

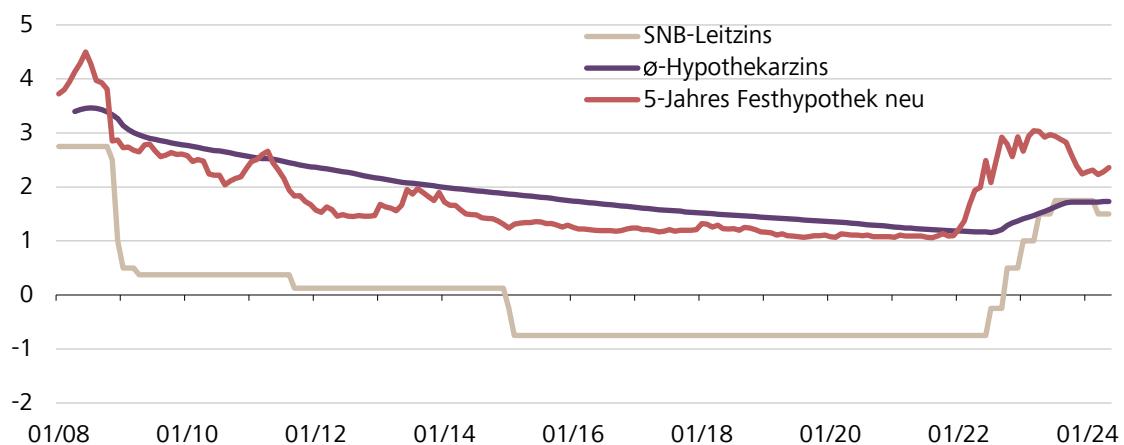
Konjunkturcheck

Die Eurozone-Wirtschaft hat sich im ersten Quartal aus der Stagnation befreit. Währenddessen konnte die Schweiz ihr moderates aber stetiges BIP-Wachstum mit +0.3% gegenüber Vorquartal fortsetzen, angeführt von einer robusten Dienstleistungsnachfrage. Im stabilen Wachstumsumfeld verringert die anhaltende Franken-Schwäche den Handlungsbedarf für die SNB. In der Eurozone zeigt der unterliegende Preistrend, wenn auch zäh, in die gewünschte Richtung. Damit hält auch die EZB eine nicht mehr so restriktive Geldpolitik für angemessen.



CHART DES MONATS: TRAGBARE ZINSLAST

Schweizer Zinsen in %



Quelle: SNB, BWO, Raiffeisen Economic Research

Die massive Straffung der Geldpolitik in den letzten beiden Jahren hat die Finanzierungskonditionen weltweit im historischen Vergleich aussergewöhnlich schnell und kräftig ansteigen lassen. Die Bremseffekte der höheren Zinsen sind aber wesentlich weniger drastisch als weithin erwartet bzw. befürchtet ausgefallen. Dies gilt allen voran für die USA, wo sich die Konjunktur erstaunlich gut behauptet. Eine wichtige Rolle spielen dabei bekanntlich die grosszügigen staatlichen Konjunkturprogramme. Auch in der Schweiz haben Hilfen dazu beigetragen, die vor der Pandemie entspannte Situation bei der Verschuldung der Haushalte und Unternehmen weitgehend aufrechtzuerhalten.

Hinzu kommt, dass sich Unternehmen und Hypothekarnehmer zuvor in der Tiefzinsphase zu einem höheren Anteil mit längeren Zinsbindungsfristen verschuldet haben. Insbesondere in den USA bleiben deshalb viele Schuldner, trotz dem Sprung bei den Neufinanzierungskonditionen, noch komplett von den höheren Zinsen verschont. Während der Zins für die typische 30-jährige Hypothek zwischenzeitlich über

8% geklettert ist, ist der durchschnittliche Zinssatz auf austehende US-Hypotheken lediglich von 3.4% auf 3.8% angestiegen. Und während sich die Schulden seit der Finanzkrise moderat entwickelt haben, sind die Finanzvermögen stark gewachsen. Damit erzielen viele Haushalte aufgrund der höheren Zinsen sogar höhere Nettozinseinnahmen.

