



Konjunkturtendenzen Sommer 2016

(Daten bis Mitte Juni 2016)

Seite

Übersicht	Verschiedene Konjunkturindikatoren deuten für dieses und nächstes Jahr auf eine verhalten positive Entwicklung der Weltwirtschaft hin. Die Gefahr einer anhaltend negativen Preisentwicklung hat sich in den letzten Monaten in verschiedenen Ländern leicht reduziert. Die Schweizer Wirtschaft dürfte in dieser positiven, aber noch fragilen Umgebung 2016 im Jahresdurchschnitt um 1,4% wachsen; für 2017 wird ein reales Wachstum von 1,8% erwartet.	2
-----------	---	---

Weltwirtschaftliche und monetäre Rahmenbedingungen

Weltwirtschaft	Die konjunkturelle Entwicklung in den Industriestaaten charakterisiert sich zurzeit durch moderate Wachstumsraten. Während das BIP im 1. Quartal in den USA nur schwach zunahm, hat das Wachstum im Euroraum positiv überrascht	3
Monetäres Umfeld	Die Geldpolitik bleibt expansiv und die Langfristzinsen erreichen historisch tiefe, teils negative Niveaus. Die Aktienmärkte haben sich teilweise erholt. Der Franken bleibt insbesondere gegenüber dem Euro hoch bewertet.	10

Zur Lage der schweizerischen Wirtschaft

Bruttoinlandprodukt	Im 1. Quartal 2016 wuchs das BIP der Schweiz um 0,1%, nachdem es im Vorquartal um 0,4% angestiegen war.	16
Produktion	Positive Wachstumsimpulse kamen im 1. Quartal 2016 vom Baugewerbe, dem verarbeitenden Gewerbe sowie dem Gesundheits- und Sozialwesen. Weiter rückläufig war die Wertschöpfung bei den Finanzdiensten und im Gastgewerbe.	16
Verwendung	Positiv zum Wachstum im ersten Quartal beigetragen haben der Privatkonsum, die Anlageinvestitionen und der Aussenhandel. Einen negativen Wachstumsbeitrag lieferte der Staatskonsum.	18
Arbeitsmarkt	Die aktuellen Arbeitslosenzahlen zeigen, dass die seit Ende 2014 anhaltende monatliche Zunahme in den ersten Monaten des Jahres 2016 leicht schwächer, aber immer noch positiv war. Seit Anfang 2016 werden jeden Monat (um saisonale Effekte bereinigt) zwischen 500 bis 900 Arbeitslose mehr registriert.	24
Preise	Angesichts der etwas höheren Erdölpreise sowie der abklingenden Effekte der letztjährigen Frankenaufwertung auf die Importpreise hat sich die negative Teuerung in den letzten Monaten weiter zurückgebildet.	28

Rahmenbedingungen	Verschiedene Konjunkturindikatoren deuten für dieses und nächstes Jahr auf eine verhalten positive Entwicklung der Weltwirtschaft hin.	30
Prognose Schweiz	Die Expertengruppe rechnet wie bisher mit einem realen BIP-Wachstum von 1,4% für 2016 und 1,8% für 2017. Die Risiken einer schwächeren Entwicklung als angenommen haben wegen des fragilen Umfelds eher zugenommen.	30
Risiken	Das Resultat der Abstimmung vom 23. Juni 2016 zur Zukunft des Vereinigten Königreichs in der EU (Brexit) ist ein erheblicher Risikofaktor. Daneben ist auf den Finanzmärkten auch eine latente Nervosität in Bezug auf die finanzielle Situation vieler chinesischer Unternehmen sowie den weiteren geldpolitischen Kurs in den USA spürbar.	32

Spezialthema

Kaufkraftparität als Instrument der Wechselkursanalyse	Die Kaufkraftparität ist nützlich für die längerfristige Wechselkurseinschätzung, stellt bei der empirischen Umsetzung aber vor Herausforderungen. Nutzen und Grenzen werden konzeptuell und anhand verschiedener Beispiele sowie einer empirischen Anwendung für den Schweizer Franken beleuchtet.	33
--	---	----

Konjunkturtendenzen auf einer Seite

Weltkonjunktur

Das durchwachsene internationale Konjunkturbild schlägt sich in den Wachstumszahlen für das 1. Quartal 2016 nieder. Während das BIP im Euroraum gegenüber dem Vorquartal um 0,6% gewachsen ist und somit eine leichte Beschleunigung der Erholung bestätigte, hat sich die Wachstumsdynamik in den USA zum dritten Mal in Folge abgeschwächt und ist in Japan in den negativen Bereich gerutscht. Die trotz des jüngsten Anstiegs der Erdölpreise nach wie vor tiefen Rohstoffpreise begünstigen zwar einerseits die Konjunktur in vielen rohstoffimportierenden Volkswirtschaften, drücken andererseits aber auf die wirtschaftliche Entwicklung wichtiger rohstoffexportierender Schwellenländer, was dann wiederum das Wirtschaftswachstum in den Industrienationen hemmt.

Verschiedene Konjunkturindikatoren deuten für dieses und nächstes Jahr auf eine verhalten positive Entwicklung der Weltwirtschaft hin. Die Gefahr einer anhaltend negativen Preisentwicklung hat sich in den letzten Monaten in verschiedenen Ländern leicht reduziert.

Schweizer Wirtschaft

Die Schweizer Konjunktur steht seit einigen Monaten unter verschiedenen teils entgegengesetzten Einflüssen. Auf der einen Seite zeichnet sich in verschiedenen europäischen Ländern eine Erholung des Wachstums ab, was positive Auswirkungen auf den Schweizer Aussenhandel hat. Auf der anderen Seite verhindert die vor allem aufgrund des geringeren Wachstums in den Schwellenländern abgeschwächte Dynamik des Welthandels, dass die Schweizer Handelsbilanz stärkere Wachstumsimpulse liefert.

Positiv ist gleichwohl zu vermerken, dass die aktuellen **Stimmungsindikatoren** wie der Einkaufsmanagerindex (PMI) und das KOF-Konjunkturbarometer ihre Erholungstendenz in den ersten fünf Monaten dieses Jahres weiter festigen konnten. Diese Aufhellung deutet darauf hin, dass die Schweizer Wirtschaft die Bremseffekte des starken Frankens mittlerweile einigermaßen verdaut hat und die weiteren Wachstumsaussichten moderat zuversichtlich einzustufen sind.

Vor dem Hintergrund eines noch wenig dynamischen weltweiten Wachstums hält die Expertengruppe des Bundes an ihrer bisherigen **Wachstumsprognose für das Schweizer BIP** fest und erwartet sowohl für 2016 als auch für 2017 eine moderate Verbesserung der Wirtschaftslage. Die Expertengruppe rechnet mit einem realen BIP-Wachstum von 1,4% für 2016 und 1,8% für 2017 (gleiche Prognosen wie im März 2016).

In den kommenden Monaten dürfte die **Arbeitslosigkeit** weiterhin leicht ansteigen, ehe die konjunkturelle Erholung im nächsten Jahr allmählich auch auf den Arbeitsmarkt übergreift. Die Expertengruppe erwartet für 2016 eine durchschnittliche Jahresarbeitslosenquote von 3,6% und für 2017 eine leichte Abnahme auf 3,5% im Jahresmittel.

Angesichts der etwas höheren Erdölpreise sowie der abklingenden Effekte der letztjährigen Frankenaufwertung auf die Importpreise ist davon auszugehen, dass die Phase negativer Teuerungsraten in den kommenden Monaten zu Ende gehen wird. Im Jahresdurchschnitt 2016 dürfte die **Konsumteuerung** nochmals im negativen Bereich bei -0,4% liegen und sich 2017 knapp in den positiven Bereich bewegen (+0,3%).

Risiken

Das Resultat der Abstimmung vom 23. Juni 2016 zur Zukunft des Vereinigten Königreichs in der EU (Brexit) ist ein erheblicher Risikofaktor. Ein Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU mit noch unklaren Modalitäten hätte Auswirkungen sowohl auf verschiedene Wechselkurse und andere Finanzmarktvariablen, als auch auf die Unternehmensinvestitionen und möglicherweise auf den Welthandel.

Neben den Risiken im Zusammenhang mit dem Brexit ist auf den Finanzmärkten auch eine latente Nervosität in Bezug auf die finanzielle Situation vieler chinesischer Unternehmen spürbar, da diese nicht klar offengelegt wird. Die insbesondere in den USA erwartete währungspolitische Kursänderung trägt ebenfalls zur Verunsicherung bei. Risiken bestehen zudem hinsichtlich massiver Kapitalbewegungen und deren Auswirkungen auf die Wechselkurse, vor allem zwischen Asien und den USA.

Weltwirtschaftliche und monetäre Rahmenbedingungen

Weltwirtschaft

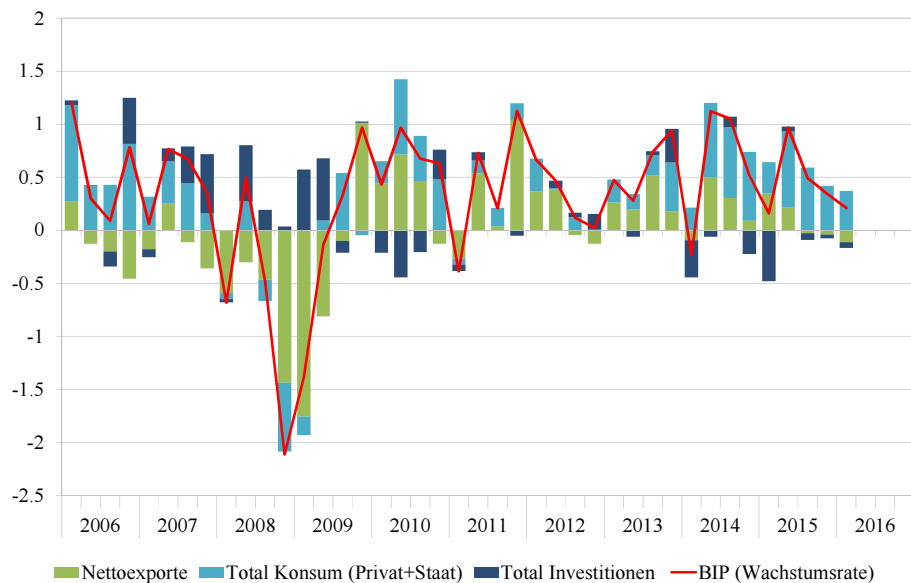
Mässiges Wachstum mit erheblichen Abwärtsrisiken

Die konjunkturelle Lage der Weltwirtschaft charakterisiert sich nach wie vor durch moderate Wachstumsraten. In der kurzen Frist bleiben die Wachstumsaussichten für die Industrieländer und die wichtigsten Schwellenländer verhalten und werden durch viele Unsicherheiten und Risiken geprägt. Erhebliche Unsicherheiten verbinden sich dabei mit der künftigen Ausrichtung der Geldpolitik, sowohl bezüglich der noch nicht klar absehbaren geldpolitischen Normalisierung in den USA als auch der Effekte der sehr expansiven Geldpolitik in Europa und in Japan. Die Möglichkeit eines Austritts Grossbritanniens aus der Europäischen Union und die zeitige Umsetzung nötiger Strukturreformen in Südeuropa halten die Verunsicherung auf den Finanzmärkten zusätzlich aufrecht. Aus den Schwellenländern kommen anhaltend schwache Wachstumsraten, da diese unter den anhaltend tiefen Rohstoffpreisen leiden und hausgemachte strukturelle Probleme die Wirtschaftsleistung zusätzlich belasten.

Das durchwachsene internationale Konjunkturbild schlägt sich in den Wachstumszahlen für das 1. Quartal 2016 nieder. Während das BIP im Euroraum gegenüber dem Vorquartal um 0,6% gewachsen ist und somit eine leichte Beschleunigung der Erholung bestätigte, hat sich die Wachstumsdynamik in den USA zum dritten Mal in Folge abgeschwächt und ist in Japan in den negativen Bereich gerutscht. In China befinden sich die letzten veröffentlichten BIP-Wachstumsraten unter 7%. Die trotz des jüngsten Anstiegs der Erdölpreise nach wie vor tiefen Rohstoffpreise begünstigen zwar einerseits die Konjunktur in vielen rohstoffimportierenden Volkswirtschaften, drücken andererseits aber auf die wirtschaftliche Entwicklung wichtiger rohstoffexportierender Schwellenländer, was dann wiederum das Wirtschaftswachstum in den Industrienationen hemmt. Positive Signale kommen von den verfügbaren Indikatoren für die Weltkonjunktur, welche nach einer Verschlechterung im zweiten Halbjahr 2015 für die ersten zwei Quartale von 2016 eine leichte Erholung andeuten.

Abbildung 1: BIP-Wachstum in den USA und Wachstumskomponenten

Reale, saisonbereinigte Quartalswerte



Quellen: OECD

USA

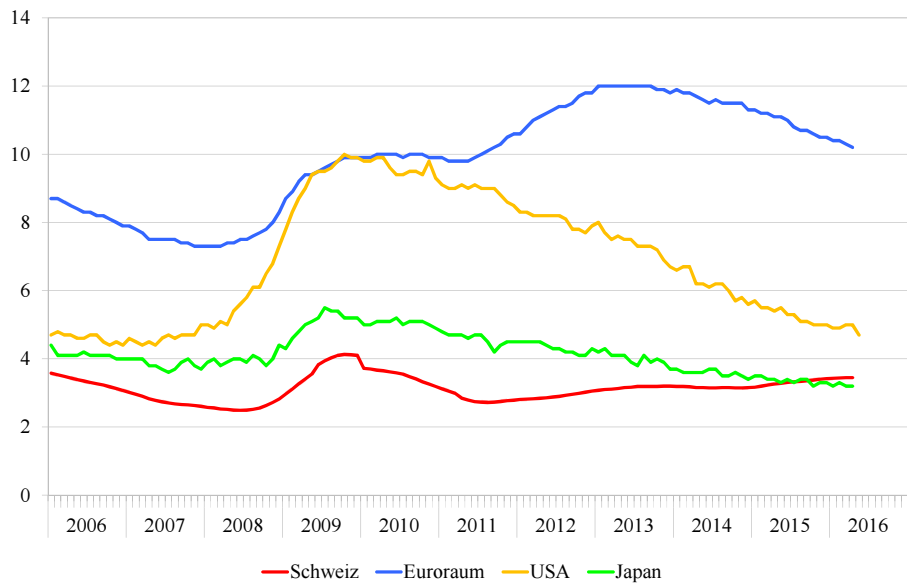
Schwaches Wachstum wird nur durch Konsum gestützt

Das Wirtschaftswachstum der USA ist im 1. Quartal 2016 schwach ausgefallen. Mit lediglich 0,2% zum Vorquartal zeigt das reale saisonbereinigte BIP der USA das schwächste Wachstum seit zwei Jahren und einen Rückgang der Wachstumsrate das dritte Quartal in Folge. Gegenüber dem 1. Quartal 2015 betrug das BIP-Wachstum 1,9%. Wie aus Abbildung 1 hervorgeht, wurde das Wachstum einzig vom Konsum der privaten und öffentlichen Haushalte gestützt, wobei auch hier die Wachstumsbeiträge seit einem Jahr rückläufig sind. Zur Wachstumsverlangsamung substantiell beigetragen haben die sich negativ entwickelnden Investitionen. Während das Wachstum der Ausrüstungs-

vestitionen noch leicht positiv ausfiel, hat das der Bauinvestitionen stagniert. Massgeblich negativ zum Wachstum beigetragen hat wie in den beiden vorangegangenen Quartalen der Aussenhandel. Die im internationalen Vergleich relativ robuste konjunkturelle Verfassung der USA sowie die Probleme gewisser Schwellenländer haben in den letzten Monaten zu einer Aufwertung des US-Dollar beigetragen. Die Währung hat sich bis Mai 2016 gegenüber einem Korb anderer wichtiger Währungen auf den höchsten Stand seit 13 Jahren aufgewertet. Die Stärke des Dollars wirkt sich dämpfend auf die Exportindustrie aus und führt zu einem höheren Handelsbilanzdefizit. Die rückläufigen Warenexporte spiegeln sich auch in der Schwäche der Industrie wieder. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie notierte zu Beginn des Jahres 2016 noch unter der Schwelle von 50 Punkten. In den letzten Monaten deutet der Index jedoch auf eine Trendwende hin und kam im Mai auf 51,3 Punkte zu stehen.

Abbildung 2: Arbeitslosigkeit

Arbeitslosenquoten in %, saisonbereinigte Werte



Quellen: SECO, Eurostat

Positive Signale vom Arbeitsmarkt

Entgegen dem unterdurchschnittlichen BIP-Wachstum im 1. Quartal kommen vom Arbeitsmarkt erfreuliche Signale: Die Arbeitslosenquote ist im Mai auf 4,7% gesunken, nachdem sie seit Oktober 2015 bei 5% stagnierte (Abbildung 2). Die wöchentlich neuen Einschreibungen für Arbeitslosenunterstützung deuten darauf hin, dass sich die Arbeitslosenquote kurzfristig nicht wieder erhöhen wird. Obwohl im Mai 2016 der höchste Wert seit Februar 2015 erreicht wurde, bleibt das Total neuer Einschreibungen seit 63 Wochen unter der Schwelle von 300'000. Dies entspricht der längsten Periode seit 1973 und wird als Zeichen eines starken Arbeitsmarktes gedeutet. Ein weiteres erfreuliches Signal kommt von Seiten der Erwerbstätigkeit. Im Sog der Finanzkrise war die Erwerbsquote unter 70% gefallen und verharrte bis Ende 2013 unter 68%, obwohl die Arbeitslosigkeit bereits wieder am Sinken war. Dies spiegelte sich in einer fallenden Arbeitsmarktbeteiligung, welche zwischen 2009 und 2013 von 66% auf 63% gesunken war (Abbildung 3). In den letzten Quartalen hat sich die Erwerbsquote erfreulich entwickelt. Obwohl die Quote noch immer unter 70% zu stehen kommt und sich der Zuwachs im April leicht verlangsamte, ist die Quote im Vergleich zum Vorjahresquartal um 1% auf 69,3% gestiegen. Bei konstanter Arbeitslosigkeit bedeutet dies insgesamt einen Anstieg der Beschäftigung.

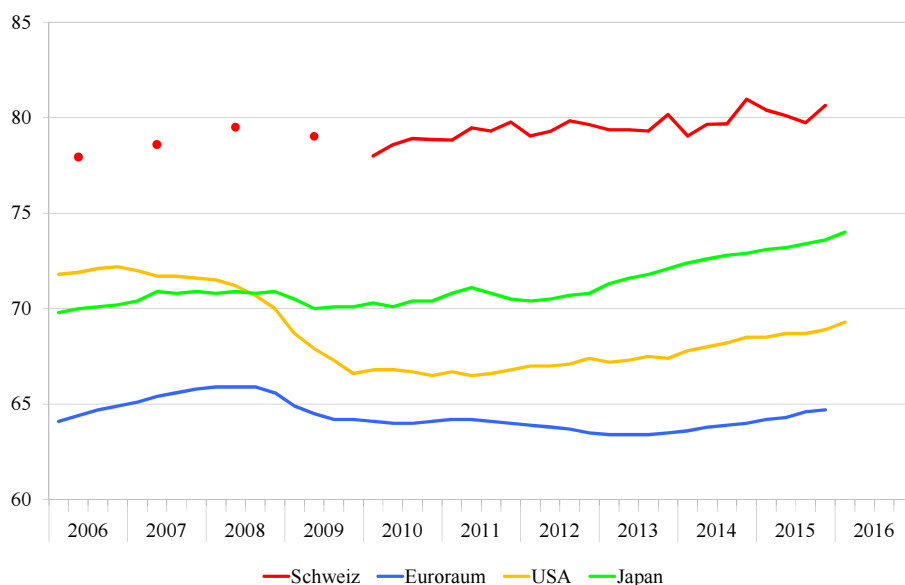
First Quarter Effect

In den USA wird seit einiger Zeit über den sogenannten „First Quarter Effect“ diskutiert: Das BIP-Wachstum ist in den letzten Jahren, trotz Saisonbereinigung, im 1. Quartal jeweils deutlich schwächer ausgefallen als in den folgenden Quartalen. Es wird argumentiert, dass die Schwäche des 1. Quartals die Folge eines statistischen Effektes sein könnte und weniger auf realwirtschaftlichen Entwicklungen basiert. Die konjunkturellen Indikatoren lassen ein kräftigeres 2. Quartal erwarten und von einer Fortsetzung des Aufschwungs ausgehen. Die Expertengruppe des Bundes geht deshalb insgesamt für das

Jahr 2016 von einem BIP-Wachstum von 2% aus, was einer ähnlichen Wachstumsrate wie im Durchschnitt der Jahre 2010-2015 entspricht.

Abbildung 3: Erwerbsquote

in %, netto (15-64 jährige Bevölkerung), saisonbereinigte Werte¹



Quellen: SECO, Eurostat

Euroraum

Die „neue Mittelmässigkeit“

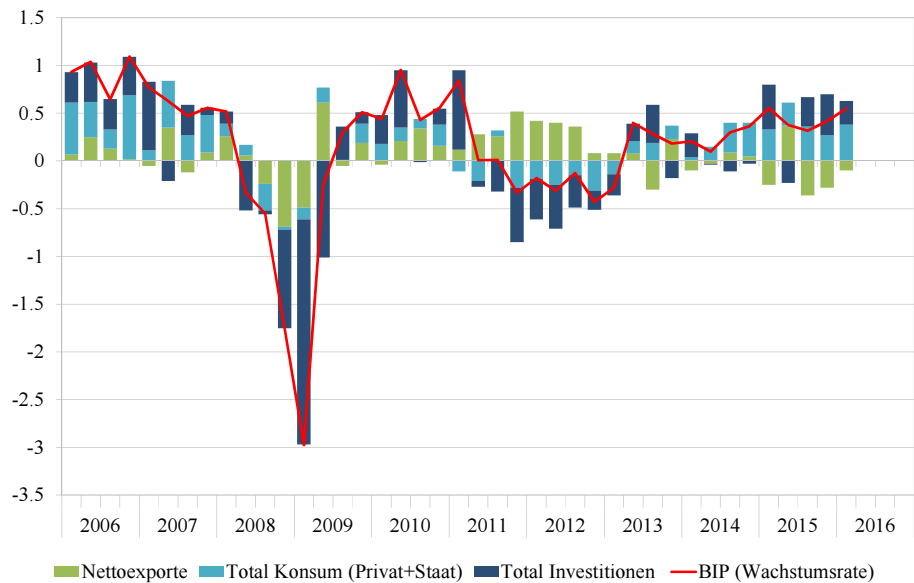
Das Wirtschaftswachstum im Euroraum charakterisiert sich seit drei Jahren durch positive, aber schwache Werte. Im 1. Quartal 2016 ist das BIP zum zwölften Mal in Folge gewachsen, und hat mit einer Rate von 0,6% gegenüber dem Vorquartal sogar die Erwartungen übertroffen (Abbildung 4). Positive Wachstumsbeiträge kamen sowohl von Seiten der Investitionen als auch vom Konsum. Beide Komponenten wurden durch die anhaltend tiefen Energiepreise, den relativ schwachen Euro sowie den stützenden geldpolitischen Massnahmen der europäischen Zentralbank (EZB), welche durch tiefere Finanzierungskosten den Zugang zu Krediten erleichtert, positiv beeinflusst. Erfreulich hat sich auch der Arbeitsmarkt entwickelt. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote ist leicht gesunken (von 10,3% im März auf 10,2% im April). Damit hat sie den tiefsten Stand seit August 2011 erreicht. Die Erwerbsquote des Euroraumes verläuft parallel zu jener der USA, aber auf tieferem Niveau. Während die Quote im Jahr 2008 noch rund 66% betragen hatte, fiel sie nach der Finanzkrise zeitweise unter 63%. Dort verharrte die Quote für rund 5 Jahre. Bei sinkenden Arbeitslosenzahlen entspricht dies einem Rückgang der Beschäftigung. Wie aus Abbildung 3 hervorgeht, zeigt die Erwerbsquote seit 2014 eine klare Aufwärtstendenz, sie kommt aber immer noch vergleichsweise tief zu stehen.

Von den Mitgliedstaaten verzeichneten unter anderen Deutschland (0,7%) und Spanien (0,8%) überdurchschnittliche Wachstumsraten. Während das Vereinigte Königreich und Frankreich ein durchschnittliches Wachstum zeigten, blieben die Raten in Italien und Portugal schwach. In Griechenland ist das Wachstum mit -0,5% wieder ins Negative gerutscht. Das höchste Wachstum im 1. Quartal wurde in Rumänien registriert (1,6%). Ein grosses Gefälle zwischen den einzelnen Ländern gibt es nach wie vor auf dem Arbeitsmarkt. Die tiefsten Arbeitslosenquoten verzeichnen die Tschechische Republik (4,1%) und Deutschland (4,2%), hingegen weisen Spanien (20,1%) und Griechenland (24,2%) die höchsten Werte auf.

¹ Die Erwerbsquote misst den Anteil der Wohnbevölkerung zwischen 15 und 64 Jahren, der einer Erwerbstätigkeit nachgeht oder eine sucht (d.h. Erwerbslose). Für die Jahre vor 2010 wurde die Erwerbstätigenstatistik in der Schweiz auf jährlicher Basis erhoben. Für die Schweiz und den Euroraum waren beim Redaktionsschluss noch keine Zahlen für das 1. Quartal 2016 verfügbar.

Abbildung 4: BIP-Wachstum im Euroraum und Wachstumskomponenten

Reale, saisonbereinigte Quartalswerte



Quellen: SECO, Eurostat

Abwärtsrisiken wegen verschiedener Unsicherheiten

Trotz der jüngsten konjunkturellen Verbesserung bestehen weiterhin Abwärtsrisiken für die Fortsetzung des Aufschwungs. Die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten und die damit verbundene Flüchtlingskrise sowie die Angst vor weiteren Terroranschlägen bergen externe Unsicherheiten und haben weiterhin einen grossen Einfluss auf die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen im Euroraum und dessen konjunkturelle Entwicklung. Die Möglichkeit eines Austritts Grossbritanniens aus der Europäischen Union (Brexit) und die zeitige Umsetzung nötiger Strukturreformen in Südeuropa halten zusätzlich die Verunsicherung auf den Finanzmärkten aufrecht. Die Verunsicherung wird auch im Verlauf des Einkaufsmanagerindex (PMI) für die Industrie im Euroraum sichtbar. Dieser liegt zwar seit längerem über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten, geriet in jüngster Zeit aber etwas ins Stocken (Abbildung 5).

