



16 | 2008

61. Jg., 34.–35. KW, 28. August 2008

## ifo Schnelldienst

### Zur Diskussion gestellt

*Jörg Krämer, Ulrich Kater, Sebastian Dullien, Werner Becker*

- Steigende Inflationsraten: Ist die Zinserhöhung der EZB die richtige Reaktion?

### Forschungsergebnisse

*Klaus Abberger und Wolfgang Nierhaus*

- Die ifo Kapazitätsauslastung: Ein gleichlaufender Indikator der deutschen Industriekonjunktur

### Daten und Prognosen

*Manuel Birnbrich*

- Großhandel:  
Weniger expansive Investitionspläne

*Annette Weichselberger*

- Westdeutsche Industrie: Trotz konjunktureller Eintrübung weiteres Investitionsplus geplant

*Gernot Nerb und Anna Stangl*

- ifo Indikator für das Weltwirtschaftsklima:  
Weiter gesunken

**ifo Schnelldienst** ISSN 0018-974 X

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

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. Hans-Werner Sinn, Dr. Chang Woon Nam,  
Dr. Gernot Nerb, Dr. Wolfgang Ochel, Dr. Martin Werding.

Vertrieb: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut für Wirtschaftsforschung.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

### Zur Diskussion gestellt

#### Steigende Inflationsraten: Ist die Zinserhöhung der EZB die richtige Reaktion?

3

In letzter Zeit sind die Inflationsraten weltweit kräftig gestiegen. Als Reaktion erhöhte die Europäische Zentralbank (EZB) Anfang Juli ihren Leitzins. *Jörg Krämer*, Commerzbank, sieht diese Zinserhöhung als notwendig an, da die entscheidenden, langfristigen Inflationserwartungen im Laufe des Jahres gestiegen waren und deutlich über der 2-Prozentmarke der EZB lagen. Senken sollte die EZB den Leitzins dann, wenn die langfristigen Inflationserwartungen merklich gefallen und im Einklang mit ihrer Definition von Preisstabilität sind. *Ulrich Kater*, DekaBank, sieht hinter dem Handeln der EZB die Absicht, Einfluss auf die Inflationserwartungen zu nehmen und keine Kursänderung in Richtung restriktiver Geldpolitik. In diesem Sinn verstanden sei der Zinsschritt der EZB vom Juli zu rechtfertigen. Und auch *Werner Becker*, Deutsche Bank Research, ist der Ansicht, dass „die moderate Zinsanhebung Anfang Juli ein psychologisch wichtiges Signal zur Stabilisierung der Inflationserwartungen“ war: »Im Übrigen dürfte ein kleiner Leitzinsschritt keinen großen Flurschaden bei der Konjunktur anrichten.« Dieser Meinung widerspricht *Sebastian Dullien*, Fachhochschule für Technik und Wirtschaft, Berlin: »Zwar mag diese Reaktion auf den ersten Blick angesichts der hohen Teuerung vernünftig erscheinen, bei genauerer Betrachtung spricht allerdings reichlich wenig für den Schritt. Viel deutet darauf hin, dass der bereits eingesetzte Abschwung auch ohne die EZB-Zinserhöhung völlig gereicht hätte, um die Inflationsrisiken zu begrenzen. Statt mit Augenmaß die Inflation in Schach zu halten, droht die EZB mit ihrem Kurs den Abschwung im Währungsraum in eine ausgewachsene und tiefe Rezession zu verwandeln.«

### Forschungsergebnisse

#### Die ifo Kapazitätsauslastung – ein gleichlaufender Indikator der deutschen Industriekonjunktur

15

*Klaus Abberger und Wolfgang Nierhaus*

In der modernen Konjunkturtheorie sind Konjunkturzyklen als Schwankungen des Auslastungsgrades des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials definiert. Das ifo Institut veröffentlicht im Rahmen des ifo Konjunkturtests originäre vierteljährliche Daten über die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe in Deutschland. Das bereits sehr klare konjunkturelle Signal der ifo Kapazitätsauslastung kann durch eine zusätzliche Glättung noch verstärkt werden. Besonders vorteilhaft an der ifo Kapazitätsauslastung ist zudem, dass die Glättung auch am aktuellen Rand der Zeitreihe sehr stabil ist. Die hier präsentierten Ergebnisse zeigen, dass der Aussagewert der ifo Kapazitätsauslastung hinsichtlich der Industriekonjunktur – zieht man als Referenzreihe die zyklische Komponente der vierteljährlichen realen Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe heran – sehr hoch ist. Zudem vermag die Kapazitätsauslastung die Wendepunkte der zyklischen Komponente der realen Bruttowertschöpfung im Durchschnitt koinzident zu signalisieren. Die ifo Kapazitätsauslastung besitzt für die Konjunkturanalyse die Vorzüge, dass sie sehr zeitnah verfügbar ist, keinen Revisionen unterliegt und ein klares Signal enthält, ohne große kurzfristige Störungen. Damit erfüllt sie wichtige Eigenschaften, die gute Konjunkturindikatoren aufweisen sollten. Einer ihrer größten Vorteile ist jedoch: Sie zeigt die Konjunkturentwicklung an, ohne dass eine vorherige Trendbereinigung notwendig ist. Damit entfallen die Probleme, die eine solche Trendbereinigung mit sich bringt. Unterschiedliche Methoden können nämlich unterschiedliche Konjunkturzyklen extrahieren, und die Schätzungen an den Rändern der Zeitreihe können sehr instabil sein. Die ifo Kapazitätsauslastung gibt ohne Trendbereinigung ein klares Konjunktursignal. Daher ist sie ein zentraler Indikator für die Beurteilung der aktuellen Konjunkturentwicklung.

## Daten und Prognosen

### Großhandel: Weniger expansive Investitionspläne

24

Manuel Birbrich

Die Bruttoanlageinvestitionen des Großhandels werden 2008 nach den Ergebnissen der diesjährigen ifo Investitionserhebung erneut steigen, allerdings nicht mehr so stark wie im Vorjahr, denn zahlreiche Investitionen waren angesichts der Abschaffung der degressiven Abschreibung bei mobilen Anlagegütern zum 1. Januar 2008 noch auf 2007 vorgezogen worden. Auch wenn sich zuletzt die Anzeichen für eine Abkühlung der Konjunktur gemehrt haben, ist, insgesamt gesehen, die Situation des Großhandels gut. Nach einem etwas schwächeren Jahr 2007 konnten die Umsätze im bisherigen Jahresverlauf 2008 spürbar gesteigert werden. Für die Zunahme um über 10% im ersten Halbjahr waren zwar in erster Linie die gestiegenen Großhandelsverkaufspreise verantwortlich, real verbleibt aber noch ein Zuwachs von 4%. Allerdings zeigen die Ergebnisse des ifo Konjunkturtests eine zunehmende Skepsis der Großhandelsfirmen, so dass mit einer Abschwächung der Geschäftsentwicklung in der zweiten Jahreshälfte zu rechnen ist.

### Westdeutsche Industrie:

#### Trotz konjunktureller Eintrübung weiteres Investitionsplus geplant

29

Annette Weichselberger

Nach den Ergebnissen der aktuellen Investitionserhebung haben die Industrieunternehmen in Westdeutschland ihre Investitionen 2007 deutlich erhöht. Mit 43 Mrd. € lag das Investitionsniveau (nominal und real) gut 10% über dem von 2006. Der Investitionsanstieg war breit angelegt. Die meisten Branchen erhöhten ihre Investitionen, nur vereinzelt kam es zu Kürzungen gegenüber 2006. Trotz der vermehrten Anzeichen für eine konjunkturelle Eintrübung werden nach dem derzeitigen Planungsstand die Investitionen im westdeutschen verarbeitenden Gewerbe 2008 nochmals zunehmen. Die Meldungen der Unternehmen ergaben für 2008 einen Investitionsanstieg von (nominal und real) knapp 9%. Wie die aktuellen Erhebungsergebnisse zeigen, beabsichtigen die Unternehmen mit ihren Investitionen in erster Linie, das bestehende Produktionsprogramm zu erweitern bzw. zu verändern. An zweiter Stelle stehen Ersatzbeschaffungen, während das Rationalisierungsmotiv weiter an Bedeutung verloren hat.

### ifo Indikator für das Weltwirtschaftsklima weiter gesunken

35

Gernot Nerb und Anna Stangl

Das ifo Weltwirtschaftsklima hat sich im dritten Quartal 2008 zum vierten Mal in Folge verschlechtert. Der Rückgang resultiert vor allem aus der ungünstigeren Einschätzung der derzeitigen wirtschaftlichen Lage, aber auch die Erwartungen für die nächsten sechs Monate wurden weiter nach unten revidiert. Die aktuelle Datenkonstellation deutet auf eine Abkühlung der Weltkonjunktur 2008 hin. Im weltweiten Durchschnitt erwarten die Befragungsteilnehmer eine Inflationsrate von 5,2%. Dies ist eine deutlich höhere Rate, als im vergangenen Jahr gemessen wurde (3,2%) und auch noch im Frühjahr dieses Jahres erwartet worden war (4,2%). Anders als in der Frühjahrserhebung rechnen die Testteilnehmer – trotz des sich immer deutlich abzeichnenden Konjunkturabschwungs – wieder mit steigenden Notenbankzinsen im nächsten Jahr. Der Grund hierfür dürfte in den stark gestiegenen Inflationserwartungen liegen.

# Steigende Inflationsraten: Ist die Zinserhöhung der EZB die richtige Reaktion?

In letzter Zeit sind die Inflationsraten weltweit kräftig gestiegen. Als Reaktion erhöhte die Europäische Zentralbank (EZB) Anfang Juli ihren Leitzins. Ist dieser Schritt sinnvoll?

## EZB: Dem Lockruf des billigen Geldes widerstehen

Auf der Pressekonferenz Anfang Juni kündigte der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Jean-Claude Trichet, überraschend an, dass die Bank ihren Leitzins einen Monat später wohl anheben werde. Das hat sie dann auch getan. Die Falken im EZB-Rat hatten damals alle Argumente auf ihrer Seite. Die Eurowirtschaft war im ersten Quartal gegenüber den letzten drei Monaten des Jahres 2007 um stolze 0,7% gewachsen, bei den monatlichen Inflationsdaten drohte die 4%, und die langfristigen Inflationserwartungen waren deutlich über die 2-Prozentmarke der EZB gestiegen. Mittlerweile hat sich das Bild völlig gewandelt, die Falken sind in der Defensive – sowohl bei der Konjunktur als auch bei der Inflation.

