sehr schwere Vorwürfe. Interessant wäre es zu erfahren, wie die Diplom-Chemikerin Fahimi das 400-Seiten-Gutachten in nur wenigen Stunden lesen konnte, dass sie zum Urteil kam, es enthalte »viel zu wenig ökonomische Fakten«. Noch polemischer äußerte sich die Linke. Parteichef Riexinger sagte: »Der Sachverständigenrat besteht fast komplett aus Quacksalbern mit Professorentitel.«

Gewerkschaftsvertreter kritisieren regelmäßig, der Sachverständigenrat sei ideologisch einseitig besetzt, und die Positionen des Rates seien durch Ansichten der vier nicht von den Gewerkschaften nominierten Ratsmitglieder ideologisch verzerrt. Die Kritik am Sachverständigenrat bezüglich seiner vermeintlich einseitigen ideologischen Ausrichtung und mangelnder wissenschaftlicher Expertise ist nicht nur ungerechtfertigt, vielmehr wird die Öffentlichkeit hinters Licht geführt: Nicht die Mehrheit des Rates ist forschungsschwach und wissenschaftlich nicht auf der Höhe der Zeit, sondern es sind die von den Gewerkschaften nominierten Ökonomen, die forschungsschwach sind. Das zeigen verschiedene

empirische Auswertungen. Gut belegt ist auch, dass die Gewerkschaftsvertreter ständig Minderheitenmeinungen und -voten einbringen.

Das erste Minderheitsvotum im Sachverständigenrat hat im Jahr 1971 der von den Gewerkschaften nominierte Claus Köhler abgegeben. Eine Analyse der Minderheitsvoten aus den Jahren 1971 bis 2011 zeigt, dass die Abgabe von Minderheitsvoten durch nichts anderes so gut erklärt wird, wie auf dem »Gewerkschaftsticket« im Rat zu sitzen (vgl. Potrafke 2013). Von den insgesamt 83 Minderheitsvoten in diesen 40 Jahren wurden 66 von Ratsmitgliedern mit Gewerkschaftsticket und elf von Ratsmitgliedern mit Arbeitgeberticket abgegeben. Die letzten drei Jahresgutachten der Jahre 2012 bis 2014 enthalten 15 Minderheitsvoten. 14 dieser 15 Minderheitsvoten hat Peter Bofinger (Gewerkschaftsticket), eines hat Volker Wieland (Arbeitgeberticket) abgegeben. Die Minderheitsvoten zeigen, dass die von den Gewerkschaften nominierten Räte deutlich andere wirtschaftspolitische Positionen vertreten als die anderen Räte. Wesentlich ist, dass die Positionen der Räte mit Gewerkschaftsticket auch innerhalb der deutschen Ökonomenzunft insgesamt Minderheitsmeinungen sind.

Fraglich bleibt die wissenschaftliche Fundierung der jeweiligen wirtschaftspolitischen Positionen. Glaubt man dem Gepolter der Gewerkschaften und einzelner Politiker, so sind die wirtschaftspolitischen Positionen der vier Räte ohne Gewerkschaftsticket (Mehrheitsmeinung) unzureichend wissenschaftlich fundiert. Das verwundert sehr: Die vier Räte ohne Gewerkschaftsticket sind fachlich bestens durch Publikationen in internationalen Fachzeitschriften ausgewiesen. Sie forschen an der internationalen Forschungsfront. Im *Handelsblatt-Ökonomenranking*, das auf Publikationsleistungen in internationalen Fachzeitschriften basiert, werden in der Kategorie Lebenswerk Volker Wieland auf

* Der Artikel ist auch erschienen in der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung* vom 23. Februar 2015, S. 18.

Platz 122, Christoph Schmidt auf Platz 197 und Lars Feld auf Platz 206 gelistet. Isabel Schnabel ist erst Anfang 40 und auf den veröffentlichten Rängen nicht gelistet; ihre Vorgängerin im Rat, Claudia Buch, steht auf Platz 147. Peter Bofinger ist das mit Abstand älteste Ratsmitglied, hatte also deutlich mehr Zeit zum Forschen und Publizieren, taucht aber im *Handelsblatt-Ökonomenranking* gar nicht auf.

Im neuen *FAZ-Ökonomenranking* wird auch anhand von Forschungsleistungen, aber auch darüber hinausgehender Kriterien wie Politikberatung und Einfluss auf öffentliche Debatten ermittelt, wer Deutschlands einflussreichste Ökonomen sind. Die Mitglieder des Sachverständigenrates schneiden bei diesem Ranking hervorragend ab – wobei selbstverständlich ihre herausgehobene Position als Wirtschaftsweise dabei hilft. Die Gesamtränge sind: Lars Feld auf Platz 8, Christoph Schmidt 10, Peter Bofinger 12, Volker Wieland 21, Isabel Schnabel 46. Auch die Forschungsleistung wird berücksichtigt und anhand von Zitaten der Forschungsarbeiten gemessen. Diese Säule des F.A.Z.-Ranking wird zum Offenbarungseid der individuellen Forschungsleistung. Lars Feld erreichte 96 Forschungspunkte, Christoph Schmidt 91, Volker Wieland 71 und Isabel Schnabel 17, Peter Bofinger aber nur einen Punkt. Bei dieser Bewertung ist allerdings zu berücksichtigen, dass in das Ranking jüngere Zitate im Zeitraum von 2010 bis 2014 eingegangen sind. Ältere Wissenschaftler wie Bofinger, deren Zitationshochzeiten in früheren Lebensphasen gelegen haben mögen, haben bei Berücksichtigung jüngerer Zitate etwas schlechtere Karten (vgl. Wohlrabe 2014a; 2014b für eine kritische Betrachtung des FAZ-Rankings 2013).

Die Kritiker am Sachverständigenrat – Politiker wie auch Journalisten – sollten prüfen, inwieweit wirtschaftspolitische Positionen der Wissenschaftler durch wissenschaftliche Arbeiten in international referierten Fachzeitschriften fundiert sind. Politikberatung eines Wissenschaftlers überzeugt, wenn sein Sachverstand durch eigene Forschung entweder unmittelbar zur jeweiligen wirtschaftspolitischen Fragestellung oder allgemein durch Publikationserfolg in internationalen Fachzeitschriften dokumentiert werden kann.

Literatur

Potrafke, N. (2013), »Minority Positions in the German Council of Economic Experts: A Political Economic Analysis«, *European Journal of Political Economy* 31, 180–187.

Wohlrabe, K. (2014a), »Eine Kritik des FAZ-Ökonomenrankings 2013«, *ifo Schnelldienst* 67(13), 63–67.

Wohlrabe, K. (2014b), »Das FAZ-Ökonomenranking 2013: Eine kritische Betrachtung«, Ifo Working Paper No. 183.

Auswirkungen von Freihandel auf die deutsche Elektroindustrie

Ein Siebtel aller deutschen Exporte geht auf das Konto der Elektroindustrie. Mit einem Ausfuhrvolumen von 166 Mrd. Euro (2014) gehört sie zu den weltweit vier größten Lieferanten elektrotechnischer und elektronischer Produkte und Systeme. Aufgrund ihrer ausgeprägten Exportorientierung ist die Branche ein unmittelbarer Profiteur von Erleichterungen im internationalen Handel. Berechnungen des ZVEI - Zentralverband Elektrotechnik- und Elektronikindustrie zeigen, dass bisherige Freihandels- und Assoziierungsabkommen der Europäischen Union die deutschen Elektroausfuhren in die entsprechenden Partnerländer regelmäßig merklich befördert haben. Zusätzliche Wachstumsimpulse sollten für die Elektroindustrie daher auch von geplanten neuen Abkommen, etwa mit den USA oder Kanada, ausgehen.

Freihandel ist für eine Exportnation wie Deutschland mit bedeutenden Vorteilen verbunden. Der Abbau von Handelshemmnissen erleichtert beispielsweise den Zugang zu Absatz- und Beschaffungsmärkten. Er intensiviert den Wettbewerb und führt auf diese Weise zu mehr Innovationen und effizienteren Prozessen.

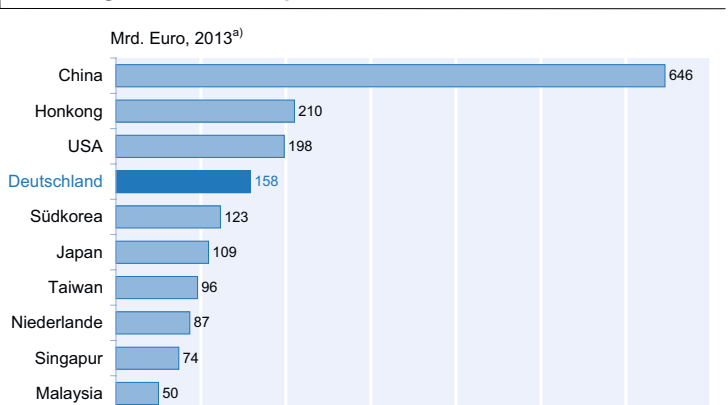
In einer globalisierten Welt sorgt freier Handel zudem für ein reibungsloseres Ineinandergreifen internationaler Produktions- und Wertschöpfungsketten. Letztlich trägt Handelsliberalisierung damit in hohem Maße zu Wachstum und Wohlstand bei.

Abb. 1
Deutscher Elektroaußenhandel



Quelle: Destatis; Berechnungen des ZVEI.

Abb. 2
Die zehn größten Elektroexporteure der Welt



^{a)} Aktuellster international vergleichbarer Jahreswert.

Quelle: Nationale statistische Ämter; Berechnungen des ZVEI.

Die deutsche Elektroindustrie ist mit rund 850 000 Beschäftigten der zweitgrößte industrielle Arbeitgeber hierzulande und traditionell tief im internationalen Marktgeschehen verankert. Ein Siebtel aller gesamtwirtschaftlichen deutschen Exporte geht unmittelbar auf ihr Konto. Mit einem 2014er Ausfuhrvolumen von 166 Mrd. Euro im Jahr 2014 belegt sie im Ranking der weltweit größten Exporteure elektrotechnischer und elektronischer Erzeugnisse hinter China, Hongkong und den USA Position 4. Die Elektroimporte nach Deutschland beliefen sich 2014 zudem auf 145 Mrd. Euro (vgl. Abb. 1 und 2).

Mit einem Volumen von gut 3 700 Mrd. Euro gehört der globale Elektromarkt zu den größten Produktmärkten weltweit (vgl. ZVEI 2014). Zahlreiche Staaten – etwa in Asien oder Amerika – »schützen« ihre Märkte aber nach wie vor mit einer Vielzahl tarifärer und nicht-tarifärer Handelshemmnisse. Als international aufgestellte Branche ist die deutsche Elektroindustrie von protektionistischen Maßnahmen unmittelbar betroffen. Aus diesem Grund setzt sich der ZVEI zusammen mit

* Dr. Andreas Gontermann ist Chefvolkswirt und Leiter der Abteilung Wirtschaftspolitik, Konjunktur und Märkte des ZVEI - Zentralverband Elektrotechnik- und Elektronikindustrie e.V., Frankfurt am Main.

** Jochen Schäfer ist Referent in der Abteilung Wirtschaftspolitik, Konjunktur und Märkte des ZVEI - Zentralverband Elektrotechnik- und Elektronikindustrie e.V., Frankfurt am Main.

seinen Mitgliedsunternehmen von jeher für eine faire Liberalisierung des internationalen Handels ein.

Allerdings ist die Doha-Runde zur Stärkung des multilateralen Handelssystems de facto seit Jahren festgefahren. Bilaterale Freihandelsabkommen sind zwar aus ökonomischer Sicht die zweitbeste Lösung. Berechnungen des ZVEI zu ausgewählten Freihandels- und Assoziierungsabkommen zwischen der EU und Drittstaaten belegen aber, dass die Unternehmen der deutschen Elektroindustrie bisher in vielen Fällen auch von separaten Liberalisierungsvereinbarungen profitieren konnten. Vergleicht man – über einen Zeitraum von mehreren Jahren vor und seit Inkrafttreten eines Abkommens – die Entwicklung der deutschen Elektroexporte in das entsprechende Partnerland mit der Entwicklung der Branchenexporte insgesamt, so zeigt sich, dass sich erstere in den Jahren nach Implementierung des jeweiligen Abkommens regelmäßig (noch) dynamischer entwickelt haben als davor.

Freihandelsabkommen haben Elektroexporte merklich befördert

Die EU unterhält seit 2003 ein umfassendes Freihandelsabkommen mit Chile. Abbildung 3 zeigt, dass die Exporte der deutschen Elektroindustrie nach Chile in einem Fünfjahreszeitraum vor Inkrafttreten des Abkommens um durchschnittlich 9,3 Prozentpunkte pro Jahr langsamer gewachsen waren als die deutschen Elektroausfuhren insgesamt. In den ersten fünf Jahren danach drehte sich das Bild dann um. Die Exporte in den Andenstaat legten in diesem Zeitraum im Durchschnitt um 7,1 Prozentpunkte pro Jahr schneller zu als die gesamten Branchenexporte.

Eine ähnliche Entwicklung lässt sich für die Elektroausfuhren nach Südafrika beobachten. Mit der EU hat das Land ein Freihandelsabkommen geschlossen, dessen Regelungen

seit 2000 angewendet werden. Die deutschen Elektroexporte nach Südafrika stiegen innerhalb der ersten fünf Jahre nach Abschluss des Abkommens um durchschnittlich 6,2 Prozentpunkte pro Jahr schneller als die gesamten Branchenexporte, während sie in den fünf Jahren davor noch um 5,3 Prozentpunkte p.a. langsamer gewachsen waren.

2011 trat ein ambitioniertes Freihandelsabkommen zwischen der EU und Südkorea in Kraft. In der Folge wies die EU 2013 zum ersten Mal seit eineinhalb Jahrzehnten wieder einen Exportüberschuss im Handel mit Südkorea aus (vgl. Europäische Kommission 2013). Die deutschen Elektroausfuhren in Richtung des weltweit viertgrößten Produzenten elektrotechnischer und elektronischer Erzeugnisse legten im Durchschnitt der Jahre 2012 und 2013 um kräftige 8,8 Prozentpunkte schneller zu als die gesamten deutschen Elektroexporte. In den fünf Jahren vor Implementierung des Abkommens hatte der jährliche Wachstumsvorsprung nur 2,4 Prozentpunkte betragen.

Allein beim Freihandelsabkommen EU-Mexiko kann keine zusätzliche Beschleunigung der Ausfuhren der heimischen Elektrobranche festgestellt werden. Im Fünfjahreszeitraum vor Inkrafttreten des Abkommens im Jahr 2000 waren die Elektroexporte in die zweitgrößte Volkswirtschaft Lateinamerikas um durchschnittlich 3,5 Prozentpunkte pro Jahr kräftiger gestiegen als das gesamte Exportvolumen der Branche. Im entsprechenden Vergleichszeitraum nach Implementierung reduzierte sich der Wachstumsvorsprung dann allerdings auf nur noch 0,3 Prozentpunkte p.a.

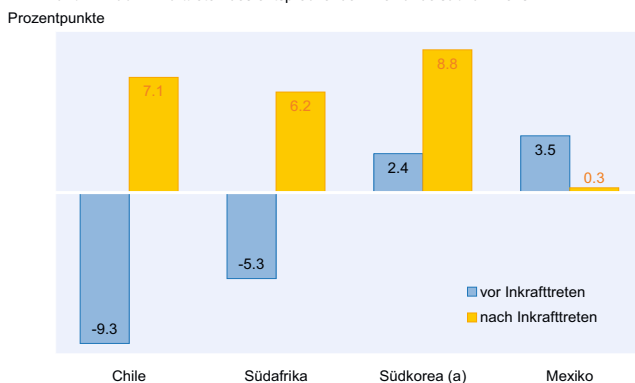
Auch Assoziierungsabkommen stimulieren die Branchenexporte

Abbildung 4 verdeutlicht, dass bereits der Abschluss eines EU-Assoziierungsabkommens mit ausgeprägter Freihandelskomponente zu einem Schub der Elektroausfuhren in ein entsprechendes Partnerland führen kann. Einen deutlichen Effekt hatte beispielsweise das Abkommen mit Ägypten von 2004. Einem hohen Wachstumsrückstand gegenüber den gesamten Branchenexporten von durchschnittlich 9,9 Prozentpunkten in den fünf Jahren vor Inkrafttreten folgte ein Wachstumsvorsprung von 12,4 Prozentpunkten in den fünf Folgejahren. Zweistellig fiel der entsprechende jährliche Vorsprung nach Start eines Assoziierungsabkommens mit plus 15,8 Prozentpunkten auch im Fall Jordaniens aus. Im Fünfjahreszeitraum vor Inkrafttreten der Assoziierung (2002) waren die deutschen Elektroexporte dorthin noch um durchschnittlich 4,5 Prozentpunkte pro Jahr langsamer ge-

Abb. 3

Klassische Freihandelsabkommen der EU

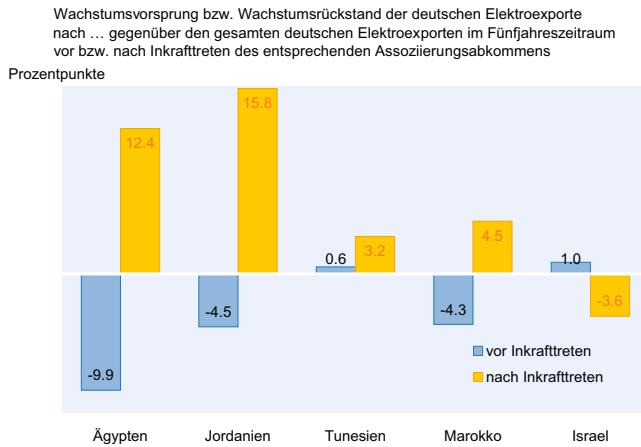
Wachstumsvorsprung bzw. Wachstumsrückstand der deutschen Elektroexporte nach ... gegenüber den gesamten deutschen Elektroexporten im Fünfjahreszeitraum vor bzw. nach Inkrafttreten des entsprechenden Freihandelsabkommens



(a) Zwei Jahre nach Inkrafttreten.

Quelle: Destatis; Berechnungen des ZVEI.

Abb. 4
Assoziierungsabkommen der EU



Quelle: Destatis; Berechnungen des ZVEI.

wachsen als die Branchenausfuhren insgesamt. Positiv fällt darüber hinaus das Fazit für die Abkommen mit Tunesien (2008) und Marokko (2000) aus. Mit einem durchschnittlichen Wachstumsvorsprung von 3,2 bzw. 4,5 Prozentpunkten pro Jahr entwickelten sich die Elektroexporte in die beiden Länder in den fünf Jahren nach Inkrafttreten der jeweiligen Abkommen dynamischer als die gesamten deutschen Elektroexporte. Nach Tunesien waren sie in der Fünfjahresperiode zuvor nur um 0,6 Prozentpunkte pro Jahr schneller gewachsen als die gesamten Branchenexporte, nach Marokko sogar um 4,3 Prozentpunkte langsamer.

Es gibt nur wenige Fälle, in denen der Abschluss eines Assoziierungsabkommens nicht zu einer relativen Steigerung der Elektroausfuhren beigetragen hat. So legten beispielsweise die deutschen Elektroexporte nach Israel in den ersten fünf Jahren nach der Assoziierung mit der EU um jährlich 3,6 Prozentpunkte langsamer zu als die gesamten Branchenexporte, nachdem sie im Vorfeld noch einen kleinen durchschnittlichen Wachstumsvorsprung von 1,0 Prozentpunkten pro Jahr aufgewiesen hatten.

Elektroindustrie als Profiteur der Europäischen Zollunion

Neben den oben genannten Handelsabkommen hat der ZVEI auch die Entwicklung der Elektroexporte in ausgewählte jüngere Mitglieder der Europäischen Zollunion untersucht. Die Etablierung der Zollunion, die sich durch einen gemeinsamen Handelsraum sowie einen einheitlichen Außenzoll auszeichnet, hat seit 1968 den grenzüberschreitenden Warenaustausch in Europa spürbar erhöht. Von dieser tieferen handelspolitischen

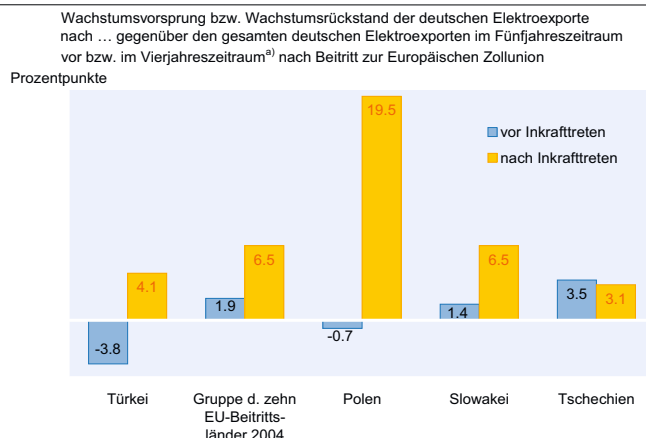
Integration hat in den letzten Jahrzehnten auch die deutsche Elektroindustrie profitiert. Heute gehen nach wie vor gut die Hälfte der gesamten Branchenausfuhren in die EU, der Anteil der Exporte in die Eurozone liegt bei etwa einem Drittel (vgl. BayernLB Research und ZVEI 2013).