Brexit

Am 23. Juni 2016 kommt es im Vereinigten Königreich zur Abstimmung über einen Verbleib Grossbritanniens im Euroraum. Bereits im Vorfeld hat die Debatte rund um den sogenannten Brexit an den internationalen Finanzmärkten zu substantieller Verunsicherung geführt. Die Absicherung der Händler gegen einen Brexit wird am klarsten in den Preisen für Optionen auf das Britische Pfund reflektiert, welche seit der Ankündigung des Referendums im Februar stark angestiegen sind und seitdem auf ungewöhnlich hohem Niveau ausharren. Verschiedene Institutionen (u.a. OECD, IMF, Bank of England) haben versucht, die konjunkturellen Folgen eines Brexit abzuschätzen. Die meisten von ihnen kommen zum Schluss, dass ein Brexit starke negative Effekte auf die Wirtschaftsleistung Grossbritanniens hätte und es zu Übertragungseffekten auf den Euroraum käme. Unserer Ansicht nach ist es jedoch für ein Abschätzen der wirtschaftlichen Folgen für die Schweiz zu früh, und eine Diskussion über die konjunkturellen Auswirkungen eines Brexit rein spekulativ.

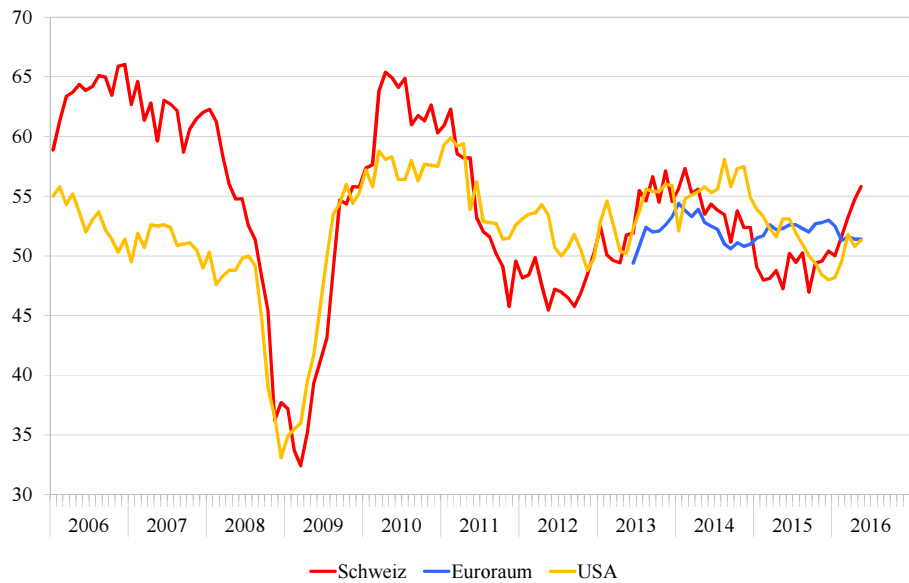
Budgetziele könnten erneut verfehlt werden

Eine weitere Unsicherheit für die konjunkturelle Entwicklung des Euroraums geht von den erneut aufflammenden Spannungen bezüglich überhöhter Staatsdefizite aus. Die Haushaltspläne von Spanien und Portugal laufen Gefahr, gegen den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu verstossen. Die Europäische Kommission hat den Entscheid über allfällige Massnahmen von Mitte Mai auf Juli vertagt. Die laufenden Strukturreformen in Griechenland, Frankreich und Italien sollen indessen weitergetrieben werden. In den südeuropäischen Staaten liegt die öffentliche Verschuldung in Prozent des BIP weiterhin über 100%. Insgesamt haben die intensiven Sparbemühungen der Mitgliedstaaten aber dazu geführt, dass die Verschuldungsquote im Euroraum per Ende des 3. Quartals 2015 auf 91,6% gesunken ist. Im Falle Griechenlands kam es im Mai zu einer Einigung zwischen den Finanzministern der Eurozone und des Internationalen Währungsfonds (IWF) auf weitreichende finanzielle Hilfen. Erstens wurden dem Land Finanzmittel in der Höhe

von gut 10Mrd. Euro gesprochen, und zweitens soll es bis 2018 zu einer Erleichterung der Schuldenlast kommen.

Abbildung 5: Einkaufsmanagerindizes für die Industrie

Saisonbereinigte Werte, Wachstumsschwelle = 50



Quellen: Credit Suisse, Markit, Institute for Supply Management

Japan
Effekt von „Abenomics“
bereits verpufft?

Im Januar 2013 beauftragte der japanische Premierminister Shinzo Abe die Bank of Japan, anhand von expansiver Geldpolitik eine Inflationsrate von 2% zu erzielen und den Yen abzuschwächen. In den letzten Monaten wurde die unter dem Namen „Abenomics“ bekannte Geldpolitik vermehrt kritisiert, da die Preise wieder in den negativen Bereich fielen und sich der Yen abermals aufwertete. Nichtsdestotrotz hält die japanische Zentralbank auch im Jahr 2016 an ihrer expansiven Politik fest und es ist davon auszugehen, dass der Leitzins weiterhin im negativen Bereich belassen wird. Während das BIP-Wachstum von Japan im vierten Quartal 2015 noch negativ ausfiel (-0,3% zum Vorquartal, nicht annualisiert), so konnte mit einem Zuwachs von 0,4% im 1. Quartal 2016 eine technische Rezession (definiert bei zwei aufeinanderfolgenden negativen Quartalen) abgewendet werden. Dennoch ist die Industrieproduktion im 1. Quartal um 1% gesunken und die erneute Aufwertung des Yen wirkt sich negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit der Exportunternehmen aus. Dazu kommt eine verhaltene Nachfrage von den Haupthandelspartnern. Rund 85% der japanischen Warenexporte gehen in süd- und ostasiatische Länder wie China, Südkorea, Singapur oder Thailand. Aufgrund der unsicheren Wirtschaftsentwicklung dieser Länder wird ein Exportrückgang vorausgesehen. Für das Jahr 2017 war im Rahmen geplanter Reformen und Deregulierungen eine Erhöhung der Konsumsteuer von 8% auf 10% vorgesehen. Wegen der konjunkturellen und strukturellen Schwierigkeiten wurde diese Massnahme um zwei Jahre verschoben.

China

Strukturwandel in China
hemmt Wachstum

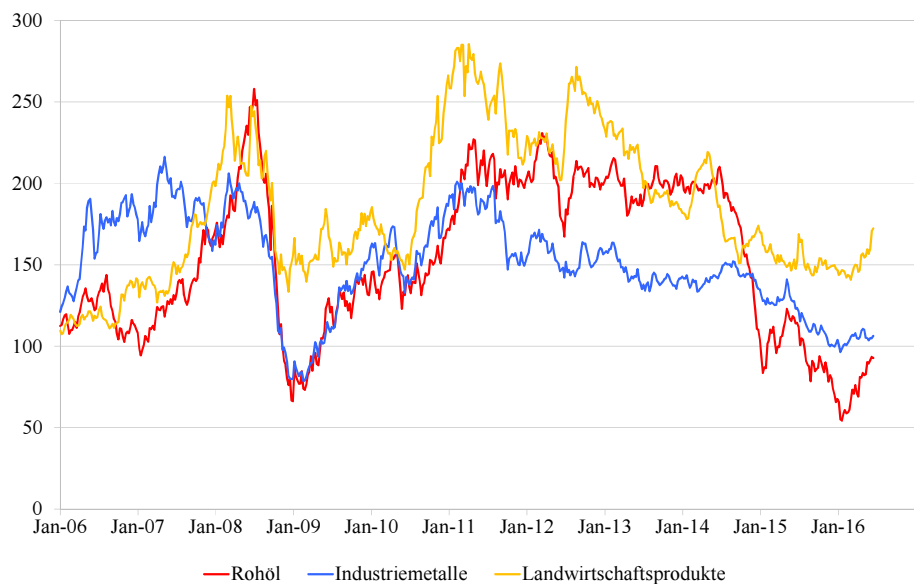
Das Wirtschaftswachstum in China hat sich im Jahr 2015 auf 6.9% verlangsamt und notierte im 1. Quartal 2016 noch bei 6,7%, was dem tiefsten Wert in den letzten 25 Jahren entspricht. Seit 2012 sinkt das BIP-Wachstum stetig und liegt seither unter der Schwelle von 8%. Die Wirtschaftsabschwächung reflektiert den Strukturwandel hin zu einer Dienstleistungsgesellschaft und den kontinuierlichen Neuabgleich zu tieferen aber nachhaltigeren Wachstumsraten. Nachfrageseitig wird das Konsumwachstum dank der steigenden verfügbaren Einkommen das Investitionswachstum weiterhin übertreffen. Die strukturellen Anpassungen bergen kurzfristig das Risiko, sich durch schwächeren Handel negativ auf die Industriestaaten auszuwirken, mittel- bis langfristig ist aber von einem grösseren Nutzen durch stabileres Wachstum auszugehen. Ein grosses Risiko liegt in der hohen Verschuldung der öffentlichen Unternehmen. Viele Unternehmen verfügen über riesige Überkapazitäten und können diese wegen der Wirtschaftsabkühlung nicht abbauen. Da die Unternehmen und Banken in China vom Staat kontrolliert werden, lassen sie die Firmen nicht Konkurs gehen, sondern werden die faulen Kredite durch neue Kredite gedeckt. Die kumulierten Schulden sind seit Ende 2008 von rund 5000 Milliarden US-Dollar auf aktuell 25'000 Milliarden US-Dollar gestiegen, was gut 250% des BIPs entspricht. Momentan ist unklar, wie mit dieser Überverschuldung des Unternehmenssektors umgegangen wird und was dies für die internationalen Finanzmärkte bedeutet.

Brasilien und Russland
weiterhin mit schwacher
Wirtschaftsleistung

Auch in anderen bedeutenden Schwellenländern ist das Wirtschaftswachstum weiter zurückgegangen. Die schwache Entwicklung ist einerseits auf die geringere Nachfrage aus den Industriestaaten und die tiefen Rohstoffpreise zurückzuführen. Andererseits sind die Probleme auch hausgemacht. In **Brasilien** beispielsweise kam es zu einem Amtsenthebungsverfahren gegen Präsident Rouseff, welche der Korruption beschuldigt wurde. Für Brasilien wird der grösste Rückgang des BIP (-3,8%) seit 2009 prognostiziert. Weiter wird das Land durch permanent hohe Inflationsraten und steigende Arbeitslosigkeit belastet. Für die Region Lateinamerika und Karibik deutet die Prognose darauf hin, dass das Wachstum zum fünften Jahr in Folge negativ ausfallen wird. Nach dem Einbruch der Wirtschaftsleistung **Russlands** im Jahr 2015 bleiben die Aussichten auch für 2016 negativ. Wegen der tiefen Rohölpreise, schwachem Wachstum der Haushaltseinkommen und der Konsolidierung im öffentlichen Sektor wird in diesem Jahr weiterhin eine Rezession erwartet. Hingegen haben die straffe Geldpolitik und die schwache Wirtschaftsleistung substantiell dazu beigetragen, dass die Inflationsraten gegen 6% gesunken sind.

Abbildung 6: Rohstoffpreisentwicklung

Wöchentliche Preise in US-Dollar, 2005=100



Quellen: U.K. Dep.of Energy, Standard and Poors

Rohwarenpreise
Trendwende oder nur temporärer Anstieg?

Nach dem starken Rückgang des Erdölpreises zu Beginn des Jahres, auf unter 30 US Dollar pro Barrel der Sorte Brent im Januar, ist der Preis seit März wieder deutlich gestiegen und überschritt im Mai erstmals 2016 die Grenze von 50 US Dollar. Einerseits kann der Preisanstieg der letzten Monate als Verringerung des Überangebots von Öl gedeutet werden. Unter anderem haben die Waldbrände in Kanada, Sabotageakte in Nigeria und politische Probleme in Venezuela zu Förderausfällen im ersten Quartal 2016 geführt. Nichtsdestotrotz sehen Finanzmarktanalysten den Ölmarkt immer noch gut versorgt und es stellt sich die Frage, ob die beobachtete Aufwärtsdynamik tatsächlich eine Trendwende ist oder ein temporäres Phänomen.

Preise für Industriemetalle deuten nach oben

Ähnlich wie der Ölpreis ist auch bei den Preisen für Landwirtschaftsprodukte und Industriemetalle ein leichter Anstieg zu erkennen, was insgeheim auf eine Trendwende in der Entwicklung der Rohstoffpreise deuten lässt. Die gedämpften Wirtschaftsaussichten für die Schwellenländer, im Spezifischen für China, zusammen mit dem nach wie vor reichlichen Angebot an Rohstoffen lassen aber zweifeln, ob der kurzfristige Preisanstieg nachhaltig sein wird.

Teuerung
Weiterhin tiefe Energiepreise

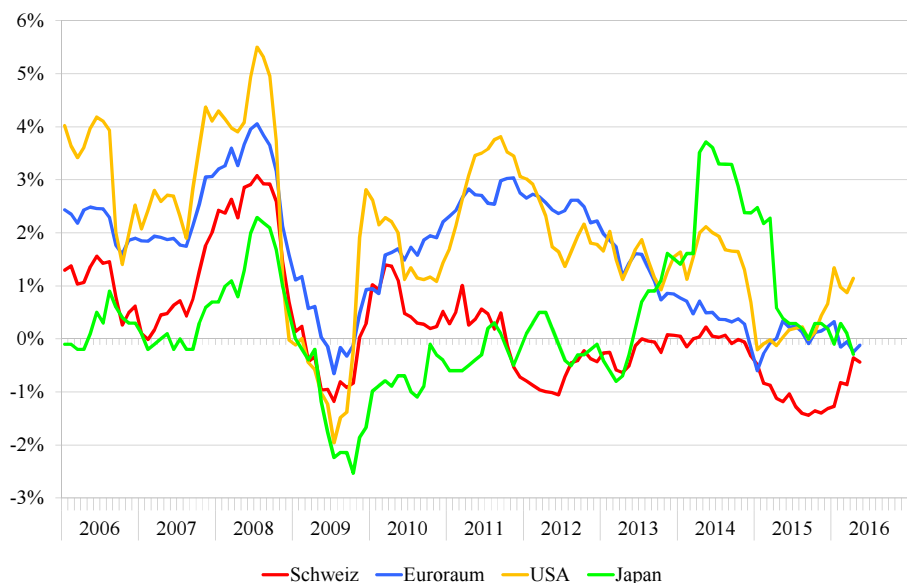
Getrieben durch die Rohstoffpreise bleiben die Teuerungsraten nach wie vor tief. Im **Euroraum** wurde im Mai 2016 mit -0,1% eine erneut leicht negative Preisentwicklung im Vergleich zum Vorjahresmonat verzeichnet – die Zielmarke der Europäischen Zentralbank in Höhe von 2% bleibt weit entfernt. Der Verbraucherpreisindex ohne Energie lag im Mai 2016 um 0,8% höher als vor Jahresfrist, was den Einfluss der Erdöl- und Energiepreise auf die Teuerung verdeutlicht. In den USA wurde im April mit 2,1% die höchste Inflationsrate seit drei Jahren registriert. Trotz der expansiven Geldpolitik setzt sich die verhaltene Teuerungsentwicklung in **Japan** im April mit -0,3% fort. Der Index ohne unverarbeitete Nahrungsmittel, der von der Bank of Japan als Referenzgrösse verwendet wird, ist hingegen um 0,9% gestiegen und somit nicht mehr so weit vom Inflationsziel in Höhe von 2% entfernt wie auch schon.

Abnahme der Deflationsrisiken

In vielen Ländern wurden während dem Jahr 2015 die Deflationsrisiken durch die massive Korrektur der Rohstoffpreise sowie der befürchteten Wirtschaftsabkühlung in China und anderen Schwellenländern gespiesen. In den ersten Monaten von 2016 haben sich diese Befürchtungen und der Deflationsdruck aber eher vermindert. Während die Inflation der Verbraucherpreise (ohne Energie- und Saisonprodukte) in der Schweiz noch leicht negativ ausfällt (-0,1%), verzeichnen sowohl die USA (2%) als auch die Eurozone (0,8%) positive Wachstumsraten im Vergleich zum gleichen Monat im Vorjahr.

Abbildung 7: Inflationsentwicklung

Konsumteuerung, Veränderungsraten in Prozent gegenüber dem Vorjahr



Quellen: BFS, Eurostat, EZB

Monetäres Umfeld

Die zu Beginn des Jahres herrschende Nervosität an den Finanzmärkten hat sich etwas gelegt. Die Volatilität der Aktienmärkte ist gesunken und die Kurse haben sich teilweise erholt. Diese Entwicklung hat am aktuellen Rand aber ein Ende gefunden, da das anstehende Brexit-Referendum seine Schatten auf die Finanzmärkte wirft. Geldpolitische Überraschungen blieben aus: Die Geldpolitik ist angesichts der verhaltenen Entwicklung der Wirtschaft und der Preise in vielen Ländern unverändert expansiv. Der nächste Zinsanstieg in den USA wird frühestens im September erwartet. Vor diesem Hintergrund verharren die langfristigen Zinsen auf historisch tiefen Niveaus oder sinken auf neue Rekordtiefs. An den Devisenmärkten hat sich der Franken gegenüber dem Euro nicht weiter abgeschwächt und bleibt hoch bewertet. Die reale Aufwärtstendenz des US-Dollars wurde gebrochen, während der Yen – wenn auch auf tiefem Niveau – weiter zulegte.

Geldpolitik

Viele Zentralbanken haben in den vergangenen Monaten ihre Geldpolitik unverändert belassen, da die Wirtschaftsdaten momentan keine hinreichende Verbesserung erkennen lassen und die Preisentwicklung die Inflationsziele deutlich unterschreitet. Während die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und der Europäischen Zentralbank (EZB) in der nahen Zukunft unvermindert expansiv bleiben dürfte, ist in den USA eine weitere Zinserhöhung im Herbst oder gegen Jahresende wahrscheinlich.

Zeitpunkt eines weiteren Zinsschritts in den USA bleibt unklar

Die US-Notenbank (**Fed**) hat im laufenden Jahr bisher auf Zinserhöhungen verzichtet. Grund dafür sind gemischte Signale zum Zustand der US-Wirtschaft. Während sich der Arbeitsmarkt grösstenteils positiv entwickelt hat, verlangsamte sich das BIP-Wachstum im 1. Quartal. Zudem liegt die Inflation nach wie vor unter dem angestrebten Wert von 2%. Letzteres ist jedoch hauptsächlich auf die tiefen Öl- und Importpreise zurückzuführen. Die Kerninflation, welche Energie und Nahrungsmittel ausschliesst, liegt hingegen seit November 2015 über 2%. Auch die Lohnentwicklung, welche trotz guter Arbeitsmarktlage lange Zeit schwach ausfiel, hat in jüngster Zeit angezogen. Die durchschnittlichen Stundenlöhne lagen im Mai 2,5% über dem Vorjahresmonat.

Für Aufsehen gesorgt haben die Protokolle der Notenbanksitzung vom April. Die Mehrheit der Mitglieder des Offenmarktausschusses war der Ansicht, dass eine Zinserhöhung im Juni wahrscheinlich ist, falls die Daten eine Erholung des BIP-Wachstums im 2. Quartal, eine weitere Verbesserung der Arbeitsmarktbedingungen sowie eine Annäherung der Inflation an das 2%-Ziel anzeigen sollten. Aufgrund enttäuschender Arbeitsmarktzahlen vom Mai sind diese Bedingungen nun aber noch nicht erfüllt. Auch die Wahrscheinlichkeit einer Zinsanpassung an der Sitzung im Juli wird als gering eingeschätzt. Ab Herbst könnte jedoch ein Zinsanstieg erfolgen. Die Märkte erwarten, dass es bis Ende 2016 eine Zinserhöhung im Umfang von 25 Basispunkten gibt.

EZB wartet Wirkung der beschlossenen Massnahmen ab

Die **EZB** sah sich im Juni zu keiner Änderung der Geldpolitik veranlasst. Einerseits lag das Wirtschaftswachstum im 1. Quartal 2016 leicht über den Erwartungen. Andererseits werden einige der im März beschlossenen Massnahmen (wie der Kauf von Unternehmensanleihen und gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte zur Stimulierung der Kreditvergabe) erst ab Juni umgesetzt. Diese Massnahmen müssen nun zuerst ihre Wirkung entfalten. Die EZB erhofft sich davon weiteren Schub für die Wirtschaft.

Unverändert expansive Geldpolitik der SNB

Die **SNB** hat an ihrer Sitzung im März die Geldpolitik unverändert expansiv belassen und reagierte somit nicht auf die kurz zuvor erfolgte geldpolitische Lockerung der EZB. Das Ausbleiben einer weiteren Frankenaufwertung gegenüber dem Euro dürfte dazu beigetragen haben, dass die SNB von einer weiteren Zinssenkung oder dem Ergreifen alternativer Massnahmen absah. Die bedingte Inflationsprognose wurde hingegen weiter nach unten angepasst und geht nun erst ab Mitte 2017 wieder von positiven Inflationsraten aus. In Anbetracht der negativen Teuerung, des bescheidenen BIP-Wachstums der Schweiz im 1. Quartal 2016 sowie der schwächeren Weltwirtschaft ist nicht von einer baldigen Änderung der Geldpolitik auszugehen.

Negativzinsen weiterhin auch in Japan

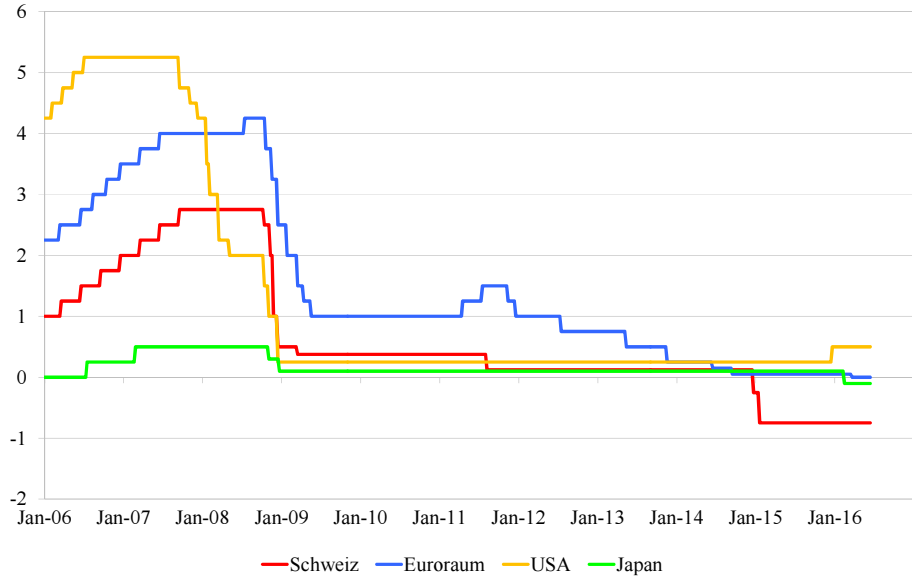
Auch die **Bank of Japan** setzt ihren expansiven geldpolitischen Kurs weiter fort. Sowohl die Negativzinsen als auch die Anleihenkaufprogramme werden weitergeführt. Die im Januar beschlossene geldpolitische Lockerung hat bisher nicht den gewünschten Effekt erzielt. Die Langfristzinsen sind zwar gesunken, aber der Yen hat sich gegenüber dem Dollar aufgewertet und die Wirtschafts- und Preisentwicklung bleiben verhalten. Daher kann eine weitere geldpolitische Lockerung nicht ausgeschlossen werden.

Abwarten des Brexit-Referendums im Vereinigten Königreich

Die **Bank of England** belässt den Leitzins bei 0,5%. Auch das Anleihekaufprogramm bleibt unverändert. Diese expansive Geldpolitik ist erforderlich, da die Inflation weiterhin deutlich unter dem anvisierten Wert von 2% liegt. Das Referendum über den Brexit wird von der Bank of England als grösstes Prognoserisiko erachtet. Die aktuelle Ausgestaltung der Geldpolitik basiert auf der Annahme, dass das Vereinigte Königreich in der EU verbleibt. Ein Austritt hätte erhebliche Auswirkungen auf die BIP- und Inflationsprognose und somit auch die Geldpolitik.

Abbildung 8: Geldpolitische Leitzinsen

Wochenwerte, in Prozent



Quellen: SNB, EZB, Fed, BOJ

Kapitalmärkte
Langfristzinsen erreichen teils neue Tiefststände

Die laufenden Wertpapierkäufe vieler Notenbanken, die tiefen Inflationsaussichten, das verhaltene Wachstum der Weltwirtschaft und die Brexit-Ängste drücken nach wie vor auf die Langfristzinsen. Der zehnjährige Eidgenosse rentiert mit rund -0,5% nahe dem Rekordtief. Befeuert von der sehr expansiven Geldpolitik haben die Renditen langfristiger Staatsanleihen Deutschlands und Japans sogar neue historische Tiefststände erreicht. Seit Anfang März hat die Talfahrt jedoch etwas an Schwung verloren (Abbildung 9). Dazu beigetragen haben dürften das Ausbleiben einer weiteren geldpolitischen Lockerung sowie der Rückgang der zu Jahresbeginn herrschenden Nervosität auf den Finanzmärkten.