1. Konjunktur: Im zweiten Quartal ist die Wirtschaft gegenüber dem ersten Vierteljahr um 0,2% geschrumpft, das war der erste nennenswerte Rückgang seit Beginn der Währungsunion im Jahr 1999. Das zweite Quartal ist auch deshalb schlecht ausgefallen, weil eine ungewöhnlich milde Witterung die Bauproduktion im ersten Quartal massiv hat steigen lassen. Aber die Schwäche im zweiten Quartal lässt sich nicht nur als statistische Gegenbewegung beiseite schieben. Schließlich sind die auf Umfragen basierenden Stimmungsindikatoren in den letzten Monaten eingebrochen. Das gilt etwa für das von der EU-Kommission berechnete Wirtschaftsklima, die Einkaufsmanagerindizes für den Euroraum und das ifo Geschäftsklima. Der Einbruch dieser wichtigen Frühindikatoren deutet darauf hin, dass die Eurowirtschaft im dritten Quartal nur wenig wachsen wird. Es zeichnet sich eine harte Landung ab,

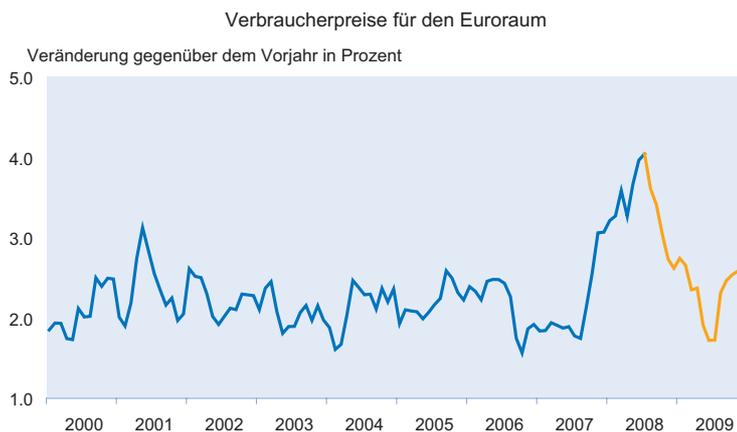
eine Bruchlandung, sprich Rezession, ist nicht auszuschließen. Das blieb der breiten Öffentlichkeit nicht verborgen; der noch vor einigen Monaten vorherrschende Konjunkturoptimismus ist wie weggeblasen.

2. Inflation: Von Ende 1998 bis Juli dieses Jahres war der Ölpreis von 10 Dollar je Fass auf fast 150 Dollar in die Höhe geschossen. Vor allem deshalb ist die Inflation im Euroraum zuletzt auf 4,0% gestiegen, der höchste Stand seit Einführung des Euro. Seit Anfang Juli allerdings fällt der Ölpreis wie ein Stein. Schließlich sinkt in vielen Ländern der Benzinverbrauch, die Amerikaner beispielsweise haben zuletzt gut 4% weniger Rohöl verbraucht als vor einem Jahr. Vermutlich ist der Ölpreis auch deshalb gefallen, weil er zuvor getrieben von Spekulanten zu stark gestiegen war. Ein Fall des Ölpreises von knapp 150 Dollar auf 110 Dollar wird die Inflation in den kommenden Monaten stärker senken, als die meisten erwarten. Der Höhepunkt der Inflation liegt im Euroraum wohl hinter uns. Ende des Jahres dürfte die Teuerungsrate von zuletzt 4,0 auf 2½% gefallen sein (vgl. Abb. 1), sie läge dann nicht mehr dramatisch über der 2-Prozentmarke der Europäischen Zentralbank (EZB).



Jörg Krämer\*

Abb. 1  
Euroraum: Gesunkener Ölpreis lässt Inflation purzeln



Quelle: Global Insight, Commerzbank Economic Research.

\* Dr. Jörg Krämer ist Chefvolkswirt bei der Commerzbank AG.

Das Wirtschaftswachstum bricht ein, der gefallene Ölpreis dürfte die Inflation in den kommenden Monaten purzeln lassen – einige kritisieren die EZB jetzt dafür, den Leitzins Anfang Juli erhöht zu haben. Von dieser Kritik halte ich nichts, die Zinserhöhung war notwendig. Denn die entscheidenden, langfristigen Inflationserwartungen waren im Laufe des Jahres gestiegen und lagen Mitte des Jahres deutlich über der 2-Prozentmarke der EZB. Mittlerweile rechnen die Akteure am Markt für Inflationsswaps damit, dass die Inflation im Durchschnitt der Jahre 2013 bis 2018 bei 2,7% liegt (vgl. Abb. 2). Nicht nur die Marktteilnehmer, auch die meisten der von der EZB regelmäßig befragten Volkswirte (57%) glauben jetzt nicht mehr daran, dass die EZB langfristig ihr Ziel erreicht, die Inflation unter die 2-Prozentmarke zu drücken. In den Jahren zuvor waren die Inflationsskeptiker stets in der Minderheit gewesen. Offensichtlich sind die langfristigen Inflationserwartungen nicht mehr so fest verankert wie in der Vergangenheit. Damit steigt das Risiko, dass Gewerkschaften und Arbeitgeber in Zukunft zu hohe Lohnsteigerungen vereinbaren. Diesen zuzustimmen, fiel den Unternehmen dann ohnehin leichter. Schließlich stoßen sie in einem Klima erhöhter Inflationserwartungen auf weniger Widerstand, wenn sie ihre Absatzpreise wegen der steigenden Löhne stärker anheben.

Als die EZB ihren Leitzins Anfang Juli anhub, hatten sich diese Risiken teilweise schon bewahrheitet. Denn der Lohnanstieg hatte sich deutlich beschleunigt. Während die Tariflöhne im Euroraum in den vergangenen Jahren jeweils um 2 bis 2½% zugelegt hatten, sind sie im ersten Quartal um fast 3% gestiegen. Die tatsächlich gezahlten Löhne je Stunde haben sogar um 3,7% zugelegt. Das bereits sichtbar gewordene Anziehen der Lohnzuwächse dürfte die Kerninflation, also die Teuerung ohne Energie und Nahrungsmittel, im kommenden Jahr deutlich über die Marke von 2% steigen lassen. Auf all diese Risiken musste die auf stabile Preise verpflichtete EZB reagieren; die Zinserhöhung von Anfang Juli war richtig.

**Abb. 2**  
Inflationserwartungen hartnäckig zu hoch



Quelle: Darstellung des Autors.

Wie geht es weiter? Wie bei ihrem Schritt im Juli sollte sich die EZB in den kommenden Monaten konsequent an den langfristigen Inflationserwartungen orientieren. Bleiben sie trotz des nachlassenden Wirtschaftswachstums hoch, sollte die EZB nicht zögern, den Leitzins anzuheben. Mit zuletzt 4,25% ist er ohnehin nicht sehr hoch. So hatte ihn die Bank im Jahr 2000 in der Spitze auf 4,75% angehoben, um langfristig eine niedrige Inflation sicherzustellen.

Senken sollte die EZB den Leitzins erst dann, wenn die langfristigen Inflationserwartungen tatsächlich deutlich gefallen und wieder im Einklang mit ihrer Definition von Preisstabilität sind. Die Zinsen lediglich auf Basis der bloßen Prognose zu reduzieren, dass die langfristigen Inflationserwartungen wegen des nachlassenden Wirtschaftswachstums in Zukunft schon zurückgehen werden, wäre dagegen riskant. Denn die EZB kann nicht blind auf die Gültigkeit der Phillipskurve setzen, nach der die Inflation automatisch sinkt, wenn die Wirtschaft lahmtrifft. So hat die Rezession 1974/1975 die Inflation in Deutschland nicht besiegt. Obwohl der Ölpreis nach dem schockartigen Anstieg im Herbst 1973 nicht weiter gestiegen war, lag die Inflation 1976 noch immer bei unakzeptabel hohen 4%. Denn der Zeitgeist war damals geprägt von dem Wunsch, die Löhne auf Kosten der Gewinne anzuheben. Den Gewerkschaften gelang es, trotz der Rezession hohe Lohnsteigerungen durchzusetzen, die Inflation blieb hoch.

In Deutschland, der größten Volkswirtschaft des Euro-raums, stehen Umfragen zufolge nur noch etwa ein Drittel der Deutschen hinter der sozialen Marktwirtschaft, die Linkspartei hat Zulauf. In einem solchen Klima reift nicht die Einsicht, dass sich maßvolle Lohnerhöhungen letztlich für alle auszahlen. Anders als in den Jahren zuvor unterstützen viele Politiker mittlerweile die Gewerkschaften in ihrem Versuch, hohe Lohnsteigerungen durchzusetzen. Es gibt nicht nur in Deutschland erste Indizien für eine Preis-Lohn-Spirale. Die EZB kann also nicht blind darauf setzen, dass der Konjunkturabschwung die langfristigen Inflationserwartungen senkt. Vielmehr muss sie warten, bis die Inflationserwartungen wieder fest verankert sind. Erst dann sollte sie darüber nachdenken, ihren Leitzins zu reduzieren. Mit einer solchen, konsequent auf Preisstabilität ausgerichteten Politik ginge sie im Vergleich zur Fed und der Bank of England endgültig als Gewinner aus der Finanzmarktkrise. Das wäre der EZB und vor allem den Bürger zu wünschen.