Die Türkei ist seit 1996 Mitglied der Zollunion, obwohl sie kein EU-Mitglied ist. In ihrem Fall war die Teilnahme als Vorstufe zu einer angestrebten EU-Vollmitgliedschaft gedacht (mit der EU besteht bereits seit 1964 ein Assoziierungsabkommen). Die vertiefte wirtschaftliche Integration konnte die deutschen Elektroexporte in die Türkei merklich befördern. Während sie in den fünf Jahren vor dem türkischen Beitritt zur Zollunion noch

um durchschnittlich 3,8 Prozentpunkte pro Jahr langsamer gewachsen waren als die gesamten deutschen Elektroexporte, legten sie in den ersten vier Jahren danach (das Jahr 2001 wird aufgrund der damaligen schweren Wirtschaftskrise in der Türkei ausgelassen) im Mittel um 4,1 Prozentpunkte schneller zu (vgl. Abb. 5).

Die deutsche Elektroindustrie konnte auch vom gemeinsamen EU-Beitritt zehn neuer Mitglieder (Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Slowakei, Slowenien, Tschechien, Ungarn und Zypern) im Jahr 2004 spürbar profitieren. In den fünf Jahren vor dieser umfangreichen Erweiterung der Zollunion waren die deutschen Elektroexporte in die Gruppe der zehn Länder bereits um durchschnittlich 1,9 Prozentpunkte pro Jahr schneller als die gesamten Branchenexporte gewachsen, was zumindest teilweise auf Angleichungsbemühungen dieser Staaten bei Rechtsvorschriften und der Zollverwaltung zurückzuführen gewesen sein dürfte. Im Vierjahreszeitraum nach dem Beitritt – das Krisenjahr 2009 wird

Abb. 5
Beitritt zur Europäischen Zollunion



^{a)} Auslassung des jeweils fünften Jahres nach Beitritt zur Zollunion aufgrund schwerer Wirtschaftskrisen.
Quelle: Destatis; Berechnungen des ZVEI.

hier explizit ausgeklammert – stiegen sie dann im Durchschnitt sogar um jährlich 6,5 Prozentpunkte schneller als die gesamten Exporte. Bei der Betrachtung einzelner Länder zeigen sich freilich größere Unterschiede. Für die Elektroausfuhren nach Polen und in die Slowakei resultierte nach dem Beitritt beispielsweise ein großer Wachstumsvorsprung gegenüber den gesamten Branchenexporten von durchschnittlich 19,5 bzw. 6,5 Prozentpunkten pro Jahr, nachdem sie fünf Jahre zuvor im Mittel um 0,7 Prozentpunkte p.a. langsamer bzw. um 1,4 Prozentpunkte p.a. schneller als das gesamte Ausfuhrvolumen gestiegen waren. Nach Tschechien hingegen legten die Exporte zwar auch in den vier Jahren nach dem EU-Beitritt noch um durchschnittlich 3,1 Prozentpunkte schneller zu als die Ausfuhren der gesamten Branche. Der jährliche Wachstumsvorsprung fiel jedoch etwas geringer aus als im Vergleichszeitraum der fünf Jahre zuvor (plus 3,5 Prozentpunkte p. a.).

Kein eindeutiger Trend bei Direktinvestitionen

Freihandels- und Assoziierungsabkommen haben nicht nur Auswirkungen auf den Warenhandel. Sie können auch positive Impulse für die Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen im Partnerland (und vice versa) mit sich bringen. Bereits bei Abschluss eines Abkommens ohne explizite Investitionskomponente kann es zu einer erhöhten Investitionstätigkeit im Ausland kommen, wenn etwa ein erleichterter Warenhandel die grenzüberschreitenden konzerninternen Warenströme international tätiger Unternehmen befördert bzw. die internationalen Wertschöpfungsketten weiter gestärkt werden. Tatsächlich machen genau diese Warenströme heute ungefähr die Hälfte des globalen Handels aus. Zudem haben Zwischenprodukte im Welthandel inzwischen einen Anteil von 70% (vgl. Europäische Kommission 2010; OECD, WTO und Weltbank 2014).

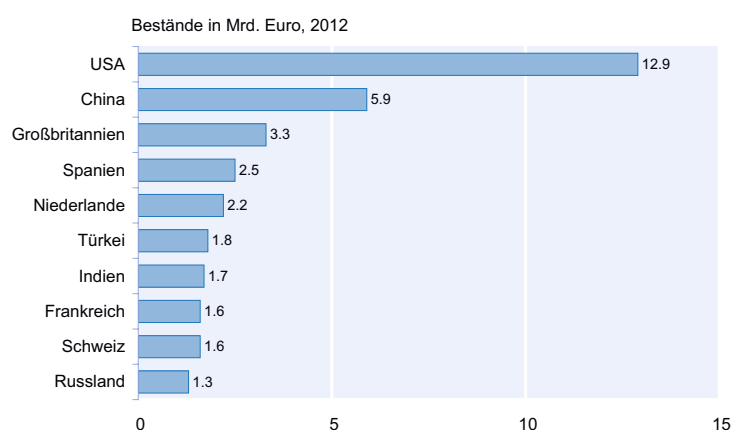
Der Bestand an Direktinvestitionen der deutschen Elektroindustrie im Ausland belief sich 2012 auf 61,1 Mrd. Euro, was einem Fünftel des gesamten Direktinvestitionsbestandes des Verarbeitenden Gewerbes hierzulande entsprach (vgl. GTAI und ZVEI 2014). Die bedeutendsten Investitionsziele der Elektroindustrie sind dabei nach wie vor die USA und China (vgl. Abb. 6). Derweil sind die Auslandsinvestitionen der Elektroindustrie in den oben untersuchten Ländern noch vergleichsweise niedrig. Vergleicht man den Bestand an Direktinvestitionen in einigen dieser Länder vor und nach Inkrafttreten eines Abkommens, ohne dabei allerdings die gesamten Auslandsinvestitionen als Maßstab heranzuziehen, zeigt sich kein eindeutiger Trend einer sich beschleunigenden grenzüberschreitenden

Investitionstätigkeit der deutschen Elektrounternehmen infolge eines Handelsabkommens. Der Investitionsbestand in der Türkei hatte beispielsweise in den fünf Jahren vor Inkrafttreten der Zollunion mit der EU um durchschnittlich 13,8% pro Jahr zugenommen. In den fünf Jahren danach reduzierte sich das Wachstum auf 6,8% pro Jahr. Im Fall Südafrikas folgte einem Wachstum der Direktinvestitionen von 3,8% pro Jahr im Vorfeld des Freihandelsabkommens eine Stagnationsphase. Einen positiven Impuls für die Direktinvestitionen der deutschen Elektroindustrie brachte hingegen das Freihandelsabkommen mit Mexiko, das konkrete Vereinbarungen zum Abbau von Investitionsbarrieren beinhaltet. Im Fünfjahreszeitraum vor der Implementierung des Abkommens war der Bestand an Direktinvestitionen der Branche in Mexiko um durchschnittlich 2,5% pro Jahr zurückgegangen. Im fünfjährigen Vergleichszeitraum danach resultierte wieder ein positives Wachstum von jährlich 1,1%. Tschechien hatte bereits in den fünf Jahren vor dem EU-Beitritt mit einem Zuwachs des Investitionsbestands von durchschnittlich 21,2% pro Jahr einen Investitionsschub erlebt. Im Vergleichszeitraum danach reduzierte sich der jährliche Anstieg dann auf 8,0%. In Polen, für das nur Daten ab 2000 verfügbar sind, war der Investitionsbestand der deutschen Elektroindustrie bis zum EU-Beitritt um 4,9% pro Jahr gesunken. In der Fünfjahresvergleichsperiode nach dem Beitritt stagnierte er dann.

Schlussbemerkungen

Für die deutsche Elektroindustrie ist ein barrierefreier internationaler Warenhandel ein wichtiger Wachstumsfaktor. Nimmt die ausländische Nachfrage nach deutschen Elektroexporten zu, dann steigen regelmäßig auch Produktion und Wertschöpfung hierzulande, was wiederum Arbeitsplätze sichert. Freier Handel ist darüber hinaus ein Spiegelbild funktionierender länderübergreifender Produktions- und

Abb. 6
Top-Ten-Investitionsziele der deutschen Elektroindustrie im Ausland



Quelle: Deutsche Bundesbank; Berechnungen des ZVEI.

Wertschöpfungsketten. Diese sind für die Elektroindustrie besonders wichtig, denn die Wettbewerbsfähigkeit der Branche basiert in hohem Maße auf ihrer Einbindung in die internationale Arbeitsteilung und der zunehmenden Spezialisierung in einer globalisierten Welt.

Die Elektroindustrie hat von den immer weitreichenderen globalen Verflechtungen im internationalen Handel und vor allem von den zahlreichen bisher geschlossenen Handelsabkommen der EU profitieren können. In den allermeisten Fällen hat das Inkrafttreten sowohl eines traditionellen Freihandels- als auch eines Assoziierungsabkommens zu einer vergleichsweise überdurchschnittlichen Beschleunigung der deutschen Elektroexporte in die entsprechenden Partnerländer beigetragen. Aufgrund dieser Beobachtung kann die Elektroindustrie wohl auch mit Wachstumsimpulsen infolge geplanter weiterer Abkommen – wie beispielsweise der Transatlantischen Handels- und Investitionspartnerschaft (TTIP) zwischen der EU und den USA oder des europäisch-kanadischen Freihandelsabkommens (CETA) – rechnen. Dabei stehen für die Branche nicht nur Zollpräferenzen, sondern vor allem auch Vereinbarungen zum Abbau nicht-tarifärer – insbesondere technischer – Handelshemmnisse im Mittelpunkt des Interesses.

Literatur

BayernLB Research und ZVEI (2013), *Wachstumsperspektiven für die deutsche Elektroindustrie – Zehn Schwellenländermärkte im Fokus*, München.

Europäische Kommission (2010), »Auf dem Weg zu einer umfassenden europäischen Auslandsinvestitionspolitik«, Mitteilung der Kommission KOM(2010)343, Brüssel.

Europäische Kommission (2013), »The EU's Bilateral Trade and Investment Agreements – Where Are We?«, memo, Brüssel.

Gontermann, A. und J. Schäfer (2014), *Freihandelsabkommen – Wichtige Triebfeder für die deutsche Elektroindustrie*, Helaba Volkswirtschaft/Research November, Frankfurt am Main.

GTAI und ZVEI (2014), *Direktinvestitionen*, Frankfurt am Main.

OECD, WTO und Weltbank (2014), »Global Value Chains: Challenges, Opportunities and Implications for Policy«, Report prepared for submission to the G20 Trade Ministers Meeting, Sydney, Australia.

ZVEI (2014), *Elektroindustrie weltweit – Branchenstruktur und Entwicklung*, Frankfurt am Main.

Der wichtigste Frühindikator der deutschen Konjunktur ist das ifo Geschäftsklima für die gewerbliche Wirtschaft. Mit einem Markov-Switching-Modell können die monatlichen Veränderungen des Geschäftsklimas in Wahrscheinlichkeiten für die beiden konjunkturellen Regime »Expansion« bzw. »Kontraktion« umgesetzt werden. Diese Wahrscheinlichkeiten – abgebildet in der ifo Konjunkturampel – liefern für die Früherkennung konjunktureller Wendepunkte wichtige Informationen. Die Umstellung der Saisonbereinigung des ifo Geschäftsklimas vom bisherigen hausinternen ASA-II-Verfahren auf das international bekannte Census-X-13ARIMA-SEATS-Verfahren machte auch eine Neuberechnung der ifo Konjunkturampel erforderlich. Der vorliegende Beitrag präsentiert Methodik und Ergebnisse.

Die frühzeitige Prognose von zyklischen Wendepunkten, d.h. von Richtungsänderungen in der wirtschaftlichen Entwicklung, ist erfahrungsgemäß besonders schwierig. Sie ist eine Domäne der Frühindikatoren. Die Richtungsänderung eines Frühindikators dient als Signal für einen bevorstehenden Wechsel im konjunkturellen Regime (hier: »Expansion« oder »Kontraktion«) und damit für einen Wendepunkt. Um aber nicht unnötig viele Wendepunktsignale zu generieren, wird in der Praxis nicht jede Richtungsänderung eines Frühindikators bereits als hinreichend valides Signal gewertet. Vielfach wird sich hierbei auf automatisierte Regeln gestützt. Nach der besonders prominenten »Dreimal-Regel« wird z.B. erst dann ein Wendepunkt signalisiert, wenn der Frühindikator dreimal in Folge in eine neue Richtung zeigt (vgl. Nierhaus und Abberger 2014).

Alternativ dazu kann aber auch das *numerische Ausmaß der Richtungsänderung* als Entscheidungskriterium dienen. Ist die Änderung des Indikators von einer Periode zur nächsten hinreichend groß, so wird nach diesem Ansatz ein Wendepunkt signalisiert, andernfalls verbleibt man im bisherigen Regime. Für diese nichttriviale Entscheidung, die im Ermessen des Konjunkturanalytikers liegt, können *Markov-Switching-Modelle (MS-Modelle)* wichtige Informationen liefern. Durch MS-Modelle können die Änderungen eines Frühindikators in Echtzeit-Wahrscheinlichkeiten für konjunkturelle Regime (z.B. Expansion oder Kontraktion) umgesetzt werden (vgl. Hamilton 1989). Befindet sich die Wirtschaft z.B. in einer Expan-

sionsphase, so kann ein sinkender Frühindikator noch im üblichen Schwankungsbereich liegen und daher im Einklang mit der Phase Expansion stehen. Er kann aber auch einen Regimewechsel anzeigen, nämlich hin zu Kontraktion. Genau für diese Entscheidung soll das MS-Modell Hilfestellung leisten.

Im Folgenden soll auf die Vorlaufeigenschaften des ifo Geschäftsklimas für die gewerbliche Wirtschaft an Wendepunkten der deutschen Konjunktur auf vierteljährlicher Basis eingegangen werden. Anschließend wird das ifo Geschäftsklima mit einem MS-Ansatz modelliert und das Signalverhalten vor konjunkturellen Wendepunkten auf Monatsbasis untersucht.

ifo Geschäftsklima und konjunkturelle Wendepunkte

Ein einschlägiger Frühindikator für die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland ist das ifo Geschäftsklima in der gewerblichen Wirtschaft. Es wird als geometrischer Mittelwert der beiden Komponenten »Geschäftslage« und »Geschäftserwartungen für die nächsten sechs Monate« ermittelt. Die beiden Klimakomponenten spiegeln die gegenwärtige Situation (die Geschäftslage ist in konjunktureller Hinsicht gut/befriedigend/schlecht), und die Aussichten (die Geschäftslage wird eher günstiger/etwa gleich bleiben/eher ungünstiger) der im Konjunkturtest (KT) befragten Unternehmen wider. Im Januar 2015 wurde die Saisonbereinigung des ifo Geschäftsklimas und anderer Konjunkturtestergebnisse vom bisherigen hausinternen ASA-II-Verfahren (vgl. Goldrian 1973; 1993) auf das international bekannte Census-X-13ARIMA-SEATS-Ver-

* Dr. Klaus Abberger ist Bereichsleiter Konjunkturumfragen an der KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich.

fahren (vgl. US Bureau of the Census 2013) umgestellt, um die Vergleichbarkeit und Kongruenz der KT-Ergebnisse mit den saisonbereinigten Reihen der amtlichen deutschen Statistik zu erhöhen (vgl. Henzel 2015). Seither werden die saisonbereinigten KT-Reihen ohne Witterungsreinigung ausgewiesen. Dagegen werden KT-Variable, die wie die Geschäftslage der Unternehmen signifikante Arbeitstageeffekte aufweisen, einer zusätzlichen arbeitstäglichen Bereinigung unterzogen (vgl. Sauer und Wohlrabe 2015).

Zur Beurteilung der Vorlaufeigenschaften des ifo Geschäftsklimas an konjunkturellen Wendepunkten muss eine Referenzreihe aus der amtlichen Statistik ausgewählt werden. Als gesamtwirtschaftliche Vergleichsreihe wird die zyklische Komponente des vierteljährlichen saison- und kalenderbereinigten realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) herangezogen. Das Bruttoinlandsprodukt ist das umfassendste aggregierte Maß für die wirtschaftliche Leistung einer Volkswirtschaft. Zur Trendbereinigung des saisonbereinigten realen BIP wurde der Hodrick-Prescott-Filter mit dem für Quartalsdaten üblichen Parameterwert $\lambda = 1\,600$ eingesetzt. Die in der Reihe verbliebenen Irregularitäten wurden durch eine zusätzliche HP-Filterung mit dem Parameterwert $\lambda = 1$ ausgeschaltet. Der HP-Filter wird damit als Bandpass-Filter eingesetzt (vgl. Artis, Marcellino und Proietti 2003). Zur Erhöhung der Stabilität der Ergebnisse am aktuellen Rand wurde die HP-Filterung für den Zeitraum Q1/1991 bis Q4/2015 durchgeführt, wobei sich die Quartalsschätzungen 2015 an der ifo Dezemberprognose 2014 orientieren.

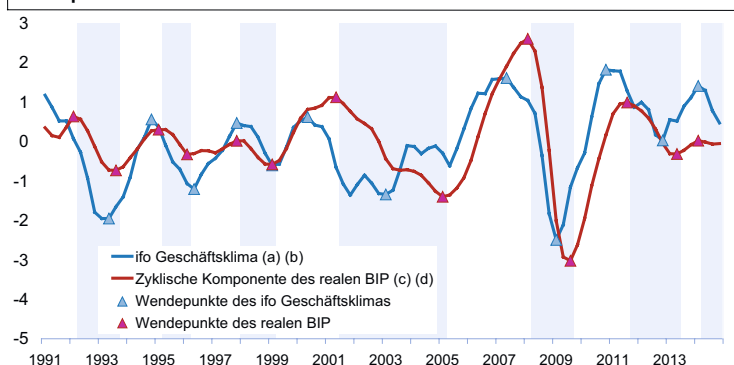
Die Klassifizierung der Wendepunktsignale aus dem ifo Konjunkturtest erfolgt anhand der am 26. Januar 2015 vom ifo Institut veröffentlichten saison- und kalenderbereinigten Zeitreihe des Geschäftsklimas für die gewerbliche Wirtschaft. Es handelt sich daher nicht um eine sogenannte Echtzeitanalyse, bei der die zu den jeweiligen Zeitpunkten publizierten Daten verwendet werden. Zwar werden die Befragungsergebnisse der ifo Konjunkturumfragen in der Regel nicht revidiert, doch kann insbesondere die statistische Bereinigung um Saisonmuster zu nachträglichen Veränderungen der saisonbereinigten Zeitreihe führen. Bei dem vom ifo Institut eingesetzten Saisonbereinigungsverfahrens Census X-13ARIMA-SEATS sind die saisonbereinigungsbedingten Revisionen jedoch sehr gering (vgl. Sauer und Wohlrabe 2015, S: 39 f.). Daher wird im Folgenden die aktuelle Zeitreihe des ifo Geschäftsklimas verwendet und auf eine strikte Echtzeitanalyse über konsekutiv berechnete monatliche Klimawerte verzichtet. Wenn im Folgenden daher Echtzeitbedingungen genannt sind, ist dies im Sinne von Pseudoechtzeit zu verstehen, da für die genannten Schätzungen zwar nur die zu einem Zeitpunkt verfügbare Informationsmenge

verwendet wird, aber nicht die zu diesem Zeitpunkt publizierten Daten.

Abbildung 1 zeigt, dass das mittels Census X-13ARIMA-SEATS saisonbereinigte ifo Geschäftsklima, zu Quartalsdurchschnitten aggregiert, mit der zyklischen Komponente des saisonbereinigten realen BIP korreliert. Über alle Datenpunkte hinweg gerechnet, ergibt sich der engste Zusammenhang des ifo Geschäftsklimas bei einem Vorlauf von zwei Quartalen; die Korrelation – gemessen am Maximum des Korrelationskoeffizienten – beträgt 0,68. In der Praxis der Konjunkturanalyse ist zu beachten, dass zu dem durchschnittlichen Vorlauf des ifo Geschäftsklimas noch ein weiterer Vorlauf durch die verschiedenen Publikationszeitpunkte hinzukommt: Die ifo-Ergebnisse für das abgelaufene Quartal sind zwei Monate vor den amtlichen BIP-Daten bekannt. Zudem unterliegen sie keinen nennenswerten Revisionen. Bei den ersten Veröffentlichungen des BIP durch das Statistische Bundesamt ist die amtliche Datengrundlage jedoch noch unvollständig. Die Ergebnisse werden deshalb mehrmals überarbeitet, endgültige Ergebnisse liegen erst nach vier Jahren vor.

Die blauen Flächen in Abbildung 1 zeigen die nach Bry-Boschan (BB) datierten Kontraktionsphasen des gefilterten vierteljährlichen realen BIP. Der am amerikanischen National Bureau of Economic Research (NBER) entwickelte BB-Datierungsalgorithmus liefert nach einer sequentiellen Entscheidungsregel eine komplette Datierung konjunktureller Hoch- und Tiefpunkte (vgl. Bry und Boschan 1971). Nach dem BB-Verfahren gibt es im Zeitraum 1991 bis 2014 insgesamt sechs Kontraktionsphasen (Zeitspanne vom oberen Wendepunkt bis zum darauf folgenden unteren), nämlich von Q1/1992 bis Q3/1993, von Q1/1995 bis Q1/1996, von Q4/1997 bis Q1/1999, von Q1/2001 bis Q1/2005, von Q1/2008 bis Q3/2009 sowie von Q3/2011 bis Q2/2013. Eine Kontraktionsphase (Spanne vom oberen Wendepunkt zum darauf folgenden unteren, blau hinterlegte Flächen in

Abb. 1
Wendepunkte der deutschen Konjunktur, ifo Geschäftsklima und zyklische Komponente des realen BIP



(a) Gewerbliche Wirtschaft: Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.
(b) Saisonbereinigt mit Census X-13ARIMA-SEATS. (c) Zweiseitiger HP-Filter. (d) Standardisierte Werte.