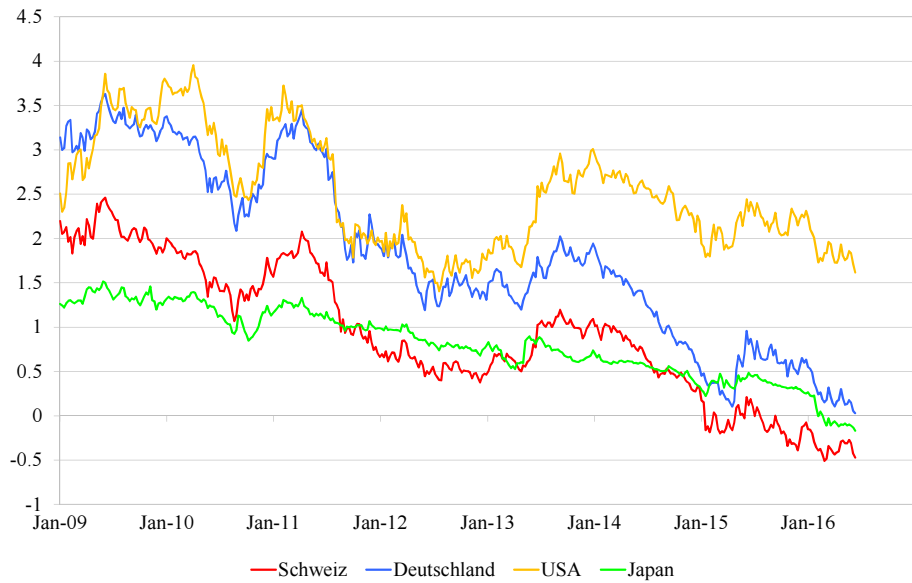
Zinsdifferenz zwischen Deutschland und Schweiz schrumpft

Die Zinsdifferenz zwischen den Renditen langfristiger Staatsanleihen der Schweiz und Deutschlands hat sich – nachdem sie 2015 zwischenzeitlich auf fast einen Prozentpunkt angestiegen war – wieder zurückgebildet. Die langfristigen Zinsen sind in der Schweiz noch rund einen halben Prozentpunkt tiefer. Sollte sich diese Zinsdifferenz weiter verringern, könnte der Schweizer Franken gegenüber dem Euro wieder verstärkt unter Aufwertungsdruck geraten.

Demgegenüber blieb die Zinsdifferenz zwischen dem Dollar- und dem Euroraum in etwa konstant. In den höheren US-Langfristzinsen widerspiegeln sich neben den höheren Inflationserwartungen in den USA auch die unterschiedlichen Erwartungen zur zukünftigen Geldpolitik in den beiden Währungsräumen.

Abbildung 9: Renditen für langfristige Staatsanleihen (zehn Jahre)

Wochenwerte, in Prozent



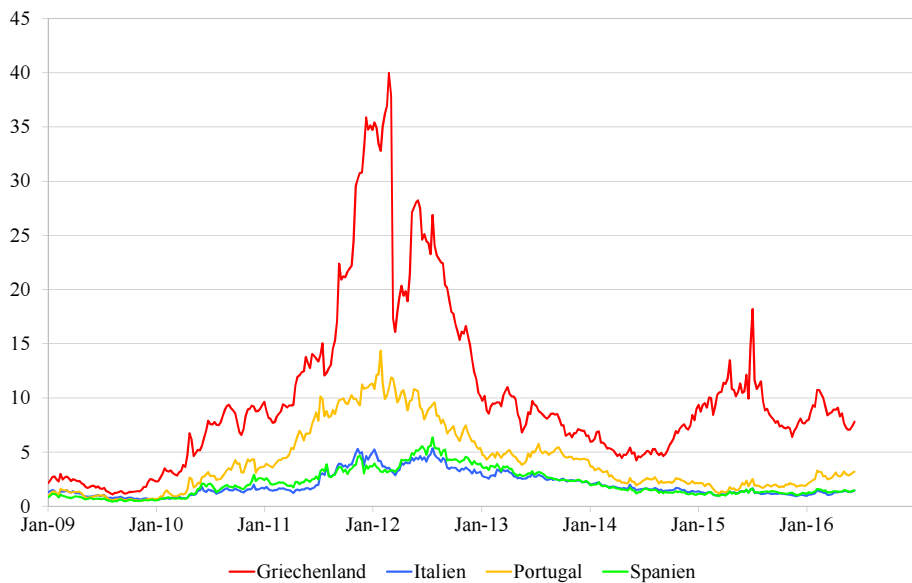
Quellen: SNB, ECB, Datastream, OECD

Griechenlandkrise: die nächste Runde ist nur vertagt

Eine nachhaltige Lösung der Schuldenkrise in Griechenland lässt weiter auf sich warten. Zwar erhält Griechenland – im Gegenzug für die durch das Parlament gebrachten Rentenkürzungen und eine Einkommensteuerreform – eine weitere Tranche von Hilfsgeldern in Milliardenhöhe. Damit dürfte eine drohende Staatspleite im Sommer abgewendet sein. Der Entscheid über Schuldenerleichterungen wurde aber auf 2018 verschoben. Ungewiss ist, ob der Internationale Währungsfonds (IWF), der einen Schuldenschnitt forderte, unter diesen Bedingungen weiter an Bord der Geldgeber bleibt. Der IWF will zunächst die Schuldenfähigkeit Griechenlands neu bewerten. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass der Renditeaufschlag für zehnjährige griechische Staatsanleihen gegenüber Deutschland hoch bleibt: Investoren verlangen eine Risikoprämie von über 7 Prozentpunkten für griechische Staatsanleihen (Abbildung 10).

Abbildung 10: Renditeaufschläge zu Deutschland für zehnjährige Staatsanleihen

Wochenwerte, in Prozent



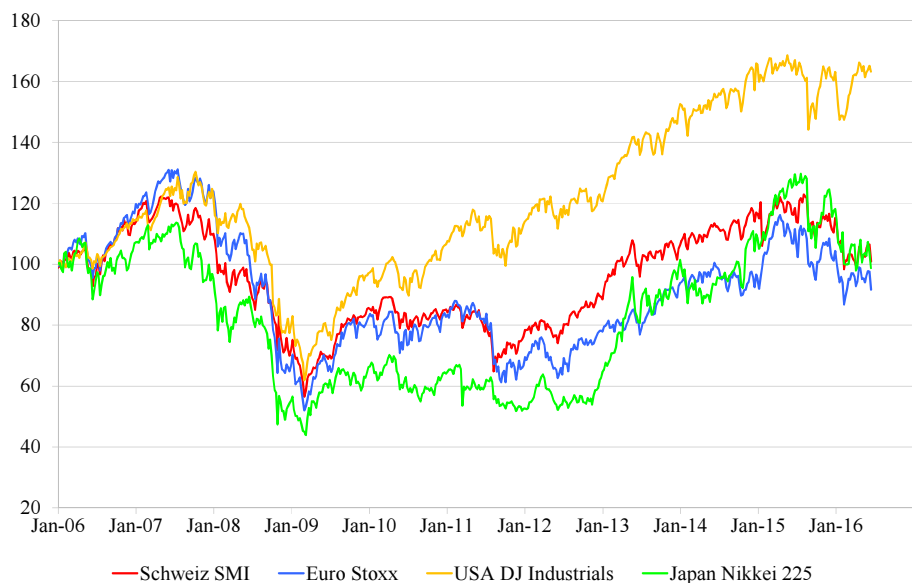
Quelle: Datastream

Aktienmärkte
Stabilisierung oder Erholung nach dem schlechten Start ins Jahr

Nach dem turbulenten Start ins Jahr 2016 mit bedeutenden Verlusten bewegten sich die Börsen zwischenzeitlich in etwas ruhigerem Fahrwasser. So hatten sich die Aktienindizes der Schweiz, des Euroraums sowie Japans seit Mitte Februar stabilisiert oder leicht erholt (Abbildung 11). Der US-Index „Dow Jones Industrials“ konnte die Verluste von Anfang Jahr sogar mehr als wettmachen und liegt nur noch leicht unter seinem Rekordhoch. Verschiedene Faktoren dürften zu dieser Beruhigung bzw. Erholung der Aktienmärkte beigetragen haben. Zum einen flutet die weltweit expansive Geldpolitik die Märkte nach wie vor mit Liquidität. Andererseits haben sich die Befürchtungen einer „harten Landung“ in China, also eines starken Rückgangs des Wachstums, oder eines globalen Konjunkturerinbruchs bisher nicht bewahrheitet. Viele Unsicherheitsfaktoren lasten aber weiterhin auf der Börsenentwicklung, beispielsweise das Brexit-Referendum und die nur schleppende Erholung der Weltkonjunktur. Die Befürchtungen eines Brexit haben jüngst Auftrieb erhalten und drückten die Kurse insbesondere der europäischen Aktienmärkte ins Minus.

Abbildung 11: Aktienmärkte in den Industriestaaten

Wochenwerte, Januar 2006=100



Quellen: SWX, STOXX, Dow Jones, Nikkei

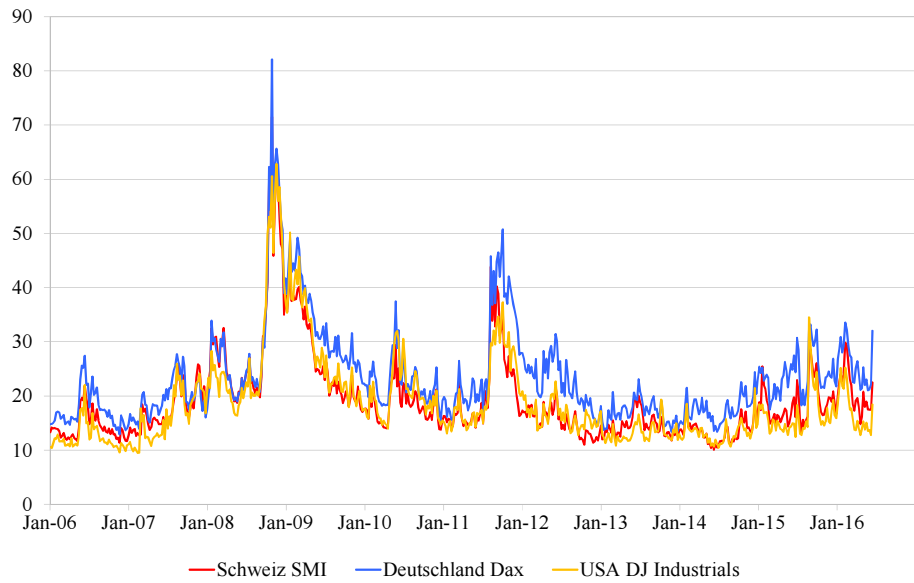
Nervosität flackert aufgrund des Brexit-Referendums wieder auf

Die im Vergleich zum Jahresbeginn zunächst ruhigere und dann wieder volatilere Börsenentwicklung widerspiegelt sich in der Entwicklung der Volatilitätsindizes für die Aktienmärkte wichtiger Industrieländer (Abbildung 12).² Auf einen Rückgang ab Mitte Februar erfolgte am aktuellen Rand ein sprunghafter Anstieg. Je näher das Brexit-Referendum rückt, desto mehr erfasst Nervosität die Anleger insbesondere an europäischen Aktienmärkten, da jüngste Umfragen einen knappen Abstimmungsausgang prognostizieren. Der Volatilitätsindex liegt für Deutschland deutlich höher als für die USA, was sich mit der unterschiedlichen Betroffenheit von einem möglichen Ausscheiden Grossbritanniens aus der EU erklären lässt.

² Solche Volatilitätsindizes existieren für verschiedene Aktienmärkte. Sie messen die durch Optionspreise implizierten Markterwartungen über die Schwankungsbreite eines Aktienindex in einem bestimmten Zeitraum. Der VDAX-NEW misst beispielsweise die implizite Volatilität für den deutschen Aktien-Leitindex DAX für die nächsten 30 Tage, ebenso der VSMI für den SMI und der VXD für den Dow Jones Industrial Average.

Abbildung 12: Volatilitätsindizes

Wochenwerte



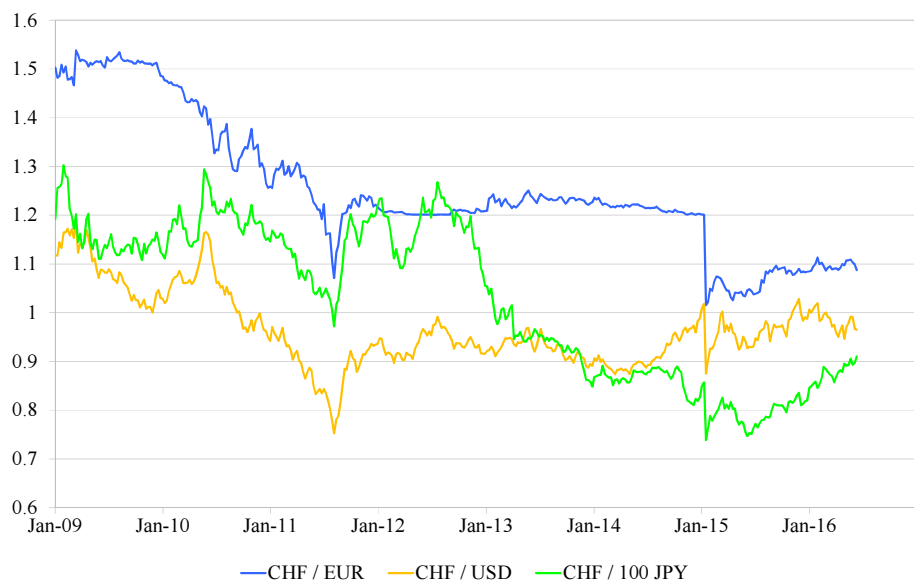
Quellen: SWX, Deutsche Börse, CBOE

Wechselkurse
Keine weitere Abschwächung des Frankens

Der Schweizer Franken hat sich im Jahr 2016 gegenüber dem Euro relativ stabil in der Bandbreite von 1,08 bis 1,12 Franken pro Euro entwickelt (Abbildung 13). Auf eine leichte Abschwächung im Mai folgte ab Juni wieder eine Aufwertung. Diese jüngste Aufwertung ist eine Konsequenz davon, dass die Unsicherheit über den Brexit Anleger in sichere Häfen wie den Schweizer Franken treibt. Sollte der Brexit ausbleiben, wäre diese Entwicklung wahrscheinlich nur von vorübergehender Natur. Andererseits könnte auch die kleiner gewordene Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und dem Euroraum dafür verantwortlich sein, dass der Schweizer Franken gegenüber dem Euro wieder unter Aufwertungsdruck gerät. Gegenüber dem Dollar hat sich der Schweizer Franken tendenziell leicht aufgewertet und liegt seit Anfang März unter der Parität. Der nominale Franken/Yen-Wechselkurs ist dagegen in den vergangenen Monaten deutlich gestiegen, so dass der Franken gegenüber dem Yen nun schwächer ist als vor der Aufhebung der Kursuntergrenze.

Abbildung 13: Nominale Wechselkurse

Wochenwerte



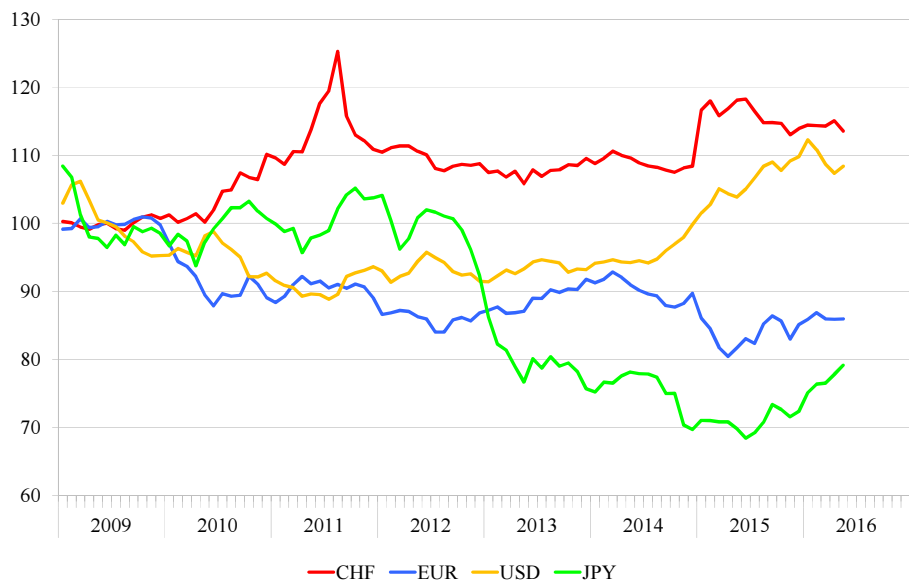
Quelle: SNB

Handelsgewichtete reale Wechselkurse

Abbildung 14 zeigt ausgewählte handelsgewichtete reale Wechselkurse, welche bezüglich der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen mehr Aussagekraft besitzen als die bilateralen nominalen Wechselkurse. Beim Schweizer Franken zeigt sich seit August 2015 eine Seitwärtsbewegung. Der Franken hat sich seither also weder wesentlich auf- noch abgewertet. Die nach der Aufhebung der Kursuntergrenze einsetzende Abschwächung hat sich nicht weiter fortgesetzt. Der reale und handelsgewichtete Wechselkurs liegt immer noch rund 5% höher als Ende 2014. Eine noch stärkere reale Aufwertung, nämlich um fast 20%, erlebte der US-Dollar. Im Gegensatz zur Schweiz fand diese Aufwertung allerdings nicht schockartig statt, sondern zwischen Mitte 2014 und Anfang 2016. Dieser reale Aufwertungstrend wurde nun gebrochen. Während der reale und handelsgewichtete Eurokurs sich in den vergangenen Monaten seitwärts entwickelt hat, setzte der Yen seine Aufwertungstendenz fort. Seit Mitte 2015 hat er sich – trotz expansiver Geldpolitik mit Negativzinsen – real um über 15% aufgewertet. Im historischen Vergleich bleibt der Yen aber schwach bewertet. Dasselbe gilt für den Euro, während der Dollar und insbesondere der Schweizer Franken real überdurchschnittlich hoch bewertet sind.

Abbildung 14: Handelsgewichtete reale Wechselkurse

Monatsdurchschnittswerte (Jahresdurchschnitt 2009=100)



Quelle: OECD

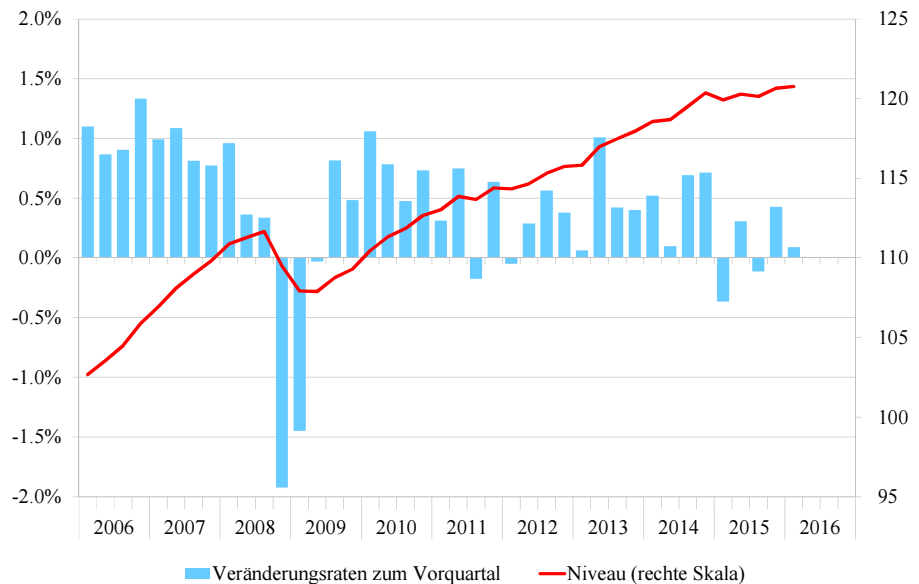
Zur Lage der schweizerischen Wirtschaft

Bruttoinlandprodukt Schwachere Wachstum im 1. Quartal

Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) lag im 1. Quartal 2016 mit einem Wachstum um 0,1% (Abbildung 15) leicht unter den Erwartungen. Verwendungsseitig stützte zwar der Konsum der privaten Haushalte sowie die Bau- und Ausstattungsinvestitionen das BIP. Der Staatskonsum trug hingegen negativ zum BIP bei. Die Produktionsseite zeigt ein heterogenes Bild. Während die Finanzdienstleistungen und das Gastgewerbe einen Rückgang verzeichneten, legte die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe sowie im Gesundheitssektor zu.

Abbildung 15: Schweiz, reales Bruttoinlandprodukt

Veränderungsraten zum Vorquartal und Volumenindex (rechte Achse, 2005=100), saisonbereinigte Werte



Quelle: SECO

Produktion

Auf der Produktionsseite des BIP verzeichnete die Wertschöpfung im 1. Quartal 2016 eine heterogene Entwicklung. Deutlich negativ entwickelten sich die Finanzdienstleistungen (-3,0%) und das Gastgewerbe (-2,1%). Erstere leiden schon seit einigen Quartalen unter einem schwierigen Umfeld, welches einerseits durch die tiefen Zinsen und andererseits durch eine schwache Entwicklung der Kommissionserträge geprägt ist. Beides schlägt sich seit mehreren Quartalen negativ auf die Entwicklung der Wertschöpfung bei den Finanzdienstleistungen nieder. Das Gastgewerbe litt unter einem schwachen Winter, welche durch ungünstige Schneebedingungen sowie durch die Nachwirkungen der Frankenaufwertung geprägt war. Auch die Sektoren Erziehung und Unterricht (-1,7%) sowie Öffentliche Verwaltung (-0,6%) gaben nach. Dagegen erholte sich der Handel (0,3%) nach einigen negativen Quartalen erstmals wieder leicht. Stützend wirkte das Verarbeitende Gewerbe (0,9%), welches jedoch immer noch durch eine heterogene Entwicklung der Branchen geprägt ist. Das Baugewerbe überraschte etwas mit einem starken Wachstum (2,0%). Schliesslich legte auch die Wertschöpfung im Gesundheits- und Sozialwesen (2,1%) zu.

Tabelle 1: Bruttoinlandprodukt gemäss Produktionsansatz ESGV 2010

Veränderungsraten in Prozent gegenüber der Vorperiode (real)

	2014	2015	2014:4	2015:1	2015:2	2015:3	2015:4	2016:1
Landwirtschaft & Industrie	2.1	2.3	1.9	-0.8	0.8	-0.1	1.6	0.8
Baugewerbe/Bau	2.1	0.0	-0.9	1.6	-0.4	-1.7	0.6	2.0
Handel, Kommunikation, Transport & Gastgewerbe	1.5	-1.7	-0.1	-1.6	0.2	-0.3	-0.2	0.2
Finanz & sonst. wirtschaftliche Dienstleistungen	2.1	0.6	0.7	0.0	-0.2	-0.4	0.1	-0.8
Staat & Übrige	1.9	2.2	0.7	0.3	0.5	0.5	0.2	-0.2
Bruttoinlandprodukt	1.9	0.9	0.7	-0.4	0.3	-0.1	0.4	0.1

Preisbereinigte, verkettete, saison- und kalenderbereinigte Werte nach X-13ARIMA-SEATS, Veränderung in % gegenüber der Vorperiode

Landwirtschaft & Industrie: Landwirtschaft, Forstwirtschaft und Fischerei; Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden; Gewerbe/Herstellung von Waren; Energie- und Wasserversorgung, Beseitigung von Umweltverschmutzungen

Handel, Kommunikation, Transport & Gastgewerbe: Handel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen; Verkehr und Lagerei; Information und Kommunikation; Gastgewerbe und Beherbergung

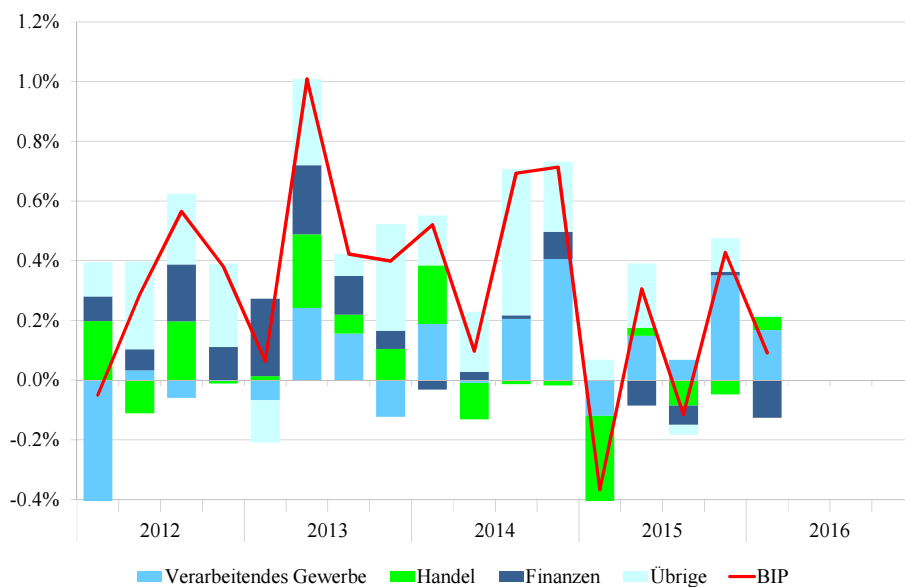
Finanz & sonst. wirtschaftliche Dienstleistungen: Finanzdienstleistungen; Versicherungsdienstleistungen; Grundstücks- und Wohnungswesen; Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen; Erbringung von sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen

Staat & Übrige: Öffentliche Verwaltung; Erziehung und Unterricht; Gesundheits- und Sozialwesen; Kunst, Unterhaltung, Erholung und sonstige Dienstleistungen; Private Haushalte als Arbeitgeber und Hersteller von Waren für den Eigenbedarf; Gütersteuern; Gütersubventionen

Quellen: BFS, SECO

Abbildung 16: Bruttoinlandprodukt nach Branchen

Wachstumsrate des BIP zur Vorperiode und Anteile am BIP-Wachstum; reale saisonbereinigte Quartalsdaten



Quelle: SECO

Verwendung

Tabelle 2: Bruttoinlandprodukt und Verwendungskomponenten (ESVG 2010)

Veränderungsraten in Prozent gegenüber der Vorperiode (real)

	2014	2015	2014:4	2015:1	2015:2	2015:3	2015:4	2016:1
Privater Konsum und POoE	1.3	1.1	0.4	0.1	0.3	0.4	0.1	0.7
Staatskonsum	1.3	2.4	2.1	-0.4	0.5	0.4	1.2	-0.8
Ausrüstungsinvestitionen	1.3	3.4	2.4	-0.3	2.0	0.5	-1.1	2.1
Bauinvestitionen	3.3	-1.2	-1.4	0.4	-0.3	-1.6	0.2	1.1
Warenexporte ohne Wertsachen ¹	5.1	5.0	0.3	0.7	2.8	1.4	4.2	0.0
Warenexp. ohne Wertsachen ¹ und Transithandel	4.0	0.6	-1.1	-2.5	1.1	1.2	3.2	2.1
Dienstleistungsexporte	2.4	0.2	2.8	-2.1	0.8	0.7	-2.9	2.0
Wareimp. ohne Wertsachen ¹	1.7	-1.3	-2.1	0.1	-2.9	-0.1	5.2	0.4
Dienstleistungsimporte	5.1	7.4	5.5	-0.1	1.6	2.1	-0.3	2.8
Bruttoinlandprodukt	1.9	0.9	0.7	-0.4	0.3	-0.1	0.4	0.1

Preisbereinigte, verkettete, saison- und kalenderbereinigte Werte nach X-13ARIMA-SEATS, Veränderung in % gegenüber der Vorperiode, Beiträge zum BIP-Wachstum (WB)

¹ Seit der Umstellung auf ESVG 2010 beinhalten die Wertsachen neben Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Definition ESVG 1995) zusätzlich auch das nicht-monetäre Gold.