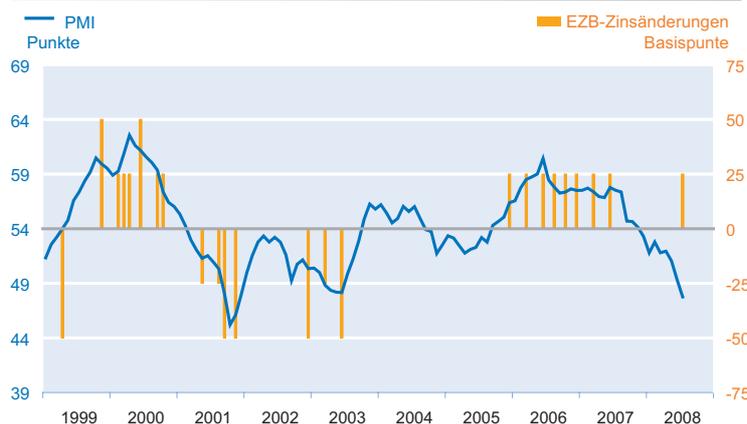


Ulrich Kater\*

## Steuerung der Inflationserwartungen

Anfang Juni kündigte der Präsident der Europäischen Zentralbank auf der monatlichen Pressekonferenz (mehr oder weniger deutlich) eine Zinserhöhung für den nächsten Sitzungstermin an. Für die Kapitalmärkte war dies eine faustdicke Überraschung, denn zu diesem Zeitpunkt hatten die Geldmärkte gerade erst begonnen, eine Zinserhöhung für das Jahresende einzupreisen, nachdem kurz zuvor noch mit Zinssenkungen gerechnet worden war. Ferner standen eine Reihe von konjunkturellen Frühindikatoren, etwa der europäische Einkaufsmanagerindex, weit entfernt von den Werten, zu denen die EZB bislang Zinserhöhungen vornahm (vgl. Abb. 1). Solche Überraschungsmomente in der Geldpolitik sind grundsätzlich nicht zu kritisieren: Zwar ist es auch ein Qualitätskriterium der Geldpolitik, eine transparente und einschätzbare Zinssetzung zu betreiben, dies kann allerdings nicht bedeuten, jede Markterwartung als Vorgabe für die Zinsentscheidungen der Zentralbank zu nehmen. Zudem war im Vorfeld die Besorgnis der EZB über die Preisentwicklung verschiedentlich prominent kommuniziert worden.

Abb. 1  
Euroland: Einkaufsmanagerindex und Leitzinsen



Quelle: EZB; Reuters; DekaBank.

Vorausgegangen war ein Anstieg der Inflationsrate für den Euroraum von 1,7% im August vergangenen Jahres auf 3,7% im Mai mit der Aussicht auf über die 4-Prozentmarke steigende Raten bis in den Spätsommer hinein. Das vermeintlich Besondere an diesem Anstieg war, dass er fast ausschließlich durch die rohstoff- und energienahen Komponenten im Verbrauchspreisindex hervorgerufen wurde, nachdem die Rohstoffpreise, allen voran der Rohölpreis, seit der zweiten Jahreshälfte 2007 stark angezogen hatten. Folglich blieb die Kernrate bis in den Juli 2008 hinein bei Werten zwischen 1,7 und 2,0% deutlich unter der Headline-Rate und sogar im Bereich der von der EZB langfristig angestrebten Teuerungsrate von etwas unter 2%. Unter diesen Umfeldbedingungen stand hinter dem Handeln der EZB in den vergangenen Monaten die Absicht, Einfluss auf die Inflationserwartungen zu nehmen.

Dies sind zum einen die Erwartungen, die die Kapitalmärkte über die künftige Entwicklung des Preisniveaus ausbilden. Die Finanzmärkte versorgen uns mittlerweile mit einer Vielzahl von Informationen über die von den Marktteilnehmern erwartete Inflationsentwicklung: Sie reichen von Umfragen und Prognosen bis hin zu an den Märkten gehandelten Preisen für Inflationsrisiken.

Die Inflationsprognosen für das laufende Jahr erwarten gegenwärtig mit 3,5% deutlich mehr Inflation, als von der EZB angestrebt. Auch für das kommende Jahr wird zurzeit eine Verfehlung der Inflationsnorm gesehen, wenngleich mit 2,5% wesentlich moderater. Für den langfristigen Inflationsausblick dagegen deuten Umfragedaten immer noch darauf hin, dass eine Mehrheit der Marktteilnehmer erwartet, dass die Inflation unter 2% gehalten wird, wenngleich dieser Anteil in den vergangenen Monaten geschrumpft ist.

Neben Umfragedaten stehen die an den Märkten gehandelten Inflationserwartungen zur Verfügung, wie sie in Preisen für Finanzinstrumente zum Ausdruck kommen. Den aus den

Preisen für verschiedene inflationsbezogene Finanzinstrumente ablesbaren Inflationserwartungen muss man zwar mit den notwendigen Einschränkungen entgegentreten. So sind Inflationsrisikoprämien und Liquiditätsprämien nicht so einfach von der Inflationserwartungskomponente zu trennen, ebenso wie saisonale oder marktbedingte Einflüsse die Preise beeinflussen können. Allerdings sind mittlerweile neben den herkömmlichen break-even-Raten von inflationsgeschützten Anleihen auch solche von inflation-linked swaps getreten, die neben einer höheren Liquidität auch den Vorteil eines breiteren Laufzeitspektrums aufweisen. Alle diese kapitalmarkt-

\* Dr. Ulrich Kater ist Chefvolkswirt bei der DekaBank.

basierten Inflationserwartungen tendierten etwa seit Anfang März über alle Laufzeiten hinweg nach oben.

Zum anderen sind aber auch die in der breiteren Öffentlichkeit vorhandenen Vorstellungen über die künftige Inflationseentwicklung von großer Bedeutung, etwa wenn es um die Setzung von Löhnen oder die Preisgestaltung bei Gütern und Dienstleistungen geht. Der besondere Charakter der gegenwärtigen Preissteigerungen über die Rohstoffseite brachte es mit sich, dass die Inflationsevorstellungen in der Öffentlichkeit weit über den tatsächlichen Kaufkraftverlust hinausgehen. Die »gefühlte Inflation« hat bereits deutliche Einflüsse auf die Konsum-/Sparentscheidungen der privaten Haushalte und damit auf die diesjährige Konjunkturentwicklung gehabt.

### Beeinflussung der Inflationserwartungen

Die Kommunikationspolitik der EZB war bereits seit Beginn des neuerlichen Rohstoffpreisanstiegs im Herbst letzten Jahres auf die Beeinflussung dieser Inflationserwartungen gerichtet. So versuchte man vor dem Jahreswechsel an den Kapitalmärkten ein Verständnis dafür hervorzurufen, dass die deutlich angestiegenen Inflationsraten (von 1,7% im August 2007 auf 3,1% im Dezember) ein vorübergehendes Phänomen seien (»Inflationsbuckel«) und mit dem Einsetzen von Basiseffekten im Frühjahr wieder verschwinden würden. Das reichte anscheinend auch aus, um zumindest an den Kapitalmärkten die Inflationserwartungen vorerst im Zaum zu halten. Der Rückgang der Inflationsraten im Frühjahr 2008 geschah jedoch nicht, insbesondere weil der Rohölpreis in den ersten beiden Quartalen des Jahres nochmals um etwa 45% zulegte.

Inzwischen hatten auf Unternehmensseite weitere Überwälzungen von gestiegenen Rohstoffkosten begonnen. Nach der Weitergabe von höheren Rohölpreisen durch Tankstellen und Energieversorger wirkten sich die Rohstoffpreise jetzt auch breiter aus, etwa bei metall- oder chemieintensiven Gütern sowie bei Lebensmitteln. Gerade die Nahrungsmittelpreise standen im Mittelpunkt einer öffentlichen Diskussion. Bei einem Anteil von gut 14% im Harmonisierten Verbraucherpreisindex des Euroraums haben starke Schwankungen der Nahrungsmittelpreise deutliche Auswirkungen auf die Gesamtinflationsrate. Bei Lebensmitteln sind es dabei noch nicht einmal so sehr die gestiegenen Preise für Nahrungsgrundstoffe wie Getreide, welche die Verbraucherpreise treiben, sondern auch hier sind die Energiepreise die wesentlichen Einflussfaktoren, da in entwickelten Ländern hauptsächlich verarbeitete Lebensmittel verwendet werden.

Auf diese Entwicklung und die damit verbundene Erhöhung der Headline-Inflationsrate auf 4,0% bis zum Juni reagier-

ten die Kapitalmärkte nun mit einem Anstieg der Inflationserwartungen. Zum großen Teil lagen sie bereits vorher knapp über 2% und bewegten sich zur Jahresmitte um 50 Basispunkte höher, auf etwa 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>%. Die Inflation wurde Thema der öffentlichen Debatte.

Gleichzeitig wurde im Jahresverlauf deutlich, dass sich die konjunkturelle Lage wohl weiter verschlechtern würde. Obwohl die US-Wirtschaft den Preiseinbruch bei Wohnimmobilien – einen der schärfsten überhaupt – und die damit verbundenen erheblichen Belastungen für das Finanzsystem bislang erstaunlich robust überlebt hat, ist die weltweite Abkühlung der Konjunkturdynamik unverkennbar. In den Ländern der Eurozone neigt sich der Aufschwung daher in diesem Jahr vorzeitig seinem Ende entgegen, zumal hausgemachte Bremsfaktoren hinzukommen: der Immobilienpreisverfall in einigen Mitgliedstaaten, die mangelnde Fähigkeit anderer Länder, die vergangenen außenwirtschaftlichen Impulse in eine stärkere Binnendynamik umzusetzen, der trotz jüngster Korrekturen lang anhaltende Anstieg des Euroaußenwertes sowie nicht zuletzt die gestiegene Inflation. Alles zusammen führt dazu, dass im Euroraum für die zweite Hälfte dieses Jahres sowie für das kommende Jahr nur noch mit Veränderungsdaten des Bruttoinlandsprodukts unterhalb des Potentialwachstums zu rechnen ist.

In diese Situation hinein fällt die Zinserhöhung der EZB vom Juli. Nach herkömmlichen Maßstäben wie etwa einer Taylor-Regel befindet sich die Geldpolitik in Euroland damit ein Stückchen weiter in Richtung einer restriktiven Ausrichtung, aber noch am oberen Rand dessen, was man als »neutral« bezeichnen kann. Angesichts der konjunkturellen Perspektiven ist dies nun nicht allerdings unbedingt der richtige Zeitpunkt, um eine weitere Straffung der Geldpolitik einzuleiten.