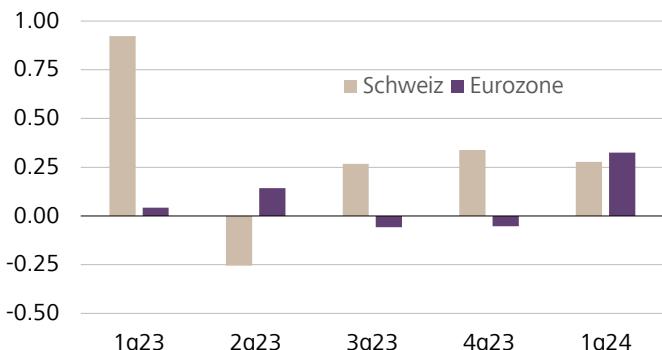
In der Schweiz ist die Zinsbindungsfrist nicht ganz so lange. Die weitaus weniger weitreichende Straffung der SNB auf maximal 1.75% im Vergleich zu 5.375% in den USA, hat aber auch hierzulande einen stärkeren Anstieg der Zinslast verhindert. Der Schweizer Durchschnittshypothekarzins ist seit Mitte 2022 von 1.2% auf zuletzt gut 1.7% angestiegen. Dies sollte gut verdaubar sein angesichts der robusten Arbeitsmarktlage und eines kalkulatorischen Tragbarkeitszinses von in der Regel 5%. Schliesslich hat die SNB im März bereits wieder mit der Lockerung der Geldpolitik begonnen. Auch wenn sie den Leitzins nicht sehr viel weiter herabnehmen wird, liegen die Neufinanzierungskonditionen nicht mehr weit über dem Durchschnittszinssatz.

Konjunktur



BIP-WACHSTUM

BIP, real, saisonbereinigt, in % qoq

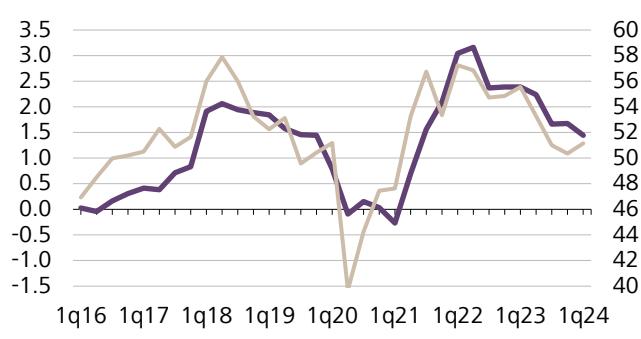


Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



SCHWEIZER ARBEITSMARKT

Beschäftigungsentwicklung

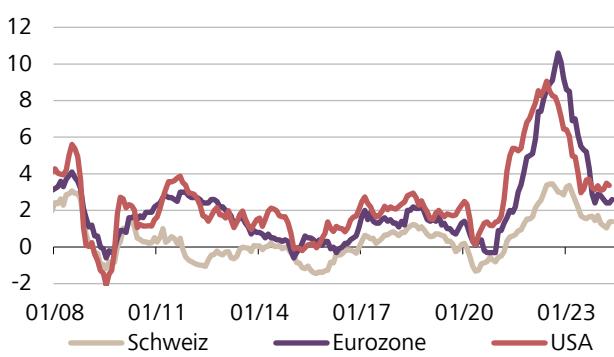


Quelle: BFS, procure, Raiffeisen Economic Research



KONSUMENTENPREISE

In % gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Schweiz wächst moderat dahin

Das Schweizer BIP konnte zu Jahresbeginn im Gleichklang mit der Eurozone um knapp 0.3% gegenüber dem Vorquartal zulegen. Damit wurde das moderate Wachstumstempo der letzten Quartale fortgeführt. Nicht Sportevent-bereinigt legte das BIP stärker um 0.5% zu. Denn die in der Schweiz ansässigen Sportverbände haben begonnen, Einnahmen für die Fussball-EM in Deutschland sowie die Olympischen Sommerspiele in Paris zu verbuchen.