Quellen: BFS, SECO

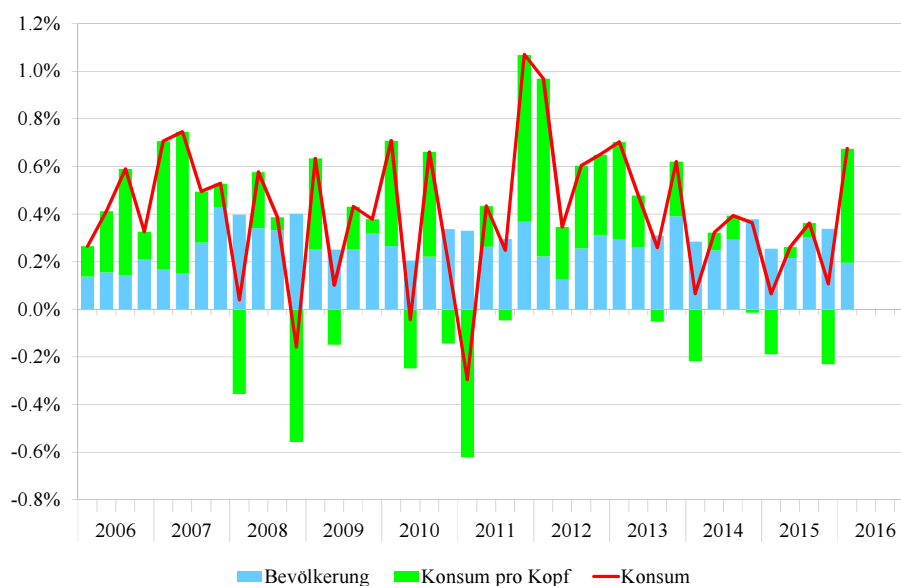
Privater Konsum
wächst stark

Im 1. Quartal 2016 wuchsen die Konsumausgaben der privaten Haushalte und der privaten Organisationen ohne Erwerbszweck (POoE) um 0,7% (real, saison- und kalenderbereinigt) und damit deutlich über dem langjährigen Durchschnitt von 0,4%. Fast alle Rubriken lieferten positive Wachstumsbeiträge. Die bedeutendsten Wachstumstreiber waren die Bereiche Gesundheit sowie Wohnen und Energie. Einzig die Rubrik Bekleidung und Schuhe sowie der Konsum der POoE lieferten ganz leicht negative Impulse.

Während in den letzten Quartalen die positive Nettozuwanderung oft das Konsumwachstum trieb und die Pro-Kopf-Ausgaben ungefähr stagnierten, präsentiert sich die Situation im 1. Quartal 2016 gerade umgekehrt: Die Konsumausgaben pro Kopf stiegen stark (um 0,5% gegenüber dem Vorquartal), wohingegen das Bevölkerungswachstum aufgrund der zwar positiven, aber schwächeren Nettozuwanderung auf 0,2% zurückging (Abbildung 17).

Abbildung 17: Privater Konsum real

Wachstumsrate des privaten Konsums (real, saison- und kalenderbereinigt) zur Vorperiode und Anteile am Konsumwachstum; die Bevölkerung umfasst die ständige Wohnbevölkerung



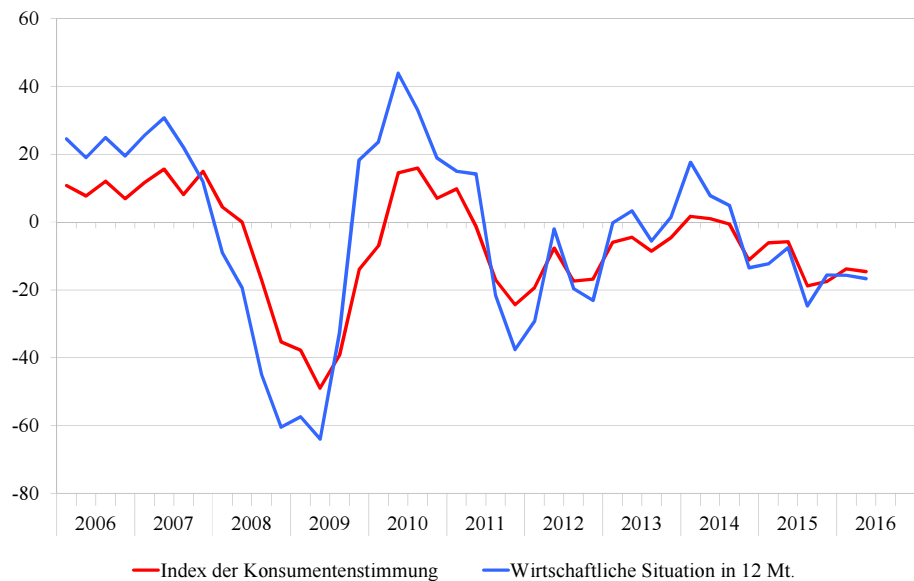
Quelle: BFS, SECO, SEM

Konsumentenstimmung verharrt unter dem Durchschnitt

Der Index der Konsumentenstimmung hat sich im April 2016 mit -15 Punkten im Vergleich zum Januar (-14 Punkte) kaum verändert und verharrt somit weiterhin unter dem langfristigen Mittel von -9 Punkten (Abbildung 18). Keine der vier Komponenten, die in die Berechnung des Index einfließen, weist eine signifikante Änderung auf. Die Entwicklung der allgemeinen Wirtschaftslage in den kommenden 12 Monaten (Abbildung 18) wird nach wie vor als relativ gedämpft eingestuft. Auch die zukünftige Entwicklung der Arbeitslosenzahlen wird unverändert eher pessimistisch eingeschätzt. Demgegenüber bleiben die Erwartungen bezüglich der eigenen finanziellen Haushaltssituation durchschnittlich und die Wahrscheinlichkeit, in den kommenden zwölf Monaten Geld sparen zu können, wird immer noch als überdurchschnittlich eingestuft. Eine signifikante Änderung der Umfrageresultate zeigt sich einzig bei den Einschätzungen der vergangenen sowie der erwarteten Preisentwicklung, welche wieder ein wenig angestiegen sind.

Abbildung 18: Konsumentenstimmung

Index der Konsumentenstimmung



Quelle: SECO

Staatskonsum sinkt überraschend

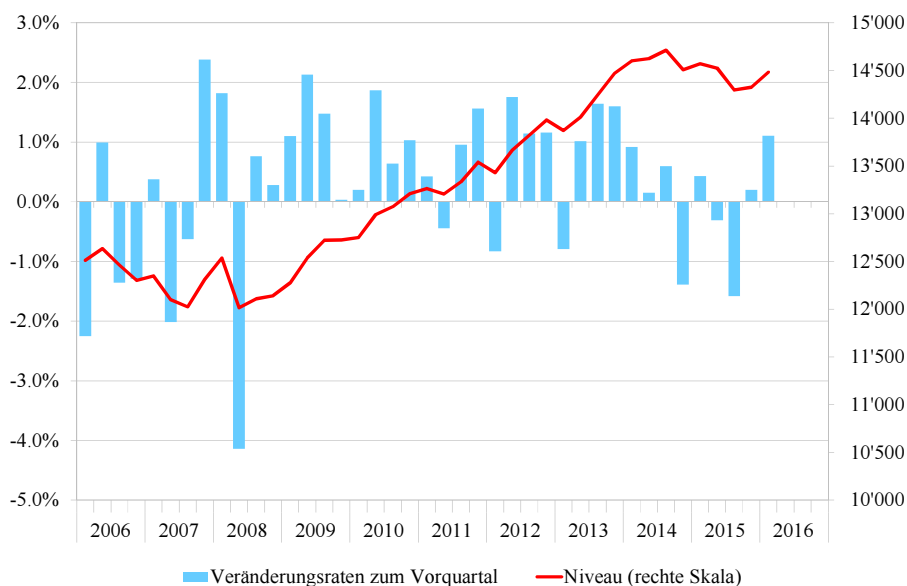
Die realen Konsumausgaben des Staates und der Sozialversicherungen nahmen im 1. Quartal 2016 gegenüber dem Vorquartal um 0,8% ab, was den stärksten Rückgang seit über 5 Jahren darstellt. Grund dafür ist der überraschend starke Rückgang der Beschäftigung im Bereich Erziehung und Unterricht. Die Abnahme des Staatskonsums folgt allerdings auf ein starkes Wachstum von 2,4% im Jahr 2015.

Bauinvestitionen legen zu

Die Bauinvestitionen (Abbildung 19) sind im 1. Quartal 2016 überdurchschnittlich angestiegen (+1,1%), wobei dies hauptsächlich auf eine substantielle Zunahme der öffentlichen Tiefbautätigkeit zurückzuführen ist. Gemäss dem Schweizerischen Baumeisterverband (SBV) hat insgesamt der im Jahr 2015 beobachtete Rückgang der Bautätigkeit ein Ende gefunden. Bei den Auftragseingängen stagniert der Hochbau weiterhin, während der Tiefbau einen starken Anstieg verzeichnet, sowohl von privater als auch öffentlicher Seite.

Abbildung 19: Bauinvestitionen real

Veränderungsraten zum Vorquartal und Niveau, in Millionen CHF, saison- und kalenderbereinigte Werte



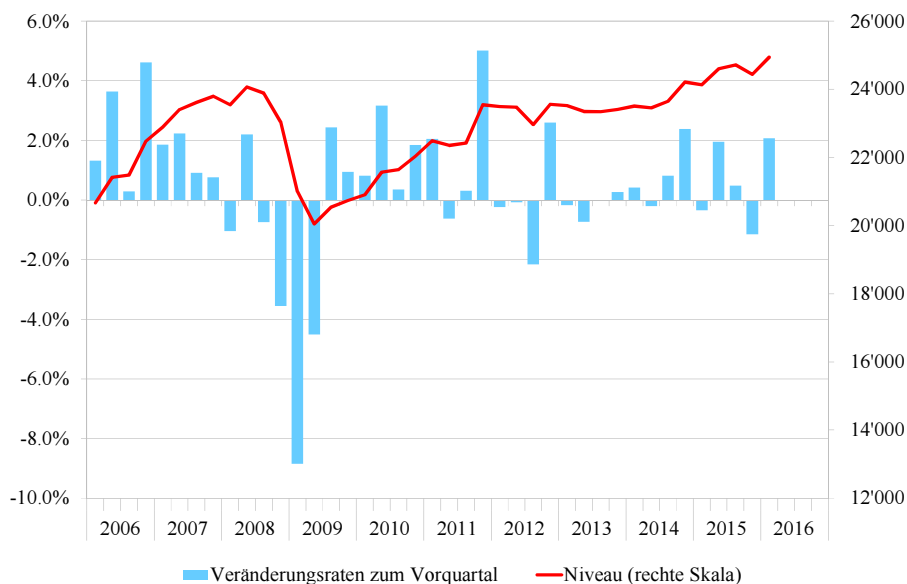
Quelle: SECO

Anstieg der **Ausrüstungsinvestitionen** hauptsächlich dank Sondereffekt

Die Ausrüstungsinvestitionen (Abbildung 20) verzeichneten im 1. Quartal 2016 einen Anstieg (2,1%). Ausschlaggebend dafür war ein Sondereffekt durch konjunkturunabhängige Grossinvestitionen in sonstige Fahrzeuge (bspw. Flugzeuge, Rollmaterial). Leicht positiv zum Wachstum beigetragen haben auch Investitionen in Maschinen, Automobile und EDV. Der negative Wachstumsbeitrag von der Investitionen in Forschung und Entwicklung im 4. Quartal 2015 war nur temporär. Negativ zum Wachstum beigetragen hat die Rubrik Dienstleistungen EDV, was hauptsächlich auf einen Rückgang der Beschäftigung im dritten Sektor zurückzuführen ist.

Abbildung 20: Ausrüstungsinvestitionen real

Veränderungsraten zum Vorquartal und Niveau, in Millionen CHF, saison- und kalenderbereinigte Werte



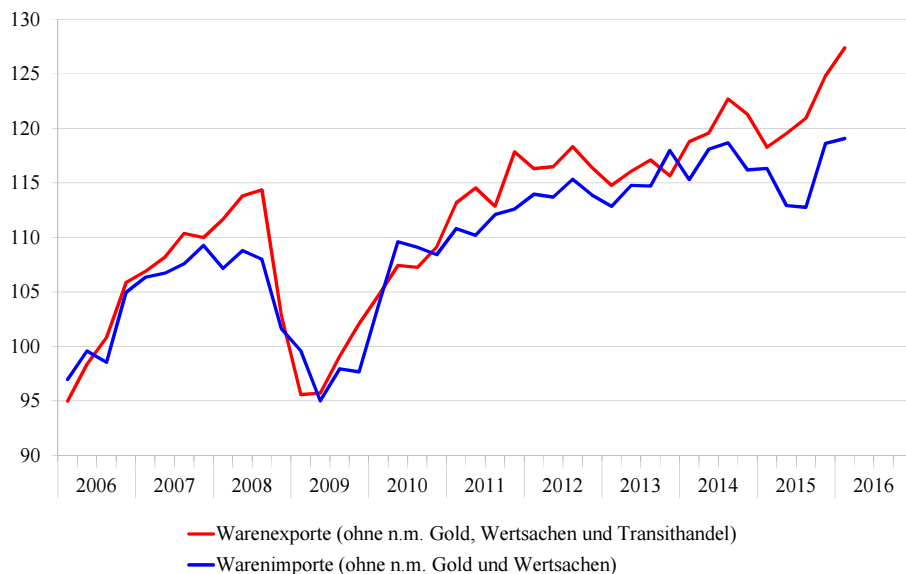
Quelle: SECO

Aussenhandel:
Warenexporte mit kräftigem Wachstum, Warenimporte leicht positiv

Nach einem starken Wachstum im Vorquartal sind die Warenexporte (ohne nicht monetäres (n.m.) Gold, Wertsachen und Transithandel) im 1. Quartal 2016 mit 2,1% (im Vergleich zum Vorquartal) das vierte Quartal in Folge gewachsen (Abbildung 21). Dieses Wachstum deutet nicht nur darauf hin, dass sich die schweizerische Exportwirtschaft an die Frankenstärke allmählich anzupassen vermochte, sondern reflektiert auch die sich langsam verbessernde internationale Konjunktur. Die Warenimporte (ohne n.m. Gold und Wertsachen) wiesen, nach einem ausserordentlich starken 4. Quartal, im 1. Quartal ein relativ schwaches, gleichwohl positives Wachstum von 0,4% aus.

Abbildung 21: Warenexporte und -importe

Ohne n.m. Gold, Wertsachen und Transithandel, saisonbereinigte Werte, Volumenindizes (2006=100)



Quellen: EZV, SECO

Warenexporte nach Branchen: breit abgestütztes Wachstum

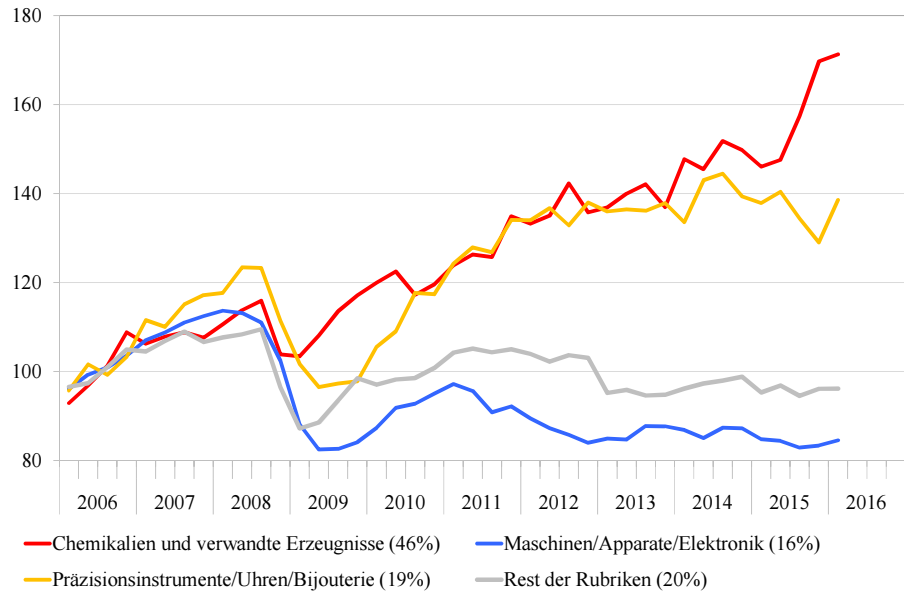
Im Gegensatz zu den drei vorherigen Quartalen, in denen die positiven Exportzahlen fast ausschliesslich den Ausfuhren der Rubrik Chemie/Pharma zu verdanken waren, sind im 1. Quartal die meisten Rubriken gewachsen (Abbildung 22). Die Exportstütze der letzten Jahre, die Chemie- und Pharmaindustrie, lieferte im 1. Quartal trotz dem Rekordwachstum vom Vorquartal erneut einen leicht positiven Beitrag. Der stärkste positive Impuls kam diesmal jedoch von der Rubrik Präzisionsinstrumente/Uhren/Bijouterie, die seit einigen Quartalen eine rückläufige Tendenz zeigte. Ein Lichtblick kam ebenfalls aus der Rubrik Maschinen/Apparate/Elektronik, welche im letzten Jahr wegen ihrer grossen Wechselkursabhängigkeit besonders stark unter der Frankenstärke gelitten hatte. Diese Rubrik erreichte im 1. Quartal das höchste Wachstum seit dem Sommer 2014. Sie bleibt jedoch nach wie vor unter grossem Druck, da der Schweizer Franken stark bleibt und die Exporte dieser Rubrik immer noch circa ein Viertel unter den Niveaus von 2007/2008 liegen. Trotz der weiterhin rückläufigen Umsätze in der schweizerischen Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie blickt der Dachverband Swissmem wieder etwas positiver in die Zukunft, da die Auftragseingänge aus dem Ausland im 1. Quartal wieder gestiegen sind.³

³ http://www.swissmem.ch/fileadmin/user_upload/Swissmem/Quartalszahlen/2016/Juni/Lagebericht_Q1_2016.pdf

Die Warenimporte zeigen ein etwas heterogeneres Bild als die Warenexporte. Im Gegensatz zu den Exporten sind die Importe der Rubrik Chemie/Pharma im 1. Quartal nach einem ebenfalls sehr starken Vorquartal gesunken. Die Energieimporte waren ebenfalls rückläufig und erreichten sogar den tiefsten Wert seit 1996. Den stärksten positiven Wachstumsbeitrag lieferte auch hier die Rubrik Präzisionsinstrumente/Uhren/Bijouterie.

Abbildung 22: Warenexporte nach Branchen

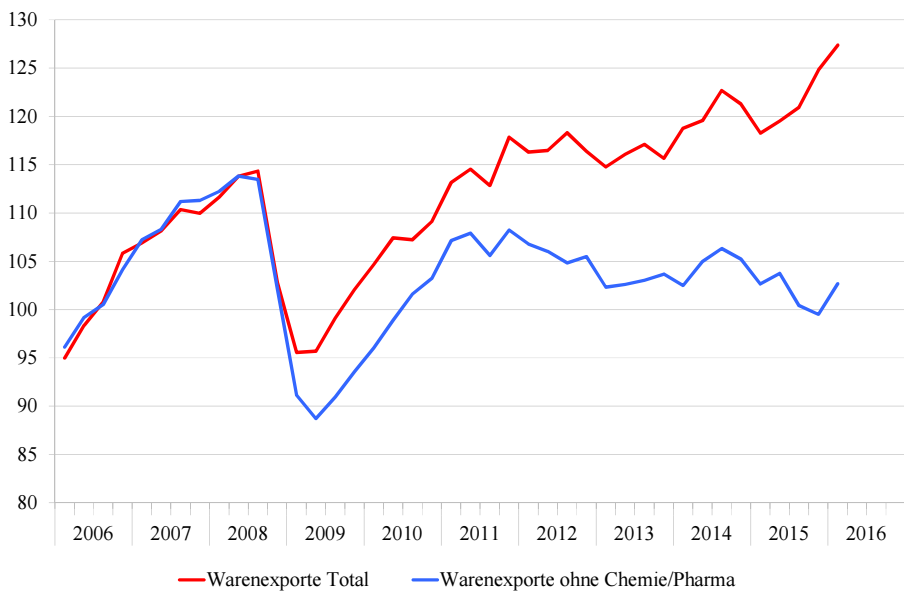
Saisonbereinigte Quartalsdaten, Volumenindex (2006=100), Anteile an Gesamtexporten 2015 in Klammern



Quellen: EZV, SECO

Abbildung 23: Warenexporte Total / ohne chemische und pharmazeutische Erzeugnisse

Saisonbereinigte Quartalsdaten, Volumenindex (2006=100)



Quelle: SECO, EZV

Chemie/Pharma-Branche als Stütze der Exporte

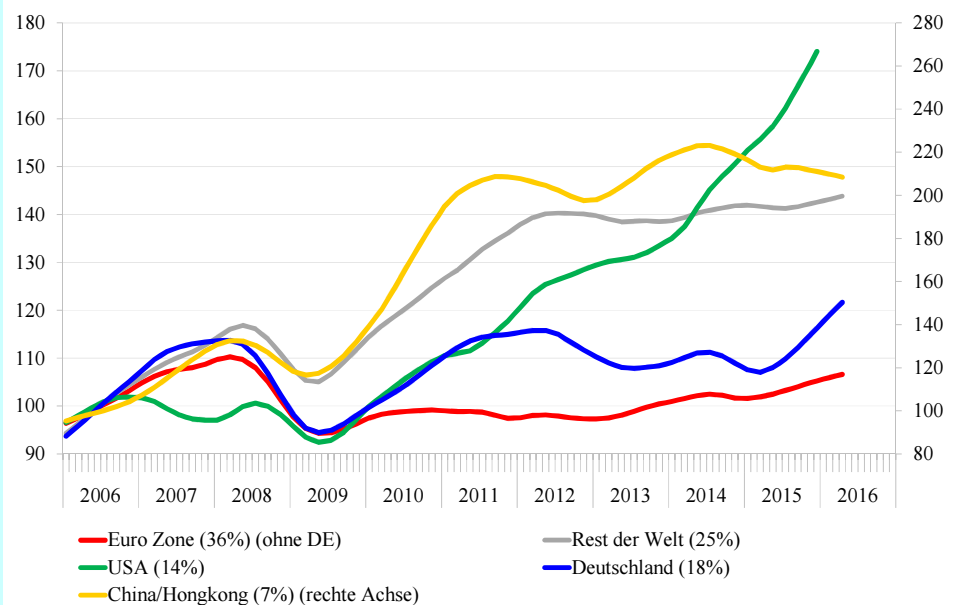
Die Abbildung 23 bildet die totalen Warenexporte (ohne n.m. Gold, Wertsachen und Transithandel) sowie die Warenexporte ohne die Rubrik Chemie/Pharma ab. Betrachtet man den Verlauf der beiden Aggregate, so wird ersichtlich, dass der positive Trend der totalen Warenexporte seit 2011 hauptsächlich auf die Dynamik der Chemie/Pharma-Exporte zurückzuführen ist. Obwohl sich die Schere zwischen den zwei Kurven im 1. Quartal nicht weiter geöffnet hat, bewegen sich die Warenexporte ohne die Rubrik Chemie/Pharma seit einigen Jahren seitwärts und sind sogar leicht rückläufig. Diese Entwicklung hebt einerseits die fortlaufende Konzentration der Schweizer Exporte zugunsten von wenig wechselkursensiblen Branchen und andererseits die kontinuierlich zunehmende Wichtigkeit der Rubrik Chemie/Pharma hervor. Ob sich die jüngste Erholung der Exporte ohne Chemie/Pharma weiter festigen wird, bleibt vorerst noch abzuwarten.

Warenexporte nach Regionen/Ländern

Betrachtet man die Schweizer Warenausfuhren nach Ländern und Regionen, so zeichnet sich ein sehr differenziertes Bild zwischen Industrie- und Schwellenländer ab (Abbildung 24). Auf der einen Seite boomen die Warenexporte in die USA weiterhin. Ebenfalls klar nach oben weisen die Exporte nach Deutschland sowie – etwas weniger ausgeprägt – auch in den Rest des Euroraums. Diese positive Dynamik ist hauptsächlich auf die Rubriken Chemie/Pharma und Präzisionsinstrumente/Uhren/Bijouterie zurückzuführen und steht im Einklang mit der eher positiven konjunkturellen Entwicklung in diesen Wirtschaftsregionen. Auf der anderen Seite hat die Nachfrage nach Schweizer Waren in vielen Schwellenländern stark abgenommen. Diese Entwicklung betrifft vor allem Russland sowie andere rohstoffexportierende Länder, die im 1. Quartal noch stark unter den tiefen Rohstoff- und Erölpreisen gelitten haben. Die Warenexporte nach China sind im 1. Quartal leicht gestiegen, wobei dieses Wachstum vor allem der Rubrik Chemie/Pharma zuzuschreiben ist. Die Exporte der Rubrik Präzisionsinstrumente/Uhren/Bijouterie nach China haben sich am aktuellen Rand nach zwei Jahren mit stetigem Sinkflug wieder stabilisiert; sie befinden sich jedoch immer weit unter dem Höchststand von Anfang 2012.