War das also nötig? Stehen wir am Beginn eines neuen Inflationseprozesses, etwa wie in den siebziger Jahren? Die Notenbanken, nicht nur die EZB, haben viel zu verlieren. Zum ersten Mal in der Geschichte der freien Papierwährungen war es zu Beginn dieses Jahrzehnts den großen Notenbanken gelungen, den Geldverwendern glaubhaft zu versichern, dass die Inflation künftig dauerhaft nahe einer selbst gewählten Inflationsenorm von ehrgeizigen 2% bleiben würde. Insbesondere an den Kapitalmärkten zeitigte diese neu gewonnene Glaubwürdigkeit erhebliche Effekte, indem sie die Inflationseisrisikoprämie aus den nominalen Zinssätzen fast vollständig vertrieb und damit zu einem niedrigen Realzinsniveau beitrug. Diese Erfolge stehen auf dem Spiel, sollten die Kapitalmärkte das Vertrauen in die Geldpolitik verlieren.

Zur Beurteilung der Sinnhaftigkeit dieser Zinsentscheidung sollte man sich die Motive der EZB vor Augen führen. Dies war nicht der Beginn eines zweiten Zinsstraffungszyklus, der

über eine Einbremsung der Konjunktur die Inflationsrate drücken soll. Es war eher eine gezielte Beeinflussung der Inflationserwartungen, nachdem anscheinend Kommunikationsmaßnahmen allein die Inflationserwartungen nicht mehr im Zaum halten konnten. Die Frage stellt sich, ob hierzu eine Zinserhöhung vonnöten war, oder ob sich die Inflationserwartungen mit den gedämpften Konjunkturerwartungen nicht auch von selbst wieder beruhigt hätten. Im Nachhinein, nachdem die Rohstoffpreise ab Mitte Juli wieder deutlich korrigiert haben, ist dies leicht zu verneinen. Eine solche Korrektur und erst recht ihr Zeitpunkt war jedoch vorher alles andere als sicher.

Oft wird hier der Vergleich zu den siebziger Jahren in den Vereinigten Staaten gezogen. Auch damals war es ein durch die Geldpolitik unbeantworteter Rohstoffpreisschock, der scheinbar am Beginn einer Entwicklung stand, die die Amerikaner heute ihre »große Inflation« nennen. Aber dieser Vergleich ist aus verschiedenen Gründen nicht gerechtfertigt. Der auffälligste Unterschied betrifft die Entwicklung der Kernrate der Verbraucherpreise. Der Ölpreisschock von 1973 war wesentlich größer und zeigte sich sehr schnell in der breiten Verbraucherpreisentwicklung. Von 1973 bis 1975 stieg die Kernrate der Verbraucherpreisentwicklung in den Vereinigten Staaten von 3,6 auf 9,1% an. Heute ist die Kernratenentwicklung trotz der Überwälzungsproblematik relativ harmlos, sowohl in der US-Wirtschaft als auch im Euroraum – ein Zeichen für die gegenüber damals veränderten Umfeldbedingungen für die Güterpreisentwicklung. Auch andere Faktoren unterscheiden sich. Die expansive Finanzpolitik der USA in den sechziger und siebziger Jahren, die geldpolitisch flankiert wurde, trug entscheidend zur Inflationsentwicklung bei. Schließlich ist das Bewusstsein für die Einflussmöglichkeiten der Geldpolitik heute ein anderes. Während vor 40 Jahren mehr oder weniger darüber gerätselt wurde, wie Geldpolitik wirkt, sind heute die Vorstellungen hierüber ein ganzes Stück weiter. Insbesondere die Bedeutung von Erwartungen, Transparenz und Glaubwürdigkeit sind in der Zwischenzeit erkannt worden. Gerade in dem jüngsten Zinsschritt der EZB kommt zum Ausdruck, dass eine vorzeitige Beeinflussung der Inflationserwartungen als die »billigere« Methode zur Inflationsbekämpfung angesehen wird als ein Eingreifen in einer späteren Phase des Inflationsprozesses. Im Ergebnis ist das Instrumentarium zur Inflationsbeeinflussung heute effektiver, als es damals war. Von daher und von der heutigen institutionellen Stellung der Notenbanken ist es wenig wahrscheinlich, dass die gleichen Fehler wiederholt werden und für die Zukunft eine ähnliche Inflationsentwicklung zu erwarten wäre wie in den siebziger Jahren.

### Sorge über Zweitrundeneffekte

Da es nicht die steigenden Rohstoffpreise und damit die Veränderung eines relativen Preises sein können, auf die

die Geldpolitik der Notenbank abzielt, sondern nur die Veränderung des Preisniveaus, hat die EZB mehrfach ihre Besorgnis über Zweitrundeneffekte ausgedrückt. Hier stehen nicht so sehr die Überwälzungen steigender Kosten für Rohwaren und Energie im Vordergrund, sondern vielmehr die Reaktion von Löhnen und Arbeitskosten, die die Saat der Inflation von morgen sein könnten. Zwar ist eine Erhöhung der Lohnstückkosten in Euroland für das kommende Jahr vorprogrammiert. Die in Deutschland in diesem und bereits für das kommende Jahr angelegten Lohnerhöhungen liegen gesamtwirtschaftlich betrachtet am oberen Ende des Vertretbaren. Allerdings ist nicht ganz nachvollziehbar, wie die Unternehmen angesichts des starken internationalen Wettbewerbs und insbesondere angesichts der sich abschwächenden Nachfragedynamik in den kommenden Quartalen solche Überwälzungen vornehmen sollen. Auch vor diesem Hintergrund ist die Zinssetzung der EZB eher Signalpolitik zur Stärkung der Glaubwürdigkeit: Anders als in den Vereinigten Staaten weigert sich die Notenbank, eine absehbare konjunkturelle Verlangsamung durch expansive Geldpolitik zu glätten und verweist auf die damit verbundenen Inflationsrisiken. Ob hierzu eine Zinserhöhung notwendig war, mag dahin gestellt sein. Aber auch hier wird deutlich, dass es sich bei der gegenwärtigen Zinspolitik eher um eine Feinjustierung von Inflationserwartungen handelt als um eine Kursänderung in Richtung restriktiver Geldpolitik.

### Geldpolitik als Risikomanagement

Vor dem Hintergrund, dass eine Notenbank ihre Entscheidungen in einem unsicheren Umfeld fällen muss, wird Geldpolitik mitunter als Risikomanagement verstanden. Risikokosten durch die Verfehlung der Zielfunktion einer Notenbank werden abgewogen gegen die Kosten von Maßnahmen, die risikomindernd wirken. »Versicherungszinsschritte«, also ein Vorauslaufen des Zinssatzes über seinen angemessenen Wert, sind bislang eher in Zeiten ausgeprägter Konjunkturrisiken, etwa nach negativen exogenen Schocks, bekannt. So hatte die Fed etwa sowohl nach dem Platzen der Aktienmarkt-bubble zu Beginn des Jahrzehnts als auch nach dem Platzen der Immobilien- und Kreditmarkt-bubble vor einem Jahr die Zinsen stärker gesenkt, als es zum jeweiligen Zeitpunkt unmittelbar notwendig erschien. In umgekehrter Richtung ist eine solche Versicherungspolitik bislang weniger oft zu beobachten gewesen. Weder beim Aufkommen von Inflationsgefahren noch als »leaning against the wind« im Fall von asset price bubbles ist eine solche vorausseilende Zinspolitik bislang bekannt. Den Zinsschritt vom Juli kann man als Versicherungsschritt gegen steigende Inflationsgefahren werten. Anders als bei der Fed spielt in ihrem Zielsystem die Inflationsstabilisierung gegenüber der Konjunkturstabilisierung die größere Rolle, die Kosten der Zielverfehlung sind größer. In diesem Sinn verstanden ist der

Zinsschritt der EZB vom Juli zu rechtfertigen, da sich die Kosten in Gestalt von zusätzlichem Outputverlust wohl noch in Grenzen halten sollten.

Ein unmittelbarer Rückgang der an den Kapitalmärkten gemessenen Inflationserwartungen war die Folge der Ankündigung Anfang Juni, wenngleich dieser nur von kurzer Dauer war und danach von rückläufigen Rohölpreisen und pessimistischen Konjunkturaussichten überspielt wurde. Angesichts des aktuellen Datenkranzes bei den europäischen konjunkturellen Frühindikatoren sowie den korrigierten Rohstoffpreisen dürfte es die EZB auch bei diesem einen Versicherungsschritt belassen.



Sebastian Dullien\*

### **EZB verschärft unnötig den Abschwung**

Ein tot geglaubtes Gespenst ist zurück: Weltweit hat die Inflation in den vergangenen Jahren kräftig angezogen. In der Eurozone lag die Teuerung im Juli bei 4%, rund doppelt so hoch wie die Zielvorgabe der Notenbank, den Preisanstieg »nahe, aber unter 2%« zu halten. Der Großteil des Preisanstiegs ging dabei auf steigende Rohstoffpreise zurück: Jene 70% des Warenkorbes, die nicht Energie, Nahrungsmittel, Tabak und Alkohol sind, verteuerten sich im Jahresvergleich um lediglich 1,7%, Energieträger dagegen um 17,1%. Eine Analyse der jüngsten Inflationsdaten aus den USA oder Großbritannien zeichnet ein ähnliches Bild: Vor allem Energie- und Nahrungsmittelpreise sind für den jüngsten Preisschub verantwortlich.

Anders als die anderen großen Notenbanken hat die Europäische Zentralbank auf diesen Inflationsschub bereits mit einer geldpolitischen Straffung reagiert: Nach einer recht deutlichen Ankündigung der bevorstehenden Zinserhöhung durch EZB-Präsidenten Jean-Claude Trichet auf der Pressekonzferenz Anfang Juni erhöhte die Notenbank ihren Leitzins Anfang Juli von 4,0 auf 4,25%.