Blaue Flächen: Datierte Kontraktionsphasen des gefilterten realen BIP.

Quelle: Statistisches Bundesamt; ifo Konjunkturtest; Berechnungen des ifo Instituts.

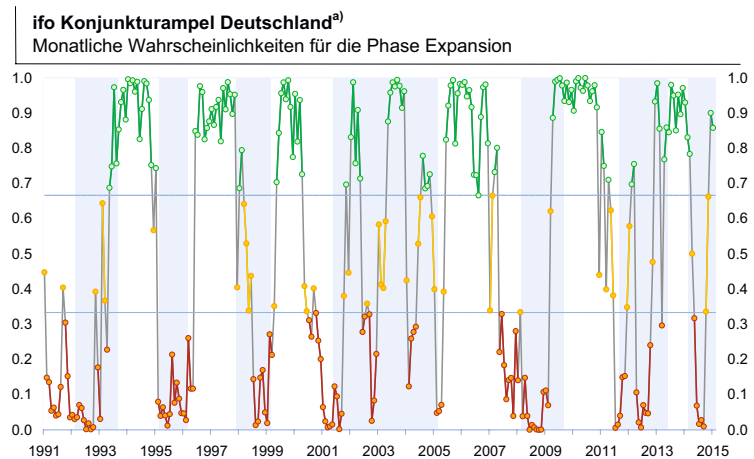
Abb. 1) beträgt durchschnittlich 7,2 Quartale, eine Expansionsphase (Spanne vom unteren Wendepunkt zum darauf folgenden oberen) 7,7 Quartale. Die Dauer eines Wachstumszyklus, gemessen an der durchschnittlichen Zeitspanne zwischen zwei aufeinander folgenden oberen Wendepunkten, beläuft sich auf 15,2 Quartale; gemessen an zwei konsekutiven unteren Wendepunkten, auf 16,5 Quartale.

Der bereits rein optisch sichtbare Vorlauf des ifo Geschäftsklimas an den meisten datierten Wendepunkten (vgl. Abb. 1) kann auf seine statistische Signifikanz hin überprüft werden. Da die Anzahl der Konjunkturzyklen in den betrachteten Zeitreihen nicht sehr groß ist, sind allerdings die üblichen parametrischen Testverfahren, wie etwa der t-Test, ungeeignet. Diese Tests setzen entweder starke Annahmen an die Verteilung der Daten voraus oder lassen sich nur für große Stichproben durch asymptotische Eigenschaften rechtfertigen. Die Signifikanz des Vorlaufs lässt sich aber alternativ über nichtparametrische Testverfahren bestimmen, die für die vorliegende, relativ kleine Zahl von Wendepunkten geeigneter sind. Aus dieser Klasse von Verfahren wird hier der Banerji-Test eingesetzt, der nicht die Vorgabe oder Herleitung einer analytischen Verteilungsfunktion für die Teststatistik unter der Nullhypothese erfordert. Wird mit diesem Verfahren die Nullhypothese, dass das ifo Geschäftsklima einen Vorlauf von null Quartalen besitzt (also gleichlaufend ist) gegen die einseitige Alternativhypothese, dass der Vorlauf größer als null Quartale ist (das Geschäftsklima also ein vorlaufender Indikator ist) getestet, resultiert ein p-Wert kleiner als 0,01. Damit kann die Nullhypothese zugunsten der Alternativhypothese zu den üblichen Signifikanzniveaus (0,1; 0,05; 0,01) verworfen werden. Das ifo Geschäftsklima für die gewerbliche Wirtschaft kann demnach als ein vorlaufender Indikator an konjunkturellen Wendepunkten klassifiziert werden. Die über diese Aussage hinaus gehende Nullhypothese, dass der Vorlauf des Geschäftsklimas ein Quartal beträgt versus der Alternativhypothese, dass der Vorlauf größer als ein Quartal ist, kann zu den gängigen Signifikanzniveaus nicht abgelehnt werden (vgl. Abberger und Nierhaus 2012, S. 223; Banerji 2000).

Markov-Switching und ifo Geschäftsklima

Für die Konjunkturanalyse ist die frühzeitige Erkennung von Wendepunkten besonders wichtig. Hier können die Schätzergebnisse von Markov-Switching-Modellen wichtige Informationen liefern. Bei dieser Modellklasse hängen die Parameter von stochastischen Regimevariablen ab. Ein lineares Modell wird bei diesem Ansatz dadurch flexibler, dass die

Abb. 2



^{a)} Gewerbliche Wirtschaft: Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.

Blaue Flächen: Datierte Kontraktionsphasen des gefilterten realen BIP (zweiseitiger HP-Filter).

Quelle: Statistisches Bundesamt; ifo Konjunkturtest; Berechnungen des ifo Instituts.

Parameter unterschiedliche Werte annehmen können, je nachdem, in welchem Regime sich die Zeitreihe befindet. Dadurch kann bei der Modellierung berücksichtigt werden, dass die Dynamik über die Zeit variiert.

Im Folgenden werden die ersten Differenzen des saisonbereinigten ifo Geschäftsklimas für die gewerbliche Wirtschaft mit einem Markov-Switching-Ansatz modelliert (vgl. Abberger und Nierhaus 2008; 2010). Um soweit wie möglich Echtzeitbedingungen zu simulieren, wird das MS-Modell auf Monatsbasis geschätzt. Abbildung 2 präsentiert die gefilterten Regimewahrscheinlichkeiten für den Zeitraum 1991 bis Februar 2015 (*ifo Konjunkturampel*).¹ Für die konjunkturelle Klassifikation der geschätzten Wahrscheinlichkeiten sind allerdings noch Regeln aufzustellen. Eine einfache symmetrische Klassifikationsregel besteht darin, dann von Expansion (Kontraktion) zu sprechen, wenn die entsprechenden Regime-Wahrscheinlichkeiten größer (kleiner) als 50% sind. Hier wird eine, empirisch motivierte Regel verwendet: Expansionsphasen liegen dann vor, wenn die Regime-Wahrscheinlichkeiten hierfür größer als zwei Drittel sind. Umgekehrt liegt eine Kontraktionsphase vor, wenn die Regime-Wahrscheinlichkeit hierfür größer als zwei Drittel ist. Bei Wahrscheinlichkeiten zwischen einem Drittel und zwei Dritteln wird von einer Situation hoher Unsicherheit ausgegangen, und es erfolgt keine konjunkturelle Klassifizierung. Signale für konjunkturelle Wendepunkte finden sich schließlich dort, wo die Regime-Wahrscheinlichkeiten für die Phasen Aufschwung/Abschwung zum ersten Mal die Zwei-Drittel-Marke überschreiten. Bei Wahrscheinlichkeiten zwischen einem Drittel und zwei Dritteln erfolgt keine konjunkturelle

¹ Für die Schätzung der gefilterten Regime-Wahrscheinlichkeiten des ifo Geschäftsklimas und für den Banerji-Test auf Vorlauf an datierten Wendepunkten des realen BIP wurden die Softwaretools Grocer (Version 1.53) und Scilab (Version 5.3.3) benutzt. Grocer kann unter <http://dubois.ensae.net/grocer.html> bezogen werden und ist eine Kontribution zum Programmpaket Scilab (<http://scilab.org>).

Tab. 1
Wendepunkte der deutschen Konjunktur^{a)} und Wendepunktsignale des MS-Modells

Untere Wendepunkte ^{b)} des Geschäftsklimas	Wendepunktsignal	Untere Wendepunkte ^{c)} des realen BIP	Obere Wendepunkte ^{b)} des Geschäftsklimas	Wendepunktsignal	Obere Wendepunkte ^{c)} des realen BIP
	MS-Modell ^{d)}			MS-Modell ^{d)}	
–	–	–	–	März 1991	Q1/1992
Q2/1993	Juni 1993	Q3/1993	Q4/1994	März 1995	Q1/1995
Q2/1996	Juli 1996	Q1/1996	Q4/1997	Aug. 1998	Q4/1997
Q1/1999	Juni 1999	Q1/1999	Q2/2000	Aug. 2000	Q2/2001
Q1/2003	Juli 2005	Q1/2005	Q2/2007	Juni 2007	Q1/2008
Q1/2009	Mai 2009	Q3/2009	Q4/2010	Aug. 2011	Q3/2011
Q4/2012	Jan 2013	Q2/2013	Q1/2014	Juni 2014	Q1/2014

^{a)} Zyklische Komponente des realen BIP (2010 = 100). – ^{b)} Wendepunkte des ifo Geschäftsklimas für die gewerbliche Wirtschaft, Datierung nach dem Bry-Boschan-Verfahren. – ^{c)} Wendepunkte der zyklischen Komponente des realen BIP, Datierung nach dem Bry-Boschan-Verfahren. – ^{d)} Fettgedruckte Zahlen: Wendepunktsignale des MS-Modells mit Vorlauf gegenüber dem realen BIP (einschl. technischem Vorlauf).

Quelle: Statistisches Bundesamt; ifo Konjunkturtest; Berechnungen des ifo Instituts.

Klassifizierung und damit auch kein Wendepunktsignal (vgl. Abberger und Nierhaus 2008, S. 29).

Anzumerken ist, dass MS-Modelle Schätzungen für die sogenannten *geglätteten Wahrscheinlichkeiten* und die *gefilterten Wahrscheinlichkeiten* ermöglichen. Diese beiden Wahrscheinlichkeiten unterscheiden sich in der Informationsmenge, die bei der jeweiligen Schätzung berücksichtigt wird. Für die geglätteten Wahrscheinlichkeiten geht jeweils die gesamte Informationsmenge über den Indikator, d. h. die gesamte Zeitreihe, ein. Somit werden für die Schätzung dieser Wahrscheinlichkeit zu einem bestimmten Zeitpunkt auch die vorhandenen folgenden Zeitreihenwerte verwendet. Dagegen wird bei den gefilterten Wahrscheinlichkeiten nur auf die bis zu einem Zeitpunkt vorliegende Informationsmenge fokussiert. Diese gefilterten Wahrscheinlichkeiten sind unter Echtzeitaspekten besonders interessant. Im vorliegenden Aufsatz werden daher die gefilterten Wahrscheinlichkeiten verwendet (vgl. Nierhaus und Abberger 2014, S. 23).

In 133 (oder 46,0%) Fällen signalisiert die ifo Konjunkturampel im Zeitraum Januar 1991 bis Februar 2015 »Expansion«, in 114 (oder 39,4%) Fällen »Kontraktion« und nur in 42 (oder 14,5%) Fällen »Indifferenz«. Die Trennschärfe hinsichtlich der beiden Konjunkturphasen in dieser Zeitspanne ist damit noch etwas höher als bei der bisherigen Ampel, die auf Testergebnissen beruhte, die mit ASA-II saisonbereinigt worden sind. Die über die geschätzten Regime-Wahrscheinlichkeiten ermittelten Wendepunktsignale haben zum Teil einen beachtlichen Vorlauf gegenüber den datierten Expansions- bzw. Konjunkturphasen des gefilterten vierteljährlichen BIP (vgl. Abb. 2 und Tab. 1). Der MS-Ansatz vermag zwei Drittel der unteren Wendepunkte im Untersuchungszeitraum zu signalisieren (nämlich die Wendepunkte in Q3/1993, Q1/1999, Q3/2009 und Q2/2013). Noch etwas besser schneidet der MS-Ansatz an den oberen Wendepunkten aus: Hier werden sogar sechs von insgesamt sieben Wendepunkten mit teilweise beachtlichem Vorlauf signalisiert, lediglich der obere Wendepunkt im vierten Quartal 1997 wird

vom geschätzten MS-Modell verspätet angezeigt. Die Länge der Warnphase für jeden einzelnen Wendepunkt wird hier endogen über das Bry-Boschan-Verfahren bestimmt. Die Warnphase beginnt mit dem über den Datierungsalgorithmus gefundenen Wendepunkt des ifo Geschäftsklimas und endet ein Quartal nach dem dazu korrespondierenden Wendepunkt der zyklischen Komponente des realen BIP, was dem technischen Vorlauf der Indikatorreihe Rechnung trägt.² Für den BIP-Wendepunkt Q1/1992, für den im Untersuchungszeitraum kein korrespondierender Klimawendepunkt existiert, ist der MS-Schätzwert von März 1991 als valides Wendepunktsignal gewertet worden.

Aufgrund des monatlichen Schätzansatzes identifiziert die ifo Konjunkturampel allerdings nicht nur den vergleichsweise niederfrequenten BIP-Wachstumszyklus, sondern zeigt auch etwas höherfrequente Schwingungen bis hin zu konjunkturellen Sonderentwicklungen. Ein Beispiel hierfür ist die vergleichsweise volatile Entwicklung der Regime-Wahrscheinlichkeiten in den Jahren 2001 bis 2005. Sie ist zum einen die Folge der in diesen Jahren aufgetretenen Schocks und Unsicherheiten. So fallen in diesen Zeitraum der Terroranschlag vom 11. September 2001 in den USA und die Eskalation des Irakkonflikts in eine offene militärische Auseinandersetzung im Jahr 2003. Zum anderen ist sie Folge sektoraler Sonderkonjunkturen.

Das einmalige rote Alarmsignal der Konjunkturampel im April 2013 dürfte auf besondere Unsicherheiten in der Wirtschaft über den Fortgang der europäischen Schuldenkrise zurückzuführen sein (vgl. Carstensen et al. 2013, S. 39). So kam es im Zuge der Implementierung des Rettungspakets für Zypern erstmals zu einer umfangreichen Gläubigerbeteiligung bei der Abwicklung einer Geschäftsbank.

Besonders interessant sind im Kontext unterjähriger Sonderentwicklungen auch die Ergebnisse des vergangenen

² Zu diesem Vorgehen vgl. Nierhaus und Abberger (2014, S. 23 f.).

Jahres. Der ifo Geschäftsklimaindex war im Februar 2014 erstmals gesunken, zuvor hatte er sich vier Mal in Folge verbessert. Im März setzte sich der Rückgang vor dem Hintergrund der neu aufgeflamnten Russland-Ukraine-Krise fort. Zwar sanken parallel dazu auch die Wahrscheinlichkeiten für die Phase Expansion, der Rückgang war aber noch nicht groß genug, um bereits einen Regimewechsel zu signalisieren. Im April 2014 stand die ifo Konjunkturampel letztmalig auf grün, die Aufschwungswahrscheinlichkeit betrug noch 78%. Im Mai sprang die Ampel erstmalig auf gelb, im Juni dann auf rot. Die Expansionswahrscheinlichkeit betrug im Juni nur noch 32%; die (Gegen-)Wahrscheinlichkeit für Kontraktion lag folglich bereits bei 68%. Das konjunkturelle Regime hatte damit gewechselt. Das ifo Institut (2014) kommentierte in seiner monatlichen Presseerklärung zum Geschäftsklima: »Die deutsche Wirtschaft befürchtet mögliche Auswirkungen der Krisen in der Ukraine und im Irak«.

In den Sommermonaten 2014 war der ifo Geschäftsklimaindex weiter rückläufig, im Oktober erreichte die Regime-Wahrscheinlichkeit für eine kontraktive Wirtschaftsentwicklung den Spitzenwert von 99%. Im November trat dann aber mit dem starken Rückgang der Ölpreise bei den Unternehmensmeldungen ein bemerkenswerter Stimmungsumschwung ein. Die aktuelle Geschäftslage wurde von den Unternehmen etwas besser bewertet als im Vormonat. Auch die Geschäftsaussichten für die kommenden Monate hellten sich auf. Die Konjunkturampel sprang von rot auf gelb. Im Januar 2015 wurde, unterstützt durch die deutliche Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, die Grünphase wieder erreicht. Zeitgleich meldeten die im Rahmen des ifo Konjunkturtests befragten Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes eine gestiegene Kapazitätsauslastung, saisonbereinigt lag der Auslastungsgrad um 0,4 Prozentpunkte über dem Wert vom Oktober 2014. Der längerfristige Durchschnittswert wurde damit um 1¼ Prozentpunkte übertroffen.

Fazit

Das ifo Geschäftsklima in der gewerblichen Wirtschaft kann mit einem Markov-Switching-Ansatz modelliert werden. Die monatlichen Regime-Wahrscheinlichkeiten – abgebildet in der ifo Konjunkturampel – stellen für die Interpretation des Frühindikators Geschäftsklima eine interessante zusätzliche Information dar. Denn die Bewegung des ifo Geschäftsklimas wird durch das MS-Modell in Wahrscheinlichkeiten für die beiden konjunkturellen Regime Expansion bzw. Kontraktion umgesetzt, zeitnahe Wendepunktsprognosen für die Gesamtwirtschaft sind möglich. So wurde etwa der obere Wendepunkt der zyklischen Komponente des realen BIP im dritten Quartal 2011 vom ifo Institut im Herbst des gleichen Jahres kontemporär diagnostiziert: »Die hier präsentierten

neuen Ergebnisse der ifo Konjunkturampel zeigen, dass die deutsche Wirtschaft im dritten Quartal 2011 einen oberen konjunkturellen Wendepunkt durchlaufen haben dürfte.« (Abberger und Nierhaus 2011, S. 38).

Die Umstellung der Saisonbereinigung des ifo Geschäftsklimas vom bisherigen hausinternen ASA-II-Verfahren auf das international bekannte Census-X-13ARIMA-SEATS-Verfahren machte auch eine Neuberechnung der ifo Konjunkturampel erforderlich. Die Ergebnisse zeigen, dass die deutsche Wirtschaft im Sommerhalbjahr 2014 in eine ausgeprägte konjunkturelle Schwächephase durchlaufen hat. Folgerichtig ist die zyklische Komponente des realen BIP in diesem Zeitraum nicht gestiegen, sondern hat leicht nachgegeben. Die seit November wieder positiven Umfragedaten sowie die guten Ergebnisse der amtlichen Inlandsproduktberechnung für das vierte Quartal 2014 zeigen, dass, befördert durch gesunkene Ölpreise und den niedriger bewerteten Euro, die deutsche Wirtschaft die Wende hin zum besseren geschafft hat. Die geopolitischen Risiken für den weiteren Fortgang der Konjunktur bleiben aber weiter hoch.

Literatur

- Abberger, K. und W. Nierhaus (2008), »Markov-Switching und ifo Geschäftsklima«, *ifo Schnelldienst* 61(10), 25–30.
- Abberger, K. und W. Nierhaus (2010), »Markov Switching and the Ifo Business Climate: the Ifo Business Cycle Traffic Lights«, *Journal of Business Cycle Measurement and Analysis* 7(2), 1–13.
- Abberger, K. und W. Nierhaus (2011), »Die aktuelle Wirtschaftsentwicklung im Lichte der ifo Konjunkturampel«, *ifo Schnelldienst* 64(22), 36–38.
- Abberger, K. und W. Nierhaus (2012), »40 Jahre ifo Geschäftsklima in der gewerblichen Wirtschaft: Ein zuverlässiger Indikator für die Konjunkturentwicklung in Deutschland«, in: A. Wagner und U. Heilemann (Hrsg.), *Empirische Makroökonomik und mehr, Festschrift zum 80. Geburtstag von Karl Heinrich Oppenländer*, Lucius und Lucius, Stuttgart, 211–228.
- Artis, M., M. Marcellino und T. Proietti (2003), »Dating the Euro Area Business Cycle«, C.E.P.R. Discussion Paper No. 3696.
- Banerji, A. (2000), »The Lead Profile and Other Non-Parametric Tools to Evaluate Survey Series as Leading Indicators«, in: K. H. Oppenländer, G. Poser und B. Schips (Hrsg.), *Use of Survey Data for Industry, Research and Economic Policy*, Ashgate, Aldershot, 27–41.
- Bry, G. und C. Boschan (1971), »Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs«, NBER Technical Paper, Nr. 20, Cambridge, MA.
- Carstensen, K., W. Nierhaus, T.O. Berg, Chr. Breuer, Chr. Grimme, St. Henzel, A. Hristov, N. Hristov, M. Kleemann, W. Meister, J. Plenk, L. Salzmann, K. Wohlrabe, A. Wolf, T. Wollmershäuser und P. Zorn (2013), »ifo Konjunkturprognose 2013/2014: Günstige Perspektiven für die deutsche Konjunktur«, *ifo Schnelldienst* 66(13), 17–64.
- Goldrian, G. (1973), »Eine neue Version des ASA-II Verfahrens zur Saisonbereinigung von wirtschaftlichen Zeitreihen«, *Wirtschaftskonjunktur* 25(4), 26–32.
- Goldrian, G. (1993), »Erweiterungen und Verbesserung des Saisonbereinigungsverfahrens ASA-II«, ifo Diskussionsbeiträge Nr. 10, München.
- Hamilton, J. (1989), »A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time-Series and the Business Cycle«, *Econometrica* 57(2), 357–384.

Henzel, S. (2015), »Prognosekraft des ifo Konjunkturtests – Einfluss der neuen Saisonbereinigung mit X-13ARIMA-SEATS«, *ifo Schnelldienst* 68(1), 59–63.

ifo Institut (2014), »ifo Geschäftsklima Deutschland, Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im Juni 2014«, Presseinformation für das ifo Geschäftsklima und den ifo Konjunkturtest Dienstleistungen, verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/facts/Survey-Results/Business-Climate/Geschaeftsklima-Archiv/2014/Geschaeftsklima-20140624.html>.

Nierhaus, W. und K. Abberger (2014), »Zur Prognose von konjunkturellen Wendepunkten: Dreimal-Regel versus Markov-Switching«, *ifo Schnelldienst* 67(16), 21–25.