Abbildung 24: Warenexporte nach Regionen

Volumenindex (2006=100), geglättete Monatswerte, Anteile an Gesamtexporten 2015 in Klammern



Quellen: EZV, SECO

Dienstleistungsexporte
im Plus

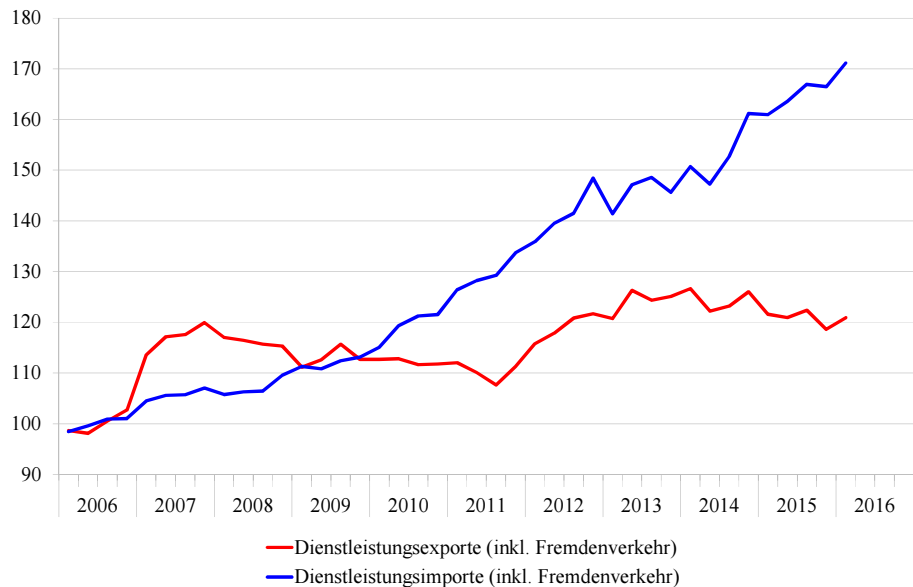
Im 1. Quartal 2016 sind die Dienstleistungsexporte (inklusive Fremdenverkehr) gegenüber dem Vorquartal um 2% gestiegen (Abbildung 25). Bei den Dienstleistungsexporten, die sich in den letzten Jahren wenig dynamisch entwickelt hatten, kamen die wichtigsten positiven Wachstumsbeiträge aus den Rubriken Lizenz- und Patententräge und aus den übrigen Dienstleistungen. Die Finanzdienstleistungserträge waren hingegen wieder stark rückläufig und erreichten einen neuen Tiefstwert. Diese Branche befindet sich seit der letzten Finanzkrise auf einem stetigen Abwärtstrend, so dass sich die Erträge der Finanzdienstleistungsexporte im 1. Quartal nur noch auf etwa die Hälfte des Höchstwerts vom 4. Quartal 2007 beliefen. Die Fremdenverkehr-Exporte hingegen konnten sich im 1. Quartal trotz dem relativ schneearmen Winter, dem weiterhin starken Franken und den globalen Unsicherheiten halten. Diese aggregierte Betrachtung des Fremdenverkehrs sollte jedoch nicht über ausgeprägte regionale Unterschiede hinwegtäuschen. In der Tat wird in der Schweiz seit einigen Quartalen eine langsame Verlagerung der Logiernächte von den Bergregionen hin zu den Städten und von den europäischen zu den asiatischen Gästen beobachtet.

Dienstleistungsimporte
deutlich positiv

Die Dienstleistungsimporte (inklusive Fremdenverkehr) haben im 1. Quartal 2016 wieder deutlich expandiert (+2,8%) und somit das langjährige kräftige Wachstum fortgesetzt (Abbildung 25). Die Dienstleistungsimporte erleben seit bald 20 Jahren einen regelrechten Boom, so dass sie sich seit der Jahrtausendwende schon mehr als verdoppelt haben. Zu diesem Boom haben insbesondere die Fremdenverkehr-Importe beigetragen, die circa ein Fünftel der gesamten Dienstleistungsimporte ausmachen. Die steigenden Fremdenverkehr-Importe können als eine gestiegene Nachfrage nach Auslandsreisen verstanden werden, die insbesondere auf die in den letzten Jahren stark gestiegene Kaufkraft (reale Lohnsteigerungen, reale Frankenaufwertung) zurückzuführen ist.

Abbildung 25: Dienstleistungsexporte und -importe (inklusive Fremdenverkehr)

Volumenindex (2006=100), saisonbereinigte Quartalswerte



Quellen: SNB, SECO

Arbeitsmarkt
Schwache Beschäftigungsentwicklung

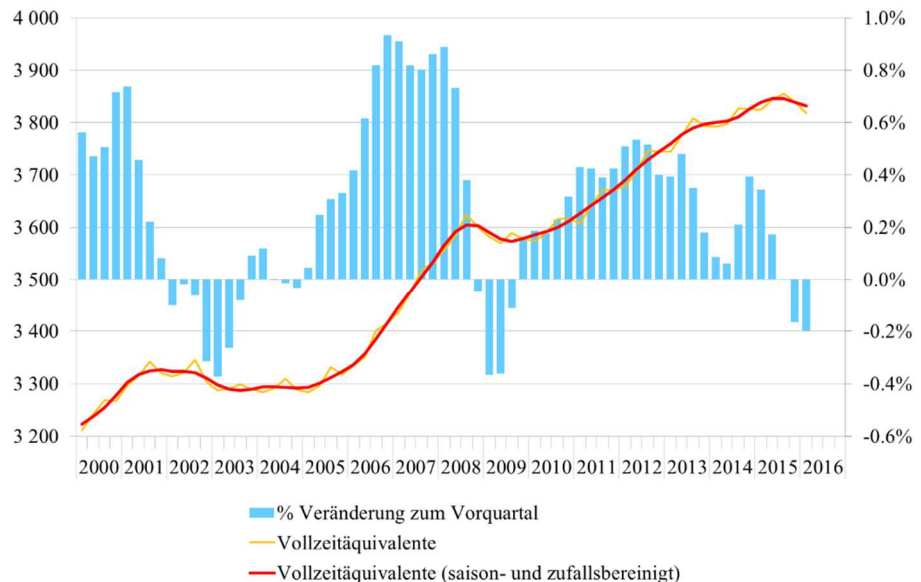
Gemäss den revidierten und provisorischen Daten der Beschäftigungsstatistik (BESTA) flachte sich die Beschäftigungsentwicklung seit Mitte 2015 deutlich ab. Zwischen dem 3. und 4. Quartal 2015 fand saison- und zufallsbereinigt im Vergleich zum Vorquartal sogar ein Beschäftigungsrückgang statt, welcher sich im 1. Quartal 2016 noch leicht verstärkte (Abbildung 26). Im Vorjahresvergleich nahm die vollzeitäquivalente Beschäftigung im 1. Quartal 2016 insgesamt um rund 7'300 Vollzeitstellen (-0,2%) ab. Ein Jahr zuvor, also im 1. Quartal 2015, war die vollzeitäquivalente Beschäftigung zum Vorjahresquartal noch um insgesamt 32'800 Vollzeitstellen (+0,9%) gestiegen. Im Zuge der konjunkturellen Abschwächung, insbesondere des schwierigen Währungsumfelds, hat sich das Beschäftigungswachstum im Verlauf des Jahres 2015 also deutlich abgeflacht.

Aufgrund der Revision der BESTA besteht allerdings eine grosse statistische Unsicherheit bezüglich der aktuellen Entwicklung der Beschäftigung. So kann die gemäss BE-

STA negative Beschäftigungsentwicklung anhand der zweiten offiziellen Beschäftigungsstatistik – der Erwerbstätigenstatistik (ETS) des Bundesamtes für Statistik – nicht bestätigt werden. Es wird sich erst in den kommenden Quartalen weisen, wie die Entwicklung am aktuellen Rand einzuordnen ist.

Abbildung 26: Entwicklung der Beschäftigung, 2000-2016

Vollzeitäquivalente in 1000, saison- und zufallsbereinigt (linke Skala) ;
Wachstumsraten in Prozent zum Vorquartal (rechte Skala)



Quellen: BFS, SECO

Beschäftigung im sekundären Sektor weiterhin mehrheitlich sinkend

Die Beschäftigungsentwicklung war allerdings nicht in allen Branchen rückläufig (Abbildung 27). Im sekundären Sektor sank die vollzeitäquivalente Beschäftigung im Vorjahresvergleich um insgesamt 17'500 Beschäftigte (-1,8%). Stark zurückgegangen ist die Beschäftigung vor allem in der Metall- und Maschinenindustrie (-6'100 respektive -3,6%) und der Elektronik- und Uhrenindustrie (-2'800 respektive -2,0%). Im Baugewerbe verstärkte sich die seit dem vergangenen Quartal negativ verlaufende Beschäftigungsentwicklung im 1. Quartal 2016 weiter (-5'000 respektive -1,6%), worin sich das Abflauen der mehrjährigen Bau-Hochkonjunktur widerspiegelt. Insgesamt schlagen sich also die konjunkturelle Abschwächung sowie die Aufhebung des Mindestkurses zum Euro noch immer deutlich auf die Beschäftigung im sekundären Sektor nieder; abgesehen von der Bauwirtschaft sind dabei vor allem die wechselkurssensiblen Branchen betroffen. Wichtige Ausnahmen bilden die chemische Industrie – insbesondere die Pharmaindustrie – und die Nahrungsmittel- und Tabakindustrie, die weiterhin ein positives Beschäftigungswachstum verzeichneten.

Tertiärer Sektor mehrheitlich stützend

Die Beschäftigungsentwicklung im tertiären Sektor wirkte der negativen Entwicklung der Gesamtbeschäftigung mehrheitlich entgegen – wenn auch weniger stark als noch im vergangenen Quartal. Insgesamt wuchs der tertiäre Sektor im Vorjahresvergleich um 10'200 Vollzeitstellen (+0,4%). Am stärksten wuchs die Beschäftigung im Gesundheits- und Sozialwesen (+14'000 respektive +3,0%). Hingegen wuchs die Beschäftigung bei der öffentlichen Verwaltung verlangsamt und bei Erziehung und Unterricht entwickelte sich diese sogar negativ.

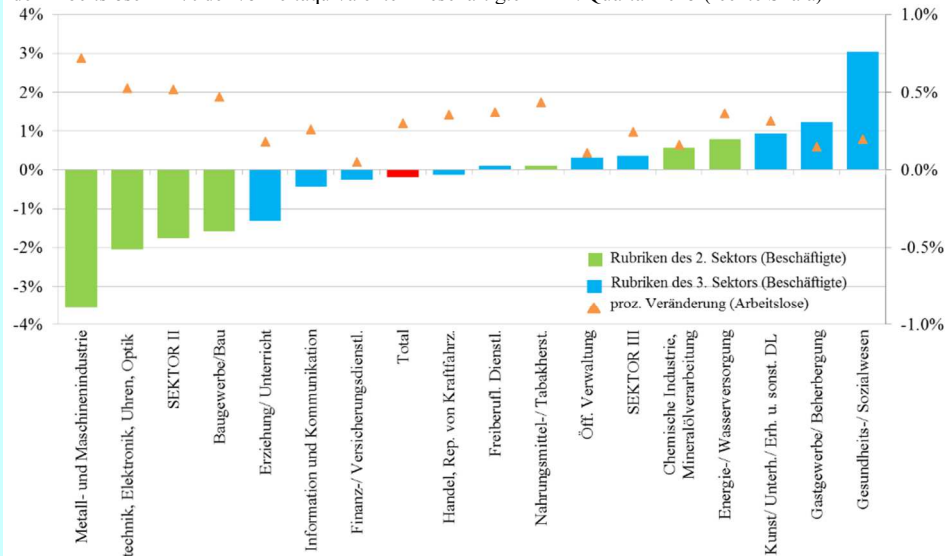
Beim Handel war eine leicht bessere Entwicklung als noch im vergangenen Quartal festzustellen. Der Beschäftigungsrückgang war nur noch leicht negativ (-700 respektive -0,1%): Die Beschäftigung sank vor allem Grosshandel, während sie sich im Detailhandel im Vorjahresvergleich wieder positiv entwickelte. Positiv entwickelte sich die Beschäftigung auch im Gastgewerbe (+2'300 respektive +1,2%).

Erwartungsgemäss zeigt die Entwicklung der Arbeitslosigkeit nach Branchen eine weitgehend gegenläufige Tendenz zur Beschäftigung (Abbildung 27, rechte Skala). Branchen mit negativer Beschäftigungsentwicklung – wie z.B. die Metall- und Maschinenindustrie oder die Elektronik- und Uhrenindustrie – hatten im Vorjahresvergleich ten-

denziell höhere Anstiege in der Arbeitslosigkeit, während in Branchen mit Beschäftigungsanstiegen – z.B. im Gastgewerbe oder im Gesundheits- und Sozialwesen – tendenziell ein tieferer Anstieg bei den Arbeitslosen zu beobachten war.

Abbildung 27: Beschäftigungsentwicklung nach Branchen

Vollzeitäquivalente, 1. Quartal 2016, Veränderung in % zum Vorjahresquartal (linke Skala), Veränderung der Arbeitslosen in % der vollzeitäquivalenten Beschäftigten im 1. Quartal 2015 (rechte Skala)



Quellen: BFS, SECO

Ausblick: Allmähliche Aufhellung der Beschäftigungsaussichten

Der saisonbereinigte *Subindex des Purchasing Managers' Index (PMI) zur Beschäftigung* in der Industrie deutete im Mai 2016 erstmals seit Ende 2014 auf eine neutrale Personalentwicklung hin. Von den befragten Unternehmen gaben 80% an, den Personalbestand im Vergleich zum Vormonat nicht verändert zu haben. Der Anteil von Unternehmen, die Personal abbauten und der Anteil der Unternehmen, die ihren Personalbestand aufstockten hielten sich genau die Waage (je 10%). Mit einem saisonbereinigten Wert von 49,1 erreichte der PMI-Subindex für Beschäftigung im April damit den höchsten Wert seit Januar 2015 und lag nur noch wenig unter der 50-Punkte Grenze, welche auf eine stabile Personalentwicklung bei den Unternehmen hindeutet.

Auch die bis Anfang Mai 2016 durchgeführte Umfrage des *Manpower Arbeitsmarktbarometers* – die im Gegensatz zum PMI Subindex nicht nur die Industrie, sondern die gesamte Wirtschaft abdeckt – indiziert eine neutrale Beschäftigungserwartung bei den Unternehmen. Allerdings liegen die Beschäftigungsaussichten fürs 3. Quartal 2016 mit einem Minus von 2 Prozentpunkten noch etwas tiefer als ein Jahr zuvor. Der *KOF Beschäftigungsindikator* deutet mit einem Wert von -2,7 Punkten im 2. Quartal 2016 weiterhin auf einen Stellenabbau hin. Bereits seit dem 2. Quartal 2015 kann zwar eine Verlangsamung des Abwärtstrends beobachtet werden, allerdings blieb der Indikator im letzten Quartal praktisch unverändert.

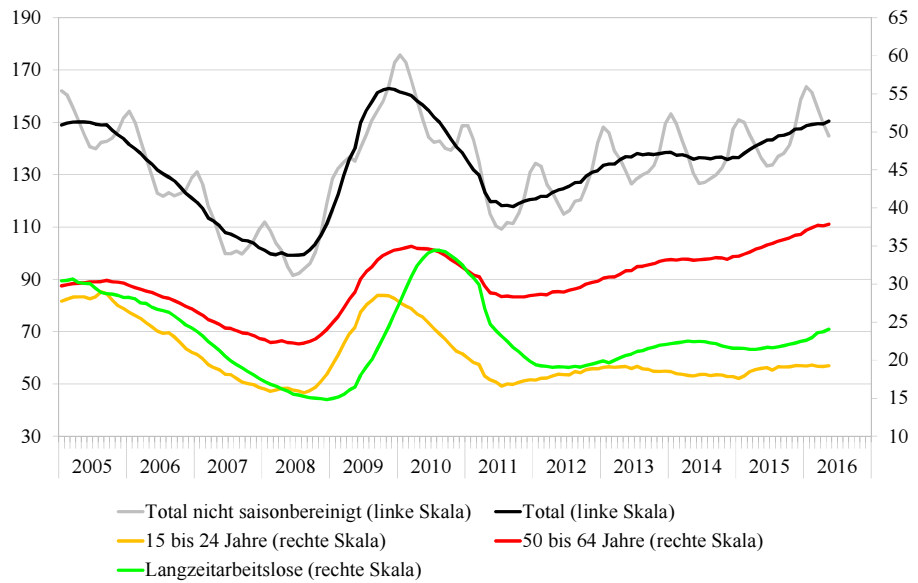
Die meisten Indikatoren deuten also auf eine langsame Verbesserung der Beschäftigungsaussichten hin. Auch die Stellensituation scheint sich langsam wieder zu erholen: Der *Adecco Swiss Job Market Index* erhöhte sich im Vergleich zum Vorquartal saisonbereinigt um 7%. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich der Index der offenen Stellen um 4%. Es scheint, als ob der Schweizer Arbeitsmarkt die Talsohle des Frankenschocks weitgehend durchschritten hat.

Leicht abgeflachter Anstieg der Arbeitslosigkeit seit Anfang 2016

Seit Aufhebung der Euro-Kursuntergrenze Mitte Januar 2015 stieg die Zahl der Arbeitslosen seit Ende Januar 2015 im Durchschnitt um knapp 750 Personen pro Monat. In den ersten fünf Monaten im Jahr 2016 hat sich die Zunahme tendenziell leicht abgeflacht. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag Ende Mai 2016 bei 3,5%.

Abbildung 28: Registrierte Arbeitslose

in Tausend Personen; ohne abweichende Angabe saisonbereinigte Werte



Quelle: SECO

Zu beachten ist, dass die Erwerbsbevölkerung im Alter von 50-64 Jahren gemäss Schweizerischer Arbeitskräfteerhebung (SAKE) zwischen 2014 und 2015 um +4,1% gewachsen ist. Bei den 25-49-jährigen betrug das Wachstum nur +0,8%, bei den 15-24-jährigen ging die Erwerbsbevölkerung um -1,4% zurück. Der Prozess der Alterung auch innerhalb der Erwerbsbevölkerung ‚erklärt‘ somit einen wesentlichen Teil der relativ stärkeren Zunahme der Arbeitslosigkeit bei den Personen ab 50 Jahren.

Ende Mai 2016 waren insgesamt 206'200 Personen als Stellensuchende gemeldet (registrierte Arbeitslose plus registrierte nicht arbeitslose Stellensuchende, die an Aktivierungsprogrammen der ALV teilnehmen). Saisonbereinigt entspricht dies knapp 212'700 Stellensuchenden bzw. einer Quote von 4,9%.

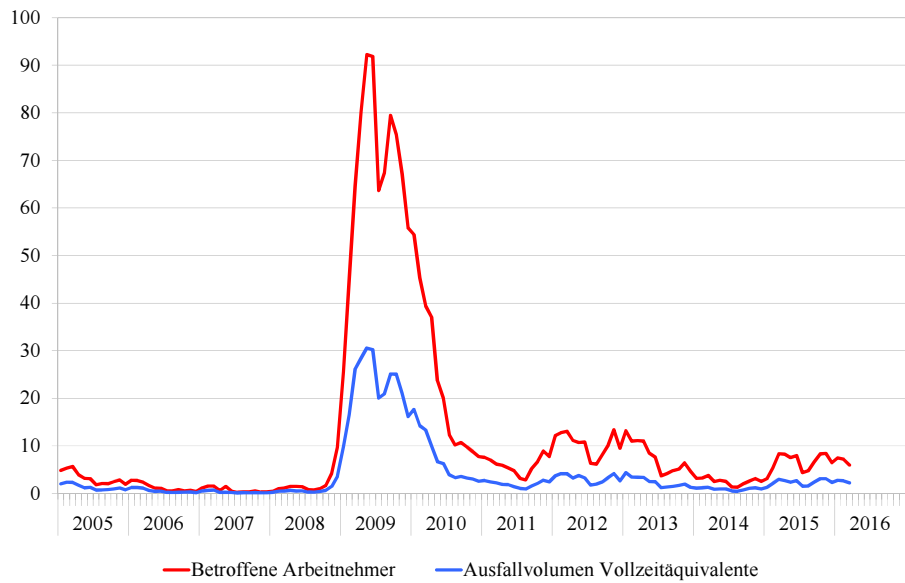
In der Rezession von 2009 wurde die Kurzarbeitsentschädigung besonders von Industrieunternehmen sehr stark beansprucht. Im Mai 2009 erreichte das Volumen der Ausfallstunden mit einem Äquivalent von rund 30'000 Vollzeitbeschäftigten oder 4,8 Mio. Ausfallstunden einen Höchstwert. Rund 4'800 Betriebe nahmen damals das Instrument der Kurzarbeit in Anspruch, über 90'000 Arbeitnehmer waren betroffen.

Im März 2016 (provisorischer offizieller Wert Stand Ende Mai 2016) verrichteten nur knapp 6'000 Arbeitnehmende Kurzarbeit (rund 2'200 vollzeitäquivalente Stellen). Saison- und zufallsbereinigt waren sogar nur noch 5'200 Arbeitskräfte in Kurzarbeit. Seit Mai 2015 wächst die Kurzarbeit im Trend nur noch schwach und seit November 2016 ist sie sogar geringfügig gesunken. Diese Entwicklung spricht dafür, dass die wirtschaftliche Situation seit Aufhebung der Euro-Untergrenze von den Unternehmen nicht als temporäre Durststrecke – wie etwa 2009 der kurzzeitige heftige Einbruch der Finanzkrise – angesehen wird, sondern als dauerhaft verändertes Währungsumfeld, an das sich anzupassen gilt.

Kurzarbeit im 1. Quartal 2016 weiter auf tiefem Niveau, mit sogar wieder sinkender Tendenz

Abbildung 29: Bezüger von Kurzarbeitsgeld und Ausfallvolumen

Anzahl Personen und Anzahl vollzeitäquivalente Stellen, in Tausenden



Quelle: SECO

Um einen ergänzenden Eindruck der zu erwartenden Veränderung der Kurzarbeit zu erhalten, können die aktuell genehmigten Voranmeldungen zur Kurzarbeit betrachtet werden. Ende Mai 2016 waren rund 19'900 Personen angemeldet, rund 500 oder 2,3% weniger als im Vormonat. Im Vorjahresmonat waren es rund 20'700, bei einer damaligen Abnahme um 700. Innerhalb eines Jahres haben sich sowohl das Niveau als auch die Veränderungsdynamik kaum mehr verändert.

Preise

Kerninflation nahe 0%,
Gesamtinflation noch
leicht negativ

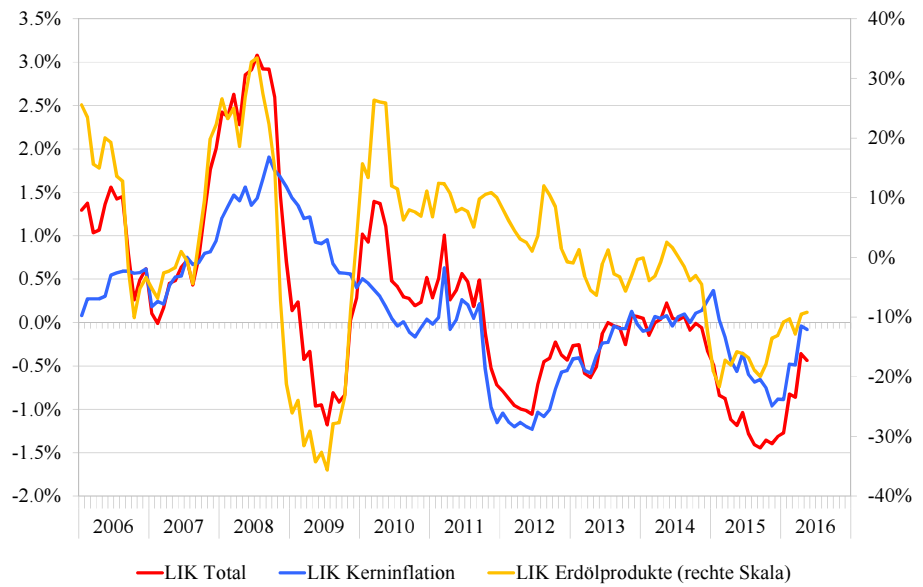
Nachdem der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) im Jahr 2015 mit -1,1% noch den stärksten Rückgang seit 1950 notierte, hat sich das Bild in den ersten Monaten von 2016 zunehmend gedreht (Abbildung 30). Zwar wurde im Mai mit -0,4% weiterhin eine negative Inflationsrate für den gesamten LIK registriert, doch unter Ausklammerung der Energie sowie frischer und saisonaler Produkte nähert sich die sogenannte Kerninflation den 0% gegenüber dem Vorjahresmonat an. Es kann zudem davon ausgegangen werden, dass sich die Tendenz in Richtung positiver Inflationsraten weiter fortsetzen wird. Ein Hauptgrund für die anhaltend negative Teuerung waren die seit Mitte 2014 sehr stark gesunkenen Erdöl- und Energiepreise. Obwohl dort die Talsohle durchschritten scheint, kommt die LIK-Komponente der Erdölprodukte mit -9,2% immer noch deutlich unter dem Wert des Vorjahresmonats zu stehen (rechte Skala in Abbildung 30).

Negative Teuerung der
Import- und Inlandgüter
verringert sich

Zur negativen Teuerung substantiell beigetragen hat nebst dem Fall der Rohstoffpreise die Aufwertung des Schweizer Frankens. Dadurch sind die Preise importierter Güter im Jahr 2015 deutlich gefallen. In Abbildung 31 wird die Entwicklung der Teuerung nach Herkunft der Güter dargestellt. Im Vergleich zum Vorjahresmonat sind die Preise für Importgüter, welche rund 25% des Warenkorbs ausmachen, im Mai um 1.4% gesunken. Seit Oktober 2011 sind die Importpreise rückläufig. In den ersten Monaten 2016 ist nun aber deutlich eine Erholung zu erkennen. Aus historischer Sicht aussergewöhnlich ist die seit 9 Monaten anhaltende negative Teuerung der Inlandgüter. Im Mai notierte die Inflation für Inlandgüter bei -0,1%, die Talsohle dürfte auch hier durchschritten sein.