Zwar mag diese Reaktion auf den ersten Blick angesichts der hohen Teuerung vernünftig erscheinen, bei genauerer Betrachtung spricht allerdings reichlich wenig für den Schritt. Viel deutet darauf hin, dass der bereits eingesezte Abschwung auch ohne die EZB-Zinserhöhung völlig gereicht hätte, um die Inflationsrisiken zu begrenzen. Statt mit Augenmaß die Inflation in Schach zu halten, droht die EZB mit ihrem Kurs den Abschwung im Währungsraum in eine ausgewachsene und tiefe Rezession zu verwandeln.

\* Prof. Dr. Sebastian Dullien ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Fachhochschule für Technik und Wirtschaft in Berlin.

## Eurozone ohnehin auf dem Weg in den Abschwung

Bereits vor der Zinserhöhung der EZB zeichnete sich eine deutliche Wachstumsverlangsamung in der Eurozone ab. Die Frühindikatoren, wie das Unternehmensvertrauen oder die Einkaufsmanagerindizes für den Währungsraum, haben im Trend seit Anfang 2007 nachgegeben, seit dem Beginn der US-Subprime-Krise im Sommer vergangenen Jahres hat sich dieser Abwärtstrend beschleunigt. Als die EZB im Juli ihre Zinsen erhöhte, war gerade der Einkaufsmanagerindex für die Euroindustrie unter die Marke von 50 Punkten gerutscht, was eine Schrumpfung des Sektors anzeigt.

Die nach dem Zinsentscheid veröffentlichten realwirtschaftlichen Daten aus dem zweiten Quartal 2008 ebenso wie die jüngsten Stimmungsindikatoren aus den Unternehmen haben den konjunkturellen Abwärtstrend bestätigt und deuten sogar auf einen drohenden dramatischen Konjunkturerinbruch hin: Insgesamt ging das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum nach erster Schätzung von Eurostat im Frühjahr um 0,25 zum Vorquartal zurück. Bedenklicher als die BIP-Daten eines einzelnen Quartals ist allerdings, dass auch die Frühindikatoren steil nach unten zeigen. Der ifo Geschäftsklimaindex gab im Juli um 3,7 Punkte nach, so stark wie seit den Terroranschlägen vom 11. September 2001 nicht mehr. Auch die Einkaufsmanagerindizes für die wichtigen Euroländer gaben erneut nach und deuten nun auf eine weitere Schrumpfung oder bestenfalls Stagnation der Wirtschaftsleistung im Sommerquartal hin. In einigen Ländern des Euroraums steigt die Arbeitslosigkeit bereits wieder kräftig, zudem deuten Unternehmensbefragungen im Großteil der Währungsunion inzwischen auf einen bevorstehenden Arbeitsplatzabbau hin.

Damit hat der Abschwung bereits jetzt eine Qualität erreicht, die es in der Krise nach 2001 nicht gegeben hat: Während in der Phase schwachen Wachstums Anfang des Jahrtausends zumindest einzelne Länder wie Spanien noch kräftig wuchsen, hat der Abschwung diesmal alle wichtigen Länder des Euroraums erfasst. Der Eurozone droht erstmals seit dem Start der Europäischen Währungsunion 1999 nach gängiger Interpretation (zwei aufeinander folgende Quartale schrumpfender Wirtschaftsleistung) eine Rezession.

Die Ursachen für die Wachstumsverlangsamung sind schnell ausgemacht: Zwar mag ein Teil des Rückgangs des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartals auf technische Faktoren<sup>1</sup> zurückzuführen sein, doch wichtiger ist die rapide Verschlechterung des makroökonomischen Umfelds in den vergangenen zwölf Monaten.

<sup>1</sup> Wie etwa ein Rückpralleffekt nach einem kräftigen Lageraufbau im ersten Quartal oder einer durch das milde Winterwetter nach oben verzerrten Bauproduktion in Deutschland.

Erstens haben sich mit der US-Subprime-Krise überall im Euroraum die Kreditbedingungen deutlich verschärft, wie aus dem Bank Lending Survey der EZB hervorgeht. Weil die Banken Abschreibungen auf ihre hypothekengedeckten Wertpapiere hinnehmen mussten, sind sie bei der Kreditvergabe deutlich vorsichtiger geworden. In jenen Fällen, in denen die Zinsen laufender Hypotheken an den LIBOR-Zins gebunden sind (wie es in Spanien oder Irland weit verbreitet ist), haben sich die Kreditkosten wegen der gestiegenen Risikoaufschlägen im Geldmarkt bereits ohne Zinserhöhung der EZB in den vergangenen zwölf Monaten um mehr als einen halben Prozentpunkt erhöht.

Zweitens hat der Euro in den vergangenen zwölf Monaten kräftig aufgewertet: Gegenüber dem Dollar gewann er bis zu seinem Rekordhoch von Mitte Juli auf Jahressicht rund 15%, handelsgewichtet legte er um immerhin noch rund 11% zu. Diese Aufwertungen setzten dabei einen Trend spürbarer, wenn auch nicht ganz so dramatischer Aufwertungen der vorangegangenen Jahre fort. Dadurch haben die Exporteure im Euroraum an Wettbewerbsfähigkeit verloren, was sich in einer zunehmend schwachen Exportdynamik niederschlägt. Der Druck auf die Margen der Exporteure dämpft zudem deren Investitionsbereitschaft. Betrachtet man den kurzfristigen Zins und die Aufwertung zusammen (etwa, wie es die EU-Kommission mit ihrem Monetary Conditions Index tut<sup>2</sup>), so war die Geldpolitik bereits vor der Juli-Zinserhöhung der EZB im Euroraum deutlich restriktiver, als sie es jemals seit Beginn der europäischen Währungsunion war.

Drittens hat sich die Abkühlung des Wirtschaftswachstums weltweit die Nachfrage nach europäischen Produkten gedämpft. Dies schlägt sich – wie die Euroaufwertung – in einem schwächeren Exportwachstum nieder.

Viertens hat sich der Immobilienpreisanstieg in jenen Euroländern umgekehrt, die wie Spanien und Irland in den vergangenen Jahren einen Hauspreisboom erlebt haben. Die Bauwirtschaft in diesen Ländern erlebt derzeit einen dramatischen Einbruch, der sich bereits in deutlich steigender Arbeitslosigkeit niederschlägt. Dieser Einbruch strahlt auch in Länder aus, die wie Deutschland keinen Immobilienboom erlebt haben, weil die Exporte etwa nach Spanien nun schwächeln.

Zu guter Letzt hat der steigende Ölpreis in den vergangenen Monaten sowohl die Kaufkraft der Konsumenten beschnitten als auch die Margen der Unternehmen unter Druck gesetzt. Resultat sind eine anhaltende Kaufzurückhaltung der Verbraucher sowie eine zunehmende Investitionszurückhaltung der Unternehmen, wie sich aus den Einzelhandelsumsätzen und den rückläufigen Aufträgen für die deutschen

<sup>2</sup> Siehe für die Veröffentlichung der Juni-Werte [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication12494\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12494_en.pdf).

Maschinenbauer aus dem Währungsraum insgesamt ablesen lässt.

### Inflationsbremse Arbeitslosigkeit

All dies deutet darauf hin, dass sich die Konjunkturabschwächung und der Anstieg der Arbeitslosigkeit im Euroraum, der im Mai eingesetzt hat, in den kommenden Monaten fortsetzen werden. Die Lohnsetzung in der Eurozone mag langsamer auf eine Wachstumsabschwächung reagieren als jene in Großbritannien oder den USA, am Ende gilt aber eine einfache Faustregel: Wenn die Arbeitslosigkeit in einem Abschwung steigt, gehen die Lohnerhöhungen zurück – in einigen Ländern etwas langsamer, in anderen etwas schneller.

Mit geringeren Lohnerhöhungen aber sinkt sowohl der Kostendruck der Unternehmen als auch deren Preissetzungsspielraum, was wiederum den Inflationsdruck mittelfristig begrenzt. Dieser Mechanismus ist wichtiges Element der meisten modernen dynamischen makroökonomischen Modelle. Er war aber auch wichtiger Teil des Konvergenzprozesses im Vorfeld der Europäischen Währungsunion. Damals drückten die nationalen Notenbanken vor allem in den südlichen EU-Staaten die Arbeitslosigkeit mit ihrer restriktiven Geldpolitik soweit in die Höhe, dass die Lohndynamik gebrochen wurde. Wir wissen also, dass die nationalen Lohnsetzungssysteme im Euroraum über kurz oder lang tatsächlich so reagieren, wie uns die Theorie vermittelt.

Die steigende Arbeitslosigkeit wird auch verhindern, dass der kräftige Ölpreisanstieg sich in deutlich steigenden Nominallöhnen niederschlägt und sich damit die Inflationsdynamik verfestigt. Zwar gibt es in vielen Arbeitsverträgen in Spanien oder Belgien noch Klauseln, nach denen die Löhne angepasst werden, wenn die Verbraucherpreisinflation wie derzeit deutlich höher ausfällt als erwartet. Gleichzeitig ist aber Spanien eines der Länder, die der aktuelle Abschwung am schärfsten trifft. In den vergangenen zwölf Monaten ist die Arbeitslosigkeit dort nach EU-harmonisierter Messung von rund 8% auf zuletzt 10,7% gestiegen. Die derart rapide steigende Arbeitslosigkeit wird mittelfristig den Lohnanstieg auch in Ländern mit teilweiser Lohnindexierung brechen, ebenso wie die hohe Arbeitslosigkeit in den neunziger Jahren die damals inflationäre Lohndynamik gebrochen hat.

### Inflationserwartungen unter Kontrolle

Befürworter der jüngsten Zinserhöhung argumentieren derzeit, dass die wiederholte und deutliche Verfehlung des EZB-Inflationsziels die Inflationserwartungen im Euroraum in die Höhe zu treiben drohe und dass man bereits erste Anzei-

chen einer solchen Entwicklung sehen könne. Eine dauerhaft höhere Inflationserwartung würde dann dazu führen, dass die Lohnforderungen nach oben angepasst werden und am Ende die Inflation sich dauerhaft auf einem höheren Niveau einpendeln würde. Als Beleg für steigende Inflationserwartungen wird dabei gerne die Umfrage der EU-Kommission unter Verbrauchern zu deren Inflationswahrnehmung angeführt, nach der derzeit ein so großer Anteil der Bürger im Euroraum für die kommenden zwölf Monate einen anhaltend kräftigen Preisanstieg erwarten wie noch nie seit Beginn der Befragungen 1999.