Das gesamtwirtschaftliche Wachstum wurde durch eine anhaltende Expansion im Dienstleistungssektor angetrieben. Die Industrie hat hingegen stagniert. Dies spiegelte sich in einem negativen Wachstumsbeitrag des Außenhandels wider. Im April haben sich die Exportzahlen aber auf breiter Basis wieder stabilisiert.

Kurzfristig lassen die Schweizer Konjunkturindikatoren aber keine grosse Beschleunigung der Industriedynamik erwarten. Der Industrie-PMI bewegt sich noch klar im kontraktiven Bereich. Und im Rahmen der KOF-Konjunkturmfrage hat sich die Geschäftsbewertung der Hersteller im Mai erneut eingetragen.

Arbeitsmarktabkühlung

Währenddessen ist in der Schweiz, ähnlich wie in den USA und der Eurozone, nach zwei sehr dynamischen Jahren, eine Abkühlung am Arbeitsmarkt zu beobachten. Die Unternehmen melden einen geringeren Arbeitskräftebedarf und weniger akute Rekrutierungsschwierigkeiten.

Die Beschäftigungsdynamik hat im ersten Quartal entsprechend weiter an Schwung verloren. Im Jahresvergleich hat sich das Wachstum, auf der Basis von Vollzeitäquivalenten, vom zyklischen Hoch mittlerweile auf 1.4% halbiert, was aber immer noch eine robuste Dynamik darstellt. Darüber hinaus signalisieren die Beschäftigungsumfragen keineswegs einen Einbruch beim Stellenaufbau.

Importierte Deflation läuft aus

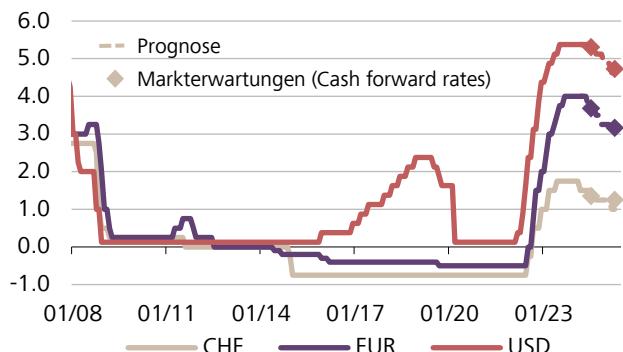
Die Schweizer Unternehmen planen im aktuellen, moderaten Wachstumsfeld keine grossen Anpassungen der Verkaufspreise. Dies gilt überwiegend auch für den Dienstleistungssektor, wohingegen die Dienstleistungspreise in der Eurozone und den USA noch stärker angehoben werden. In der Schweiz planen zuletzt lediglich die Gastbetriebe mehrheitlich Preisanhebungen.

Der unterliegende Preisdruck bleibt hierzulande entsprechend unverändert entspannter. Trotz der verzögerten Effekte der zwei Referenzzinssatzherhöhungen auf die Mietpreise, hält sich die Inflationsrate deutlich unter 2%. Der deflationäre Effekt der Frankenaufwertung des letzten Jahres kehrt sich allerdings allmählich um. Die Güterpreise dürften im weiteren Jahresverlauf wieder etwas stärker zur Inflation beitragen.

Zinsen



LEITZINSEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Fed braucht noch mehr Zeit

Der US-Leitzins verharrt seit Juli letzten Jahres bei 5.375%. Wegen des zu starken Anstiegs der Konsumentenpreise im ersten Quartal dauert es länger als ursprünglich erwartet, bis die US-Notenbanker zuversichtlich genug für eine Zinssenkung werden. Einige Mitglieder des Offenmarktausschusses (FOMC) wollen sogar eine nochmalige Straffung nicht ausschliessen, sollte die Inflation aggressiver werden.

Die jüngsten Preis- und Konjunkturdaten zeigten sich jedoch überwiegend weniger «aggressiv». Der Fed-Vorsitzende Jerome Powell geht damit grundsätzlich, auch ohne eine stärkere Konjunkturabkühlung, weiterhin von einem abnehmenden Preisdruck aus. Dabei stützt man sich vor allem auf den ausbalancierteren Arbeitsmarkt. Um den Beginn einer Lockerung zu unterstützen, wollen zahlreiche Fed-Vertreter aber erst «mehrere» Monate an guten Preisdaten sehen. Damit werden derzeit keine Zinssenkungen vor September signalisiert.