Sauer, S. und K. Wohlrabe (2015), »Die Saisonbereinigung im ifo Konjunkturtest – Umstellung auf das X-13ARIMA-SEATS-Verfahren«, *ifo Schnelldienst* 68(1), 32–42.

U.S. Bureau of the Census (2013), *X-13ARIMA-SEATS Reference Manual*, Version 1.0, Washington, D.C.

Vor dem Hintergrund der Debatte über eine etwaige Deflation im Euroraum und – damit verbunden – der Diskussion über die Verankerung von Inflationserwartungen hat das ifo Institut im vergangenen Jahr beschlossen, im Rahmen der weltweiten Expertenbefragung »Ifo World Economic Survey«, kurz WES, seinen Fragenkatalog zur erwarteten Inflationsentwicklung zu erweitern. Die seit 1991 vierteljährlich gestellten Fragen zur angenommenen Inflationsrate im laufenden Jahr und zur Tendenz der Inflationsentwicklung im kommenden halben Jahr werden seit dem vierten Quartal 2014 um die Frage nach der erwarteten Inflationsrate in drei bis fünf Jahren erweitert. Die Ergebnisse dieser Frage, die sich wie alle anderen Frage des WES auf das Land beziehen, in dem die Befragten ihre Tätigkeit als Experten ausüben, werden für einzelne Länder sowie aggregiert für wichtige Wirtschaftsräume (wie z.B. den Euroraum) veröffentlicht. In diesem Beitrag wird eine erste Auswertung der bisherigen Befragungsergebnisse vorgenommen.

Seit 1981 ist es die Aufgabe des Ifo World Economic Survey (WES), vierteljährlich ein möglichst aktuelles Bild der Wirtschaftslage und bestimmter Zukunftsperspektiven für rund 120 Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländer zu liefern. Die etwa 1 100 Befragungsteilnehmer sind vorwiegend in Wirtschaftsforschungsinstituten, Universitäten und Finanzinstituten wie etwa Banken und Versicherungen tätig. Darüber hinaus sind aber auch Experten aus (Industrie-)Unternehmen und Konzernen, Verbänden und Industrie- oder Handelskammern vertreten. Diese Teilnehmerstruktur des WES liefert einen gewissen Mehrwert im Vergleich zu anderen Experten- oder Konjunkturbefragungen, die hinsichtlich ihres Befragungskreises entweder wesentlich homogener aufgestellt sind (weil sie bspw. nur Finanzmarktexperten befragen) oder nur Prognosen für einzelne Länder bzw. Länderaggregate (wie z.B. den Euroraum) abfragen.

Bislang gibt es nur wenige Umfragen zur mittelfristigen Inflationsentwicklung. Beim Survey of Professional Forecasters (SFP) der Europäischen Zentralbank (EZB) werden seit 1999 vierteljährlich Inflationsraten für mehrere Zeithorizonte im Euroraum abgefragt. Hierbei gibt es aber keine Daten zu einzelnen Mitgliedsländern. Der Befragungskreis ist ähnlich wie beim WES, da es sich um Experten in Finanz- und Nicht-Finanzinstituten handelt. Die Anzahl der durchschnittlich erhaltenen Antworten beträgt 58. Veröffentlicht werden sowohl der Mittelwert und der Median der Punktprognosen als auch deren Häufigkeitsverteilung. Einen weiteren umfragebasierten Indikator der Inflationserwartungen liefert Consensus Economics.

Der Befragungskreis setzt sich aus Experten in Forschungsinstituten und Banken zusammen, die aufgrund ihres Arbeitsumfelds regelmäßig Prognosen erstellen. Die Umfrage läuft zwar monatlich, langfristige Prognosen gibt es aber nur halbjährlich jeweils im April und Oktober in Form von Sonderumfragen. In diesen werden Inflationserwartungen für einzelne Länder und für den Euroraum insgesamt für mehrere Zeithorizonte (laufendes Jahr sowie jedes einzelne Folgejahr bis zu fünf Jahren) abgefragt. Anders als beim SPF geht der Prognosehorizont bei der Umfrage von Consensus Economics zudem über fünf Jahre hinaus und beinhaltet auch Durchschnittsprognosen mit einem Zeithorizont von sechs bis zehn Jahren. Die Anzahl der befragten Institutionen variiert je nach Land zwischen 14 und 30. Die Umfrage von Consensus Economics deckt etwa 85 Länder in West- und Osteuropa, Asien und Amerika ab. Allerdings sind die Daten schwer zugänglich. In Datenprovidern wie Datastream ist ein zusätzliches kostenpflichtiges Abonnement für diese Dienste notwendig.

Die Ausführungen machen deutlich, dass es hier durchaus einen Bedarf an weiteren Indikatoren zur mittelfristigen Inflationsentwicklung gibt: zum einen für eine Vielzahl von Ländern, zum anderen auf einer regelmäßigen Basis und für eine breitere Masse zugänglich. Mit einem sehr breit aufgestellten Expertenpanel, das alle Länder des Euroraums und alle Regionen der Welt umfasst, hofft das ifo Institut, in Zukunft diese Lücke erfolgreich schließen zu können und einen Mehrwert zu den be-

reits vorhandenen umfragebasierten Indikatoren zu den Inflationserwartungen leisten zu können.

Zur Bedeutung mittelfristiger Inflationserwartungen

Das Interesse an einer Quantifizierung mittelfristiger Inflationserwartungen hat in den letzten zwei Jahrzehnten deutlich zugenommen. Einer der Gründe dafür dürfte die Entscheidung vieler Notenbanken weltweit gewesen sein, den Fokus ihrer geldpolitischen Strategie auf die direkte Inflationssteuerung, das sog. Inflation Targeting, zu richten. Grundidee dieser Strategie ist es, durch die Vorgabe eines konkreten Zielwertes für die Inflationsrate die Zielrichtung der Geldpolitik öffentlich festzulegen. Zu den Pionieren des Inflation Targeting zählt die Reserve Bank of New Zealand, die bereits im Jahr 1990 ihr Mandat darauf konzentrierte, ein quantitatives Inflationsziel zu erreichen. Bald darauf folgten Kanada (1991), Großbritannien (1992), Schweden (1992), Finnland (1992) und Spanien (1994). Auch die Europäische Zentralbank (EZB) orientierte ihre Geldpolitik von Beginn ihrer Tätigkeit im Jahr 1999 an am Ziel der Preisniveaustabilität, die der EZB-Rat bei einem Anstieg der Verbraucherpreise von unter, aber nahe 2% gewährleistet sieht. In den Vereinigten Staaten und in Japan wurden öffentliche Ankündigungen konkreter Zielwerte für die Inflationsrate erst im Nachgang der Weltfinanzkrise in den Jahren 2012 bzw. 2013 eingeführt. Aktuell verfolgen einer Übersicht der Internetplattform »Central Bank News« (<http://www.centralbanknews.info/>) zufolge Notenbanken in 55 Ländern bzw. Währungsräumen (Europäische Währungsunion, Westafrikanische Wirtschafts- und Währungsunion) direkte Inflationsziele.

Neben der Ausrichtung der Geldpolitik an einem konkreten Zielwert für die Inflationsrate ist ein elementarer Bestandteil des Inflation Targeting, dass das Inflationsziel nicht zu jedem Zeitpunkt erfüllt sein muss und dass kurzfristige Abweichungen durchaus im Einklang mit dem Mandat stehen. Dahinter verbirgt sich die Vorstellung, dass Notenbanken gar nicht in der Lage sind, unerwarteten Änderungen der Teuerungsrate, die sich beispielsweise aus der Rohstoffpreisentwicklung ergeben können, mit ihrem Instrumentarium zu begegnen. Bei der Umsetzung dieser Idee bedienen sich viele Notenbanken eines Zielkorridors von bspw. ± 1 Prozentpunkt, innerhalb dessen sich die Inflationsrate bewegen darf. Andere Notenbanken, wie z.B. die EZB oder die Bank of England, beschränken sich auf einen konkreten Zielwert; allerdings verweisen sie explizit darauf, dass dieser Wert nur innerhalb eines gewissen Zeitraums erreicht werden muss, da die Wirkung einer geldpolitischen Maßnahme nur mit zeitlichen Verzögerungen eintritt.¹ Insbesondere die EZB ver-

weist in ihren Stellungnahmen darauf, dass sie bei der Verfolgung ihres Mandats bestrebt ist, die Teuerungsrate im Eurowährungsgebiet mittelfristig unter, aber nahe 2% zu halten (vgl. Europäische Zentralbank 2011, S. 9). Unklar bleibt indes bei dieser Zieldefinition, wie lange die mittlere Frist aus Sicht der Notenbank dauert.

Vor dem Hintergrund dieses mittelfristigen Elements der Zieldefinition erfolgt die Evaluation der geldpolitischen Strategie einer Notenbank häufig unter Verwendung mittelfristiger Inflationserwartungen. Sie stellen ein Maß für die Glaubwürdigkeit des von der Notenbank formulierten Inflationsziels dar. Aus den Publikationen der EZB kann entnommen werden, dass der ungefähre Zeithorizont, der mit der mittleren Frist am ehesten in Einklang steht, bei fünf Jahren liegt. So legt die EZB in ihrer Kommunikation besonderen Wert auf die fünfjährigen Inflationserwartungen, die sie im Rahmen ihres eigenen Survey of Professional Forecasters regelmäßig erhebt (vgl. Europäische Zentralbank 2012). Solange die Erwartungen der Wirtschaftsakteure am Inflationsziel verankert sind, geht das Inflationsziel bei der Festlegung mehrjähriger nominaler Kontrakte (Lohnabschlüsse, Mietverträge, Kreditverträge) implizit als erwartete Preissteigerungsrate in den Kontrakt ein. Je mehr solcher Kontrakte auf dieser Basis geschlossen werden, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsrate in der mittleren Frist tatsächlich dem Inflationsziel entspricht. Würden sich die Inflationserwartungen über längere Zeit vom Inflationsziel entfernen, würden die nominalen Kontrakte entsprechend angepasst, und die zukünftige Inflationsrate würde vom Inflationsziel abweichen. Auf eine solche Entankerung müsste die Notenbank mit überzeugenden und möglicherweise kostspieligen Maßnahmen reagieren, um ihre Glaubwürdigkeit zurückzugewinnen.

Ausgewählte Ergebnisse zu den mittelfristigen Inflationserwartungen

Im Ifo World Economic Survey vom vierten Quartal 2014 wurden die Experten erstmals nach ihren mittelfristigen Inflationserwartungen gefragt. Die genaue Fragestellung, die die Experten überwiegend in den ersten beiden Wochen des ersten Monats des jeweiligen Quartals beantworten, lautet: »The expected rate of inflation in 3 to 5 years will be ___%.«² In Tabelle 1 sind die Ergebnisse (Mittelwert, Median, Anzahl der jeweiligen Befragungsteilnehmer im jeweiligen

would be neither possible nor desirable. Interest rates would be changing all the time, and by large amounts, causing unnecessary uncertainty and volatility in the economy. Even then it would not be possible to keep inflation at 2% in each and every month. Instead, the MPC's [Monetary Policy Council's] aim is to set interest rates so that inflation can be brought back to target within a reasonable time period without creating undue instability in the economy.«

² Um eine bessere Vergleichbarkeit mit anderen Umfragen zu gewährleisten, soll vom zweiten Quartal 2015 an nach dem fünfjährigen Zeithorizont gefragt werden: »The expected rate of inflation in 5 years will be ___%.«

¹ Die Bank of England (2015) schreibt auf ihrer Homepage: »A target of 2% does not mean that inflation will be held at this rate constantly. That

Tab. 1
Mittelfristige Inflationserwartungen in ausgewählten Ländern (in %)

	Mittelwert		Median		N (Anzahl)		Min		Max		Standardabweichung	
	IV/14	I/15	IV/14	I/15	IV/14	I/15	IV/14	I/15	IV/14	I/15	IV/14	I/15
Belgien	1,5	1,4	1,5	1,3	17	18	0,5	0,5	2,0	2,0	0,5	0,5
Deutschland	1,8	1,7	1,8	1,5	48	43	0,5	1,0	5,0	5,0	0,6	0,6
Estland	2,4	3,3	2,4	3,3	2	2	1,7	3,0	3,0	3,5	0,9	0,4
Finnland	1,6	1,5	1,6	1,5	23	22	0,6	0,2	2,5	2,0	0,4	0,4
Frankreich	1,4	1,4	1,3	1,0	14	12	0,8	0,8	2,5	3,0	0,5	0,7
Griechenland	1,5	1,2	2,0	1,1	11	11	-1,0	-1,0	3,0	2,0	1,1	0,9
Irland	1,4	1,7	1,5	2,0	4	3	1,0	1,2	1,6	2,0	0,3	0,5
Italien	1,5	1,4	1,5	1,2	21	17	0,7	0,6	3,0	2,5	0,7	0,5
Lettland	2,9	2,6	2,3	2,3	13	12	2,0	1,0	6,0	7,0	1,2	1,6
Litauen	2,2	2,6	2,0	3,0	7	6	1,0	1,5	3,5	3,0	1,0	0,7
Luxemburg	1,9	1,9	2,0	1,8	4	4	1,5	1,5	2,0	2,4	0,2	0,4
Niederlande	1,8	1,6	2,0	1,5	16	18	1,5	1,0	2,0	2,0	0,3	0,4
Österreich	1,8	1,8	1,9	1,8	16	13	0,9	1,5	2,6	2,5	0,4	0,3
Portugal	0,9	1,3	1,0	1,5	12	15	-0,5	-1,0	1,8	2,0	0,7	0,8
Slowakei	2,2	2,2	2,0	2,0	12	12	1,0	1,5	5,0	5,0	1,1	0,9
Slowenien	1,7	1,9	1,7	1,7	6	6	1,0	1,0	3,0	4,0	0,8	1,1
Spanien	1,6	1,6	1,5	1,5	32	35	0,5	0,5	3,0	4,0	0,6	0,7
Zypern	1,3	1,3	1,3	1,3	2	2	1,0	1,0	1,5	1,5	0,4	0,4
Euroraum	1,6	1,6	1,6	1,4	260	251	-1,0	-1,0	6,0	7,0	0,6	0,6
Japan	1,7	1,3	1,6	1,5	29	27	0,5	0,0	5,0	3,0	0,9	0,6
Großbritannien	2,4	2,1	2,1	2,0	11	10	1,8	1,1	4,0	3,0	0,6	0,6
USA	2,4	2,3	2,1	2,0	24	24	1,0	1,4	5,0	3,3	0,9	0,5
Schweiz	0,9	1,0	0,9	1,0	16	16	0,4	0,0	2,0	2,0	0,4	0,6

Anmerkung: Für Malta, das seit 2008 Mitglied der Europäischen Währungsunion ist, liegen keine Befragungsergebnisse vor.

Quelle: Ifo World Economic Survey (WES) IV/2014 und I/2015.

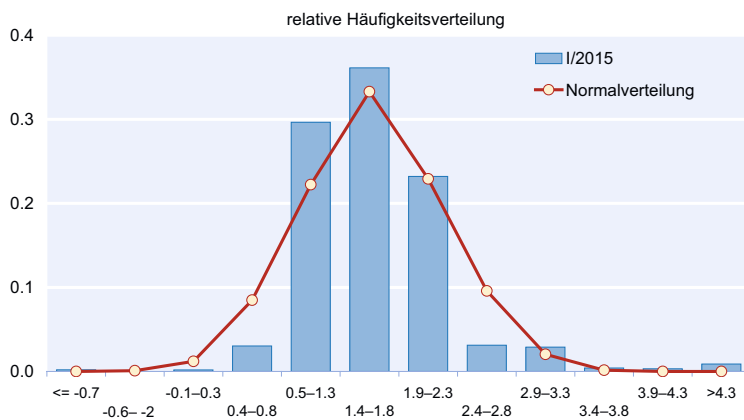
Land N, minimaler und maximaler Wert, sowie Standardabweichung) zu den mittelfristigen Inflationserwartungen beider Befragungswellen nach Ländern aufgeführt. Das Euroraumaggregat wurde, wie im WES üblich, als gewichteter Durchschnitt unter Verwendung von Außenhandelsanteilen am Welthandel errechnet.

Die mittelfristigen Inflationsschaussichten für die einzelnen Länder des Euroraums sind sehr unterschiedlich und reichen in der jüngsten Befragung von wenig über 1% in Griechenland, Zypern und Portugal bis zu deutlich über 2% in den baltischen Ländern. Im Durchschnitt des Euroraums wird den Experten zufolge die Inflationsrate in den Jahren 2018 bis 2020 bei 1,6% und damit weitgehend im mittelfristigen Zielkorridor der Europäischen Zentralbank von unter, aber nahe 2% liegen. Insgesamt dürften die zukünftigen Preissteigerungsraten in den von der Eurokrise am stärksten betroffenen Ländern niedriger ausfallen als in den Kernländern und den osteuropäischen Mitgliedsländern. Diese unterschiedlichen Inflationseentwicklungen leisten somit einen wichtigen Beitrag zur mittelfristigen Wiederherstellung der relativen preislichen Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Währungsunion.

Aus den insgesamt etwa 250 Meldungen, die von den Experten aus den Euroländern abgegeben wurden, kann eine Häufigkeitsverteilung für die zu erwartende Inflationsrate im Euroraum konstruiert werden. Dafür werden zunächst für

jedes Mitgliedsland relative Häufigkeitsverteilungen erstellt, die dann mit den Außenhandelsanteilen gewichtet zu einer Häufigkeitsverteilung für den Euroraum insgesamt aggregiert werden kann. Diese gibt zum einen Aufschluss über Unsicherheit der Befragungsteilnehmer im Hinblick auf die zukünftigen Inflationsraten. Je breiter (oder flacher) die Verteilung, desto höher fällt die durchschnittliche Abweichung der Antworten von der durchschnittlich erwarteten Inflationsrate, die bei 1,6% liegt, aus, und desto unsicherer sind die Experten bezüglich der Inflationsraten in drei bis fünf Jahren. Ein Maß für diese Unsicherheit ist die Standardabweichung der Verteilung, die für den Euroraum in beiden Umfragewellen bei 0,6 Prozentpunkten liegt. Zum anderen beinhaltet die Häufigkeitsverteilung auch Informationen über die Asymmetrie der Verteilung. Abbildung 1 zeigt, dass im Vergleich zu einer symmetrischen Normalverteilung die Verteilung der mittelfristigen Inflationserwartungen links vom Mittelwertintervall (1,4% bis 1,8%) steiler ist als rechts davon. Aus einer solchen linkssteilen (oder rechtsschiefen) Verteilung können zwei Schlussfolgerungen gezogen werden. Zum einen geht eine Mehrheit der Experten davon aus, dass Inflationsraten im Intervall zwischen 0,5% und 1,3% wahrscheinlicher sind als Inflationsraten im Intervall zwischen 1,9% und 2,3%. Diese Information dürfte insbesondere für die Europäische Zentralbank von Relevanz sein, begründet sie doch ihre Entscheidung, ab März monatlich Vermögenswerte in Höhe von 60 Mrd. Euro zu kaufen, mit

Abb. 1
Inflationserwartungen im Euroraum 2018–2020



Die Normalverteilung wurde für einen Mittelwert von 1.6 und eine Standardabweichung von 0.6 berechnet.
Quelle: Ifo World Economic Survey (WES) I/2015.

zunehmenden Abwärtsrisiken für ihr Preisstabilitätsziel.³ Zum anderen gibt es am oberen Rand der Verteilung (über 2,9%) mehr Meldungen als am unteren Rand (bis 0,3%). Selbst wenn also etwaige Deflationserwartungen nahezu keine Rolle spielen, gibt es doch einige Experten, die mittelfristig von Inflationsraten weit über dem Inflationsziel der EZB ausgehen.

Für Japan scheinen die Experten davon auszugehen, dass die Deflation, die das Land zwischen 1999 und 2013 fest im Griff hatte, nicht fortdauern dürfte. Nachdem die Inflationsrate im vergangenen Jahr mit 2,7% erstmals wieder deutlich im positiven Bereich war, scheinen die Befragungsteilnehmer davon überzeugt zu sein, dass der von der japanischen Notenbank im Jahr 2013 eingeschlagene Politikwechsel zu einem nachhaltigen Anstieg der Inflationsraten führen dürfte. So führte die Bank of Japan im Januar 2013 ein Inflationsziel in Höhe von 2% ein und beschloss im April 2013 eine deutliche Ausweitung ihres Wertpapierankaufprogramms. Dem aktuellen WES zufolge liegen die Inflationserwartungen für die Jahre 2018–2020 bei 1,3% (nach 1,7% im Herbst letzten Jahres), und keiner der 27 befragten Experten erwartet mittelfristig negative Inflationsraten.