Tatsächlich aber sagt diese Umfrage reichlich wenig über *mittelfristige* Inflationserwartungen aus, deren Veränderung tatsächlich die oben beschriebenen negativen Auswirkungen hätte. Wenn Verbraucher angesichts steigender Rohölpreise über die kommenden Monate damit rechnen, dass diese Kosten auch an sie über steigende Abgabepreise an den Tankstellen und bei Gas- und Energielieferungen an sie weitergegeben werden, ist das nur rational. Auch würde allein der statistische Basiseffekt die Inflationsrate über die kommenden zwölf Monate hoch halten, selbst wenn die Ölpreise nicht mehr stiegen. Da für die Geldpolitik allerdings die mittelfristigen, nicht aber die kurzfristigen Inflationserwartungen wichtig sind, ist diese Inflationsprognose der Verbraucher für die Geldpolitik nicht übermäßig relevant. Stattdessen sollte die EZB sich auf die mittelfristigen Inflationserwartungen konzentrieren, für die es allerdings bedauerlicherweise in der Eurozone keine verlässlichen Umfragen gibt.

### Gefährlicher Zinsschritt

Verteidiger des EZB-Kurses argumentieren außerdem gerne, dass der jüngste Zinsschritt der EZB lediglich ein Signal an die Tarifparteien gewesen sei, allerdings kaum realwirtschaftliche Auswirkungen haben werde. 25 Basispunkte seien eine kleine Zinserhöhung und beeinflussten zudem nur den Geldmarkt mit kurzen Laufzeiten, was die Investitionstätigkeit im Währungsraum kaum beeinflusse.

Dies ist allerdings leider nur teilweise richtig. Da die Marktteilnehmer bis Ende Mai nicht mit einer Zinserhöhung der EZB in naher Zukunft rechneten, hatte die Ankündigung von EZB-Präsident Jean-Claude Trichet Anfang Juni, die Notenbank werde im Juli die Zinsen anheben, kräftige Auswirkungen auch auf mittel- und langfristige Zinsen, wie sich in den Zinsstrukturkurven von unmittelbar vor und unmittelbar nach der EZB-Pressekonferenz ablesen lässt. Die Äußerungen Trichets erhöhten die Renditen auf Staatsanleihen bis Laufzeiten von rund zehn Jahren, den größten Effekt gab es bei Laufzeiten von zwei Jahren, wo die Zinsen um mehr als 30 Basispunkte anzogen. Diese steigenden Zinsen am Rentenmarkt wurden dabei auch zeitnah durch die Ge-

schäftsbanken an ihre Hypothekenkunden weitergegeben, wie sich aus den publizierten Hypothekenzinsen der großen Banken ablesen lässt. Gerade aber der private Wohnungsbau reagiert erfahrungsgemäß recht empfindlich auf Veränderungen in den Finanzierungskosten, so dass in der Bauwirtschaft in den kommenden Monaten die Folgen der EZB-Zinserhöhung deutlich spürbar werden dürften.

Auch jene Privathaushalte in Spanien oder Irland, deren Hypothekenzinsen unmittelbar wegen der EZB-Zinserhöhung nach oben angepasst werden, dürften unmittelbar mit ihren Konsumausgaben auf das nun geringere, für Ausgaben jenseits des Hypothekendienstes verfügbare Einkommen reagieren.

All das deutet damit darauf hin, dass die EZB ohne Not mitten in einen Abschwung hinein die monetären Rahmenbedingungen der Wirtschaft noch einmal deutlich verschärft hat. Ein Merkmal von Abschwüngen ist, dass sich ab einem gewissen Punkt einzelne negative Schocks zu einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale entwickeln können, in der die Investitions- und Konsumzurückhaltung der einzelnen Unternehmen und Konsumenten zu einer weiteren Verunsicherung und Nachfrageausfällen führt, die wiederum weitere Abwärtskorrekturen in Konsum- und Investitionsplänen und letztlich zur Rezession führen kann. In einer heiklen konjunkturellen Lage unmittelbar vor einer Rezession kann ein einzelner, relativ kleiner Schock ausreichen, um die sich selbst verstärkende Abwärtsspirale in Gang zu setzen. Gut möglich, dass sich damit die Zinserhöhung der EZB gerade als jener sprichwörtlicher Strohalm herausstellt, der die Wirtschaft der Eurozone in diesem Abschwung in eine echte Rezession gedrückt hat.

Stellt sich diese Erhöhung im Nachhinein tatsächlich als Politikfehler heraus, hat die EZB nicht nur ohne Not Verluste in der Wirtschaftsleistung und einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verantworten, sie schädigt auch den politischen Rückhalt für sich selber und das Projekt der Europäischen Währungsunion. Bereits heute sind die EZB und ihre Unabhängigkeit in einigen Ländern der Währungsunion wie Frankreich unter Beschuss. Wenn sich am Ende herausstellt, dass die Eurozone unmittelbar nach der Zinserhöhung der EZB im globalen Alleingang eine Rezession erlebt, während die US-Wirtschaft nach Zinssenkungen der amerikanischen Fed die Subprime-Krise relativ gut übersteht, wird das Wasser auf den Mühlen der Gegner einer unabhängigen EZB sein. Zudem werden dann die Gegner der Europäischen Währungsunion ihre These gestützt sehen, dass der einheitlichen Geldpolitik aus Frankfurt vielleicht doch eine eigene, nationale Geldpolitik vorzuziehen sei. All das hätte die EZB verhindern können, wenn sie Anfang Juli auf ihre Zinserhöhung verzichtet hätte.



Werner Becker\*

## EZB und Inflationsrate: Geduld ist gefragt!

Das Schreckgespenst der Inflation gilt seit Ende der achtziger Jahre als tot. Die Inflationsraten in den meisten Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländern rangierten seither im niedrigen einstelligen Bereich. Die Notenbanken sprachen deshalb von »great moderation«. Roger Bootle verkündete in seinem bekannten Buch von 1996 sogar »Das Ende der Inflation«. Seine These, dass die Geldentwertung der siebziger und achtziger Jahre im historischen Maßstab eine extreme Ausnahmeerscheinung gewesen wäre, sorgte für viel Diskussionsstoff. Das »Ende der Inflation« begründete er mit dem erfolgreichen Agieren der Notenbanken, dem »Sieg des Wettbewerbs« im Zuge der Deregulierung und Liberalisierung vieler Märkte sowie der Globalisierung. An diesen Argumenten hat sich prima vista wenig geändert. Dennoch macht die Inflation seit 2007 vielerorts in der Welt – auch in Europa – wieder von sich Reden.

## Warum hat sich das Preisklima so stark verändert?

Die aktuelle globale Eintrübung des Preisklimas hängt eng mit der langen Wachstumsperiode der Weltwirtschaft seit 2003 zusammen, wobei das zunehmende Warenangebot aus den asiatischen Schwellenländern zunächst eher deflationär wirkte und die boomenden Rohstoffmärkte erst in der Spätphase Inflationsdruck verursachten. Während sich die US-Konjunktur bereits 2007 abkühlte und 2008 eine Rezession dank der Impulse der Finanzpolitik, der Geldpolitik und des schwachen Dollars wahrscheinlich vermieden werden kann, haben die Auftriebskräfte in der Eurozone erst im Jahresverlauf 2008 spürbar nachgelassen. Hin-

\* Dr. Werner Becker ist Analyst bei der Deutsche Bank Research.

gegen ist das Wachstum in den asiatischen Schwellenländern – z.B. in China und Indien – nur wenig zurückgegangen. Hauptursachen für den globalen Inflationsanstieg sind die massive Erhöhung des Ölpreises und anziehende Nahrungsmittelpreise. Während die monatlichen Inflationsraten z.B. im Juli 2008 in der Eurozone auf 4% und in den USA auf 5,6% kletterten, verzeichneten China eine Inflationsrate von 6,3% und Indien von 12%. Der Preisauftrieb in Asien hat aber natürlich auch nationale Ursachen, wie stark steigende Löhne und die starke Liquiditätsausweitung durch Dollarkäufe am Devisenmarkt.

### Wie stellt sich der Aktionsrahmen der EZB dar?

Die EZB als Hüterin der zweitwichtigsten Weltwährung hat ein klares Mandat, für Preisstabilität zu sorgen. Dabei kann sie sich auf ein hohes Maß an Unabhängigkeit stützen, die Umfragen zufolge von rund 80% der Bevölkerung der Eurozone gutgeheißen wird. Dennoch operiert die EZB nicht im politikfreien Raum. Sie zieht die Auswirkungen ihrer Geldpolitik für die Konjunktur und die Folgen der US-Subprime-Krise für Europa in Betracht, denn sie muss – stärker als früher die Bundesbank – Rechenschaft ablegen gegenüber der Politik und der Öffentlichkeit (z.B. durch monatliche Pressekonferenzen und Anhörungen im Europaparlament).

Im Rahmen ihrer Zielsetzung berücksichtigt die EZB freilich auch internationale Einflüsse. Auffallend ist, dass die EZB den internationalen Konjunkturzusammenhang mit den USA im Abschwung – wie schon 2001 – auch 2008 unterschätzt hat. Hinsichtlich der zunehmenden globalen Rolle des Euro als Handels-, Anlage- und Reservewährung nimmt die EZB eine neutrale Haltung ein. In der Wechselkurspolitik genießt sie hohe Freiheitsgrade, da der Euro gegenüber den Hauptwährungen flexible Wechselkurse aufweist und die Interventionsverpflichtungen der EZB im WKM II nur einige Nebenwährungen betreffen. Ihre Geldpolitik unterliegt damit derzeit kaum internationalen Zwängen.