EZB zuversichtlich genug

In der Eurozone sind die Geldpolitiker hingegen zuversichtlich genug geworden. Mit einer schwächeren Konjunktur als in den USA, und mit mehr Hinweisen in den letzten Monaten, dass sich die Lohndynamik in die gewünschte Richtung bewegt, hat der EZB-Rat bei der Juni-Sitzung wie erwartet die Leitzinsen das erste Mal gesenkt. Der Einlagensatz wurde um 25 Basispunkte auf 3.75% herabgenommen.

Die zunehmenden Anzeichen für eine Erholung der Eurozone-Konjunktur, sowie die weiterhin erhöhten Preissteigerungen bei den Dienstleistungen, sprechen aber auch in der Eurozone nicht gleich für eine rasche und kräftige Lockerung. Einzelne Ratsherren halten eine weitere Zinssenkung gleich bei der nächsten Sitzung im Juli sogar explizit für nicht angemessen. Die EZB schaltet also nicht gleich auf Autopilot.

SNB ohne Handlungsdruck

Der Lockerungsstart der EZB könnte auch die SNB darin bestärken, ihren Leitzins im Juni weiter auf 1.25% zu senken, u.a. um dem Exportsektor weiter etwas unter die Arme zu greifen. Den Spielraum dazu hat sie sicherlich. Die Inflation befindet sich klar im anvisierten Zielband von 0%-2%.

Allerdings hat sich der Handlungsbedarf seit März verringert. Die frühzeitige erste Senkung wurde nicht zuletzt durch die preisdämpfenden Effekte der Frankenauftwertung im letzten Jahr gerechtfertigt. Die Stärke hat sich jedoch seit Jahresbeginn sukzessive mehr als umgekehrt, was allmählich zu wieder steigenden Importpreisen führt. Deswegen halten wir ein Nachlegen im Juni nicht für zwingend. Insgesamt ist die SNB nicht weit vom neutralen Zins von geschätzt 1.0%-1.5% entfernt, den sie ohne Deflationssorgen bzw. eine ausgeprägte Konjunkturschwäche nicht unterschreiten dürfte.



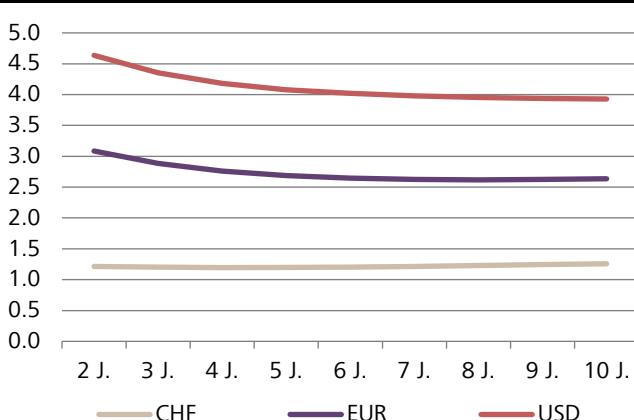
10-JAHRES-STAATSANLEIHEN, IN %



Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research



ZINSKURVE (STAND: 06.06.2024), IN %



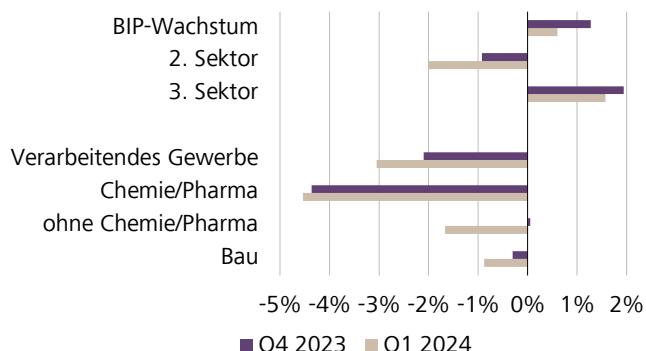
Quelle: Refinitiv, Raiffeisen Economic Research