Auch in Großbritannien und den Vereinigten Staaten scheint das Risiko einer Entankerung der mittelfristigen Inflationserwartungen eher gering. Die WES-Experten gehen für den Zeitraum 2018–2020 von Inflationsraten in Höhe von 2,1% (Großbritannien) bzw. 2,3% (Vereinigte Staaten) aus. Diese Erwartungen stehen somit weitgehend im Einklang mit den

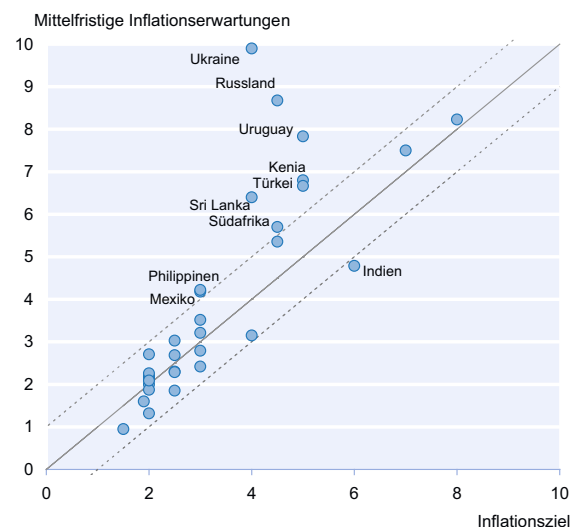
³ Die Entscheidung vom 22. Januar 2015, ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten durchzuführen, begründet die EZB folgendermaßen: »Der EZB-Rat hat diesen Beschluss in einer Situation gefasst, in der sich die meisten Indikatoren für die gegenwärtige und erwartete Inflation im Euroraum historischen Tiefständen angenähert hatten. Da die Gefahr bestand, dass mögliche Zweitundeneffekte auf die Lohn- und Preissetzung die mittelfristige Preisentwicklung negativ beeinflussen, erforderte diese Situation eine starke geldpolitische Reaktion« (vgl. Europäische Zentralbank 2015).

von den Notenbanken in beiden Ländern gesetzten quantitativen Inflationszielen in Höhe von 2%.⁴ Für die Schweiz gehen die WES-Teilnehmer mittelfristig von Inflationsraten von etwa 1% aus. Auch diese Erwartung dürfte weitgehend mit dem Inflationsziel der Schweizerischen Nationalbank übereinstimmen, das als Anstieg der Verbraucherpreise von weniger als 2% pro Jahr definiert ist.

Während in vielen entwickelten Volkswirtschaften in den Jahren nach der Weltfinanzkrise das Deflationsgespenst um sich gegriffen hat, haben Notenbanken in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften eher inflationäre Sorgen. Abbildung 2 zeigt, dass die Umfrageteilnehmer insbesondere in Russland und der Ukraine mittelfristige Inflationserwartungen haben, die deutlich über den Inflationszielen der jeweiligen Notenbanken liegen. Ähnlich ist die Situation in Uruguay, Kenia, Sri Lanka und der Türkei. In Russland und der Ukraine spielt sicherlich die hohe Unsicherheit bezüglich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung aufgrund

⁴ Abweichend von der gängigen Praxis hat die Federal Reserve in den Vereinigten Staaten ein Inflationsziel für den Deflator der privaten Konsumausgaben formuliert. Konzeptionell bedingt liegt dieses Inflationsmaß im Durchschnitt etwa 0,4 Prozentpunkte unter der Inflationsrate, die sich auf Basis des Konsumentenpreisindex ergibt (vgl. McCully, Moyer und Stewart 2007, S. 26–33). Da im WES in allen Ländern explizit nach der Veränderung des Konsumentenpreisindex gefragt wird, müsste beim Vergleich mit dem Inflationsziel der Federal Reserve somit ein Abschlag bei den WES-Inflationserwartungen in Höhe von etwa 0,4 Prozentpunkten vorgenommen werden.

Abb. 2
Verankerung der mittelfristigen Inflationserwartung am Inflationsziel



Die durchgezogene Linie stellt die 45°-Linie dar, entlang derer die Inflationserwartungen genau dem Inflationsziel entsprechen. Die gestrichelten Linien stellen ein Band von ± 1 Prozentpunkt um diese 45°-Linie dar.

Quelle: Ifo World Economic Survey (WES) I/2015 und <http://www.centralbanknews.info/>.

der geopolitischen Spannungen eine große Rolle. Dies spiegelt sich unter anderem in einer hohen Standardabweichung der Meldungen zu den Inflationserwartungen für 2018–2020 beider Länder wider. Nicht ganz so ausgeprägt ist die Abweichung in Südafrika, den Philippinen und Mexiko, wo die mittelfristigen Inflationserwartungen etwa einen Prozentpunkt über dem Inflationsziel der jeweiligen Notenbank liegen. Indien ist derzeit das einzige Land, in dem die mittelfristig erwartete Inflationsrate um mehr als einen Prozentpunkt niedriger als das Inflationsziel der Notenbank ist. Dieser Zielwert wurde erst Anfang letzten Jahres von der indischen Notenbank eingeführt.

Fazit

Mit der neuen Frage zu den mittelfristigen Inflationserwartungen im WES kann das ifo Institut einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftspolitischen Debatte leisten. Die Befragung findet vierteljährlich statt und erfasst rund 120 Industrie-, Schwellen und Entwicklungsländer, darunter beinahe alle Mitgliedsländer des Euroraums. Im Unterschied zum Survey of Professional Forecasters der EZB wird der Euroraum als Ganzes nicht im Rahmen einer eigenständigen Frage erhoben, sondern auf Basis der Meldungen der Experten zu den einzelnen Mitgliedsländern aggregiert. Somit stellt der WES wichtige Zusatzinformationen zur Verfügung, die vor dem Hintergrund der ausgeprägten Heterogenität des gemeinsamen Währungsraums von hoher wirtschaftspolitischer Relevanz sind. Eine ähnliche Informationsbasis bietet nur die Umfrage von Consensus Economics, die sowohl länderspezifische als auch mittelfristige Prognosen aus über 85 Ländern bereitstellt. Allerdings gibt es die Daten zu den mittelfristigen Inflationserwartungen nur halbjährlich, und die Ergebnisse sind auf den Teilnehmerkreis beschränkt oder nur mittels eines zusätzlichen kostenpflichtigen Abonnements in Daten Providern zugänglich. Der WES liefert zudem insofern weitere Zusatzinformationen, als dass er Entwicklungsländer in Afrika abdeckt.

Literatur

Bank of England (2015), »Monetary Policy Framework«, verfügbar unter: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/framework/framework.aspx>.

McCully, C.P., B.C. Moyer und K.J. Stewart (2007), »Comparing the Consumer Price Index and the Personal Consumption Expenditures Price Index«, *Survey of Current Business* 87(11), 26–33.

Europäische Zentralbank (2011), *Die Geldpolitik der EZB*, Frankfurt am Main.

Europäische Zentralbank (2012), »Bewertung der Verankerung längerfristiger Inflationserwartungen«, *Monatsbericht* Juli, 69–84.

Europäische Zentralbank (2015), »EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an«, Pressemitteilung vom 22. Januar, verfügbar unter: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.de.html.

Im November 2014 stellte das ifo Institut den am monatlichen Konjunkturtest teilnehmenden Unternehmen, mit Ausnahme der Unternehmen des Baugewerbes, zwei Sonderfragen zum Mindestlohn, zum einen bezüglich ihrer Betroffenheit von der Regelung und zum anderen nach ihren voraussichtlichen Reaktionen. Der Beitrag überprüft anhand einer Auswertung des ifo Konjunkturtests, inwieweit die Unternehmen ihre anvisierten Maßnahmen tatsächlich umsetzten.

Zum 1. Januar 2015 trat der flächendeckende Mindestlohn von 8,50 Euro in Deutschland in Kraft. Viele Ökonomen standen dieser wirtschaftspolitischen Maßnahme der derzeitigen Bundesregierung kritisch gegenüber und prognostizierten einen Anstieg der Arbeitslosenquote, Wachstumseinbußen und eine höhere Inflationsrate.¹ Um eine wirkliche Evaluierung der Auswirkungen des Mindestlohns durchzuführen, ist es sicherlich noch zu früh. Zum einen liegen derzeit noch kaum Daten für 2015 vor, und außerdem sollten sich den Prognosen zufolge insbesondere die realwirtschaftlichen Effekte nur mit zeitlicher Verzögerung entfalten. Zum anderen wurde die Einführung des Mindestlohns vom starken Verfall der Ölpreise überdeckt, der wie ein kräftiges Konjunkturpaket die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und insbesondere den privaten Konsum befeuerte und auch auf dem Arbeitsmarkt seine Spuren hinterließ. So sank die Anzahl der Arbeitslosen im Januar und Februar saisonbereinigt abermals und lag um über 100 000 Personen niedriger als im Vorjahr. Gleichzeitig ließ der Ölpreistrückgang die Inflationsrate förmlich in den Keller rauschen. Binnen weniger Monate kehrte sich der typischerweise zu beobachtende Anstieg der Verbraucherpreise in einen Rückgang um, der im Januar im Vorjahresvergleich bei 0,4% lag. Ungeachtet der derzeit niedrigen Inflationsraten scheinen dennoch an der Preisfront erste Mindestlohneffekte sichtbar zu werden. Werden die Energiepreise aus dem Verbraucherpreisindex herausgerechnet und der Verlauf dieser sogenannten Kerninflation am aktuellen Rand – also

anstatt der üblichen prozentualen Vorjahresveränderungsrate des Preisindex die auf Jahresrate hochgerechnete prozentuale Veränderung des saisonbereinigten Index gegenüber dem Vormonat – betrachtet, beschleunigte sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Februar auf 4,6%.

Eine Möglichkeit, um bereits zum jetzigen Zeitpunkt weitergehende Aussagen über die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des flächendeckenden Mindestlohns zu machen, die unabhängig von aktuellen konjunkturellen Überlagerungen sind, bietet der ifo Konjunkturtest. Im November 2014 stellte das ifo Institut den am monatlichen Konjunkturtest teilnehmenden Unternehmen, mit Ausnahme der Unternehmen des Baugewerbes, zwei Sonderfragen zum Mindestlohn. Die Fragen lauteten: »Zum 1. Januar 2015 wird der flächendeckende Mindestlohn eingeführt. Ist Ihr Unternehmen von dieser Regelung betroffen?«, und: »Wenn ja, mit welchen Maßnahmen werden Sie voraussichtlich auf den Mindestlohn reagieren?«. Bei der zweiten Frage konnten die vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen mehrere der folgenden Maßnahmen auswählen:

- keine Maßnahmen notwendig bzw. vorgesehen,
- Personalabbau,
- Verkürzung der Arbeitszeit,
- Preiserhöhungen,
- verringerte Investitionen,
- Kürzung von Sonderzahlungen,
- sonstiges.

Insgesamt wurde die Sonderfrage von über 6 300 Unternehmen aus den Bereichen Verarbeitendes Gewerbe, Groß- und Einzelhandel sowie Dienstleistungen beantwortet. Eine quantitative Aussage über das Ausmaß der Maßnahmen ist anhand der Daten nicht möglich.

¹ Die für 2015 zu erwartenden Kurzfristeffekte wurden ausführlich im Frühjahrsgutachten 2014 der Gemeinschaftsdiagnose diskutiert (vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2014). Zu den langfristigen Auswirkungen insbesondere auf den Arbeitsmarkt vgl. Knabe, Schöb und Thum (2014).

Welche Maßnahmen wollten vom Mindestlohn betroffene Unternehmen ergreifen?

Die Auswertung der Umfrage ergab, dass sich die Betroffenheit vom Mindestlohn je nach Wirtschaftsbereich unterscheidet (vgl. Erthle, Wohlrabe und Wojciechowski 2014). Im Einzelhandel und im Dienstleistungsgewerbe sind demnach die meisten Unternehmen direkt vom Mindestlohn betroffen (43% bzw. 31%), während im Großhandel und im Verarbeitenden Gewerbe ein deutlich geringerer Anteil der Firmen angab, vom Mindestlohn direkt betroffen zu sein (20% bzw. 21%). Außerdem sind ostdeutsche Unternehmen über alle Wirtschaftsbereiche hinweg häufiger vom Mindestlohn betroffen als ihre westdeutschen Konkurrenten (43% zu 24%) (vgl. Lehmann, Ragnitz und Weber 2015). Auch in den geplanten Reaktionen auf die Einführung des Mindestlohns gab es Unterschiede. 43% der vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen gaben an, keine Maßnahmen ergreifen zu wollen, wobei dieser Wert im Einzelhandel am niedrigsten ausfiel (33%). Im Dienstleistungsbereich gaben die befragten Firmen als häufigste Reaktion Preiserhöhungen an (31%). Personalabbau ist hingegen nur für 16% der betroffenen Dienstleister eine mögliche Reaktion auf den Mindestlohn. Dem entgegengesetzt verhält es sich bei den vom Mindestlohn betroffenen Großhandelsunternehmen. Diese gaben an, dass sie hauptsächlich mit Personalabbau reagieren werden (23%) und deutlich seltener ihre Preise zu erhöhen beabsichtigten.

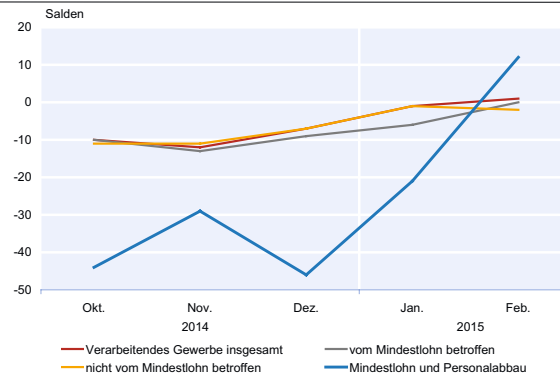
Wie reagieren Unternehmen tatsächlich auf den Mindestlohn?

Es stellt sich nun die Frage, inwieweit die vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen ihre anvisierten Maßnahmen tatsächlich umsetzen. Hierfür soll der ifo Konjunkturtest ausgewertet werden, der die Unternehmen monatlich nach der erwarteten Entwicklung der Beschäftigtenzahlen sowie der Preise befragt. Für die Untersuchung wurden die am Konjunkturtest teilnehmenden Firmen in verschiedene Gruppen aufgeteilt. Die erste Gruppe umfasst alle Firmen, nach Wirtschaftsbereichen sortiert. Diese wurde in zwei Gruppen unterteilt: Firmen, die angaben, nicht vom Mindestlohn betroffen zu sein, und solche, die angaben, betroffen zu sein. Bei letzteren wurden schließlich zwei weitere Untergruppen gebildet, die nur jene Unternehmen umfassen, die als Maßnahmen infolge des Mindestlohns entweder Preiserhöhungen (»Mindestlohn und Preiserhöhungen«) oder Personalabbau (»Mindestlohn und Personalabbau«) in Betracht zogen. Aufgrund der möglichen Mehrfachauswahl der potenziellen Maßnahmen können Firmen in beiden Untergruppen vertreten sein.

Es sollte zu erwarten sein, dass beispielsweise Unternehmen, die mit Personalabbau reagieren wollten, eine weniger

Abb. 1

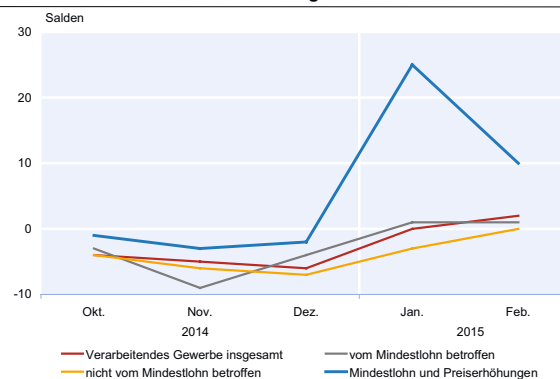
Verarbeitendes Gewerbe: Beschäftigenerwartungen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 2

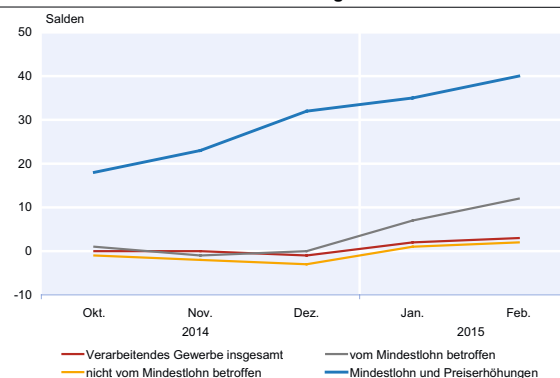
Verarbeitendes Gewerbe: Entwicklung der Preise zum Vormonat



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 3

Verarbeitendes Gewerbe: Preiserwartungen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

zuversichtliche Personalplanung vorweisen als Unternehmen, die diese Maßnahme nicht angegeben hatten oder nicht vom Mindestlohn betroffen sind. Entsprechend dieser Überlegung müssten Unternehmen, die mit Preiserhöhungen reagieren wollten, ihre Preiserwartungen deutlicher auf steigende Preise ausgerichtet haben.

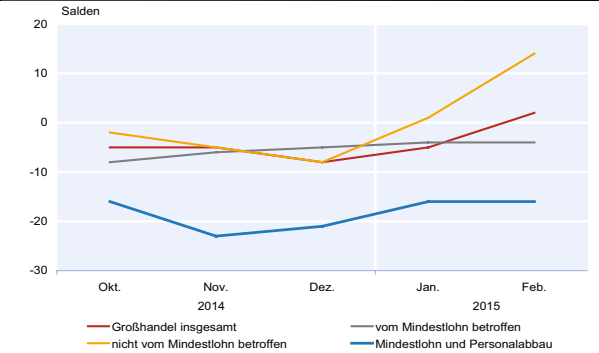
Im Verarbeitenden Gewerbe deuteten in den letzten Monaten die Beschäftigungsplanungen auf einen leichten Personalabbau hin (vgl. Abb. 1). Im neuen Jahr plante nur noch

ein kleiner Teil der nicht vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen, Personal abzubauen. Die vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen, die zusätzlich angaben, dass sie mit Personalabbau reagieren werden, haben zwischen Oktober und Januar stets deutlich negativere Erwartungen bezüglich der Entwicklung der Beschäftigtenzahl geäußert. In diesem Zeitraum gaben sie an, dass in den nächsten Monaten mit einem Personalabbau gerechnet werden muss. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass der Mindestlohn die Beschäftigungsplanungen der Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes bereits vor dessen Einführung beeinflusste. Im Februar drehten die Personalpläne dieser Unternehmen, und sie gingen für die kommenden Monate von einer zunehmenden Beschäftigtenzahl aus. Dies kann zweierlei Gründe haben: Einerseits könnte sich die Situation positiver darstellen als erwartet; andererseits könnten die betroffenen Firmen bereits Personal entlassen beziehungsweise neue Personaleinstellungen auf einen späteren Zeitpunkt verschoben haben. Preiserhöhungen scheinen hingegen erst mit Einführung des Mindestlohns durchgesetzt worden zu sein. Während im Januar die vom Mindestlohn nicht tangierten Unternehmen ihre Preise im Schnitt leicht senkten, erhöhten die vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen, die angaben, mit Preiserhöhungen zu reagieren, ihre Preise (vgl. Abb. 2). Diese Aussage trifft ebenso, wenn auch in abgeschwächter Form, auf den Februar zu. Die Preiserwartungen zeigen, dass eben jene Unternehmen diese Preiserhöhung bereits Monate im Voraus in ihre Planungen mit einbezogen hatten (vgl. Abb. 3). Ihre Erwartungen lagen bereits im Oktober deutlich über denen der Unternehmen, die nicht vom Mindestlohn betroffen sind. Außerdem ist anhand der Preiserwartungen zu beobachten, dass die Preise in diesem Bereich voraussichtlich von einer zunehmenden Anzahl an Unternehmen, die mit Preiserhöhungen auf den Mindestlohn reagieren wollten, erhöht werden.