Für die EZB stellt der Anstieg der Inflationsrate auf die Rekordmarke von 4% im Juli 2008 eine große Herausforderung dar. Diese Rate ist mehr als doppelt so hoch wie die EZB-Definition für Preisstabilität, die eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2% vorsieht. Der Inflationsgipfel dürfte aber erreicht sein. Im Gesamtjahr 2008 wird die Inflationsrate mit ca. 3,5% klar über dem Vorjahreswert von 2,1% liegen. Dies impliziert, dass die laufende Inflationsrate 2008 noch mehrere Monate über 3% verharren und erst 2009 wieder unter diese Marke fallen wird. Dementsprechend wurde die jüngste Stabsprognose der EZB für die Inflationsrate auf 3,2 bis 3,6% in 2008 und auf 1,8 bis 3% in 2009 nach oben revidiert.

### Was kann, was sollte die EZB tun?

Die Bürger sind ob des ölpreisbedingten Kaufkraftentzugs besorgt. Die Finanzmärkte blicken mit Argusaugen auf die EZB und ihre Kommunikations- und Zinspolitik – freilich nicht allein in Bezug auf das Inflationsziel, sondern auch das damit kurzfristig in Konkurrenz stehende Ziel der Finanzmarktstabilität. Die Glaubwürdigkeit der EZB hängt in meinem Urteil von einer überzeugenden Rückführung der derzeit zu hohen Inflationsrate ab. Die EZB konzentriert sich auf die Frage, wie sie Zweitrundeneffekte und damit eine Lohnpreisspirale vermeiden kann. Dabei fokussiert sie auf die Verankerung der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen. Steigende Inflationserwartungen als Folge der höheren Inflationsraten gaben dann auch den Ausschlag für die EZB, Anfang Juli 2008 den Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf 4,25% anzuheben.

Dieser Zinsschritt wurde z.T. heftig kritisiert, und der EZB wurde vorgeworfen, sie würde die Wachstumsrisiken im Euroraum unterschätzen. Ex post betrachtet war dies auch der Fall. Dass sich das Konjunkturklima der Eurozone binnen weniger Wochen so drastisch verschlechtern würde, haben nur wenige Kritiker richtig vorausgesagt. Gleichwohl war die moderate Zinsanhebung Anfang Juli ein psychologisch wichtiges Signal zur Stabilisierung der Inflationserwartungen. Im Übrigen dürfte ein kleiner Leitzinsschritt keinen großen Flurschaden bei der Konjunktur anrichten. Dies ist heute anders als zur Bundesbankzeit, in der Zinsschritte von einem halben Prozentpunkt die Regel waren.

Mit Blick nach vorne steckt die EZB in einem Dilemma. Gegen einmalige Ölpreissteigerungen kann die EZB wenig tun. Daher ist gegen eine Tolerierung nichts einzuwenden. Sie braucht auch wenig zu tun, denn binnen Jahresfrist wäre ein ölpreisbedingter Buckel in der laufenden Inflationsentwicklung wieder verschwunden. Die damit verbundene Änderung der relativen Preise und der reale Ressourcentransfer in die Öl exportierenden Länder sollten daher akzeptiert werden. Die EZB muss allerdings Zweitrundeneffekten – wie im Juli 2008 geschehen – rechtzeitig entgegenwirken. Hier hat sie freilich ein Identifikations- und Erklärungsproblem, denn bei Inflationsraten von 4% fragen sich die Bürger zu Recht, ob sie sich auf dauerhaft höhere Inflationsraten einstellen müssen oder der Anstieg wirklich nur temporär ist. Eine abschließende Antwort ist hier angesichts der Unsicherheiten noch nicht möglich.

### Wie geht es weiter?

Aus heutiger Sicht beeinflussen vor allem fünf Faktoren den künftigen Kurs der EZB.

**Die Konjunktur:** Wird der Abschwung die Inflationsrate stark genug dämpfen?

Die Wirtschaft im Euroraum ist zwar gut in das Jahr 2008 gestartet. Allerdings ist das Wachstum im zweiten Quartal eingebrochen. Das Industrie- und Verbrauchervertrauen in der Eurozone hat sich um die Jahresmitte deutlich eingetrübt. Für eine nachlassende Konjunktur im zweiten Halbjahr sprechen vor allem die langsamere Gangart der Weltwirtschaft, der starke Eurokurs und die Entzugseffekte des hohen Ölpreises. Im Gesamtjahr dürfte die Wachstumsrate der Eurozone 2008 auf ca. 1,5% sinken gegenüber 2,6% im Vorjahr. Die deutliche Konjunkturabkühlung wird die Inflationsrate im Euroraum gegen Ende 2008 und 2009 in ausreichendem Maße dämpfen und eine weitere Leitzinserhöhung überflüssig machen.

**Der Ölpreis:** Welchen Einfluss hat der Ölpreis auf die Inflationsrate?

Für die EZB ist wesentlich, wie lange sich der Ölpreis auf hohem Niveau bewegt. Trotz der strukturell höheren Nachfrage der Schwellenländer Asiens ist der Ölpreis im August 2008 unter 110 USD/Barrel gefallen. Hierzu dürfte auch die konjunkturelle Verlangsamung Europas beigetragen haben. Da der Ölpreis von 85 USD/Barrel im Januar 2008 auf die Rekordmarke von ca. 145 USD/Barrel im Juli gestiegen ist, wird sich die Inflationsrate im Vorjahresvergleich selbst dann zurückbilden, wenn der Ölpreis vom derzeitigen Stand nicht mehr weiter fallen wird. Ein baldiger Anstieg auf das Niveau vom Juni/Juli 2008 ist konjunkturbedingt unwahrscheinlich. Ähnliches gilt derzeit für die Nahrungsmittelpreise.

**Die Löhne:** Wie werden die Tarifpartner reagieren?

Die Eintrübung des Wirtschaftsklimas sollte sich in moderateren Lohnabschlüssen niederschlagen. Die Gewerkschaften unterliegen zwar schon lange nicht mehr der Geldillusion bei der Lohnfindung. Andererseits ist auch die »Kluncker-Runde« von 1974 kein Vorbild mehr. Damals führte die Erwartung einer ölpreisbedingt zweistelligen Inflationsrate zu einem völlig überzogenen ebenfalls zweistelligen Lohnabschluss im öffentlichen Dienst. Heute sind die Rahmenbedingungen anders. Damals herrschte noch Vollbeschäftigung, heute haben wir immer noch eine nennenswerte Arbeitslosigkeit. Organisationsgrad und Marktmacht der Gewerkschaften haben vielerorts merklich abgenommen. Unternehmen können heute überhöhte Lohnsteigerungen bei schwacher Konjunktur nicht in den Preisen weitergeben, es droht Abbau der Beschäftigung. Auch die Gewerkschaften wissen, dass die Kaufkraft, die von den Erdölförderländern abgezogen wurde, durch höhere Tariflohnsteigerungen nicht »zurückgeholt« werden kann. Die EZB kann daher auf Sicht 2009 auf Lohnmoderation bauen.

**Die Inflationserwartungen:** Was zeigen die Maßstäbe der EZB?

Das Risiko von Zweitrundeneffekten wird bei der EZB anhand von mittel- und langfristigen Inflationserwartungen beurteilt, wobei sie zwischen prognose- und kapitalmarkt-basierten Inflationserwartungen unterscheidet. In der ersteren Kategorie verwendet sie v.a. den Survey of Professional Forecasters. Zuletzt zeigten die Inflationserwartungen für 2008 eine deutlich aufstrebende Tendenz und auch für 2009 einen Anstieg, während die längerfristigen Inflationserwartungen weitgehend unverändert sind. Bei den kapitalmarkt-basierten Inflationserwartungen greift die EZB auf breakeven-Inflationsraten zurück, die sie aus der Differenz von Nominal- und Realzinsen inflationsindexierter Anleihen ableitet. Auch hier werden steigende Inflationserwartungen angezeigt, die damit eine kritische Größe für die EZB darstellen. Sie muss durch geschickte Kommunikation und Argumentation ihre Entschlossenheit demonstrieren, ohne die Leitzinsen anzuheben. Sie hat also zu begründen, dass die Markterwartungen falsch sind.

**Der Wechselkurs:** Wie wirkt der Eurowechselkurs auf die Inflationsrate?

Der Eurowechselkurs ist von Januar bis Juli 2008 nochmals um bis zu 15% gestiegen – auf das Allzeithoch von 1,6040 USD/EUR. Zuletzt notierte er leicht unter 1,50 USD/EUR. Für die Geldpolitik ist von Belang, dass der sehr hohe Eurowechselkurs Brems Spuren bei der Konjunktur hinterließ und die Preise von (Öl-)Importen dämpfte. Dies hat es der EZB erlaubt, bei den Leitzinsen behutsam zu operieren. Beim USD/EUR-Wechselkurs lautet nun die entscheidende Frage, ob der Rückgang nachhaltig ist. Hier sind Zweifel anzumelden. Für einen erneuten Anstieg des Euro gegenüber dem Dollar spricht, dass die USA in der Geld- und Fiskalpolitik ihr Konjunkturpulver verbraucht hat und lediglich über einen schwächeren Dollarwechselkurs ihre Wirtschaft noch stimulieren kann. Dies würde die deutschen Exporte 2009 belasten und die Geldpolitik der EZB entlasten.

Zieht man aus den fünf Determinanten ein *Fazit*, hat die EZB derzeit zwei Handlungsalternativen, wenn man einmal davon absieht, dass eine weitere Leitzinserhöhung (auf 4,5% und mehr) nicht empfehlenswert ist, da dies die ohnehin in Gang befindliche Konjunktur- und Preisabschwächung noch mit zusätzlichen Rezessionsrisiken und hohen volkswirtschaftlichen Kosten in Form von Beschäftigungseinbußen befrachten würde. Die EZB könnte im Notfall ja immer noch später – ihrem Mandat entsprechend – die Zinsschraube anziehen.

Die *erste Handlungsoption* der EZB besteht in einer Strategie des Aussitzens und Nichtstuns beim Leitzins. Sie ba-

siert auf der Annahme, dass es sich beim derzeitigen Inflationsanstieg um einen Ausreißer handelt und der Zinsschritt vom Juli ausreicht, um Sekundäreffekte zu begrenzen. Die EZB vertraut darauf, dass die in Gang befindliche Konjunkturabschwächung im Euroraum im Verein mit rückläufigen Ölpreisen die laufende Inflationsrate so stark drückt, dass im Jahresverlauf 2009 wieder Werte um 2% erreicht werden.