Schweizer Branchen



WERTSCHÖPFUNG NACH SEKTOREN

Q1 2024, gegenüber Vorjahr, Sportevent bereinigt

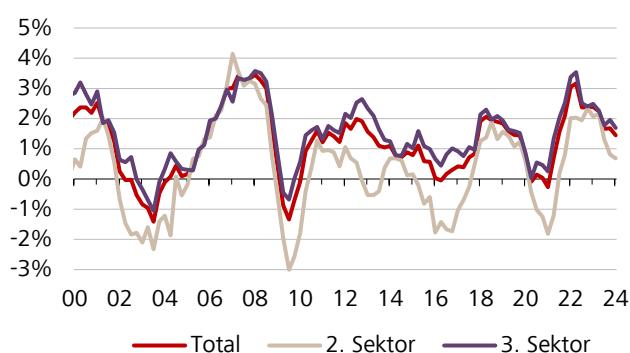


Quelle: SECO, Raiffeisen Economic Research



BESCHÄFTIGUNGSWACHSTUM

Vollzeitäquivalente (VZÄ) gegenüber Vorjahr

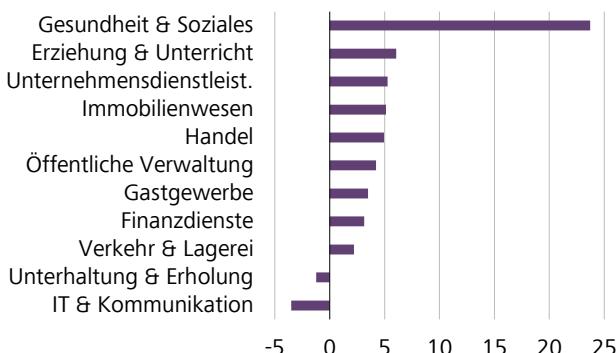


Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research



BESCHÄFTIGUNG IM TERTIÄRSEKTOR

VZÄ gegenüber Vorjahr (Q1 2024), in Tausend



Quelle: BFS, Raiffeisen Economic Research

Konsolidierung in der Pharmaindustrie

Das derzeit unterdurchschnittliche BIP-Wachstum ist weiterhin vor allem auf das verarbeitende Gewerbe zurückzuführen. Desse[n] Wertschöpfung liegt nach dem Rückgang im ersten Quartal 3% unter dem Vorjahresniveau. Hauptgrund dafür ist die Konsolidierung in der Pharmabranche. In der mit Abstand grössten Schweizer Exportindustrie ist die Wertschöpfung zwischen 2019 und 2022 um satte 54% angestiegen, nimmt seither aber tendenziell ab. Im Gegensatz dazu ist die Wertschöpfung in den Branchen des verarbeitenden Gewerbes im Vorquartalsvergleich gestiegen. Allerdings ergibt sich auf Jahresbasis auch hier noch ein deutliches Minus.

Im Dienstleistungssektor wiederum liegt die Wachstumsdynamik weiter im Rahmen des langfristigen Durchschnitts. In einigen Bereichen ist die Wertschöpfung im Vergleich zum ersten Quartal 2023 kaum gestiegen, so z.B. bei den Finanzdiensten oder den Unternehmensdienstleistungen. Die meisten Branchen verzeichneten aber ein robustes Wachstum, allen voran das Gastgewerbe (+9%), das Gesundheits- und Sozialwesen (+3.9%) sowie der Handel (+2.5%).