Im Einzelhandel war die am häufigsten genannte Reaktion auf die Einführung des Mindestlohns der Personalabbau. Tatsächlich weisen die Unternehmen, die Personalabbau angegeben hatten, eine deutlich pessimistischere Erwartung bezüglich der Entwicklung der Beschäftigtenzahlen auf als die nicht vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen (vgl. Abb. 6). Die Preiserwartungen zeichneten ein ähnliches Bild. Mit Ausnahme des Januars 2015 erwarteten die Unternehmen, die mit Preiserhöhungen reagieren wollten, deutlich häufiger steigende Preise in den nächsten Monaten (vgl. Abb. 7). Im Großhandel zeigte sich eine gleichgerichtete Entwicklung der Beschäftigtenerwartungen wie im Einzelhandel. So erwarteten jene Unternehmen, die Personalabbau aufgrund des Mindestlohns meldeten, deutlich häufiger eine zurückgehende Anzahl ihrer Beschäftigten als die nicht vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen. Die nicht vom Mindestlohn betroffenen Großhändler gingen im Februar von einem steigenden Personalbedarf in den kommenden Monaten aus (vgl. Abb. 4). Die Preiserwartungen im

Abb. 4

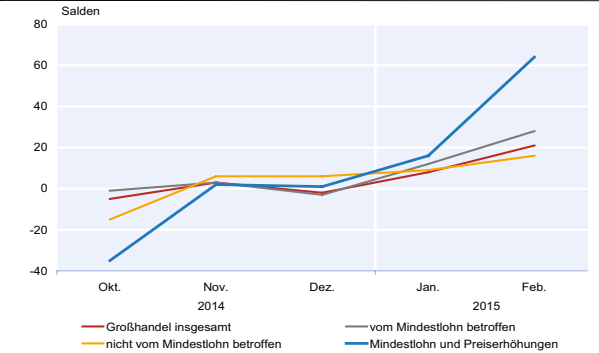
Großhandel: Beschäftigtenerwartungen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 5

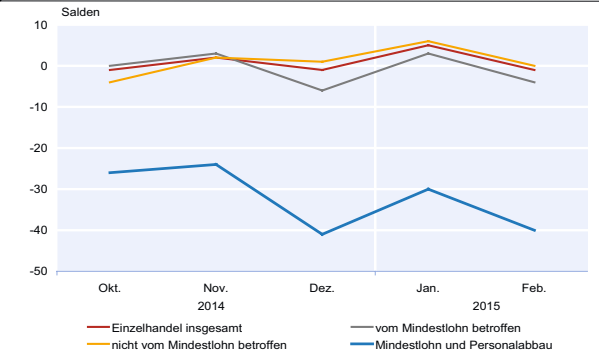
Großhandel: Preiserwartungen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 6

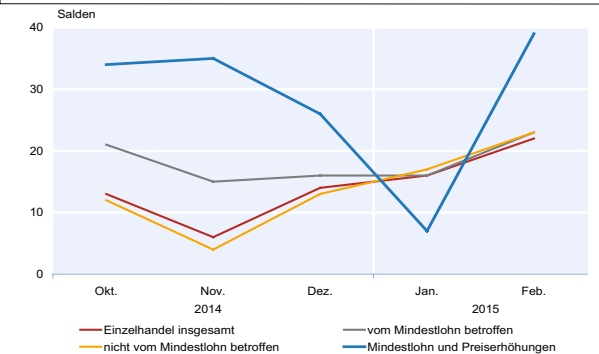
Einzelhandel: Beschäftigtenerwartungen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 7

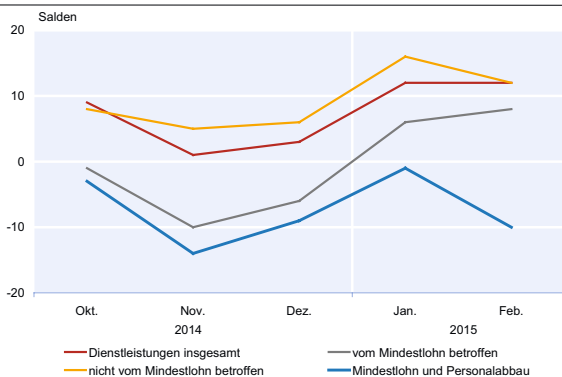
Einzelhandel: Preiserwartungen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 8

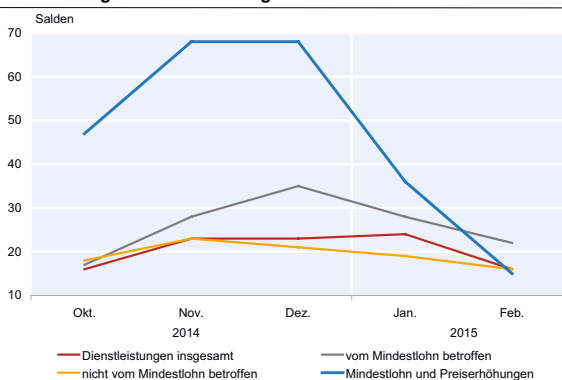
Dienstleistungen: Beschäftigterwartungen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 9

Dienstleistungen: Preiserwartungen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Großhandel beschreiben einen Trend zu anziehenden Preisen in den nächsten Monaten (vgl. Abb. 5). Am deutlichsten ist dieser Trend bei den Unternehmen zu erkennen, die mit Preiserhöhungen auf den Mindestlohn reagieren wollten.

Fast ein Drittel der vom Mindestlohn betroffenen Dienstleister plante als Maßnahme Preiserhöhungen. Diese Maßnahme spiegelte sich auch in den Preiserwartungen für die kommenden Monate wider. Im Gegensatz zu den nicht vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen, rechneten die Testteilnehmer, die mit Preiserhöhungen reagieren wollten, deutlich häufiger mit steigenden Preisen (vgl. Abb. 9). Im Februar war nur noch ein vernachlässigbarer Unterschied zu erkennen. Dies kann auf bereits angehobene Preise oder auch auf einen geringeren Handlungsbedarf seitens der Unternehmen hindeuten. Auch bezüglich der Beschäftigten sind die Dienstleistungsunternehmen, die Personalabbau als Reaktion auf den Mindestlohn angegeben hatten, deutlich vorsichtiger (vgl. Abb. 8). Diese gaben vor allem im November eine negative erwartete Entwicklung der Beschäftigten an. Im Gegensatz dazu planten die Unternehmen, die nicht vom Mindestlohn betroffen sind, weiterhin Personalneueinstellungen.

Fazit

Die vom Mindestlohn betroffenen Unternehmen konnten bereits vor Inkrafttreten des flächendeckenden Mindestlohns von 8,50 Euro pro Stunde einschätzen, wie sie auf diesen reagieren werden. Die angegebenen Einschätzungen zu den Maßnahmen, die potenziell getroffen wurden und werden, um die zusätzlichen Kosten aufzufangen, spiegeln sich in den Konjunkturtestergebnissen wider. In den meisten Fällen meldeten Unternehmen, die mit Personalabbau reagieren wollten, eine pessimistischere oder zumindest eine weniger optimistische Erwartung bezüglich der Entwicklung ihrer Beschäftigtenzahlen in den kommenden Monaten als nicht vom Mindestlohn betroffene Unternehmen. Ebenso erwarteten Unternehmen, die mit Preissteigerungen auf den Mindestlohn reagieren wollten, deutlich häufiger steigende Preise.

Literatur

Erthle, Chr., K. Wohlrabe und P. Wojciechowski (2014), »Der flächendeckende Mindestlohn und die Reaktion der Unternehmen – Ergebnisse einer Sonderumfrage im ifo Konjunkturtest«, *ifo Schnelldienst* 67(23), 50–52.

Knabe, A., R. Schöb und M. Thum (2014), »Der flächendeckende Mindestlohn«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 15, 133–157.

Lehmann, R., J. Ragnitz und M. Weber (2015), »Mindestlohn in Ostdeutschland: Firmen planen Preiserhöhungen und Personalabbau«, *ifo Dresden berichtet* 22(1), 40–42.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014), »Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2014: Deutsche Konjunktur im Aufschwung – aber Gegenwind von der Wirtschaftspolitik«, *ifo Schnelldienst* 67(8), 3–64.

Eines der Hauptziele der EU-Roadmap für ein ressourcenschonendes Europa besteht darin, bis zum Jahr 2020 aus Abfällen wieder Rohstoffe zu machen. Dabei hebt die Roadmap auch die Notwendigkeit hervor, ein qualitativ hochwertiges Recycling zu gewährleisten, die Deponierung von Abfällen zu beenden, die energetische Verwertung auf nicht wiederverwertbare Materialien zu beschränken und der illegalen Verbringung von Abfällen einen Riegel vorzuschieben. Dies dient nicht nur dem Ressourcenschutz, sondern auch dem Klimaschutz: Nach Untersuchungen der Europäischen Umweltagentur bringen die Verbesserungen im Management von Siedlungsabfällen deutliche Einsparungen von Treibhausgasemissionen mit sich, vor allem aufgrund niedrigerer Methanemissionen aus Deponien und der Verringerungen der Emissionen durch Recycling. Wenn bis 2020 alle EU-Mitgliedsländer die Ziele der EU-Deponierichtlinie vollständig erfüllen würden, könnten dadurch Treibhausgasemissionen in Höhe von 62 Mio. Tonnen CO₂-Äquivalenten vermieden werden, was ein bedeutender Beitrag zur Klimaschutzpolitik der Europäischen Union wäre (vgl. European Environment Agency 2011).

In der Europäischen Union fielen im Jahr 2012 annähernd 2,5 Mrd. Tonnen Abfall an, rund 10% davon waren Siedlungsabfälle (vgl. Eurostat 2015; European Environment Agency EEA 2014), d.h. Hausmüll einschließlich Sperrmüll, hausmüllähnliche Gewerbeabfälle und Abfälle von Bürogebäuden oder öffentlichen Einrichtungen, Straßengehricht, Marktabfälle, kompostierbare Abfälle aus der Biotonne, Garten- und Parkabfälle sowie Abfälle aus der Getrenntsammlung von Papier, Pappe, Karton, Glas, Kunststoffen, Holz und Elektronikteilen. Wenngleich Siedlungsabfälle neben Bau- und Abbruchabfällen, Bergematerial aus dem Bergbau und Industrieabfällen nur einen kleinen Teil der gesamten Abfallmenge ausmachen, erfordert ihre Entsorgung und Behandlung dennoch einen hohen Aufwand, der in vielen Ländern die öffentlichen Budgets für die Verringerung und Vermeidung von Umweltbelastungen stark beansprucht. Als Bestimmungsfaktoren für die Menge der in einem Land erzeugten Siedlungsabfälle sind der Urbanisierungsgrad, das Einkommensniveau der privaten Haushalte und deren Lebensgewohnheiten sowie das daraus resultierende Konsumverhalten zu nennen (vgl. OECD 2014).

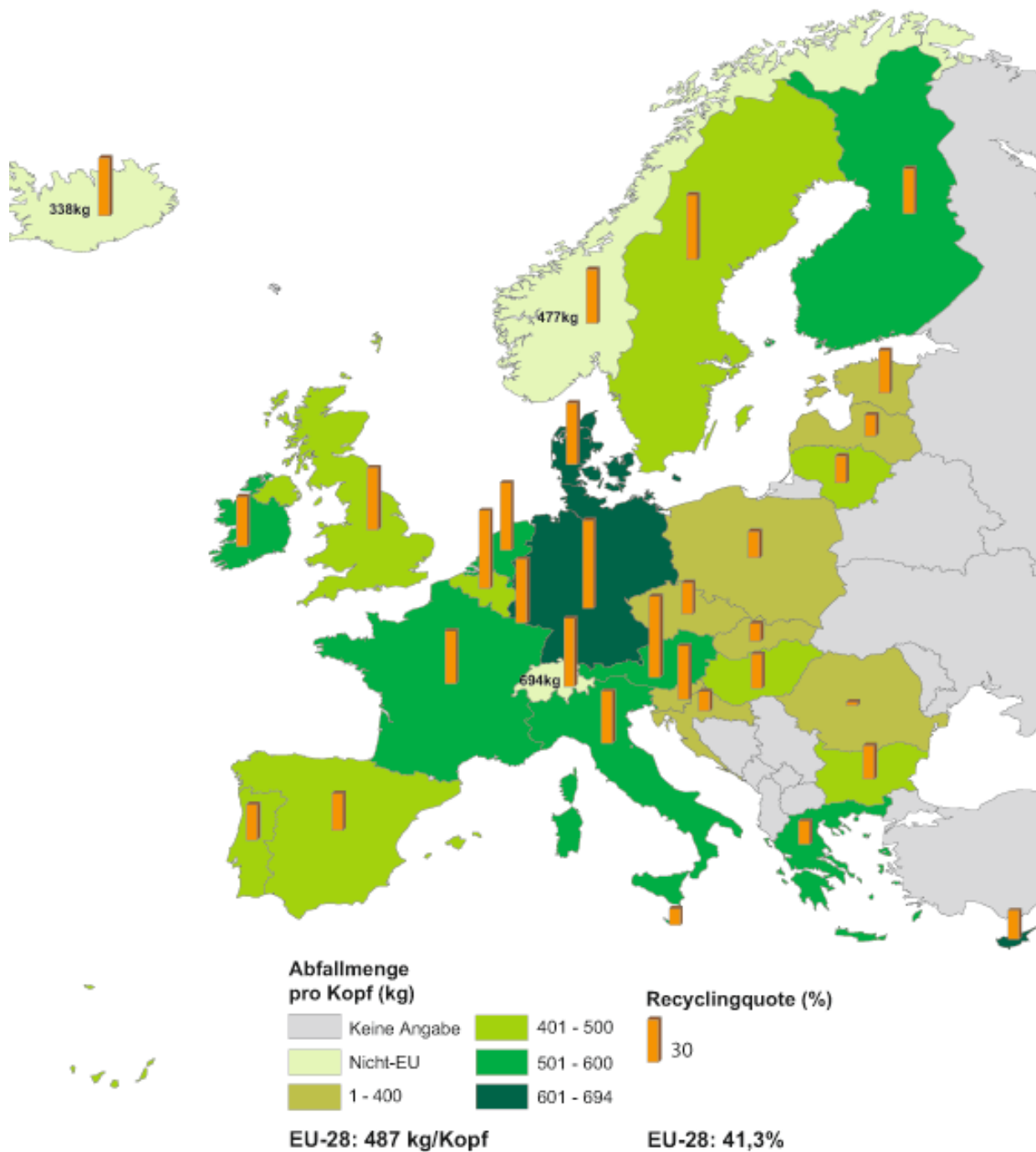
In Abbildung 1 wird die Situation bezüglich des spezifischen Aufkommens an Siedlungsabfällen und der Recyclingquote in den einzelnen EU-Mitgliedsländern dargestellt (Recycling umfasst hier werkstoffliches Recycling sowie Kompostierung und Vergärung). So fielen z.B. in Deutschland im Jahr 2012 pro Einwohner 611 kg Siedlungsabfälle an und die Recyclingquote lag bei 64,5%. In Dänemark waren es sogar 668 kg pro Einwohner bei einer niedrigeren Recyclingquote von 45,2%, in Luxemburg 662 kg pro Einwohner bei 47,0% Recycling und in Zypern 663 kg pro

Einwohner bei 21,2% Recycling. In dieser Gruppe von Ländern mit mehr als 600 kg spezifischem Siedlungsabfallaufkommen waren die Recyclingquoten also sehr unterschiedlich. Bei acht weiteren Mitgliedsländern liegt das spezifische Siedlungsabfallaufkommen zwischen 500 und 600 kg pro Einwohner, und wieder streut die Recyclingquote sehr stark, denn sie liegt hier zwischen 12,1% in Malta und 59,4% in Österreich. Im Bereich zwischen 400 und 500 kg Siedlungsabfall pro Einwohner liegen zehn Länder, wiederum mit deutlich divergierenden Recyclingquoten zwischen 20,0% in Litauen und 57,3% in Belgien. Auch der Durchschnittwert für die Europäische Union liegt mit 487 kg Siedlungsabfall pro Einwohner in dieser Größenklasse bei einer durchschnittlichen Recyclingquote von 41,3%. Sechs Länder haben ein spezifisches Siedlungsabfallaufkommen zwischen 270 und 400 kg pro Einwohner, die Recyclingquoten liegen zwischen 2,6% in Rumänien und 39,5% in Slowenien. Die Vermutung, dass mit zunehmenden Siedlungsabfallaufkommen die Recyclinganstrengungen verstärkt würden, bestätigt sich demnach nicht, eher ist ein Gefälle zwischen westeuropäischen und osteuropäischen Mitgliedstaaten festzustellen. Bei letzteren liegt die Recyclingquote deutlich unter dem EU-Durchschnitt, dies gilt allerdings auch für Griechenland, Portugal, Spanien, Zypern und Malta. Als einziges osteuropäisches Land erreicht Slowenien mit einer Recyclingquote von 39,5% annähernd den EU-Durchschnitt.

Das Recycling steht in der fünfstufigen Abfallhierarchie der EU-Abfallrahmenrichtlinie nach der Abfallvermeidung und der Wiederverwendung von Reststoffen an dritter Stelle der Prioritäten, gefolgt von der sonstigen Verwertung (z.B. energetische Verwertung) und der Abfallbeseitigung (Richtlinie 2008/98/EG, Art. 4). Nach der EU-Abfallrahmenrichtlinie müssen die Mitgliedstaaten Maßnahmen zur Wiederverwendung von Produkten und zur Förderung eines qualitativ hochwertigen Recyclings ergreifen. Bis 2015 ist die getrennte Sammlung von Papier, Metall, Kunststoffen und Glas in allen Mitgliedstaaten einzuführen, bis Ende 2020 müssen bestimmte Recyclingquoten (50% für Papier, Metall, Kunststoffe, Glas und 70% für Bau- und Abbruchabfälle) erreicht werden (Richtlinie 2000/98/EG, Art. 11). Beide Bestimmungen stehen allerdings unter dem Vorbehalt der technischen, ökologischen und wirtschaftlichen Durchführbarkeit (Richtlinie 2000/98/EG, Art. 10 Abs. 2). Des Weiteren soll auch die getrennte Sammlung von Bioabfällen zum Zweck der Kompostierung und Vergärung gefördert werden (Richtlinie 2000/98/EG, Art. 22). Zudem sollen die Mitgliedstaaten nach der EU-Deponierichtlinie Maßnahmen ergreifen, damit nur noch vorher behandelte Abfälle deponiert werden (Richtlinie 1999/31/EG, Art. 6).

Seit Mitte des vergangenen Jahres sind nunmehr Verschärfungen dieser Zielsetzung in der Diskussion. So hatte die

Abb. 1
Siedlungsabfälle pro Kopf und Recyclingquote in Europa

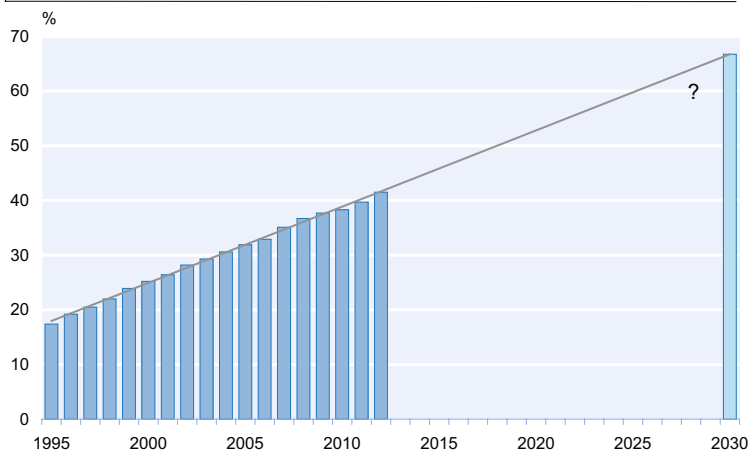


Quelle: Eurostat (2014).

Europäische Kommission im Juni 2014 ein Kreislaufwirtschaftspaket vorgelegt, in dem Änderungen der Abfallrahmen-, Deponie- und Verpackungsrichtlinie vorgeschlagen wurden. Nach diesen Vorschlägen wäre die Recyclingquote für Siedlungsabfälle bis 2030 im Durchschnitt auf mindestens 70% anzuheben, für Verpackungsabfälle sogar auf 80%. Die Änderungsvorschläge zur Deponierichtlinie sahen vor, die Deponierung von rezyklierbaren Abfällen ab 2025

faktisch zu verbieten. Recyclingfähige Stoffe wie Plastik, Metall, Glas, Papier oder Biomüll sollten demnach ab 2025 nicht mehr auf Deponien landen (vgl. BDE 2014). Im Dezember 2014 kündigte die neue EU-Kommission jedoch an, den Vorschlag zurückzuziehen und bis Mitte 2015 einen neuen Entwurf zur EU-Abfallpolitik vorzulegen (vgl. *Zeitung für kommunale Wirtschaft* 2015). Das Europäische Parlament und der EU-Ministerrat sprachen sich daraufhin zu

Abb. 2
Recyclingquote von Siedlungsabfällen in der EU 27



Quelle: Eurostat; Projektion des ifo Instituts.

Beginn des Jahres 2015 ihrerseits dagegen aus, das Kreislaufwirtschaftspaket zurückzunehmen (vgl. BDE 2015a). Dennoch kündigte Umweltkommissar Karmenu Vella Ende Februar im Umweltausschuss des Europaparlaments den endgültigen Rückzug des Kreislaufwirtschaftspakets durch die neue Europäische Kommission an. Es wird vermutet, dass künftig länderspezifische Ziele festgelegt werden sollen. Der politische Meinungsbildungsprozess in dieser Angelegenheit soll allerdings noch bis Mitte Juli weitergehen (vgl. BDE 2015b).

War das 70%-Recyclingziel zu ambitioniert, oder könnte es grundsätzlich vielleicht doch erreicht werden? An diese Fragestellung kann man auf verschiedene Weise herangehen: Durch eine Trendfortschreibung der durchschnittlichen Entwicklung in der Europäischen Union, durch die Betrachtung der Entwicklung in einzelnen EU-Ländern und – damit zusammenhängend – der Analyse der Abfallbehandlungsstruktur in den einzelnen Ländern.

Die Trendfortschreibung kann man an der historischen Entwicklung der Recyclingquote bei Siedlungsabfällen festmachen. Diese Entwicklung war für die EU 27 von Mitte der 1990er Jahre bis zum Jahr 2012 (für die EU 28 liegt nur eine kürzere Zeitreihe vor) kontinuierlich aufwärts gerichtet: Die Recyclingquote stieg von 17,4% auf 41,5%. Ließe sich dieser Trend fortschreiben, so stiege die Recyclingquote bis zum Jahr 2030 auf knapp 67% (vgl. Abb. 2). Danach läge das zwischenzeitlich anvisierte 70%-Ziel im Bereich des Möglichen. Allerdings ist eine derartige Betrachtungsweise sehr stark vereinfachend und berücksichtigt nicht die grundsätzlichen Voraussetzungen und

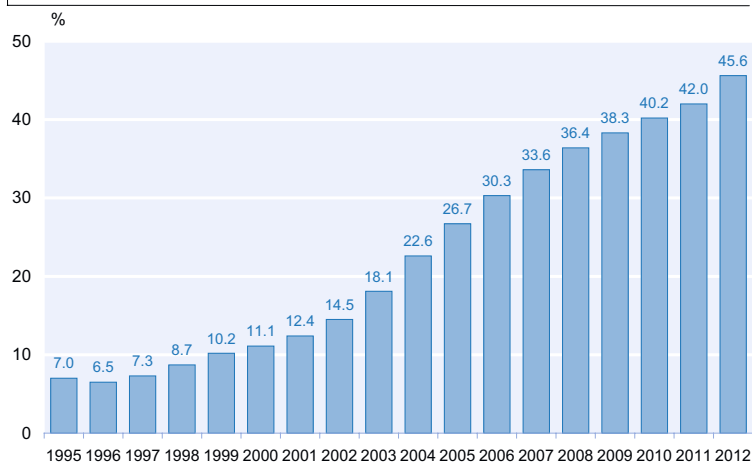
technischen Möglichkeiten in den einzelnen Mitgliedstaaten.