Abbildung 30: Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)

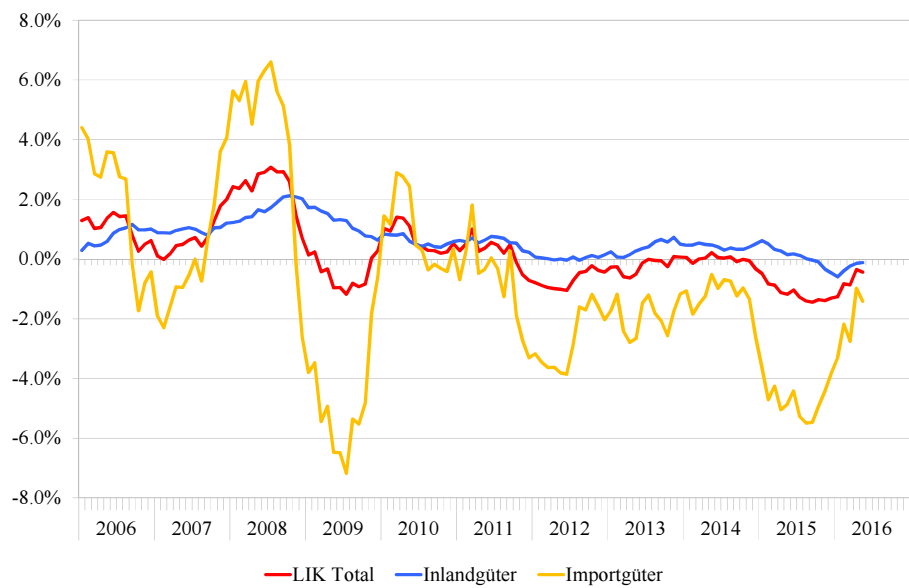
Monatswerte, Veränderungsraten zum Vorjahr



Quelle: BFS

Abbildung 31: Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) nach Herkunft der Güter

Monatswerte, Veränderungsraten zum Vorjahr



Quelle: BFS

Konjunkturprognose

Weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die konjunkturelle Entwicklung in den Industriestaaten ist momentan durch moderate Wachstumsraten charakterisiert. Verschiedene Konjunkturindikatoren deuten für dieses und nächstes Jahr auf eine verhalten positive Entwicklung der Weltwirtschaft hin. Die Gefahr einer anhaltend negativen Preisentwicklung hat sich in den letzten Monaten in verschiedenen Ländern leicht reduziert.

Kurzfristig bleiben die Wachstumsaussichten für die Industrieländer und die wichtigsten Schwellenländer verhalten und sind durch viele Unsicherheiten und Risiken geprägt. Die Möglichkeit eines Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU und die Unklarheit bezüglich der zeitigen Umsetzung nötiger Strukturreformen in Südeuropa hielten die Verunsicherung auf den Finanzmärkten in den letzten Wochen und Monaten aufrecht. Von den Schwellenländern kamen bis Mai 2016 schwache Wachstumsraten, da diese unter den anhaltend tiefen Rohstoffpreisen leiden und hausgemachte strukturelle Probleme die Wirtschaftsleistung zusätzlich belasten. Die anhaltend tiefen Rohstoffpreise drücken auf die wirtschaftliche Entwicklung wichtiger Schwellenländer, was indirekt das Wirtschaftswachstum in den Industrienationen zusätzlich hemmt.

Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden. enthält die exogenen Annahmen, die der Konjunkturprognose der Expertengruppe des Bundes⁴ von Juni 2016 zugrunde liegen.

Exogene Annahmen für die Prognosen

Tabelle 3: Exogene Annahmen für die Prognose (Juni 2016)

	2015	2016	2017
BIP			
USA	2.4%	2.0%	2.4%
Euroraum	1.7%	1.6%	1.8%
Deutschland	1.7%	1.7%	1.8%
Japan	0.5%	0.5%	0.5%
BRIC ¹	4.8%	4.8%	5.2%
China	6.9%	6.3%	6.0%
Erdölpreis (\$/Fass Brent)	52.2	45.0	53.0
Zinsen für Dreimonatsdepots (Libor)	-0.8%	-0.8%	-0.7%
Rendite eidg. Obligationen (10 Jahre)	-0.1%	-0.5%	-0.3%
Realer Wechselkursindex exportgewogen	7.1%	-3.0%	-1.4%
Landesindex der Konsumentenpreise	-1.1%	-0.4%	0.3%

¹ Gewichtetes Aggregat aus Brasilien, Russland, Indien, China (BIP zu Kaufkraftparitäten IWF)

Quellen: Internationale Organisationen, SNB, BFS, Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes

Prognose Schweiz

Immer noch ein gemischtes Bild mit heterogenen Branchen-Tendenzen

Die Schweizer Konjunktur steht seit einigen Monaten unter verschiedenen teils entgegengesetzten Einflüssen. Auf der einen Seite zeichnet sich in verschiedenen europäischen Ländern eine Erholung des Wachstums ab, was positive Auswirkungen auf den Schweizer Aussenhandel hat. Auf der anderen Seite verhindert die vor allem aufgrund des geringeren Wachstums in den Schwellenländern abgeschwächte Dynamik des Welt Handels, dass die Schweizer Handelsbilanz stärkere Wachstumsimpulse liefert.

⁴ Die Expertengruppe des Bundes publiziert viermal pro Jahr (jedes Quartal) eine Prognose der konjunkturellen Entwicklung in der Schweiz. Die aktuelle Prognose datiert vom 16. Juni 2016.

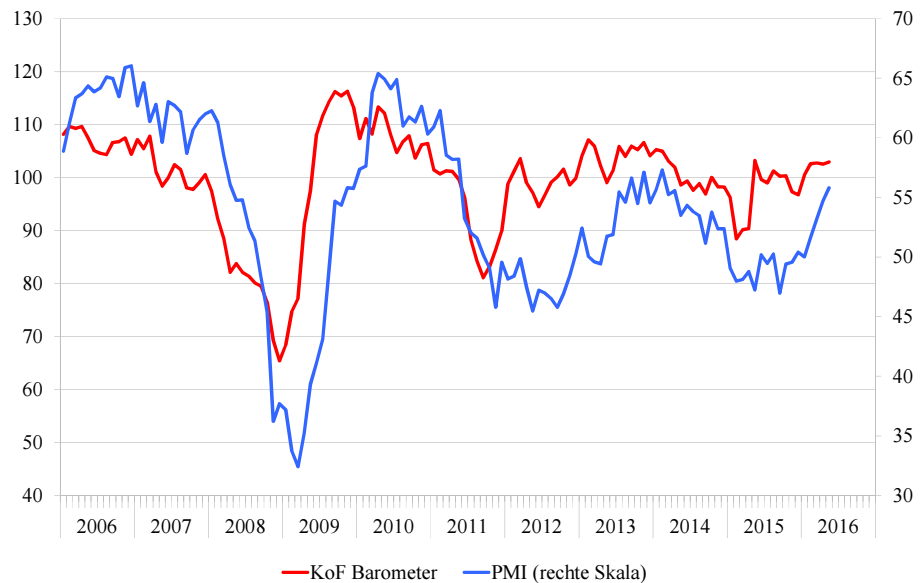
Auch in Bezug auf die verschiedenen Industriezweige lassen sich entgegengesetzte Tendenzen beobachten. Während das Wachstum der Pharmaindustrie auch in den heftigsten Phasen der Finanz- und Wirtschaftskrise nie wirklich zum Stillstand kam, erging es vielen anderen Branchen deutlich schlechter: Teilweise lag ihr Produktionsniveau 2016 tiefer als noch vor der Krise von 2008–2009. Diese Heterogenität bei der relativen Entwicklung der einzelnen Tätigkeitsbranchen ist für die Erholung der Schweizer Wirtschaft seit 2009 kennzeichnend.

Steigende Zuversicht bei den Unternehmen

Positiv ist gleichwohl zu vermerken, dass die aktuellen **Stimmungsindikatoren** wie der Einkaufsmanagerindex (PMI) und das KOF-Konjunkturbarometer ihre Erholungstendenz in den ersten fünf Monaten dieses Jahres weiter festigen konnten (Abbildung 32). Diese Aufhellung deutet darauf hin, dass die Schweizer Wirtschaft die Bremseffekte des starken Frankens mittlerweile einigermaßen verdaut hat und die weiteren Wachstumsaussichten moderat zuversichtlich einzustufen sind.

Abbildung 32: Schweiz, konjunkturelle Frühindikatoren

Saisonbereinigte Indizes (KOF-Barometer 100=langjähriger Durchschnitt, PMI 50=neutral)



Quellen: KOF, Crédit Suisse

Beibehaltene BIP-Wachstumsprognose für 2016 und 2017

Vor dem Hintergrund eines noch wenig dynamischen weltweiten Wachstums hält die Expertengruppe des Bundes an ihrer bisherigen Wachstumsprognose für das Schweizer BIP fest und erwartet sowohl für 2016 als auch für 2017 eine moderate Verbesserung der Wirtschaftslage. Die Expertengruppe rechnet mit einem realen BIP-Wachstum von 1,4% für 2016 und 1,8% für 2017 (gleiche Prognosen wie im März 2016).

Weitere leichte Zunahme der Arbeitslosigkeit absehbar

Auf dem Arbeitsmarkt wuchs die vollzeitäquivalente Beschäftigung gemäss den vom Bundesamt für Statistik (BFS) veröffentlichten Zahlen saisonbereinigt im zweiten Halbjahr 2015 nicht mehr und bildete sich im 1. Quartal 2016 leicht zurück. In der Industrie war dieser Rückgang besonders deutlich. Die neusten veröffentlichten Arbeitslosenzahlen zeigen (saisonbereinigt), dass die seit Ende 2014 anhaltende monatliche Zunahme in den ersten Monaten des Jahres 2016 leicht schwächer, aber immer noch positiv war. Seit Anfang 2016 werden jeden Monat (um saisonale Effekte bereinigt) zwischen 500 bis 900 Arbeitslose mehr registriert.

In den kommenden Monaten dürfte die **Arbeitslosigkeit** weiterhin leicht ansteigen, ehe die konjunkturelle Erholung im nächsten Jahr allmählich auch auf den Arbeitsmarkt übergreift. Die Expertengruppe erwartet für 2016 eine durchschnittliche Jahresarbeitslosenquote von 3,6% und für 2017 eine leichte Abnahme auf 3,5% im Jahresmittel. Im Schnitt dürfte es 2016 zu einer leichten Beschäftigungszunahme kommen (+0,4% im Vergleich zum Vorjahresdurchschnitt für die vollzeitäquivalente Beschäftigung) und für 2017 ist mit einer Zunahme von +0,6% zu rechnen (gleiche Prognosen wie im März 2016).

Negative Teuerung klingt aus

Angesichts der etwas höheren Erdölpreise sowie der abklingenden Effekte der letztjährigen Frankenaufwertung auf die Importpreise ist davon auszugehen, dass die Phase negativer Teuerungsraten in den kommenden Monaten zu Ende gehen wird. Im Jahresdurchschnitt 2016 dürfte die **Konsumteuerung** nochmals im negativen Bereich bei -0,4% liegen und sich 2017 knapp in den positiven Bereich bewegen (+0,3%).

Tabelle 4: Konjunkturprognose Schweiz (Juni 2016)

Ausgewählte Prognoseergebnisse zur schweizerischen Wirtschaft				
Vergleich der Prognosen vom Juni 16 und März 16				
Veränderung zum Vorjahr in %, Quoten				
	2016		2017	
	Juni 16	März 16	Juni 16	März 16
BIP	1.4%	1.4%	1.8%	1.8%
Konsumausgaben:				
Private Haushalte und POoE	1.3%	1.2%	1.5%	1.5%
Staat	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%
Bauinvestitionen	0.4%	-0.3%	1.2%	1.5%
Ausrüstungsinvestitionen	1.3%	1.3%	2.3%	2.3%
Exporte	4.0%	3.3%	3.7%	3.8%
Importe	3.9%	3.5%	3.7%	3.7%
Beschäftigung (Vollzeitaquivalente)	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%
Arbeitslosenquote	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%
Landesindex der Konsumentenpreise	-0.4%	-0.6%	0.3%	0.2%

Quelle: Expertengruppe Konjunkturprognosen des Bundes

Risiken

Die in Bezug auf die Wirtschaftssektoren sehr heterogene Entwicklung der letzten Jahre verhindert bisher einen kräftigeren Aufschwung der Schweizer Wirtschaft. Unsicherheiten bestehen für den Rest des Jahres 2016 sowie für 2017 hinsichtlich der möglichen Erholung in den Sektoren, die in den letzten Jahren stark unter der schwachen europäischen Konjunktur und der Frankenstärke gelitten haben. Sektoren, die in letzter Zeit bereits einen deutlichen Zuwachs verzeichneten, dürften ihren Aufwärtstrend im Prognosezeitraum grundsätzlich beibehalten.

Brexit, ...

Das Resultat der Abstimmung vom 23. Juni 2016 zur Zukunft des Vereinigten Königreichs in der EU (Brexit) ist ein erheblicher Risikofaktor. Ein Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU mit noch unklaren Modalitäten hätte Auswirkungen sowohl auf verschiedene Wechselkurse und andere Finanzmarktvariablen, als auch auf die Unternehmensinvestitionen und möglicherweise auf den Welthandel.

... Finanzrisiken in China sowie Unsicherheit in Bezug auf die US-Geldpolitik im Fokus

Neben den Risiken im Zusammenhang mit dem Brexit ist auf den Finanzmärkten auch eine latente Nervosität in Bezug auf die finanzielle Situation vieler chinesischer Unternehmen spürbar, da diese nicht klar offengelegt wird. Die insbesondere in den USA erwartete währungspolitische Kursänderung trägt ebenfalls zur Verunsicherung bei. Risiken bestehen zudem hinsichtlich massiver Kapitalbewegungen und deren Auswirkungen auf die Wechselkurse, vor allem zwischen Asien und den USA. Nicht zuletzt birgt ein anhaltendes Tief- bzw. Negativzinsumfeld potenzielle Gefahren in Bezug auf das Eingehen übermässiger Risiken seitens Investoren und Schuldern.

Spezialthema:

Kaufkraftparität als Instrument der Wechselkursanalyse

Einführung

Seit der Aufhebung des Euro-Mindestkurses im Januar 2015 ist in der wirtschaftspolitischen Diskussion wieder vermehrt von einer starken Überbewertung des Schweizer Frankens die Rede. Häufig wird das Konzept der Kaufkraftparität herangezogen, um das Ausmass der Überbewertung des Frankens gegenüber anderen Währungen abzuschätzen. Dieses Spezialthema beleuchtet das zugrundeliegende Konzept und zeigt, dass bei der Interpretation und bei darauf basierenden Schlussfolgerungen bezüglich der Über- oder Unterbewertung von Währungen Vorsicht geboten ist. Mögliche Schwierigkeiten werden im Folgenden zunächst konzeptuell sowie anhand verschiedener Beispiele beleuchtet. Es folgt eine empirische Anwendung für den Aussenwert des Schweizer Frankens.

Gesetz des einheitlichen Preises

Das Konzept der Kaufkraftparität (KKP) leitet sich prinzipiell von der Idee ab, dass identische Güter überall gleich viel kosten sollten, wenn der Markt perfekt spielen würde. Beispielsweise müsste der Preis eines Süssgetränks in Deutschland, umgerechnet in Franken, gleich hoch sein wie in der Schweiz. Wäre nämlich der Preis in Deutschland niedriger, würde es sich für Schweizer Anbieter lohnen, das Getränk in Deutschland zu erwerben und anschliessend in der Schweiz mit Gewinn zu verkaufen. Rationale Akteure würden diese Art von Arbitrage so lange betreiben, bis es sich nicht mehr lohnt, d.h. bis der Preisunterschied verschwunden und der Preis in beiden Ländern umgerechnet gleich hoch ist. Bezogen auf ein beliebiges handelbares Gut i hiesse das:

$$p_i^{CH} = E \times p_i^f$$

wobei p_i^{CH} für den Preis des Gutes i in der Schweiz steht, p_i^f für den Preis des Gutes im Ausland und E für den Wechselkurs (Franken / ausländische Währung). Dieser Zusammenhang ist als „Gesetz des einheitlichen Preises“ bekannt.

Absolute Kaufkraftparität

Nehmen wir nun an, in der Schweiz und in Deutschland würde der gleiche Güter-Mix angeboten und für alle Güter gälte das Gesetz des einheitlichen Preises. Unter diesen Voraussetzungen lässt sich das Gesetz des einheitlichen Preises für ein Gut auf die aggregierten Preisniveaus in den verschiedenen Ländern übertragen. Umgerechnet in eine Währung müssten die Preisniveaus in verschiedenen Ländern gleich hoch sein. Entsprechend lässt sich obige Formel verallgemeinern, so dass gilt:

$$P^{CH} = E \times P^f$$

$P^{CH} = \sum_i (w_i \times p_i^{CH})$ steht dabei für das Preisniveau in der Schweiz, das sich als Summe der Schweizer Preise für die einzelnen Güter und Dienstleistungen p_i^{CH} berechnet, gewichtet mit den Warenkorbgewichten w_i ; $P^f = \sum_i (w_i \times p_i^f)$ steht analog dazu für das ausländische Preisniveau; mit E wird wiederum der Wechselkurs (Franken / ausländische Währung) bezeichnet. Eine weitere Umformung nach dem Wechselkurs ergibt:

$$E = \frac{P^{CH}}{P^f} \quad [1]$$

Somit entspricht der Wechselkurs dem Verhältnis zwischen dem schweizerischen und dem ausländischen Preisniveau. Der Wechselkurs passt sich so an, dass die Preisniveaus in verschiedenen Ländern, umgerechnet in die gleiche Währung, gleich hoch sind. Dieser Zusammenhang entspricht der *absoluten Kaufkraftparität*. Ein Franken hat in allen

Ländern die gleiche Kaufkraft, deshalb der Begriff „Kaufkraftparität“. Kostet beispielsweise der typische Warenkorb in der Schweiz 200 Franken und in Deutschland 150 Euro, müsste der Wechselkurs gemäss der absoluten KKP bei 1,33 Franken/Euro liegen, um für den Ausgleich der Preisniveaus zu sorgen. Somit könnte die absolute KKP als Benchmark für den „fairen“ respektive gleichgewichtigen Wechselkurs zwischen zwei Währungen verwendet werden. Abweichungen davon wären als Über- respektive Unterbewertungen der jeweiligen Währung zu interpretieren. Allerdings gilt das Konzept der absoluten KKP nur unter rigiden Annahmen, welche in der ökonomischen Realität oft nicht erfüllt sind.

Wieso die absolute Kaufkraftparität nicht gilt

Sowohl aus einer theoretischen als auch aus einer empirischen Perspektive ist seit langem klar, dass die absolute KKP nur in Ausnahmefällen exakt gilt. Selbst für ein (fast) perfekt homogenes Gut muss das Gesetz des einheitlichen Preises, der Grundbaustein der absoluten KKP, in der Realität nicht zutreffen; der Preis des Gutes kann zu einem bestimmten Zeitpunkt an verschiedenen Orten ausgedrückt in einer Währung unterschiedlich hoch sein.

Beispielsweise kostete ein Sechserpack von 1,5-Literflaschen eines bestimmten Süssgetränks in Berlin am 15. August 2015 rund 6 Euro, während in einem Supermarkt in der Schweiz ein Sechserpack des gleichen Produktes 11 Franken kostete. Das Gesetz des einheitlichen Preises würde implizieren, dass bei einem Wechselkurs von 1,1 Franken/Euro das Sechserpack in der Schweiz 4,4 Franken „zu teuer“ war:

$$p^{CH} - p^f \times E = CHF 11 - EUR 6 \times 1,1 CHF/EUR = CHF 4,4$$

Grundsätzlich wäre es wohl möglich, das Getränk in Berlin für umgerechnet 6,60 Franken zu erwerben und es in der Schweiz beispielsweise für 10,95 Franken zu verkaufen. Ein findiger Arbitrageur könnte die Preisdifferenz als Erlös einnehmen und dies so lange, bis sich der Preis in der Schweiz umgerechnet jenem in Deutschland angeglichen hat. Dass dies in der Realität nicht stattfindet, lässt sich mit mehreren Faktoren erklären:

- Es bestehen Transaktionskosten (insbesondere Transportkosten sowie Steuern und Abgaben), welche die effektive Preisdifferenz schmälern.
- Das Sechserpack Süssgetränk ist zwar handelbar, sein Verkaufspreis enthält aber auch nicht-handelbare Bestandteile. Dazu zählen etwa die Miete für das Ladenlokal und die Löhne der Angestellten, die in reichen Ländern wie der Schweiz höher ausfallen. Bei nicht-handelbaren Gütern und Dienstleistungen (typisches Beispiel: Coiffeur) findet keine internationale Angleichung der Preise statt – eben gerade, weil sie nicht handelbar sind.
- Es herrscht imperfekter Wettbewerb. Handelsbeschränkungen wie die Verhinderung von Parallelimporten erschweren das Ausnutzen von Preisdifferenzen zur Arbitrage.

Das Beispiel macht deutlich, dass eine grundlegende Voraussetzung für die Gültigkeit des Gesetzes des einheitlichen Preises und damit der absoluten KKP, nämlich dass die Märkte perfekt und friktionslos funktionieren, im Allgemeinen nicht erfüllt ist. Neben den oben genannten Faktoren werden in der ökonomischen Literatur häufig Produktivitätsdifferenzen zwischen handelbarem und nicht-handelbarem Sektor als Ursache genannt.⁵

Eine Folge davon, dass die absolute KKP nicht gilt, ist die unter dem Schlagwort der „Hochpreisinsel“ bekannte Preisniveaudifferenz zwischen der Schweiz und vergleichbaren Ländern. Ein wichtiger Grund für deren Existenz sind Zölle und technische Handelshemmnisse, die es Unternehmen erlauben, je nach Absatzland das gleiche Produkt mit unterschiedlichen Preisen zu verkaufen. Nach Angaben der europäischen Statistikbehörde Eurostat waren z.B. Konsumgüter im Jahr 2014 in der Schweiz um rund 19% teurer als im Durchschnitt der Europäischen Union.⁶ Dieser Wert ist über die vergangenen 20 Jahre in etwa konstant geblieben.

⁵ Eine Übersicht der Gründe für Abweichungen von der absoluten Kaufkraftparität liefern z.B. Crucini et al. (2005) und die darin zitierte Literatur.

⁶ Vergleichende Preisniveauindizes Konsumgüter 2014: EU 15 = 100, Schweiz = 119,2. Quelle: Eurostat

Korrigierte absolute Kaufkraftparität

Eine schwächere Version der absoluten KKP setzt an der Idee an, dass die Transaktionskosten und andere Handelshemmnisse zwischen den Währungsräumen über die Zeit hinweg unverändert bleiben. Dass die absolute KKP gilt, ist in diesem Rahmen nicht zu erwarten, da besagte Handelshemmnisse zu Abweichungen vom Gesetz des einheitlichen Preises führen. Es wird aber davon ausgegangen, dass der Umfang dieser Abweichungen über die Zeit konstant bleibt. Daraus ergibt sich eine *korrigierte absolute Kaufkraftparität*, welche die strukturellen, über die Zeit konstanten Transaktionskosten, Handelsbeschränkungen usw. in Form eines konstanten Faktors F berücksichtigt. Der Wechselkurs würde sich demnach an das Verhältnis zwischen dem schweizerischen und dem ausländischen Preisniveau angleichen, korrigiert um F :

$$E = \frac{P^{CH}}{P^f} \times F \quad [2]$$

Übertragen auf unser Beispiel eines Süssgetränks impliziert diese korrigierte absolute KKP, dass der Preis des Getränks in der Schweiz und (umgerechnet in Franken) in Deutschland zwar nicht gleich hoch ist, aber die Abweichung zwischen den zwei Preisen über die Zeit konstant bleibt: Das Getränk könnte in der Schweiz beispielsweise immer um 25% teurer sein als im Euroraum. Es stellt sich allerdings die Frage, wie dieser Faktor F bestimmt werden kann. Dieser Punkt wird bei der empirischen Anwendung für den Schweizer Franken (Seite 41) im Zentrum stehen.

Kasten

Big-Mac-Index

Sowohl das Konzept der absoluten Kaufkraftparität (KKP) als auch seine Schwächen lassen sich gut am sogenannten Big-Mac-Index veranschaulichen. Die Zeitschrift *The Economist* erhebt den Preis eines Big Macs in verschiedenen Ländern seit 1986.⁷ Der Burger ist auf der ganzen Welt (ungefähr) gleich und sollte daher gemäss dem Gesetz des einheitlichen Preises überall gleich viel kosten. In der Schweiz lag der Preis eines Big Macs im Januar 2016 bei 6,50 Franken, was umgerechnet zum damals herrschenden Franken-Euro-Kurs von 1,08463⁸ knapp 6 Euro entspricht. Der durchschnittliche Preis eines Big Macs im Euroraum war dagegen nur 3,72 Euro. Aus dieser Preisdifferenz könnte man schliessen, dass der Schweizer Franken zum Euro um gut 60% überbewertet ist; um den Preisunterschied auszugleichen, müsste der Wechselkurs bei über 1,70 Franken / Euro liegen. Auch gegenüber allen anderen Währungen wäre der Franken massiv überbewertet; verglichen mit dem chinesischen Yuan gar um rund 140% und selbst gegenüber dem derzeit an den Devisenmärkten relativ starken US-Dollar auch noch um 30%. Und dieses Muster eines massiv überbewerteten Frankens ist keine Momentaufnahme, sondern – wenn auch in unterschiedlichem Ausmass – Jahr für Jahr festzustellen. Dementsprechend liegt der beobachtete Wechselkurs (rote Linie in Abbildung 33) im gesamten Zeitraum unter dem gemäss Big-Mac-Index berechneten kaufkraftparitätischen Wechselkurs (blaue Linie).

Eine dauerhafte starke Überbewertung ist jedoch nicht plausibel, sondern weist vielmehr darauf hin, dass der einfache Big-Mac-Index kein verlässlicher Massstab für die Wechselkursbeurteilung ist. Ein wesentlicher Kritikpunkt betrifft die Vernachlässigung nicht-handelbarer Bestandteile der Burger-Herstellung, welche sich von Land zu Land unterscheiden und den Endpreis beeinflussen. Es überrascht nicht, dass die Preise in einem reichen Land höher sind als in einem armen Land, weil im reichen Land auch die nicht-handelbaren Faktoren wie Arbeitskräfte und Boden teurer sind. Somit kann ein Teil der Preisdifferenz durch den Anteil der Löhne und Mieten etc. am Verkaufspreis erklärt werden.