Geringeres, aber anhaltendes Stellenwachstum

Der Wachstumsunterschied zwischen den beiden Wirtschaftssektoren spiegelt sich auch am Arbeitsmarkt wider. Im zweiten Sektor hat die Beschäftigung, gemessen an den Vollzeitäquivalenten, im ersten Quartal lediglich um 0.7% gegenüber Vorjahr zugelegt. In der Bauindustrie war sie gar rückläufig. Das verarbeitende Gewerbe hingegen verzeichnete ein Plus von 1.3%. Hier gab es zu Jahresbeginn noch vermehrt Meldungen über Kurzarbeit und Stellenkürzungen. In einigen Bereichen sank die Beschäftigung tatsächlich unter das Niveau von Ende letzten Jahres. Das gilt besonders für diejenigen Branchen, die gerade mit rückläufigen Exporten konfrontiert sind, wie z.B. die Textilindustrie, die Kunststoffproduktion oder die Papier- und Druckbranche. Insgesamt ist die Beschäftigung im Vergleich zum Vorquartal jedoch gestiegen, u.a. dank eines robusten Stellenzuwachs in der Uhren- und in der Nahrungsmittelindustrie.

Der Grossteil der seit Anfang 2023 um 61'000 gestiegenen Beschäftigung stammt jedoch, wie gewohnt, aus dem Dienstleistungssektor (54'000). Fast die Hälfte davon ist wiederum auf das Sozial- und Gesundheitswesen zurückzuführen, dessen Beschäftigung um 4.1% gestiegen ist. Auch im Immobilienwesen (+11.7%), in der öffentlichen Verwaltung (+2.5%) sowie in der Erziehung (+2.4%) war das Stellenwachstum überdurchschnittlich hoch.

Währungen



PROGNOSE



EUR/CHF

Der Euro notierte im Mai zum Schweizer Franken zwischenzeitlich bei 0.9930 und damit auf Sicht zur Parität. Die Gemeinschaftswährung profitiert von der Frankenschwäche, welche die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit ihrer Leitzinssenkung dieses Frühjahr befeuert hatte. Dabei dürfte es sich aber um keine Trendwende, sondern ein Zwischenhoch handeln. Angesichts der rückläufigen Inflation und der schwächeren Wirtschaft wird die Europäische Zentralbank (EZB) im Juni ihrerseits die Zinswende einleiten. Mit der sich in der Folge reduzierenden Zinsdifferenz dürfte der Aufwertungsdrang des Euro abflauen. Zudem spricht das Risikoumfeld mittelfristig für den Franken.

USD/CHF

In den USA gilt wegen der weiterhin über dem 2%-Ziel der Notenbank Fed liegenden Inflation bei den Leitzinsen «higher for longer». Das macht den US-Dollar aus Investorensicht attraktiv. Zugleich nehmen mit der restriktiven Geldpolitik aber die Risiken für die Konjunktur in Übersee zu. Unter dem Strich hat sich der USD/CHF-Kurs deshalb im Mai in einem volatilen Seitwärtstrend zwischen 0.90 und 0.92 bewegt. Mittelfristig dürfte der Schweizer Franken aufgrund des weiterhin unsicheren Marktumfeldes wieder vermehrt von seinem Charakter als sicherer Kapitalhafen profitieren. Wir rechnen entsprechend auf Jahressicht mit einem stärkeren Franken.

EUR/USD

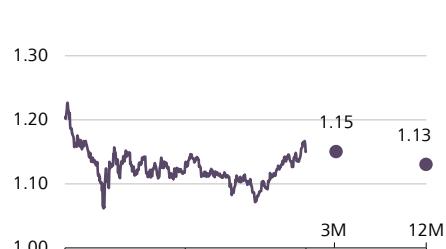
Während eine Zinswende der EZB im Juni quasi als sicher gilt, dürfte die Notenbank Fed die Leitzinsen frühestens im Herbst senken. Für die US-Konjunktur bedeutet das, dass der geldpolitische Gegenwind noch längere Zeit Bestand haben wird. Obgleich sich diese über weite Strecken resilient gegenüber dem schwierigeren Finanzierungsumfeld gezeigt hatte, weisen die jüngsten Daten nun doch auf eine graduelle Abkühlung hin. Infolgedessen ist der EUR/USD-Kurs im vergangenen Monat bis auf 1.0895 geklettert. Damit dürfte der Euro jedoch angesichts der erwarteten Ausweitung der Zinsdifferenz zugunsten des «Greenbacks» sein Aufwertungspotenzial ausgeschöpft haben.