Wenn man bei der Einschätzung der zukünftigen Recyclingquote die Voraussetzungen in den einzelnen EU-Mitgliedsländern berücksichtigen will, ist zu überprüfen, ob die bisherige Entwicklung in den Ländern, die bereits hohe Recyclingquoten erreicht haben, ohne weiteres fortgeschrieben werden kann. Dabei zeigt sich in manchen Ländern ebenso wie im EU-Durchschnitt das Muster einer kontinuierlich steigenden Recyclingquote, wie z.B. in Großbritannien mit einem deutlichen Anstieg von 7,0% im Jahr 1995 auf 45,6% im Jahr 2012. Allerdings scheint sich dieser Anstieg in den letzten Jahren abzuflachen (vgl. Abb. 3). Ähnlich

verhält es sich mit Frankreich, wo die Recyclingquote von 17,7% 1995 auf 38,7% 2012 zunahm oder mit Italien, das eine Steigerung von 4,8% auf 38,3% verzeichnen konnte.

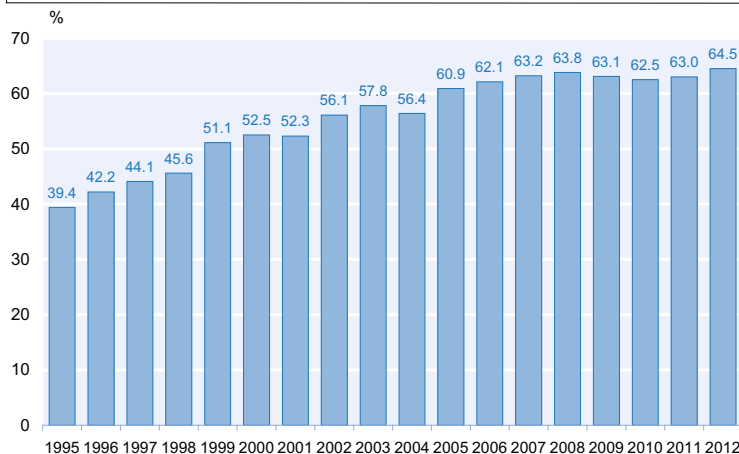
Dagegen ist für Länder, die schon 1995 ein relativ hohes Ausgangsniveau bei der Recyclingquote ausweisen, festzustellen, dass deren Entwicklung in den vergangenen Jahren stagnierte, was in Deutschland, Dänemark, den Niederlanden und Österreich der Fall war. Deutschland begann 1995 schon mit einer Recyclingquote von 39,4%, die bis 2008 auf 63,8% angehoben werden konnte. Im Gefolge der Rezession von 2009 sank sie jedoch wieder und erreichte erst 2012 wieder einen höheren Wert von 64,5% (vgl. Abb. 4). Ein ähnliches Bild zuletzt stagnierender Recyclingquoten zeigt sich für Dänemark, die Niederlande und Schweden. In Österreich, das schon 1995 eine Recyclingquote von 50,5% vorweisen konnte, schwankte selbige in den Folgejahren bei Werten zwischen 60 und 65%, um ab 2010 wieder knapp unter die 60%-Marke zu fallen. Diese

Abb. 3
Recyclingquote von Siedlungsabfällen in Großbritannien



Quelle: Eurostat.

Abb. 4
Recyclingquote von Siedlungsabfällen in Deutschland



Quelle: Eurostat.

Ergebnisse lassen befürchten, dass das Steigerungspotenzial gerade in den ursprünglich erfolgreicherer Ländern schon weitgehend ausgeschöpft sind und der EU-weite Trend der Recyclingquote der 18 Jahre bis 2012 nicht ohne weiteres auf die darauf folgenden 18 Jahre bis 2030 übertragen werden kann.

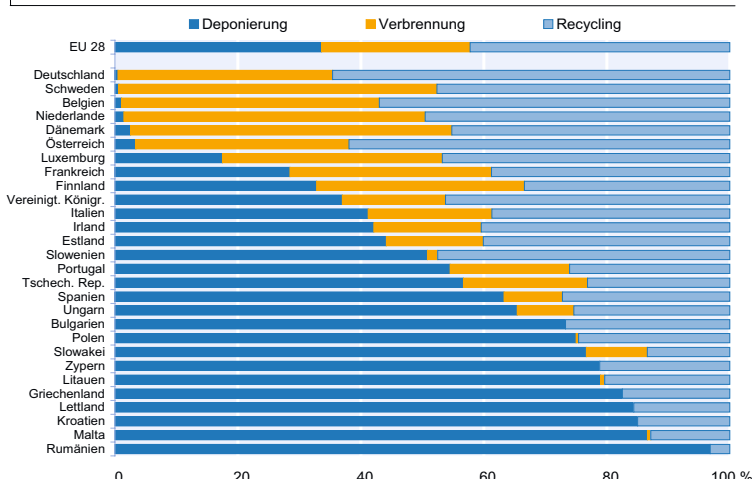
Was kann für die Länder erwartet werden, in denen die Recyclingquote für Siedlungsabfälle noch unter dem EU-Durchschnitt liegt? Um dies zu beurteilen, muss man einen Blick auf die Struktur der Siedlungsabfallentsorgung in den einzelnen Mitgliedsländern werfen, die noch sehr unterschiedlich ausfällt: Während in den meisten westeuropäischen Mitgliedstaaten die Siedlungsabfälle zu mehr als 50% verbrannt oder recycelt werden, überwiegt in den osteuropäischen Ländern sowie in Spanien, Portugal, Griechenland, Zypern und Malta nach wie vor der Entsorgungsweg der Deponierung. Müllverbrennung spielt bei den we-

nigsten Mitgliedern dieser Ländergruppe eine Rolle. Für diese Länder stellt sich daher die Frage, ob die Abfalldeponierung zurückgefahren und gleichzeitig die Phase der Müllverbrennung übersprungen werden kann. Denn dies wäre erforderlich, wenn die Recyclingquote im EU-Durchschnitt weiter kontinuierlich erhöht werden soll. Naheliegender ist aber, dass diese Länder zunächst von der Deponierung auf die Müllverbrennung übergehen, womit ein weiterer Anstieg der Recyclingquote, wie sie in Abbildung 2 skizziert wurde, unwahrscheinlicher würde.

Zwar werden in Artikel 16 der EU-Abfallrahmenrichtlinie die Grundsätze der Entsorgungsautarkie und der Nähe festgeschrieben, wobei laut Art. 16 Abs. 3 das Netz von

Abfallbeseitigungsanlagen und Anlagen zur Verwertung von gemischten Siedlungsabfällen ermöglichen soll, dass die Abfälle in einer der am nächsten gelegenen Anlagen beseitigt bzw. verwertet werden. Dennoch bedeuten die Grundsätze der Nähe und der Entsorgungsautarkie laut Absatz 4 nicht, dass jeder Mitgliedstaat über die gesamte Bandbreite von Anlagen zur endgültigen Verwertung verfügen muss. Ob damit in Zukunft verstärkte Müllexporte aus Ländern ohne Müllverbrennungsanlagen in solche mit ausreichenden Kapazitäten zur energetischen Verwertung ermöglicht werden, bleibt noch abzuwarten. Falls eine solche Entwicklung eintreten sollte, stünde dies der Verbesserung der gesamteuropäischen Recyclingquote jedenfalls eher entgegen. Auf alle Fälle wäre das Ziel einer 70%-Recyclingquote sehr ambitioniert, und es kann mit Spannung erwartet werden, ob ein neuer Kommissionsvorschlag in diesem Jahr an dieser anspruchsvollen Zielsetzung festhält und vor allem, welche Instrumente zu deren Umsetzung er beinhalten wird.

Abb. 5
Behandlung von Siedlungsabfällen in der EU 28 im Jahr 2012



Quelle: Eurostat (Ursprungswerte teilweise geschätzt).

Literatur

BDE – Bundesverband der Deutschen Entsorgungs-, Wasser- und Rohstoffwirtschaft e. V. (2014), »Europäische Initiative für mehr Recycling«, Pressemitteilung vom 3. Juli 2014.

BDE – Bundesverband der Deutschen Entsorgungs-, Wasser- und Rohstoffwirtschaft e. V. (2015a), »EU-Ministerrat: Kreislaufwirtschaftspaket nicht zurückziehen!«, Pressemitteilung vom 11. Februar 2015.

BDE – Bundesverband der Deutschen Entsorgungs-, Wasser- und Rohstoffwirtschaft e. V. (2015b), »BDE kritisiert neues Diskussionspapier der Kommission zum Kreislaufwirtschaftspaket«, Pressemitteilung vom 25. Februar 2015.

European Environment Agency (2011), Waste Opportunities. *Past and Future Climate Benefits from Better Municipal Waste Management in Europe*, Kopenhagen.

European Environment Agency (2014), »Waste: a problem or a resource?«, 3. Juni, verfügbar unter:

<http://www.eea.europa.eu/signals/signals-2014/articles/waste-a-problem-or-a-resource>, aufgerufen am 27. Januar 2015.

Eurostat (2015), »Abfallaufkommen, nach wirtschaftlicher Tätigkeit«, verfügbar unter: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=ten00106&language=de>, aufgerufen am 27. Januar 2015.

OECD (2014), »Siedlungsabfälle«, in: OECD (Hrsg.), *Die OECD in Zahlen und Fakten 2014: Wirtschaft, Umwelt, Gesellschaft*, OECD Publishing, Paris.

Richtlinie 2008/98/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. November 2008 über Abfälle und zur Aufhebung bestimmter Richtlinien.

Richtlinie 1999/31/EG des Rates vom 26. April 1999 über Abfalldeponien.

Zeitung für kommunale Wirtschaft (2015), »EU-Abfallrecycling auf dem Prüfstand – Kommission nimmt Recyclingquoten für 2030 vorerst zurück«, Januar.

ifo Architektenumfrage: Reichweite der Auftragsbestände wieder über sechs Monate

Erich Gluch

Nach den Umfrageergebnissen des ifo Instituts hat sich das Geschäftsklima bei den freischaffenden Architekten zu Beginn des ersten Quartals 2015 verbessert. Dies ist ausschließlich auf eine optimistischere Einschätzung der Entwicklung in den kommenden sechs Monaten zurückzuführen, während sich die Lageurteile sichtlich eintrübten.

Zu Beginn des Berichtsquartals waren nur noch 40% der befragten Architekten mit ihrer **aktuellen Geschäftslage** zufrieden – nach noch 47% im Vorquartal. Wie bereits vor drei Monaten bezeichnete etwa jeder sechste Architekt seine Geschäftslage als »schlecht«.

Bezüglich der **Geschäftserwartungen** für die nächsten sechs Monate nahm die Zuversicht wieder zu (vgl. Abb. 1). An der tendenziell eher positiven Einschätzung der zukünftigen Entwicklung durch die Architekten hat sich somit nichts geändert. Gegenüber dem Vorquartal stieg der Anteil der Testteilnehmer, die ihre Auftragsituation in etwa einem halben Jahr als voraussichtlich »eher günstiger« einschätzten von 11 auf 18%. Die Zahl der Skeptiker, die von einer »eher ungünstigeren« Entwicklung im kommenden halben Jahr ausgingen, verringerte sich gleichzeitig von 18 auf 14%.

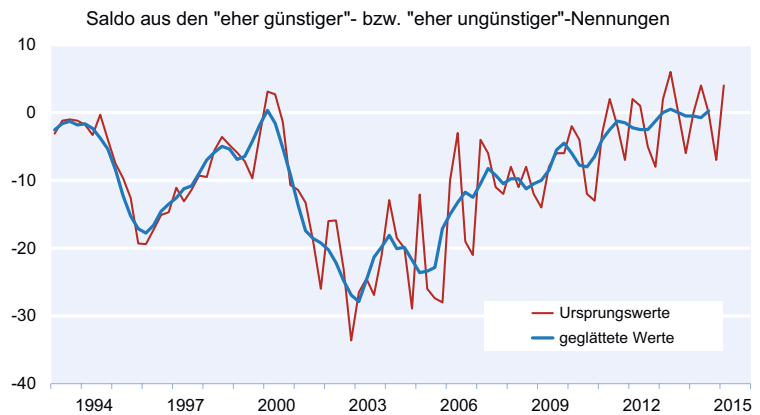
Im vierten Quartal 2014 konnten – wie im Vorquartal – rund 53% der Testteilnehmer **neue Verträge** abschließen. Damit wurde nicht nur der Durchschnittswert der letzten 20 Jahre (50,4%) deutlich übertroffen, sondern auch das hohe Niveau der letzten vier Jahre (55%) nicht maßgeblich verfehlt.

Das **geschätzte Bauvolumen** aus den neu abgeschlossenen Verträgen (Neubauten ohne Planungsleistungen im Bestand) schrumpfte im vierten Quartal 2014 gegenüber dem Vorquartal um reichlich ein Viertel. Dieser Rückgang resultierte sowohl aus einer sichtlich geringeren Nachfrage nach Planungsleistungen für Wohn- als auch für Nichtwohngebäude.

Die Aufträge zur Planung von **Ein- und Zweifamilienhäusern** lagen im Berichtsquartal rund ein Sechstel unter dem Niveau des Vorquartals. Hierbei ist allerdings zu be-

Abb. 1

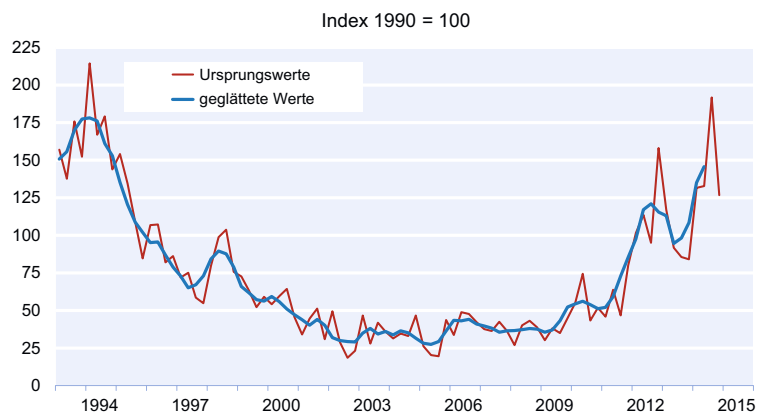
Beurteilung der voraussichtlichen Auftragsituation durch die freischaffenden Architekten



Quelle: ifo Architektenumfrage.

Abb. 2

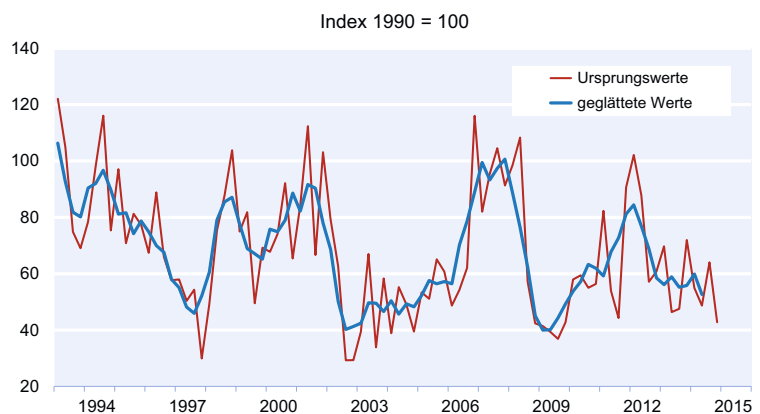
Geschätztes Bauvolumen der freischaffenden Architekten für Mehrfamiliengebäude (EUR)



Quelle: ifo Architektenumfrage.

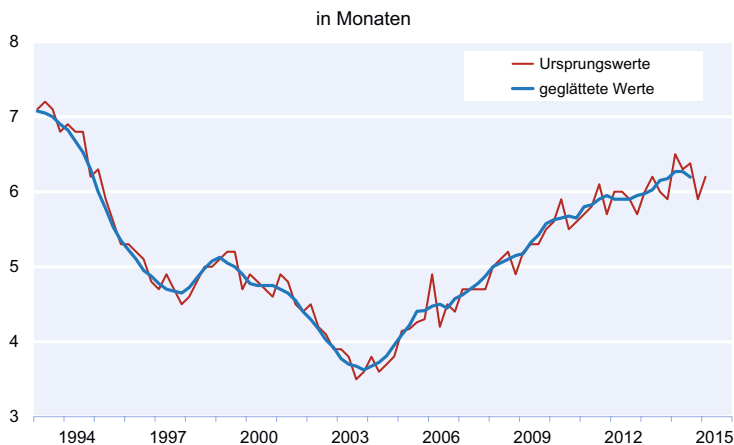
Abb. 3

Geschätztes Bauvolumen der freischaffenden Architekten von gewerblichen Auftraggebern (EUR)



Quelle: ifo Architektenumfrage.

Abb. 4

Auftragsbestände der freischaffenden Architekten

Quelle: ifo Architektenumfrage.

rücksichtigen, dass man schon bis ins Jahr 1999 zurückgehen muss, um drei ähnlich gute, aufeinanderfolgende Quartale wie die ersten drei des Jahres 2014 zu erhalten.

Die Planungsaufträge für **Mehrfamiliengebäude** waren im vierten Quartal 2014 ebenfalls rückläufig (vgl. Abb. 2). Dies überraschte jedoch nicht, da es in diesem Teilsegment zuvor innerhalb von nur drei Quartalen zu mehr als einer Verdopplung der neu hereingenommenen Planungsaufträge gekommen war. Vergleicht man die aktuellen Planungsvolumina mit dem ausgesprochen niedrigen Niveau, das die Architekten in diesem Teilsegment über fast zehn Jahre hinweg (2001 bis 2009) »überstehen« mussten, dann waren diese im Berichtsquartal etwa drei Mal so hoch wie in dieser »Durststrecke«.

Im Berichtsquartal erhielten die befragten Architekten von den privaten und **gewerblichen Auftraggebern** weniger neue Aufträge als im Vorquartal (vgl. Abb. 3). Bei einem Minus von rund einem Drittel sackte das Planungsvolumen auf einen der niedrigsten Werte der letzten zehn Jahre ab.

Auch das Volumen der neu hereingenommenen Planungsaufträge von **öffentlichen Auftraggebern** verringerte sich im vierten Quartal 2014. Der Rückgang fiel mit einem Minus von rund 16% allerdings weniger kräftig aus als im gewerblichen Sektor.

Die durchschnittliche Reichweite der **Auftragsbestände** kletterte wieder über die Marke von sechs Monaten (vgl. Abb. 4). Der Aufwärtstrend, der seit mehr als zehn Jahren anhält, ist demnach weiterhin intakt. Deutlich höhere Werte als die nun erreichten 6,2 Monate dürften jedoch kaum zu erreichen sein.

Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist im Februar auf 106,8 Punkte gestiegen. Die Zufriedenheit mit der aktuellen Lage hat etwas abgenommen. Jedoch blickten die Unternehmen erneut zuversichtlicher auf den weiteren Geschäftsverlauf. Die deutsche Wirtschaft zeigt sich robust gegenüber den geopolitischen Unsicherheiten. Das Geschäftsklima hat sich in den einzelnen Sektoren nur minimal geändert. Die größte Änderung wurde im Dienstleistungssektor beobachtet, dort gab der Indikator merklich nach.

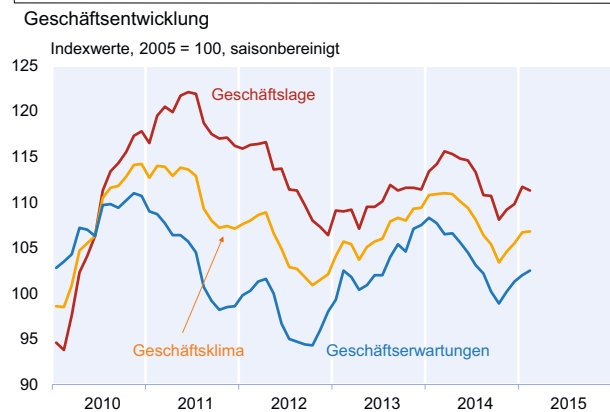
Die Bereitschaft der deutschen Wirtschaft, neues Personal einzustellen, hat etwas abgenommen. Das **ifo Beschäftigungsbarometer** ist im Februar gesunken. Dämpfer gab es bei den Dienstleistungen. Im Verarbeitenden Gewerbe dagegen stieg das Beschäftigungsbarometer das dritte Mal in Folge. Treiber waren vor allem die Investitionsgüterherstellung und die Nahrungsmittelindustrie. Während der Einzelhandel wieder verstärkt einstellt, zeigte sich der Großhandel zurückhaltender. Der Winter trübt weiterhin die Einstellungsbereitschaft im Bau. Auch im Dienstleistungsgewerbe sank nach einem starken Januar die Bereitschaft, neue Mitarbeiter einzustellen.

Die **Kredithürde** für die gewerbliche Wirtschaft ist im Februar auf 16,2% gefallen. Damit wurde der historische Tiefstand vom Januar nochmals um 0,9 Prozentpunkte unterboten. Die erwartete Geldflut der Europäischen Zentralbank scheint bei den Banken schon jetzt die ohnehin lockere Kreditvergabe nochmals anzuregen. Im Verarbeitenden Gewerbe sank die Kredithürde um mehr als einen Prozentpunkt auf 13,8%. Wesentlicher Treiber war hier der Rückgang bei den mittelgroßen Firmen. Auch der Anteil der kleinen Firmen, die von einer restriktiven Kreditvergabe berichteten, ist gesunken. Am leichtesten ist es immer noch für Großfirmen, Bankkredite zu erhalten, obwohl hier die Hürde leicht gestiegen ist. Im Baugewerbe berichteten wieder mehr Firmen von einer restriktiveren Kreditvergabe der Banken. Im Handel sank hingegen die Kredithürde mit 16,3% auf einen neuen historischen Tiefstand.