Modifizierter Big-Mac-Index hat bessere Aussagekraft

Der Economist hat dieser Kritik Rechnung getragen und berechnet seit einigen Jahren zusätzlich einen modifizierten Big-Mac-Index. Hierfür wird der einfache Big-Mac-Index mit dem BIP pro Kopf bereinigt, um den Reichtum und somit das Kostenniveau in einem Land zu berücksichtigen. Diese Bereinigung hat in der Tat zur Folge, dass sich die Überbewertung des Frankens im Vergleich zum einfachen Big-Mac-Index deutlich

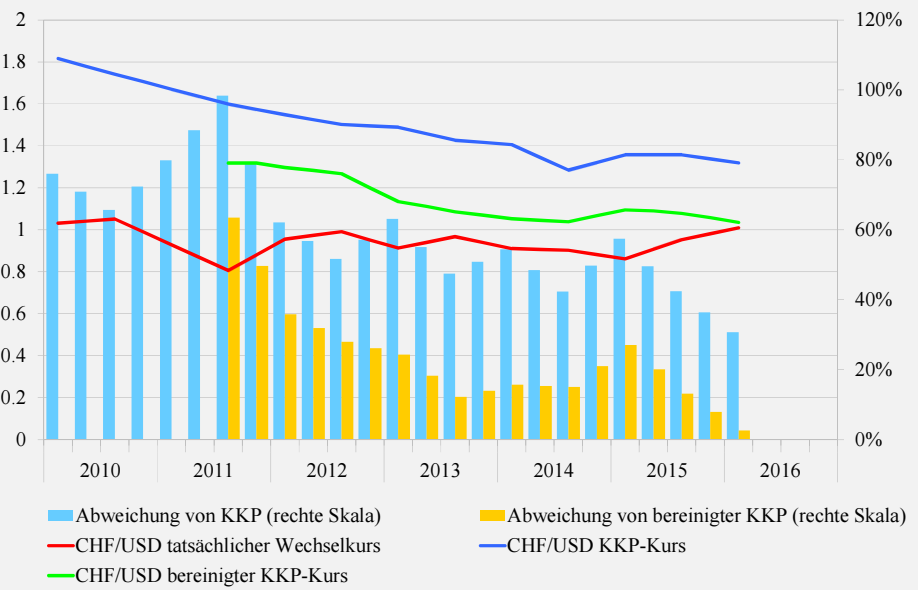
⁷ <http://www.economist.com/content/big-mac-index>

⁸ Wechselkurs am 5. Januar 2016

reduziert. Dementsprechend liegt der beobachtete Wechselkurs näher am Wechselkurs gemäss modifiziertem Big-Mac-Index (grüne Linie in Abbildung 33) als am unbereinigten. Gemäss dieser Berechnungsweise war der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar im Januar 2016 um 3% überbewertet, gegenüber dem Euro um 11% und gegenüber dem Yuan noch um 13% (Abbildung 34). Ein Blick auf die Vergangenheit zeigt ausserdem, dass sich die Bewertung des Schweizer Franks gegenüber verschiedenen Währungen heterogen entwickelt hat. Im Jahr 2011 war der Wert des Franks in Pfund, US-Dollar und Yuan um mindestens 50% höher als der modifizierte Big-Mac-Index impliziert, gegenüber dem Euro betrug die Abweichung etwa 20%. Im Laufe der Zeit hat eine Angleichung stattgefunden. Dies zumindest gemessen am Preis eines Big Macs, wenn für das Niveau des BIP pro Kopf in den Währungsräumen korrigiert wird.

Abbildung 33: Big-Mac-Index Schweizer Franken gegenüber US-Dollar

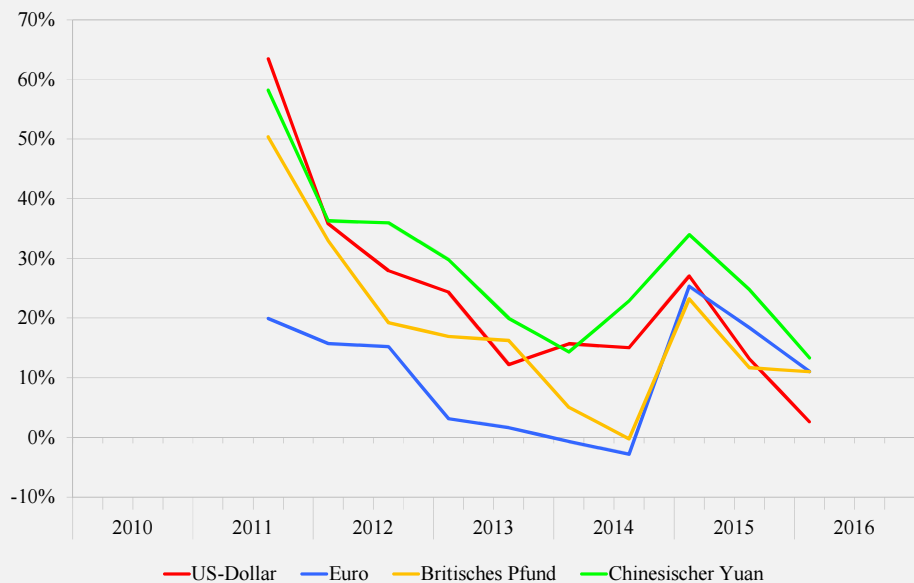
Kaufkraftparitätischer Wechselkurs gemäss Big-Mac-Index; die Quartalswerte ergeben sich durch lineare Interpolation der halbjährlichen Werte gemäss *The Economist*



Quellen: The Economist, SECO

Abbildung 34: Big-Mac-Index Schweizer Franken gegenüber Leitwährungen

Prozentuale Abweichung vom kaufkraftparitätischen Wechselkurs (bereinigt um BIP pro Kopf) ; die Quartalswerte ergeben sich durch lineare Interpolation der halbjährlichen Werte gemäss „The Economist“



Quellen: The Economist, SECO

Durch die Bereinigung um das BIP pro Kopf erhöht sich der Nutzen des Big-Mac-Index für die Wechselkursanalyse zweifellos. Gleichwohl bleibt auch der bereinigte Index ein eher grober Massstab, der nicht unkritisch angewendet werden sollte. Neben dem Reichtum eines Landes gibt es weitere Einflussfaktoren wie Transaktionskosten, imperfekter Wettbewerb, Handelsbeschränkungen, welche die internationale Preisangleichung verhindern. Preisunterschiede können ausserdem daraus resultieren, dass Konsumenten in verschiedenen Ländern den Big Mac sehr unterschiedlich wahrnehmen (Fast Food versus gehobene Küche), was sich im Preissetzungsverhalten der Unternehmen widerspiegelt. Diese Faktoren werden vom bereinigten Big-Mac-Index kaum erfasst.

Relative Kaufkraftparität

Weil die rigiden Annahmen der absoluten KKP in der Realität meist nicht erfüllt sind, kommt für die Wechselkursanalyse oft ein abgeschwächtes Konzept zur Anwendung, die *relative Kaufkraftparität*. Diese unterstellt, dass sich nicht die absoluten Preise respektive Preisniveaus via Wechselkurse angleichen müssen, sondern nur die *Veränderungen* der Preise. Dabei wird – wie bei der korrigierten absoluten KKP – angenommen, dass alle Handelshemmnisse und andere Gründe für unterschiedliche Preise über die Zeit konstant bleiben. Übertragen auf das vorherige Beispiel eines Süssgetränks wären unterschiedliche Preisniveaus zwischen der Schweiz und Deutschland nicht im Widerspruch zur relativen KKP. Wenn allerdings der Verkaufspreis in Deutschland stärker steigen würde als in der Schweiz, müsste dies gemäss der relativen KKP durch eine entsprechende Wechselkursanpassung ausgeglichen werden. Das Konzept der relativen KKP erlaubt also Abweichungen vom Gesetz des einheitlichen Preises, postuliert jedoch, dass Veränderungen der Preisniveaus, d.h. unterschiedliche Inflationsraten zwischen den Ländern, durch Veränderungen im Wechselkurs ausgeglichen werden:

$$\left(\frac{P_t^{CH} / P_{t-1}^{CH}}{P_t^f / P_{t-1}^f} \right) = E_t / E_{t-1} \quad [3]$$

wobei t einen Zeitindex darstellt.

Wenn also z.B. in der Schweiz in einem Jahr eine Inflationsrate von 1% herrscht, während im Euroraum die Inflationsrate bei 3% liegt, dann müsste sich der Franken gegenüber dem Euro gemäss der relativen KKP um nominal 2% aufwerten. Der reale Wechselkurs⁹ würde sich dadurch allerdings nicht verändern: Nominale Aufwertung und Inflationsdifferenzen würden sich genau „rauskürzen“. Wenn hingegen bei der angenommenen Inflationsdifferenz von 2 Prozentpunkten der nominale Wechselkurs konstant bleiben würde, dann entspräche dies einer realen Abwertung des Frankens. Infolgedessen würde sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Produzenten international verbessern, und die Nachfrage nach Schweizer Produkten würde ansteigen. Dies würde wiederum einen Aufwertungsdruck auf den Franken in Richtung relativer KKP auslösen.

Hilfreiches Konzept für die lange Frist, aber Abweichungen nicht selten

In der Forschung existiert ein relativ breiter Konsens darüber, dass die relative KKP in der langen Frist zumindest der Tendenz nach gilt.¹⁰ Währungen von Ländern mit tiefer Inflation – wie die Schweiz – weisen eine langfristige nominale Aufwertungstendenz auf und umgekehrt. Die empirische Beobachtung zeigt allerdings auch, dass Abweichungen davon über mehrere Jahre persistieren, respektive die Anpassung an die Parität langsam stattfindet. Dies hat Anlass zu einer umfangreichen wissenschaftlichen Literatur gegeben.

Andere Einflüsse können die relative Kaufkraftparität überlagern

Dass die Wechselkursentwicklung in der Realität oftmals über Jahre von der relativen KKP, sprich den Inflationsdifferenzen, abweicht, hängt wesentlich mit anderen Einflussfaktoren zusammen. Insbesondere werden die Wechselkurse kurzfristig stark durch Finanzmarkteinflüsse wie Geldpolitik, Zinsdifferenzen sowie Erwartungen getrieben. Die Inflationsdifferenzen wirken sich demgegenüber eher in der langen Frist aus.

⁹ $E^r = E^n \times (P^f / P^{CH})$, wobei E^r und E^n für den realen respektive nominalen Wechselkurs stehen

¹⁰ Taylor / Taylor (2004)

Welche Preise?

Eine wichtige Erkenntnis der Forschung ist ausserdem, dass die Gültigkeit der relativen KKP in empirischen Analysen stark von den verwendeten Preisdaten und deren Aggregationsniveau abhängt. Unter Verwendung von aggregierten Preisindizes kam die Forschung anfänglich zum Schluss, Abweichungen von der relativen KKP halbierten sich erst nach drei bis fünf Jahren.¹¹ Werden stattdessen Preisindizes für Subsektoren verwendet, reduziert sich die geschätzte Halbwertszeit bereits auf 11 bis 18 Monate.¹² In einer neueren Studie werden direkt Preisdaten zu klar definierten Gütern und Dienstleistungen in 21 Städten von Industrieländern verglichen.¹³ Die Autoren kommen zum Schluss, dass sich die Preise individueller Güter schnell an die relative KKP anpassen. Betrachtet man die Halbwertszeit der Preisanpassung bei makroökonomischen Schocks unter Ausblendung von produktspezifischen Faktoren, findet man allerdings auch für individuelle Güter eine langsame Anpassung der relativen Preise.

Produzentenpreise entsprechen dem Kriterium der Handelbarkeit besser als Konsumentenpreise

Selbst wenn von Mikrodaten zu einzelnen Produktpreisen abgesehen wird, bestehen mehrere Möglichkeiten, Preise in empirischen Analysen zu berücksichtigen, wie etwa Indizes zu den Konsumentenpreisen (LIK), Produzentenpreisen (PPI), Grosshandelspreisen, Exportpreisen oder auch Deflatoren aus der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. All diese Indizes unterscheiden sich deutlich bezüglich der berücksichtigten Einzelpositionen. Beispielsweise macht die Rubrik Miete im Landesindex der Konsumentenpreise rund 20% aus und die Rubrik Gesundheitspflege rund 15%. Beide Rubriken sind relativ stark von staatlichen Regulierungen betroffen und darüber hinaus nur schwer handelbar. Daher ist kaum davon auszugehen, dass sie international das Gesetz des einheitlichen Preises erfüllen. Je mehr die Inflationsdifferenzen zwischen Ländern durch nicht-handelbare Güter und Dienstleistungen verursacht werden, desto weniger ist mit einer nominalen Wechselkursanpassung an die relative KKP zu rechnen, weil hierfür die Preisentwicklung der handelbaren Güter massgebend ist. Demgegenüber besteht der Produzentenpreisindex mehrheitlich aus leichter handelbaren Gütern. A priori wäre somit zu erwarten, dass Analysen, die sich auf Konsumentenpreise stützen, grössere Abweichungen von der KKP finden als solche, die Produzentenpreise verwenden.

International vergleichbare Preise?

Eine weitere Schwierigkeit besteht in der nicht perfekten internationalen Vergleichbarkeit von Preisindizes, die auf Unterschiede in den zugrunde liegenden Warenkörben fusst. So spielen beispielsweise Fahrzeuge im Produzentenpreisindex der Schweiz eine sehr geringe Rolle (Anteil von rund 2% am Gesamtindex), während deren Bedeutung in Deutschland relativ gross ist (rund 10%). Ändern sich die Preise für Fahrzeuge, so wird dies auf den Gesamtindex in Deutschland einen stärkeren Einfluss haben als auf denjenigen der Schweiz. In diesem Fall würde sich das Verhältnis zwischen den zwei nationalen Preisindizes verändern, selbst wenn sich die Preise aller Einzelgüter absolut im Gleichschritt entwickeln und somit das Gesetz des einheitlichen Preises erfüllen.

Zudem wird die Berechnungsweise der Indizes von den Statistikbehörden von Zeit zu Zeit angepasst. Ändern sich die jeweiligen Warenkörbe über die Zeit, erschwert dies die Vergleichbarkeit zusätzlich. Harmonisierte Indizes existieren zwar teilweise, sind aber oft nur für die letzten 1-2 Jahrzehnte verfügbar. Gerade bei der Analyse von Kaufkraftparitäten, die auf langfristigen Überlegungen basieren, sind ausreichend lange Zeitreihen aber von fundamentaler Wichtigkeit.

Problem des Referenzzeitpunkts

Ein grundlegendes Problem bei der relativen KKP ist, dass sie keinen Aufschluss darüber gibt, ob ein Wechselkurs „fair“ bewertet ist oder eine Über- resp. eine Unterbewertung vorliegt. Die relative KKP besagt nämlich lediglich, dass die nominale Wechselkursentwicklung den Inflationsdifferenzen folgt. Aus solchen relativen Veränderungen lässt sich jedoch nicht ohne weiteres bestimmen, auf welchem Niveau der Wechselkurs gemäss KKP liegen müsste. Hierfür wird häufig ein Referenzzeitpunkt (z.B. ein Basisjahr) verwendet, an dem der Wechselkurs annahmegemäss auf dem gleichgewichtigen Niveau liegt. Von diesem ausgehend können die Preis- und Wechselkursänderungen verglichen werden. Mit der Wahl eines Referenzzeitpunktes verlässt man allerdings den Rahmen der relativen KKP und greift, zumindest implizit, auf die absolute KKP oder auf die korrigierte absolute KKP zurück. Die Wahl eines solchen Referenzzeitpunkts ist zudem nicht trivial und kann die Wechselkurseinschätzung stark beeinflussen, wie weiter unten anhand der Berechnungen für den Schweizer Franken gezeigt wird.

¹¹ Rogoff (1996)

¹² Imbs et al. (2005)

¹³ Bergin et al. (2013)

Kasten

Ein illustratives Beispiel

Folgendes Beispiel soll veranschaulichen, weshalb die absolute Kaufkraftparität (KKP) in der Regel nicht geeignet ist, um eine Über- oder Unterbewertung einer Währung festzustellen. Nehmen wir an, dass ein handelbares Gut in der Schweiz nicht hergestellt und daher importiert wird. Beim Import fallen Zollgebühren im Umfang von a Prozent des Importwertes an. Der Preis in Schweizer Franken ergibt sich wie folgt:

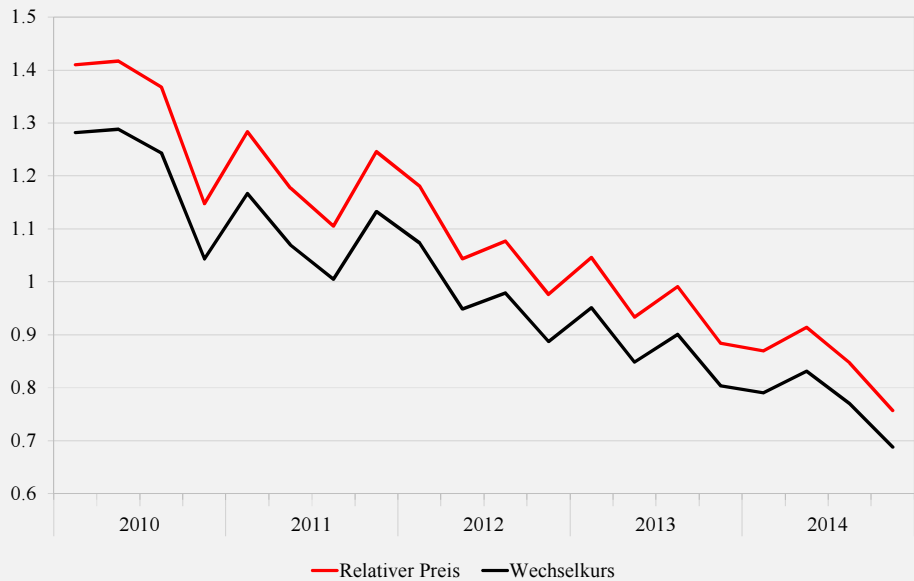
$$p_t^{CH} = E_t \times p_t^f \times \frac{(1 + a)}{=1/F}$$

Absolute versus relative Kaufkraftparität

Vergleicht man nun den Preis dieses Gutes im In- und Ausland gemäss absoluter KKP, würde man auf eine permanente Überbewertung des Frankens schliessen, da der Wechselkurs höher liegen müsste, um den Preisunterschied auszugleichen (Abbildung 35). Die absolute KKP ist in diesem Beispiel also nicht erfüllt. Die korrigierte absolute sowie die relative KKP gelten jedoch exakt, da Veränderungen der Preisniveaus zwischen den Ländern durch Wechselkursveränderungen ausgeglichen werden. Dies ist darauf zurückzuführen, dass in diesem Beispiel die Gründe für die Abweichung von der absoluten KKP (Transportkosten, Zölle, imperfekter Wettbewerb) konstant sind. Das Beispiel illustriert somit, dass die korrigierte absolute sowie die relative KKP erfüllt sein können, auch wenn die absolute KKP nicht hält.

Abbildung 35: Wechselkurs und absolute Kaufkraftparität (handelbare Güter)

Relativer Preis: Preis eines Gutes in der Schweiz in CHF relativ zum Preis desselben Gutes im Ausland in der Lokalwährung; fiktive Beispielswerte



Der „faire“ Wechselkurs

Obwohl im hier dargestellten Beispiel die relative KKP erfüllt ist, lässt sich damit nicht bestimmen, auf welchem Niveau der „faire“ Wechselkurs liegen müsste. Dazu wäre die Wahl eines Zeitpunktes erforderlich, zu welchem der Wechselkurs „fair“ bewertet war. Ausgehend von diesem Referenzzeitpunkt könnte dann mittels Inflationsdifferenzen zwischen In- und Ausland der Wechselkurs gemäss KKP ermittelt werden.

Hier kommt der in diesem Spezialthema vorgeschlagene Ansatz der *mittelwertkorrigierten absoluten Kaufkraftparität* in Spiel (siehe Seite 43). Wie die korrigierte absolute KKP berücksichtigt auch dieser Ansatz, dass permanente Abweichungen von der absoluten KKP bestehen können. Das Verhältnis zwischen dem schweizerischen und dem ausländischen Preisniveau wird um die durchschnittliche Abweichung von der absoluten KKP bereinigt. Unterscheidet sich der tatsächliche nominale Wechselkurs von diesen bereinigten relativen Preisen, kann dies als reale Über- respektive Unterbewertung interpretiert werden. Dieser Interpretation liegt die Annahme zugrunde, dass sich der Wechselkurs im Durchschnitt über eine längere Zeitperiode im Gleichgewicht befindet.

Nicht-handelbare Güter

Was bringt dieser Ansatz im vorliegenden Beispiel? Berücksichtigt man die durchschnittliche Abweichung von der absoluten KKP, findet man, dass der Wechselkurs zu jedem Zeitpunkt „fair“ ist. Diese Interpretation erscheint sinnvoll, da die Abweichung vom Gesetz des einheitlichen Preises ja einzig durch die Zölle oder Transportkosten a begründet ist und keine Arbitragemöglichkeiten bestehen. Der in diesem Spezialthema vorgeschlagene Lösungsansatz hilft also, solche Faktoren zu berücksichtigen, sofern sie sich über die Zeit nicht systematisch ändern.

Bei nicht-handelbaren Gütern respektive Dienstleistungen ist nicht zu erwarten, dass das Gesetz des einheitlichen Preises gilt (da das Arbitrageargument nicht spielt). Bei Preisindizes wie den Konsumentenpreisen, die auch nicht-handelbare Güter umfassen, sind daher Abweichungen von der KKP nicht ungewöhnlich.

Betrachten wir als Beispiel einen Güterkorb, der zur Hälfte aus einem handelbaren und zur Hälfte aus einem nicht-handelbaren Gut besteht. Angenommen für das handelbare Gut gilt wiederum

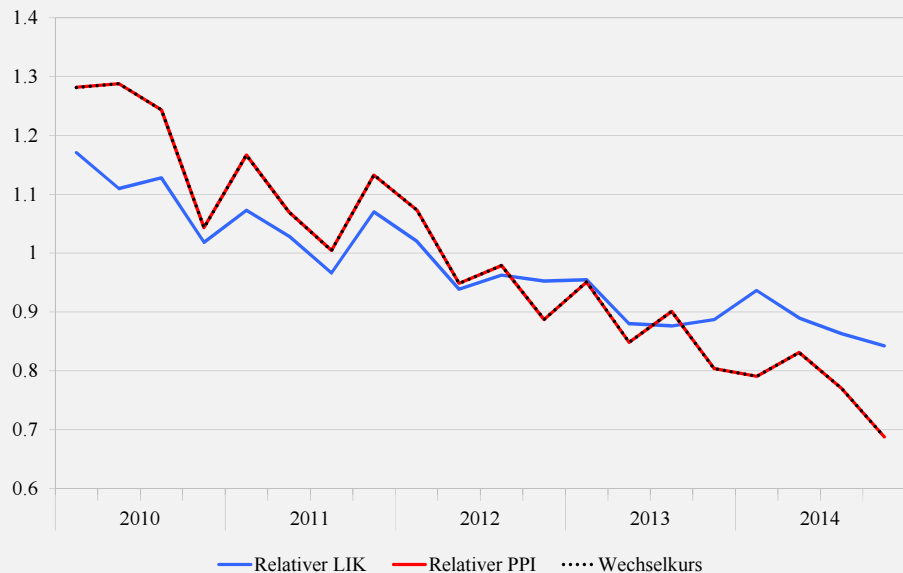
$$p_t^{CH} = E_t \times p_t^f \times (1 + a)$$

Die Preise für die nicht-handelbaren Güter entwickeln sich aber unterschiedlich in den beiden Ländern, so dass die Inflationsrate im Inland im Durchschnitt tiefer ist.

Wendet man nun den vorgeschlagenen Ansatz an und bereinigt die relativen Preise um die durchschnittliche prozentuale Abweichung vom Wechselkurs, zeigt sich, dass die verwendeten Preise eine wichtige Rolle spielen. Während der KKP-Wechselkurs gemäss Preisen von handelbaren Gütern in diesem Beispiel exakt dem Wechselkurs entspricht, gibt es beim KKP-Wechselkurs gemäss Konsumentenpreisen systematische Abweichungen (Abbildung 36). Grund dafür sind die in den Konsumentenpreisen enthaltenen nicht-handelbaren Güter, für welche keine internationale Angleichung der Preise zu erwarten ist.

Abbildung 36: Wechselkurs und mittelwertkorrigierte absolute Kaufkraftparität mit nicht-handelbaren Gütern

Fiktive Beispielswerte



Quelle: Berechnungen SECO

Kaufkraftparitätswechselkurse des Frankens

Im Folgenden werden einige Berechnungen für die Wechselkurse des Frankens gegenüber dem Euro und dem US-Dollar dargestellt. Daran lassen sich sowohl der Nutzen als auch die Schwierigkeiten des Konzepts der KKP aufzeigen.

Abbildung 37 zeigt in zwei Grafiken die tatsächliche nominale Wechselkursentwicklung Franken/Euro (jeweils in Rot dargestellt) sowie verschiedene Berechnungsvarianten für den KKP-Wechselkurs. Einerseits werden in den zwei Grafiken unterschiedliche Referenzzeitpunkte verwendet. Andererseits werden in jeder Grafik unterschiedliche Preisindizes abgebildet. Der KKP-Wechselkurs zu Produzentenpreisen (jeweils in Blau abgebildet) berechnet sich als Verhältnis von Schweizer Produzentenpreisen zu Produzentenpreisen im Euroraum, der KKP-Wechselkurs zu Konsumentenpreisen (in Gelb) analog dazu als Verhältnis der jeweiligen Konsumentenpreise (Gleichung [1]). Der Vergleich dieser zwei Berechnungsvarianten illustriert die Bedeutung der Wahl der Preisvariablen.

Relative Kaufkraftparität zu Produzentenpreisen weitgehend bestätigt

Wenn die relative KKP gilt, müssten sich zumindest in der langen Frist alle Kurven etwa gleichgerichtet entwickeln und die gleiche Veränderungsrate aufweisen (Gleichung [3]). Das hiesse, dass Veränderungen der Preisindizes in den zwei Währungsräumen Schweiz und Euroraum durch entsprechende Änderungen des nominalen Wechselkurses ausgeglichen würden, was sich unabhängig des gewählten Referenzpunkts in beiden Grafiken in Abbildung 37 überprüfen lässt.

Bezogen auf die Produzentenpreise scheint die relative KKP für den Franken/Euro-Wechselkurs in der Tat weitgehend zuzutreffen: Über die Zeitperiode 1980-2015 haben sich der tatsächliche nominale Wechselkurs und der KKP-Wechselkurs ungefähr im gleichen Ausmass zurückgebildet. Zu sehen sind allerdings auch teilweise deutliche und längere Abweichungen. So etwa zwischen 2003 und 2007, als der tatsächliche nominale Franken/Euro-Wechselkurs anstieg, während der KKP-Wechselkurs zu Produzentenpreisen seine sinkende Tendenz fortführte. Demnach wertete sich der Franken in dieser Zeitperiode gegenüber dem Euro ab, während gemäss relativer KKP eine Aufwertung zu erwarten gewesen wäre. Die deutliche Aufwertung des Frankens zwischen 2008 und 2010 korrigierte diese Entwicklung anschliessend.