GBP/CHF

Grossbritanniens Wirtschaft ist im ersten Quartal mit 0.6% stärker als erwartet gewachsen. Zugleich ist die Inflation im April von 3.2% auf 2.3% zurückgekommen. Entsprechend hat die Wahrscheinlichkeit zugenommen, dass die Bank of England (BoE) in Bälde die Zinsen senken könnte, was dem Pfund Sterling im Mai Aufwind beschert hat. Mit 1.1678 Franken war dieses zeitweise so teuer wie letztmals vor gut zwei Jahren. Zu Monatsende resultierte ein Kursplus von knapp 0.2%. Unserer Meinung nach hat das Pfund aber nach oben überschossen. Wir haben unsere 3- und 12-Monatsprognosen für das Devisenpaar GBP/CHF leicht angepasst.

JPY/CHF*

Eine Devisenmarktintervention der Bank of Japan (BoJ) hat den JPY/CHF-Kurs Anfang Mai kurzfristig auf 0.5969 schiessen lassen. Im weiteren Monatsverlauf tendierte die japanische Valuta dann aber wieder in Richtung der Marke von 0.57 Franken. Angesichts der zuletzt rückläufigen Inflation (April: +2.5%) sind rasche Zinserhöhungen durch die BoJ eher unwahrscheinlich. Zugleich rechnen wir für dieses Jahr mit nur einer weiteren Zinssenkung der SNB. Unter dem Strich dürfte die Zinsdifferenz zwischen Yen und Franken zwar enger werden, aber deutlich langsamer als bisher erwartet. Wir haben daher unsere 12-Monatsprognose auf 0.64 zurückgenommen.



* mit 100 multipliziert

Quelle: Bloomberg, Raiffeisen Schweiz CIO Office, Raiffeisen Economic Research

Raiffeisen Prognosen (I)



KONJUNKTUR

BIP (Durchschnittliches jährliches Wachstum in %)

	2021	2022	2023	Prognose 2024	Prognose 2025
Schweiz (Sportevent-bereinigt)	5.1	2.5	1.3	0.8	1.3
Eurozone	5.9	3.4	0.5	0.2	1.5
USA	5.8	1.9	2.5	2.0	1.6
China	8.4	3.0	5.2	4.5	4.3
Japan	2.7	1.0	1.9	1.0	0.8
Global (PPP)	6.3	3.5	3.2	2.8	2.8

Inflation (Jahresdurchschnitt in %)

	2021	2022	2023	Prognose 2024	Prognose 2025
Schweiz	0.6	2.8	2.1	1.5	0.9
Eurozone	2.6	8.4	5.5	2.0	1.8
USA	4.7	8.0	4.1	2.8	2.3
China	0.9	2.0	0.2	0.7	1.4
Japan	-0.3	2.5	3.3	2.0	1.8



FINANZMÄRKTE

Leitzinsen (Jahresende in %)*

	2022	2023	Aktuell**	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	1.00	1.75	1.50	1.50	1.00
EUR	2.00	4.00	3.75	3.75	3.00
USD	4.25-4.50	5.25-5.50	5.25-5.50	5.25-5.50	4.50-4.75
JPY	-0.10	-0.10	0.0-0.1	0.0-0.1	0.25

Kapitalmarktzinsen (Renditen 10-jährige Staatsanleihen; Jahresende in %)

	2022	2023	Aktuell**	Prognose 3M	Prognose 12M
CHF	1.58	0.65	0.81	0.90	0.90
EUR (Deutschland)	2.57	2.02	2.53	2.50	2.30
USD	3.87	3.88	4.30	4.50	4.10
JPY	0.41	0.61	0.98	0.80	0.90

Wechselkurse (Jahresende)

	2022	2023	Aktuell**	Prognose 3M	Prognose 12M
EUR/CHF	0.99	0.99	0.97	0.97	0.95
USD/CHF	0.92	0.92	0.89	0.92	0.88
JPY/CHF (x 100)	0.71	0.71	0.57	0.60	0.64
EUR/USD	1.07	1.07	1.09	1.06	1.08
GBP/CHF	1.12	1.12	1.14	1.15	1.13

Rohstoffe (Jahresende)