Die deutsche Industrie freut sich über weitere Impulse aus dem Ausland. Die **ifo Exporterwartungen** sind im Februar auf 11,9 Saldenpunkte gestiegen. Die deutschen Exporteure profitieren weiterhin vom niedrigen Eurokurs. Wesentlicher Treiber der Entwicklung war der Fahrzeugbau. Die deutschen Automobilhersteller rechnen mit einem deutlichen Anziehen des Geschäfts. Hier scheint der gesunkene Ölpreis langsam zum Tragen zu kommen. Weiterhin gute Exportchancen rechnen sich auch die Unternehmen in der chemischen Industrie, in der Metallerzeugung und -bear-

¹ 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.

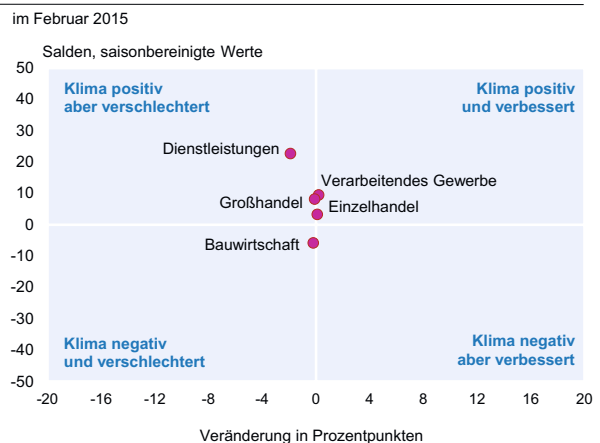
Abb. 1
Gewerbliche Wirtschaft^{a)}



a) Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.

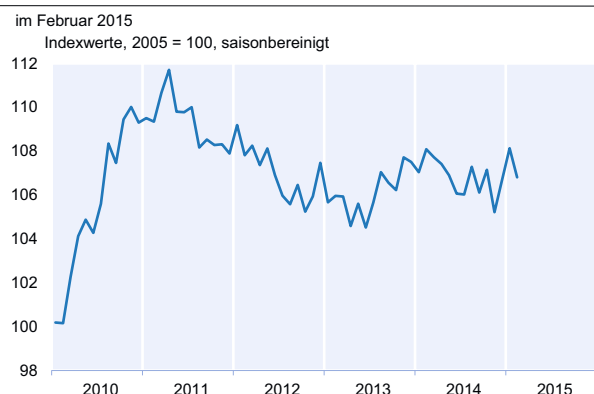
Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 2
Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 3
ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland
Deutsche Wirtschaft^{a)}



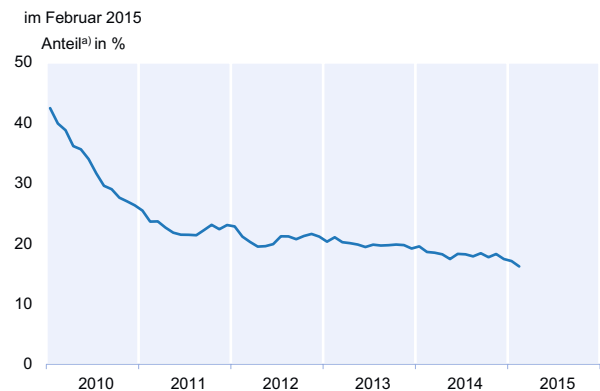
a) Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel, Dienstleistungssektor.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

beitung und in der Elektrotechnik aus. Einen Dämpfer gab es jedoch im Maschinenbau. Der Jahreshöchststand vom Januar konnte nicht gehalten werden. Die Exporterwartungen liegen aber weiterhin über ihrem langfristigen Durchschnitt.

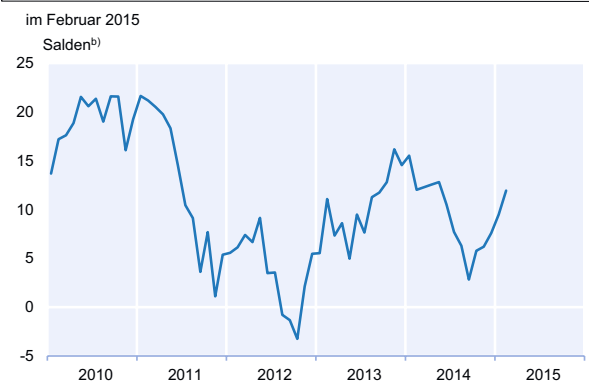
Im **Verarbeitenden Gewerbe** ist der Indikator leicht gestiegen. Zwar beurteilten die Industriefirmen ihre aktuelle Lage etwas weniger gut als im Vormonat. Aber der Ausblick für die kommenden Monate verbesserte sich auf den höchsten Stand seit August 2014. Ein wichtiger Impulsgeber bleibt das Auslandsgeschäft. Im Vorleistungsgütergewerbe hat die Zufriedenheit mit der momentanen Situation minimal zugenommen. Obwohl sich die Nachfragesituation verbesserte, stieg der Lagerbestand an. Die Produktion soll nur noch seltener angehoben werden. Die Firmen blickten, sowohl insgesamt als auch mit Bezug auf den Export, optimistischer in die Zukunft. Nach zuletzt drei Anstiegen in Folge gab der Geschäftsklimaindikator im Investitionsgüterbereich etwas nach. Sowohl die Lage als auch die Erwartungen wurden etwas zurückgenommen, blieben aber mehrheitlich positiv. Trotz rückläufiger Nachfrage konnten die Lagerbestände weiter abgebaut werden. Dennoch sollen die Produktion und die Exporte erhöht werden. Auch aufgrund dessen planten die Firmen vermehrt, neue Mitarbeiter einzustellen. In der Konsumgüterindustrie (ohne Ernährungsgewerbe) ist der Geschäftsklimaindikator wieder gesunken. Zum einen wurde die sehr gute Bewertung der aktuellen Geschäftslage etwas zurückgenommen. Zum anderen trübten sich die Erwartungen für die kommenden Monate wieder ein. Ein Grund dafür war die rückläufige Nachfrage. Die Exporterwartungen fielen auf den niedrigsten Wert seit mehr als einem Jahr. Es ist weiter von einer geringen Preisdynamik auszugehen. Im Ernährungsgewerbe drehte der Geschäftsklimaindikator wieder in den positiven Bereich. Beide Klimakomponenten wurden nach oben korrigiert. Die Produktion stagnierte leicht, soll jedoch in den kommenden Monaten merklich ausgeweitet werden. Erneut wollten mehr Firmen die Preise erhöhen. Im Fahrzeugbau hat sich das Geschäftsklima leicht verschlechtert. Während die Unternehmen die aktuelle Lage nahezu unverändert als gut bezeichneten, wurde der Optimismus mit Blick auf die kommende Entwicklung leicht zurückgenommen. Aufgrund deutlich verbesserter Exportaussichten soll die Produktion in den kommenden Monaten angehoben werden. Auch deshalb suchten die Firmen vermehrt nach neuen Mitarbeitern.

Im **Bauhauptgewerbe** hat sich das Geschäftsklima abermals leicht verschlechtert. Der Index liegt aber weiterhin auf einem hohen Niveau. Die Baufirmen waren wieder etwas zufriedener mit ihrer aktuellen Lage. Der Ausblick auf das kommende halbe Jahr trübte sich jedoch leicht ein. Der Anteil der Meldungen zur Bautätigkeitsbehinderung stieg auf mehr als zwei Drittel. Mehr als 50% der Baufirmen berichteten von Behinderungen durch die Witterung, knapp ein

Abb. 4**Kredithürde – gewerbliche Wirtschaft**

^{a)} Anteil der Unternehmen, die angeben, die Kreditvergabe sei restriktiv.

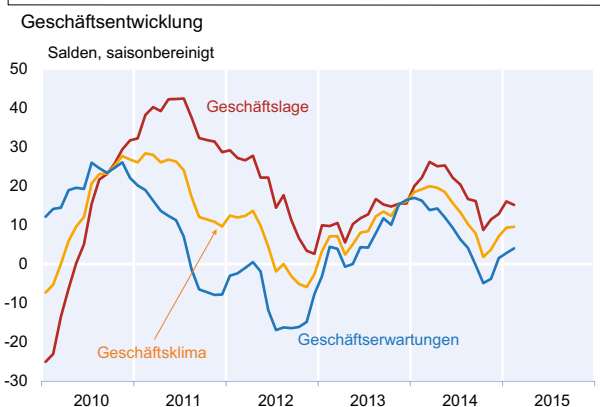
Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 5**Exportserwartungen – Verarbeitendes Gewerbe^{a)}**

^{a)} Ohne Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung.

^{b)} Aus den Prozentsätzen der Meldungen über zu- und abnehmende Exportgeschäfte.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

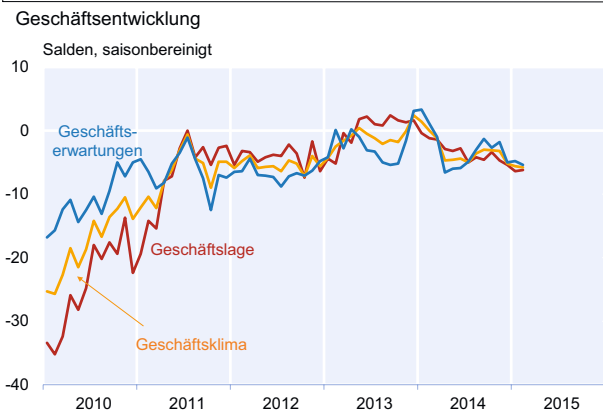
Abb. 6**Verarbeitendes Gewerbe**

Quelle: ifo Konjunkturtest.

Fünftel zusätzlich von Auftragsmangel. Den Firmenmeldungen zufolge konnten die Preise nur noch mancherorts angehoben werden. Allerdings gingen die Testteilnehmer davon aus, dass in den kommenden drei Monaten die Preise wieder spürbar häufiger heraufgesetzt werden können. Für die nahe Zukunft erwarteten die befragten Firmen erneut eine schwächere Zunahme der Beschäftigtenzahl. Im Februar wurden mehrere Sonderfragen gestellt. Die befragten Firmen gaben zum einen an, dass von ihrem Vorjahresumsatz durchschnittlich 23% auf Subunternehmerleistungen entfielen. Davon wurden 41% von Firmen des Bauhauptgewerbes und 18% von Ausbaufirmen erbracht. Für weitere 18% der weitervergebenen Arbeiten zeichneten sich Transportunternehmen verantwortlich. 7% der Subunternehmerleistungen hatten das Biegen und Verlegen von Betonstahl und 5% Schalungsarbeiten bzw. Gerüstbau zum Inhalt. Des Weiteren berichteten die befragten Unternehmen, dass 13% ihrer gesamten Jahresproduktion 2014 noch nicht als Umsatz an die amtliche Statistik gemeldet worden ist. Ferner entfielen nach Firmenangaben 42% des Vorjahresumsatzes auf Baustellen im eigenen Stadt- oder Landkreis. Weitere 35% der Arbeiten wurden in anderen Landkreisen des eigenen Bundeslandes, 21% in anderen Bundesländern sowie 2% im Ausland durchgeführt. Im Tiefbau stieg der Geschäftsklimaindikator. Während die Urteile zur aktuellen Geschäftslage etwas nachgaben, hellten sich die Erwartungen wieder auf. 67% der Tiefbaufirmen berichteten von Beeinträchtigungen durch das Winterwetter. Im Hochbau lag dieser Anteil bei 40%. Die Hochbaufirmen berichteten von einer verbesserten Geschäftslage. Der Indikator stieg auf den höchsten Wert seit März 2014. Die Erwartungen trübten sich hingegen ein. In Folge dessen sank der Geschäftsklimaindikator.

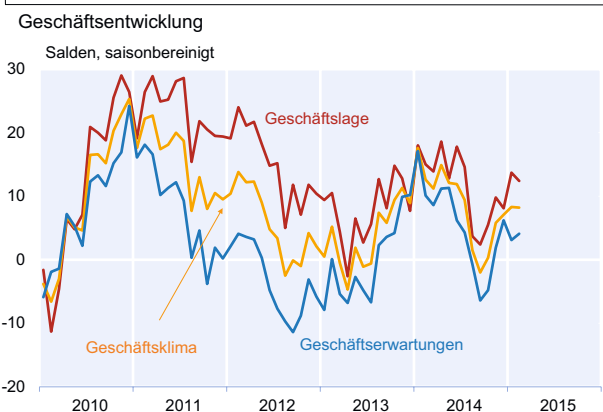
Im **Großhandel** hat sich das Klima minimal verschlechtert. Die Großhändler waren etwas weniger zufrieden mit ihrer aktuellen Lage. Jedoch blickten sie optimistischer auf den weiteren Geschäftsverlauf. Die Lagerbestände konnten etwas abgebaut werden. Die Verkaufspreise blieben nahezu konstant im Februar. Jedoch gingen die Großhändler davon aus, in den nächsten Monaten verstärkt die Preise hochsetzen zu können. Im Konsumgüterbereich fiel die Bewertung der aktuellen Situation etwas weniger günstig aus als im Januar. Der Optimismus bezüglich der Perspektiven für das nächste halbe Jahr ist dagegen wieder merklich angewachsen. Bei weiter steigenden Preisen blieb die Ordertätigkeit expansiv ausgerichtet. Das Geschäftsklima des Gebrauchsgüterbereichs hat sich aufgehellt. Während die momentane Lage geringfügig besser eingestuft wurde als im Vormonat, fielen die Geschäftserwartungen sogar erheblich optimistischer aus. Auch hier sollen die Preise in den kommenden Monaten steigen. Im Verbrauchsgüterbereich empfanden die Unternehmen ihre Geschäftslage als so gut wie seit August 2013 nicht mehr. Auch die Geschäftserwartungen fielen wieder optimistischer aus als zuletzt. Der Ge-

Abb. 7
Bauhauptgewerbe



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 8
Großhandel



Quelle: ifo Konjunkturtest.

schäftsklimaindikator des Nahrungs- und Genussmittelbereichs ist geringfügig gefallen, da das Übergewicht der zufriedenen Geschäftslageurteile etwas nachgelassen hat. Die Aussichten für das nächste halbe Jahr schätzten die Unternehmen dagegen günstiger ein als zuletzt. Die Bestellabsichten blieben angesichts seltener als zu groß eingestufte Lagerbestände weiterhin expansiv. Die Personalpläne wurden jedoch per saldo auf Kürzungen ausgerichtet.

Im **Einzelhandel** stieg der Index leicht. Zwar wurde die sehr gute Beurteilung zur aktuellen Lage etwas zurückgenommen. Dagegen verbesserte sich der Ausblick erneut. Aufgrund gestiegener Lagerbestände blieb die Ordertätigkeit leicht restriktiv ausgerichtet. Die Einzelhändler beabsichtigten wieder zahlreicher, die Preise anzuheben. Im Gebrauchsgüterbereich verschlechterte sich das Geschäftsklima. Die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage trübte sich etwas ein, verblieb jedoch deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Auch die Aussichten für die kommenden Monate gaben etwas nach. Der Erwartungsindikator liegt nun schon seit Juni im negativen Bereich. Die Verkaufspreise

zogen im Februar vermehrt an und sollen auch in Zukunft weiter steigen. Auch im Verbrauchsgüterbereich sank der Geschäftsklimaindikator. Die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage drehte wieder in den negativen Bereich. Der Ausblick auf die kommenden Geschäfte verschlechterte sich leicht. Aufgrund rückläufiger Umsätze stieg der Lagerbestand an. Die Ordertätigkeit bleibt stark restriktiv ausgerichtet. Die Verkaufspreise sollen vermehrt angehoben werden. Im Kfz-Einzelhandel ist der Geschäftsklimaindikator gesunken. Zwar beurteilten die Einzelhändler die aktuelle Situation günstiger als im Vormonat, bezüglich des weiteren Geschäftsverlaufs nahmen sie aber ihre Erwartungen zurück. Trotz des gestiegenen Lagerdrucks planten die Firmen, ihre Zurückhaltung bei den Bestellungen zu lockern. Im Neuwagengeschäft verbesserte sich das Geschäftsklima abermals. Die Testteilnehmer hatten weniger an ihrer momentanen Lage auszusetzen, bezüglich der nahen Zukunft äußerten sie sich aber unverändert zurückhaltend. Im Einzelhandel mit Gebrauchtwagen empfanden die Firmen dagegen ihre momentane Geschäftslage enttäuschend und schätzten die Aussichten für das nächste halbe Jahr negativer ein. Im Bereich Kraftwagenteile und -zubehör waren die Firmen unverändert unzufrieden mit ihrer aktuellen Lage. Zudem hat der Pessimismus im Hinblick auf die weitere Entwicklung deutlich zugenommen. Der Geschäftsklimaindikator für den Nahrungs- und Genussmitteleinzelhandel ist deutlich gestiegen. Die Testteilnehmer waren äußerst zufrieden mit der momentanen Situation. Die Erwartungen sind so günstig wie seit September 2013 nicht mehr. Der Anteil der befragten Unternehmen, die von Preissteigerungen in den nächsten Monaten ausgingen, ist geringer geworden. Die Firmen planten eine weitere Vergrößerung der Belegschaft.

Der ifo Geschäftsklimaindikator für das **Dienstleistungsge**werbe Deutschlands ist im Februar gesunken. Die Dienstleister waren merklich weniger zufrieden mit ihrer aktuellen Lage. Jedoch blickten sie wieder optimistischer auf ihre zukünftigen Geschäfte. Es war weiterhin geplant, Personal einzustellen, wenn auch in geringerem Umfang als im Januar. Trotz einer erwarteten Umsatz- bzw. Nachfragesteigerung in den nächsten Monaten schraubten die befragten Unternehmen ihre Personalplanungen zurück. Es wird weiterhin mit steigenden Preisen gerechnet. In der Wirtschaftsprüfung, Rechts- und Steuerberatung meldeten die Testteilnehmer mehrheitlich eine zufriedenstellende aktuelle Geschäftslage. Der zurückhaltendere Optimismus bezüglich der Geschäftsperspektiven führte zu einem ungünstigeren Klimaindikator. Die Preiserwartungen deuten eine nach oben gerichtete Entwicklung an. Die Personalplanungen blieben weiterhin auf Expansion ausgerichtet. Die Firmen aus der Unternehmens- und Public-Relations-Beratung berichteten weniger häufig von positiven Geschäftssituationen, und auch die Zuversicht über die zukünftige Entwicklung gab deutlich nach. Die Angaben zur Entwicklung der Beschäftigtenzahlen lie-

Abb. 9
Einzelhandel

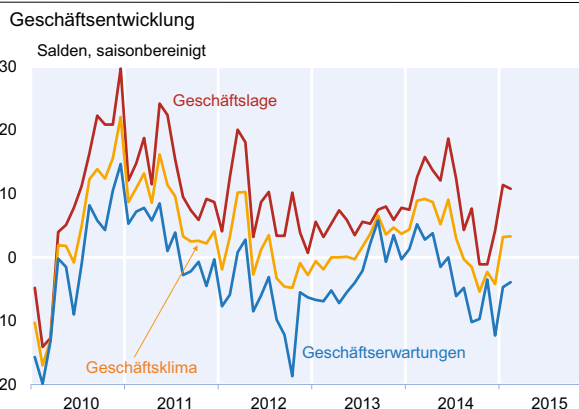
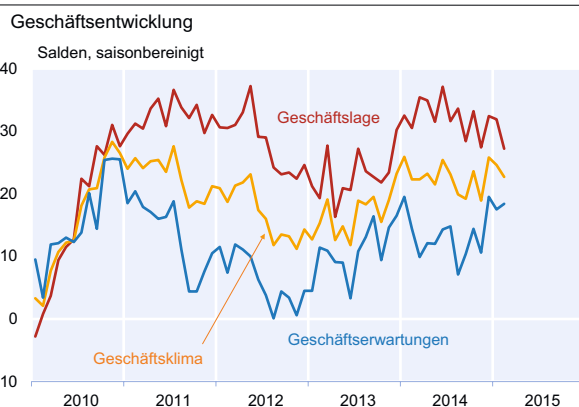


Abb. 10
Dienstleistungen



gen unter dem langjährigen Mittelwert, jedoch deuten sie auf den weiter bestehenden Personalbedarf in den kommenden Monaten hin. Nach der überaus positiven Stimmung des Vormonats gab der Klimaindikator in der Werbebranche im Februar merklich nach, befindet sich aber dennoch über dem Dezemberwert. Sowohl in der Beurteilung der Geschäftslage als auch der Geschäftsperspektiven waren die teilnehmenden Unternehmen vorsichtiger. Es wurden nur noch vereinzelt steigende Preiserwartungen gemeldet. Der Personalbedarf hingegen hat stark zugenommen. Im Bereich Personal- und Stellenvermittlung/Überlassung von Arbeitskräften verbesserte sich das Geschäftsklima nunmehr zum vierten Mal in Folge und übertraf den langjährigen Mittelwert. Die Zufriedenheit mit der aktuellen Situation hat zugenommen, und auch die Aussichten wurden zuversichtlicher bewertet. Die Mehrheit der befragten Unternehmen möchte in den kommenden Monaten die Preise erhöhen.

ifo Institut

im Internet:

<http://www.cesifo-group.de>