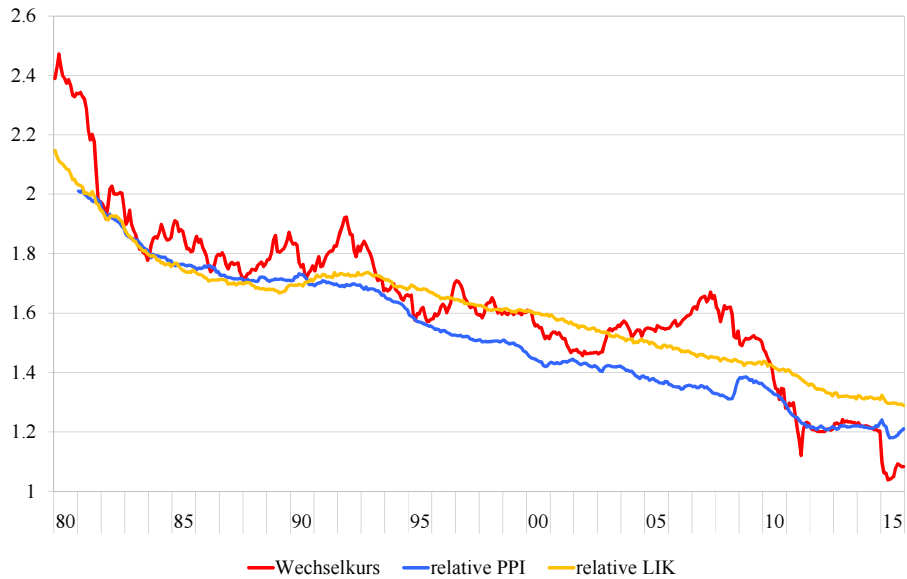
Wiederholt man die Analyse auf der Grundlage der Konsumentenpreise, kommt man hingegen zu einem anderen Schluss. Zwar bewegte sich der KKP-Wechselkurs zu Konsumentenpreisen tendenziell nach unten und damit in dieselbe Richtung wie der tatsächliche nominale Wechselkurs, doch nicht annähernd so stark. So liegt in Grafik 5a der KKP-Wechselkurs zu Konsumentenpreisen am Anfang der Beobachtungsperiode systematisch unter dem tatsächlichen nominalen Wechselkurs, am Ende der Beobachtungsperiode hingegen systematisch darüber. Das bedeutet, dass sich der Franken in der Zeitperiode 1980-2015 stärker aufgewertet hat als gemäss der relativen KKP zu Konsumentenpreisen zu erwarten wäre. Gemessen an den Konsumentenpreisen scheint die relative KKP somit nicht zu gelten – die Analyse führt zum gegenteiligen Schluss wie jene mit den Produzentenpreisen! Damit ist klar, wie fundamental wichtig die Wahl der Preisvariablen ist.

Die unterschiedlichen Schlussfolgerungen hängen wohl mit dem erwähnten Umstand zusammen, dass im Konsumentenpreisindex vergleichsweise viele nicht-handelbare Güter und Dienstleistungen enthalten sind. Verwendet man die Konsumentenpreise zur Überprüfung der KKP, setzt man einen deutlich strengeren Massstab an, der erwartungsgemäss grössere Abweichungen des tatsächlichen nominalen Wechselkurses von der relativen KKP anzeigt. Diese Überlegung muss in die Ergebnisinterpretation einfließen und zeigt, dass eine unkritische Anwendung des KKP-Konzepts irreführend sein kann. Insgesamt scheinen die Berechnungen dennoch zu bestätigen, dass die relative KKP ein nützliches Instrument für die längerfristige Wechselkurseinschätzung ist. Deutlich zeigt sich ausserdem, dass der relative KKP-Wechselkurs kein fester Wert ist, sondern sich über die Zeit mit den Inflationsdifferenzen anpasst. Weil die Schweiz über viele Jahre tiefere Preissteigerungen als der Euroraum aufweist, ist es nichts als logisch, dass der relative KKP-Wechselkurs Franken/Euro eine fallende Tendenz hat, also der Franken sich trendmässig nominal aufwertet.

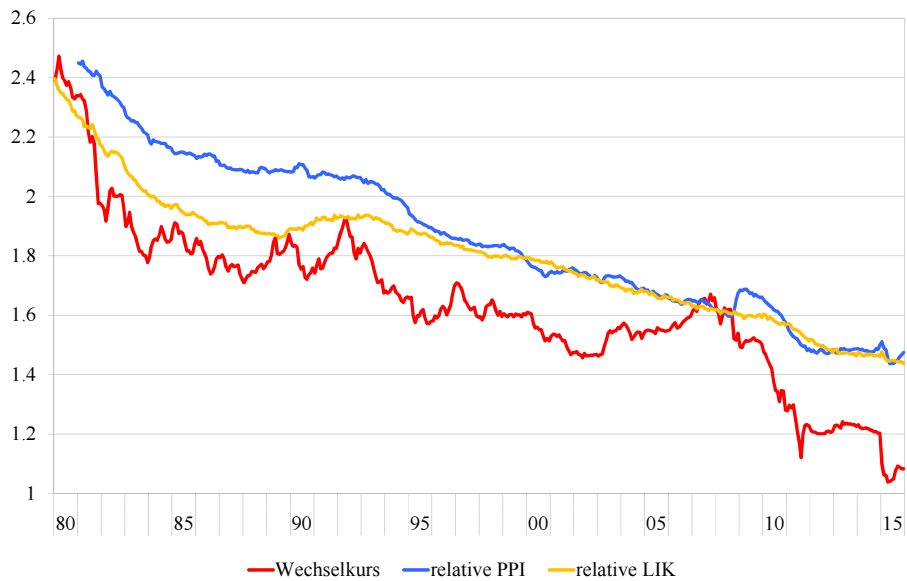
Abbildung 37: Franken/Euro-Wechselkurs und Kaufkraftparität gemessen mit unterschiedlichen Referenzzeitpunkten

Nominaler Franken/Euro-Wechselkurs und Kaufkraftparität gemäss Produzentenpreisindizes (PPI) und Konsumentenpreisindizes (CPI);

Grafik a: Referenzzeitpunkt Januar 1984



Grafik b: Referenzzeitpunkt Januar 2008



Quellen: BFS, EZB, SNB, SECO

Korrigierte absolute Kaufkraftparität: Referenzzeitpunkt entscheidend

Die zwei Grafiken in Abbildung 37 unterscheiden sich bezüglich des gewählten Referenzzeitpunkts. Es wird die Annahme getroffen, dass der Wechselkurs im jeweiligen Referenzzeitpunkt auf dem fairen Niveau liegt. Das Ziel ist hier, Aussagen darüber treffen zu können, ob das Niveau des Franken/Euro-Wechselkurses in der Beobachtungsperiode fair (oder eben nicht) war.

Doch was bedeutet „fares Wechselkursniveau“? Wenn die absolute KKP (Gleichung [1]) zuträfe, dann wäre der faire Franken/Euro-Wechselkurs buchstäblich gleich dem Verhältnis der Preisindizes in den beiden Währungsräumen. Wie oben ausführlich erläutert trifft die absolute KKP aufgrund von Handelshemmnissen und anderen Gründen in der Realität kaum zu, so dass diese Interpretation von fairer Bewertung sehr restriktiv erscheint.

Die Annahme, dass Handelshemmnisse usw. über die Zeit konstant bleiben und einen gleichbleibenden Einfluss auf den Wechselkurs ausüben, ist demgegenüber deutlich weniger streng (Gleichung [2]). Im Rahmen der daraus abgeleiteten korrigierten absoluten KKP bedeutet „faire Bewertung“, dass über die strukturell bedingten Faktoren hinaus keine weiteren Abweichungen von der absoluten KKP bestehen. In Abbildung 37 wird die Annahme getroffen, dass dies im Referenzzeitpunkt zutrifft. Der KKP-Wechselkurs in den Grafiken in Abbildung 37 ist daher um die zum Referenzzeitpunkt beobachtete Abweichung von der absoluten KKP korrigiert. Über- respektive Unterbewertungen des Frankens zeigen sich in den Grafiken daran, dass der tatsächliche nominale Wechselkurs unter respektive über dem korrigierten KKP-Wechselkurs liegt.

In Grafik 5a wurde der Januar 1984 als Referenzzeitpunkt gewählt. Es wird somit die Annahme getroffen, dass zu diesem Zeitpunkt weder eine Über- noch eine Unterbewertung des Frankens vorgelegen haben. Davon ausgehend kann beurteilt werden, ob der Franken im Rest des Beobachtungszeitraumes ebenfalls fair bewertet war oder nicht. Es zeigt sich, dass der tatsächliche nominale Kurs bis Anfang der 1990er Jahre über den KKP-Wechselkurs (sowohl zu Produzenten- als auch zu Konsumentenpreisen) lag: Der Franken wäre in dieser Zeitperiode demnach unterbewertet gewesen. Verglichen mit dem KKP-Wechselkurs zu Produzentenpreisen setzte sich die Unterbewertung des Frankens gar bis zum Jahr 2010 fort und lediglich im Jahr 2015 wäre eine Überbewertung gegenüber dem Euro vorgelegen. Die Kursuntergrenze von 1,20 Franken/Euro wäre hingegen durchaus im Einklang mit der korrigierten absoluten KKP gewesen. Gemessen an dem KKP-Wechselkurs zu Konsumentenpreisen hätte die Überbewertung hingegen schon im Jahr 2010 eingesetzt, sich während der Kursuntergrenze fortgesetzt und im Jahr 2015 nach deren Aufhebung weiter verstärkt.

Es kann allerdings nicht genug betont werden, dass diese Interpretation der Wechselkursentwicklung auf einer starken Annahme basiert, nämlich dass der Wechselkurs im Januar 1984 fair bewertet war. Diese Annahme kann nicht überprüft werden und hat einen entscheidenden Einfluss auf die Ergebnisse.

Um diesen Punkt zu verdeutlichen, wird in Grafik 5b der Januar 2008 als Referenzzeitpunkt gesetzt. Annahmegemäss wäre der Franken gegenüber dem Euro zu diesem Zeitpunkt fair bewertet. Dadurch ändern sich die Ergebnisse stark: Bezogen auf den Referenzzeitpunkt Januar 2008 würde folgen, dass der Franken praktisch zu jedem anderen Zeitpunkt in der betrachteten Periode 1980-2015 überbewertet war und dies unabhängig der verwendeten Preisvariable. Am aktuellen Rand etwa würde der gleichgewichtige KKP-Wechselkurs eher bei 1,50 Franken/Euro als bei 1,20 liegen. Die Grafik liefert somit eine deutlich andere Lesart der Wechselkursentwicklung.

Dass über 35 Jahre eine andauernde Überbewertung bestanden haben soll, erscheint allerdings unplausibel und liefert ein starkes Argument gegen den Referenzzeitpunkt Januar 2008. Alles deutet darauf hin, dass Januar 2008 eben kein Gleichgewicht war, sondern der Franken damals aussergewöhnlich schwach war. Beim Referenzzeitpunkt Januar 1984 ist dies weniger offensichtlich. Jedoch ändert sich nichts am Problem, dass ein arbiträr gesetzter Referenzzeitpunkt die Analyse verzerren kann.

Ein Lösungsansatz besteht darin, keinen einzelnen Zeitpunkt, sondern eine Zeitperiode als Referenz heranzuziehen. Damit wird die Problematik der arbiträren Wahl eines Referenzzeitpunkts entschärft. Zudem entspricht dieser Ansatz dem Forschungsergebnis, dass die KKP in der langen Frist, aber nicht notwendigerweise zu jedem einzelnen Zeitpunkt gilt. Die Idee ist wiederum, dass aufgrund von Handelshemmnissen und weiteren Gründen eine permanente Abweichung von der absoluten KKP besteht. Diese wird aber nicht zu einem einzelnen Zeitpunkt bestimmt, sondern als durchschnittliche prozentuale Abweichung von der absoluten KKP über die Referenzperiode ermittelt, für welche angenommen wird, dass sich der Wechselkurs im Durchschnitt im Gleichgewicht befand, also weder über- noch unterbewertet war. Die daraus resultierende Form der KKP wird im Folgenden als *mittelwertkorrigierte absolute Kaufkraftparität* bezeichnet:

$$x_t = \frac{P_t^{CH}}{P_t^f} \text{ für } t = 1980, \dots, 2008$$

$$y_t = E_t$$

Mittelwertkorrigierte absolute Kaufkraftparität: Eine Referenzperiode anstatt eines Zeitpunkts

$$a = \frac{1}{T} \sum_{t=1980}^{2008} \frac{x_t - y_t}{x_t}$$

Der kaufkraftparitätische Wechselkurs ist dann durch $x_t(1 - a)$ gegeben. Eine plausible Referenzperiode ist etwa der hier gewählte Zeitraum von 1980 bis 2008, welcher in etwa der geldpolitischen „Great Moderation“ entspricht.

Im Ansatz, der auf einem Referenzzeitpunkt basiert, wird ebenfalls eine Bereinigung der relativen Preise vorgenommen. Angenommen 1990 wird als Referenzzeitpunkt gewählt, dann gilt per Annahme (die Preisindizes werden entsprechend mit einem Faktor F normalisiert):

$$\frac{p_{1990}^{CH}}{p_{1990}^f} \times F = E_{1990}$$

Der kaufkraftparitätische Wechselkurs E_t^{KKP} in einer beliebigen Periode t ist dann wie folgt gegeben:

$$E_t^{KKP} = \frac{p_t^{CH}}{p_t^f} \times F = \frac{p_t^{CH}}{p_t^f} \times \frac{E_{1990}}{\left(\frac{p_{1990}^{CH}}{p_{1990}^f}\right)}$$

Hier werden die relativen Preise also um die Abweichung von der absoluten KKP in einem bestimmten Zeitpunkt bereinigt. Im Gegensatz dazu bereinigt der hier vorgeschlagene Ansatz die relativen Preise um die durchschnittliche prozentuale Abweichung von der absoluten KKP.

Anwendung: Euro...

In Abbildung 38 wird die mittelwertbereinigte absolute KKP auf den Franken-Euro-Wechselkurs angewandt, wiederum unter Verwendung von Produzenten- und Konsumentenpreisen. Zunächst fällt auf, dass im Vergleich zu den Grafiken in Abbildung 37 geringere Abweichungen zwischen tatsächlichen nominalen und kaufkraftparitätischen Wechselkursen bestehen, da eben nicht auf einen einzelnen Referenzzeitpunkt, der möglicherweise nicht repräsentativ für die betrachtete Periode ist, sondern auf eine längere Referenzperiode zurückgegriffen wird, so dass alle Zeitpunkte innerhalb der betrachteten Periode in die Bestimmung des KKP-Wechselkurses einfließen. Dies führt gewissermassen zu „ausgeglicheneren“ Ergebnissen. Dennoch bleiben zum Teil länger andauernde Abweichungen von der KKP bestehen.

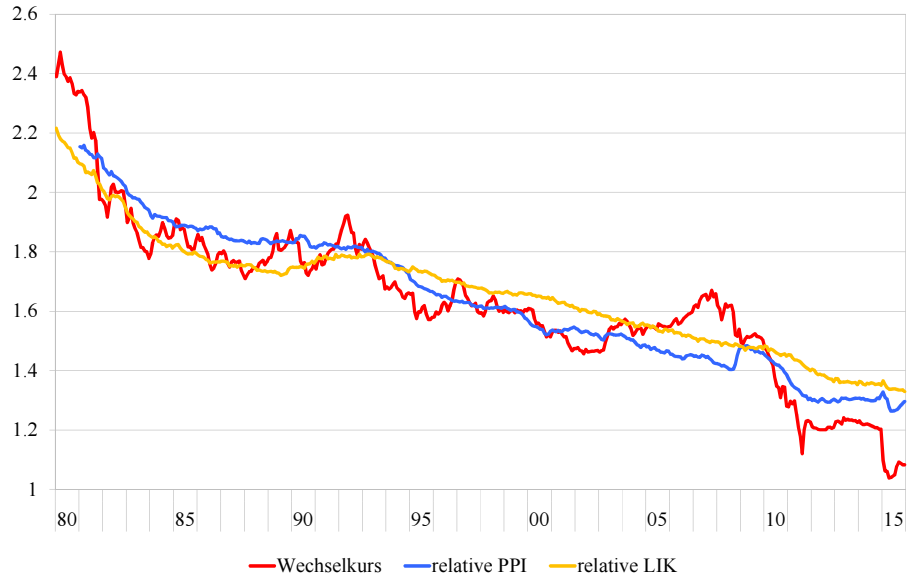
Bezogen auf die Produzentenpreise (blaue Linie) zeigt sich in den Jahren von 2003 bis 2008 eine deutliche Unterbewertung des Frankens gegenüber dem Euro: Während der Wechselkurs bei über 1,60 Franken/Euro lag, hätte die mittelwertkorrigierte KKP zu Produzentenpreisen in dieser Zeitperiode einen Wechselkurs zwischen 1,40 und 1,50 Franken/Euro erwarten lassen. Die Unterbewertung des Frankens baute sich jedoch während der Finanz- und Euro-Krise rasch ab und drehte sich ab 2010 in eine Überbewertung, die sich nach Aufhebung der Euro-Kursuntergrenze Anfang 2015 deutlich verstärkte. Demnach hätte der (mittelwertkorrigierte) KKP-Wechselkurs im Jahr 2015 in der Grössenordnung von 1,30 Franken/Euro gelegen, während sich der tatsächliche nominale Wechselkurs gegen Ende 2015 auf etwa 1,10 abwertete. Die Konsumentenpreise signalisieren ihrerseits – mit Ausnahme der Zeitperiode 2006-2009 – eine gewisse, seit Mitte der 1990er Jahre wachsende Überbewertung des Frankens.

Wiederum zeigt sich ausserdem deutlich, dass der KKP-Wechselkurs kein fixer Wert ist, sondern sich über die Zeit in Abhängigkeit der Inflationsdifferenzen zwischen den Währungsräumen entwickelt. Sofern die Inflationsrate in der Schweiz unter jener im Euro-Raum liegt, muss sich der Franken aufwerten, damit die KKP weiterhin erfüllt bleibt. Die Wechselkursentwicklung folgt demnach den Inflationsdifferenzen. Die mittelwertbereinigte absolute KKP unterstellt hingegen keine Angleichung der Preisniveaus in der

Schweiz und im Euroraum, sondern dass die Preise in der Schweiz um den Korrekturfaktor F darüber bleiben.

Abbildung 38: Franken/Euro-Wechselkurs und mittelwertkorrigierte Kaufkraftparität

Referenzperiode 1980-2008; nominaler Wechselkurs und relatives Verhältnis der Preisindizes in der Schweiz und im Euroraum



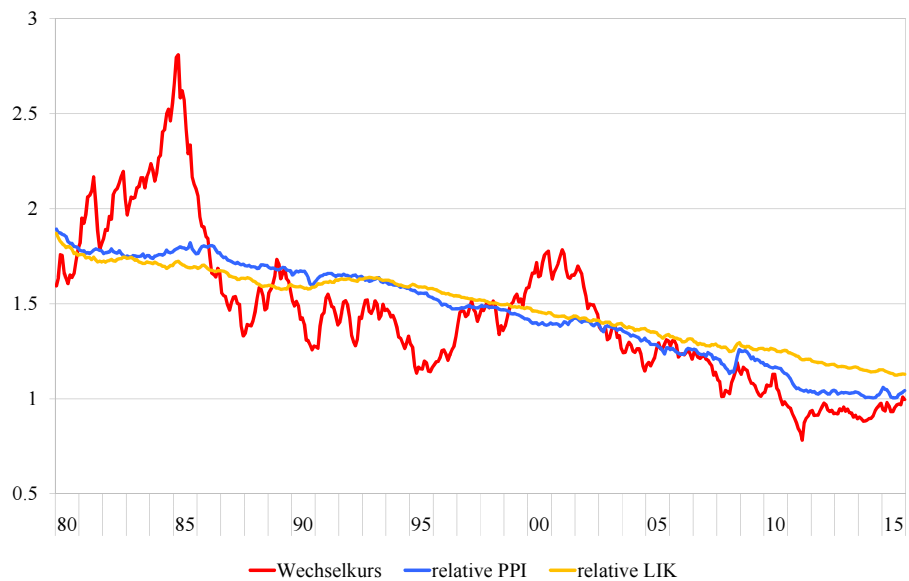
Quellen: BFS, EZB, SNB, SECO

...und US-Dollar

In Abbildung 39 wurde die Analyse für den Wechselkurs des Frankens gegenüber dem US-Dollar wiederholt. Unter Verwendung des Produzentenpreisindex zeigt sich, dass der Franken im Sinne der mittelwertkorrigierten KKP seit 2008 gegenüber dem US-Dollar tendenziell leicht überbewertet war, der Wechselkurs im Jahr 2015 aber ungefähr auf dem kaufkraftparitätischen Niveau lag. Die Konsumentenpreise weisen ihrerseits auf eine gewisse Überbewertung hin.

Abbildung 39: Franken/US-Dollar-Wechselkurs und mittelwertkorrigierte Kaufkraftparität

Referenzperiode 1980-2008; nominaler Wechselkurs und Verhältnis der Preisindizes in der Schweiz und in den USA



Quellen: OECD, BFS, SNB, SECO

Schlussfolgerung

Die Analyse zeigt, dass das Konzept der Kaufkraftparität für die Wechselkursanalyse durchaus hilfreich sein kann. Man sollte sich jedoch der Grenzen bewusst sein und es nicht unkritisch verwenden. Insbesondere die absolute Kaufkraftparität, die einen internationalen Ausgleich der Preise (Gesetz des einheitlichen Preises) postuliert, fusst auf sehr rigiden Annahmen bezüglich vollkommener Märkte, die in der Realität meist nicht erfüllt sind. Entsprechend ungeeignet ist sie zur Wechselkursanalyse. Ganz ohne dieses Konzept ist jedoch keine Aussage betreffend Über- oder Unterbewertung einer Währung möglich.

Es besteht die Möglichkeit, Varianten der absoluten Kaufkraftparität anzuwenden, die schwächere Annahmen erfordern und daher realitätsnäher erscheinen. Nützlich ist insbesondere die Annahme, dass Handelshemmnisse und andere Gründe für Abweichungen von der absoluten Kaufkraftparität über die Zeit konstant bleiben. Daraus leiten sich „korrigierte“ Formen der absoluten Kaufkraftparität ab, welche explizit einen entsprechenden Korrekturfaktor berücksichtigen.

Es gibt einen breiten Konsens, dass die relative Kaufkraftparität, die nicht auf die absoluten Preise, sondern ihre Veränderungen abzielt, in der langen Frist gilt. Länder mit tiefen Inflationsraten, wie namentlich die Schweiz, verzeichnen gemäss der relativen Kaufkraftparität tendenziell eine Aufwertung ihrer Währung. Allerdings gibt es immer wieder längere Phasen mit deutlichen Abweichungen der tatsächlichen nominalen Wechselkurse von der relativen Kaufkraftparität. Ein gravierender Nachteil der relativen Kaufkraftparität ist, dass keine Aussagen bezüglich Über- oder Unterbewertung einer Währung möglich sind.

Die empirische Umsetzung des Konzepts der Kaufkraftparität geht mit erheblichen Herausforderungen einher. Sowohl die verwendete Definition von Kaufkraftparität, die gewählten Preisindizes als auch die Wahl eines Basisjahrs können die Ergebnisse stark beeinflussen. Die Analyse zeigt anhand des Franken/Euro-Wechselkurses, dass für die Berechnung der Kaufkraftparitätswechselkurse Produzentenpreise generell geeigneter erscheinen als Konsumentenpreise. Ausserdem kann die Wahl eines einzelnen Referenzzeitpunktes die Ergebnisse der Analyse verzerren. Die Verwendung einer längeren Referenzperiode scheint demgegenüber eine bessere Wahl.

Generell unterliegen die Resultate einer erheblichen Unsicherheit und es lässt sich nicht mit Sicherheit die „richtige“ Kaufkraftparität und das Ausmass einer Über-/Unterbewertung ermitteln. Obwohl das Konzept mit Schwierigkeiten behaftet ist, lässt sich jedoch die mögliche Fehleinschätzung durch die Wahl einer mittelwertbereinigten Kaufkraftparität reduzieren. Aus diesem Ansatz kann geschlossen werden, dass der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar nahe an der Kaufkraftparität liegt, während der Schweizer Franken gegenüber dem Euro überbewertet ist. Die jeweilige Distanz des nominalen Wechselkurses von der Kaufkraftparität unterscheidet sich je nach gewählten Preisindizes und muss zu einem bestimmten Zeitpunkt nicht mit dem unbekanntem Mass an Über- oder Unterbewertung übereinstimmen.

Datenquellen

	Schweiz	EURORAUM	USA
PPI	PPI verarbeitete Produkte	PPI verarbeitete Produkte Inlandspreise	PPI verarbeitete Produkte
	BFS	EZB	OECD
LIK	LIK Total	Harmonisierte Konsumentenpreise (HICP)	LIK Total
	BFS	Area Wide Model (AWM) Database, EZB	OECD

Bibliographie

- Bergin, P. R. / Glick, R. / Wu, J. (2013). The Micro-Macro disconnect Of Purchasing Power Parity. *The Review of Economics and Statistics*, 95(3), S. 798-812.
- Crucini, J.M. / Telmer, C.I. / Zachariadis M. (2005). Understanding European Real Exchange Rates. *American Economic Review*, 95(3), S. 724-738.
- Imbs, J. / Mumtaz, H. / Ravn, M.O. / Rey, H. (2005). PPP Strikes Back: Aggregation and the Real Exchange Rate. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), S. 1-43.
- Indergand, R. (2015). Relative Purchasing Power Parities of Switzerland. *Mimeo*.
- Rogoff, K. (1996). The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34(2), S. 647-668.
- Taylor, A.M. / Taylor, M.P. (2004). The Purchasing Power Parity Debate. *Journal of Economic Perspectives*, 18, S. 135-158.

Impressum

ISSN 1661-3767

Die "Konjunkturtendenzen" erscheinen viermal pro Jahr auf dem Internet als PDF-Dokument und werden in gedruckter Form der März-, Mai-, August/September- und Novemberausgaben der Zeitschrift "Die Volkswirtschaft" beigelegt.

SECO

Staatssekretariat für Wirtschaft
Direktion für Wirtschaftspolitik
Holzikofenweg 36
3003 Bern

Tel. 058 462 42 27

Fax. 058 463 50 01

<http://www.seco.admin.ch>

Wirtschaftslage & Wirtschaftspolitik, Publikation «Konjunkturtendenzen»