	2022	2023	Aktuell**	Prognose 3M	Prognose 12M
Rohöl (Brent, USD/Barrel)	86	77	79	85	80
Gold (USD/Unze)	1824	2063	2362	2350	2450

*jeweils der für die Geldmarktzinsen relevante Leitzins (SNB-Einlagensatz, EZB-Einlagensatz, Zinskorridor für Fed-Funds-Zielrate)

**06.06.2024

Raiffeisen Prognosen (II)



SCHWEIZ – DETAILPROGNOSEN (SPORTEVENT-BEREINIGT)

BIP, real, Veränderung in %	2020	2021	2022	2023	Prognose 2024	Prognose 2025
BIP, real, Veränderung in %	-2.2	5.1	2.5	1.3	0.8	1.3
Privater Konsum	-3.4	1.8	4.2	2.1	0.8	1.2
Staatlicher Konsum	3.8	3.3	-0.8	-0.5	0.3	0.4
Ausrüstungsinvestitionen	-1.6	6.0	4.6	-1.9	-2.2	1.6
Bauinvestitionen	-1.0	-3.1	-5.5	-2.1	0.2	0.8
Exporte	-4.6	11.5	4.6	4.4	3.5	3.8
Importe	-5.9	5.3	6.2	6.2	1.5	4.0
Arbeitslosenquote in %	3.2	3.0	2.2	2.0	2.3	2.3
Inflation in %	-0.7	0.6	2.8	2.1	1.5	0.9

Herausgeber

Raiffeisen Economic Research
Fredy Hasenmaile, Chefökonom Raiffeisen Gruppe
The Circle 66
8058 Zürich
economic-research@raiffeisen.ch

Autoren

Alexander Koch
Domagoj Arapovic

Publikationen

Weitere Publikationen finden Sie unter:
www.raiffeisen.ch/publikationen

Internet

www.raiffeisen.ch

Rechtlicher Hinweis

Kein Angebot

Die in dieser Publikation veröffentlichten Inhalte werden ausschliesslich zu Informationszwecken bereitgestellt. Sie stellen also weder ein Angebot im rechtlichen Sinne noch eine Aufforderung oder Empfehlung zum Erwerb resp. Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Diese Publikation stellt kein Kotierungsinsert und keinen Emissionsprospekt gem. Art. 652a bzw. Art. 1156 OR dar. Die allein massgeblichen vollständigen Bedingungen sowie die ausführlichen Risikohinweise zu diesen Produkten sind im entsprechenden Kotierungsprospekt enthalten. Aufgrund gesetzlicher Beschränkungen in einzelnen Staaten richten sich diese Informationen nicht an Personen mit Nationalität oder Wohnsitz eines Staates, in welchem die Zulassung von den in dieser Publikation beschriebenen Produkten beschränkt ist.

Diese Publikation ist weder dazu bestimmt, dem Anwender eine Anlageberatung zukommen zu lassen, noch ihn bei Investmententscheiden zu unterstützen. Investitionen in die hier beschriebenen Anlagen sollten nur getätigten werden, nachdem eine entsprechende Kundenberatung stattgefunden hat, und/oder die rechtsverbindlichen Verkaufsprospekte studiert wurden. Entscheide, welche aufgrund der vorliegenden Publikation getroffen werden, erfolgen im alleinigen Risiko des Anlegers.

Keine Haftung

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft unternimmt alle zumutbaren Schritte, um die Zuverlässigkeit der präsentierten Daten zu gewährleisten. Raiffeisen Schweiz Genossenschaft übernimmt aber keine Gewähr für Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der in dieser Publikation veröffentlichten Informationen.

Raiffeisen Schweiz Genossenschaft haftet nicht für allfällige Verluste oder Schäden (direkte, indirekte und Folgeschäden), die durch die Verteilung dieser Publikation oder deren Inhalt verursacht werden oder mit der Verteilung dieser Publikation im Zusammenhang stehen. Insbesondere haftet sie nicht für Verluste infolge der den Finanzmärkten inhärenten Risiken.

Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse

Diese Publikation ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse. Die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVG) finden demzufolge auf diese Publikation keine Anwendung.