Die *zweite Handlungsoption* einer Leitzinssenkung wird derzeit im Lichte der raschen Konjunkturabschwächung im Euroraum bereits am Markt diskutiert. Das Thema wird bei der EZB aber wahrscheinlich erst dann auf die Agenda genommen, wenn sich die laufende Inflationsentwicklung nachhaltig vermindert hat. Selbst bei einer starken Konjunkturabschwächung wird die EZB nach dem Leitzinsschritt vom Juli 2008 wohl bis weit ins Jahr 2009 hinein mit einer Zinssenkung warten.

### **Was wären die Risiken einer Rückkehr der Inflation?**

Trotz des derzeitigen Plädoyers für eine »Geldpolitik der ruhigen Hand« müssen die Gefahren anhaltend hoher Inflationsraten fest im Visier bleiben. Aufgrund der Erfahrungen der siebziger und achtziger Jahre ist vor allem an drei Probleme zu erinnern.

Erstens besteht das Risiko der Stagflation, dass also hohe Inflationsraten und schwaches Wachstum gleichzeitig auftreten. Stagflation ist deshalb schwerwiegend, weil eine Regierung zur Untätigkeit oder Hilflosigkeit verurteilt ist. Versucht sie mit einer expansiven Fiskalpolitik (und die Notenbank mit niedrigeren Zinsen) gegenzusteuern, dann schießt die Inflation ins Kraut. Werden hingegen Geld- und Finanzpolitik restriktiv gefahren, um die Inflation einzudämmen, wird die Konjunktur zusätzlich geschwächt. Aus den siebziger Jahren wissen wir, dass Stagflation verhindert werden kann, wenn die Notenbank das Entstehen einer Lohn-Preis-Spirale rechtzeitig unterbindet und die Arbeitsmärkte flexibel gestaltet sind.

Zweitens fußen die seit den neunziger Jahren weltweit relativ niedrigen kurz- und langfristigen Zinsen auf niedrigen Inflationsraten bzw. entsprechenden Erwartungen. Anhaltend hohe Inflationsraten würden jedoch die Inflationserwartungen und alsbald auch die Zinsen strukturell steigen lassen, was die Finanzierung des Staates, der Unternehmen und der privaten Haushalte verteuern würde. Strukturell höhere Zinsen wären auch Gift für die kapitalgedeckte betriebliche und private Altersvorsorge, da sie in der Anpassungsphase fallende Kurse am Renten- und Aktienmarkt verursachen.

Drittens führen höhere Inflationsraten zu erheblichen Verzerrungen der Allokation der Produktionsfaktoren und der

(Einkommens-)Verteilung. Sie erhöhen die Planungsunsicherheit der Unternehmen und setzen falsche Signale für Investitionsentscheidungen, was das künftige Wachstum von Sozialprodukt und Einkommen schmälert. Schließlich hat die Inflation unsoziale Verteilungswirkungen, da z.B. die Transfereinkommen stark betroffen sind, das Geldvermögen ausgehöhlt wird und die kalte Progression bei der Lohn- und Einkommensbesteuerung größeres Gewicht bekommt.

**In der modernen Konjunkturtheorie sind Konjunkturzyklen als Schwankungen des Auslastungsgrades des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials definiert. Originäre vierteljährliche Daten über die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe werden in Deutschland vom ifo Institut im Rahmen des ifo Konjunkturtests (KT) veröffentlicht. Anders als bei den klassischen KT-Fragen mit ordinalen Ausprägungen (z.B. gut, befriedigend, schlecht) wird der Auslastungsgrad im metrischen Maßstab erhoben, und zwar in klassierter Form. Im folgenden Beitrag sollen aus volkswirtschaftlicher Perspektive wichtige Eigenschaften der Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe herausgearbeitet werden. In diesem Sektor dient die vierteljährliche reale Bruttowertschöpfung als konjunkturelle Referenzreihe. Es wird sowohl auf die herkömmlichen Zeitreiheneigenschaften fokussiert als auch auf das Schwingungsverhalten der Reihen. Darüber hinaus wird gezeigt, dass das verarbeitende Gewerbe nach wie vor ein wichtiger Cycle-Maker in Deutschland ist.**

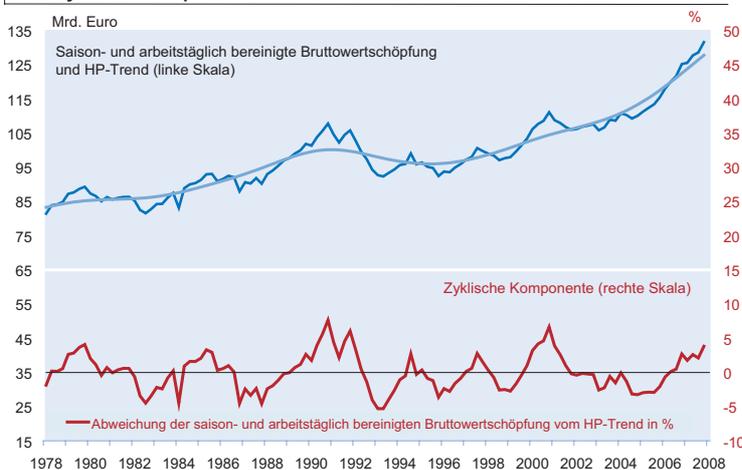
Mit Konjunkturindikatoren soll das zyklische Wirtschaftsgeschehen in marktwirtschaftlichen Systemen möglichst zeitnah und zutreffend beschrieben werden. In der modernen Konjunkturtheorie werden Konjunkturzyklen als Schwankungen des Auslastungsgrades des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials (*Wachstumszyklus*) definiert. Das Produktionspotential ist ein Maß für die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten, die mittel- und langfristig die Wachstumsmöglichkeiten einer Volkswirtschaft determinieren. Aufschwungsphasen sind dadurch gekennzeichnet, dass die Wachstumsrate der gesamtwirtschaftlichen Produktion (gegenüber der Vorperiode) über der des Produktionspotentials liegt (zunehmende Kapazitätsauslastung), Abschwungsphasen umfassen sowohl Phasen mit absolut sinkender Produktionstätigkeit als auch Phasen mit – gemessen an der Potentialrate – unterdurchschnittlich zunehmender Produktionstätigkeit (abnehmende Kapazitätsauslastung). Interpretiert man den Trend des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP), das der umfassendste Indikator für die wirtschaftliche Leistung in einer Volkswirtschaft darstellt, als nicht-strukturelle Schätzung des Produktionspotentials, so lässt sich der Wachstumszyklus äquivalent auch an der prozentualen Abweichung des BIP von seinem Trend messen, der sog. Output-Lücke (output gap).

Sektorspezifisch gelten äquivalente Zusammenhänge. Das Bruttoinlandsprodukt ergibt sich in sektoraler Betrachtung aus

der Summe der Bruttowertschöpfungen aller Wirtschaftsbereiche unter Berücksichtigung der globalen Übergangsposition »Saldo aus Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen«. Die sektorale Bruttowertschöpfung, die aus volkswirtschaftlichem Blickwinkel die zentrale – weil mit dem BIP vergleichbare – Kennzahl für die wirtschaftliche Leistung eines Wirtschaftsbereichs darstellt, folgt aus dem jeweiligen sektoralen Produktionswert durch Abzug der Vorleistungen (intermediärer Verbrauch). Dies legt nahe, die Industriekonjunktur als Abweichung der realen Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe von ihrem Trend darzustellen. Die hierfür benötigten preisbereinigten Vierteljahresergebnisse der Bruttowertschöpfung werden vom Statistischen Bundesamt durch Fortschreibung des entsprechenden Vorjahresquartals mit der Veränderungsrate des auf Quartale aggregierten monatlichen Produktionsindex ermittelt; wobei noch Anpassungen im Hinblick auf die zu erwartenden Korrekturen bei den folgenden Veröffentlichungen des Indexes erfolgen (endgültiger Wert, Vierteljahres- und Jahreskorrektur) (vgl. Statistisches Bundesamt 2007, 42 f.).

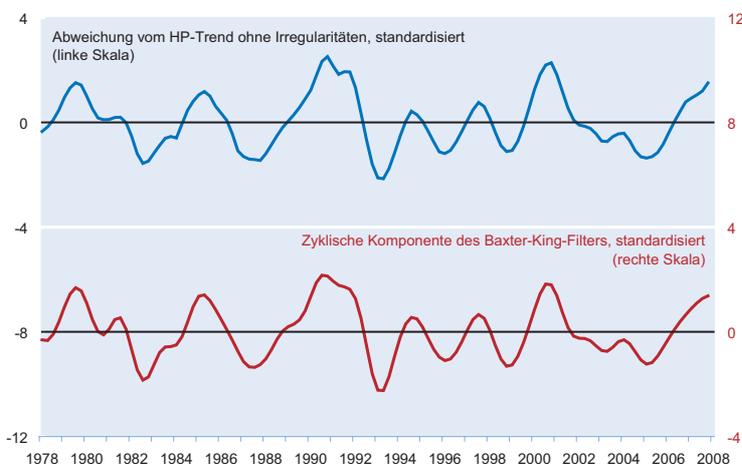
Abbildung 1 zeigt die Zusammenhänge für den Zeitraum 1978 bis 2008 exemplarisch auf. Da amtliche Werte für die Bruttowertschöpfung vor dem Jahr 1991 nur für Westdeutschland vorhanden sind, wurden die fehlenden gesamtdeutschen Werte durch entsprechende Verkettung west- bzw. gesamtdeutscher Zeitreihenwerte generiert. Für die erforderliche Eliminierung der Saisonschwankungen (ein-

**Abb. 1**  
**Reale Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe, trendmäßige Entwicklung und zyklische Komponente**



Quelle: Statistisches Bundesamt, Berechnungen des ifo Instituts.

**Abb. 2**  
**Wachstumszyklen der realen Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe**



Quelle: Statistisches Bundesamt, Berechnungen des ifo Instituts.

schließlich der Bereinigung von Kalenderunregelmäßigkeiten) wurde das Census-X12-ARIMA-Verfahren ausgewählt, das in der internationalen Wirtschaftsstatistik »Industriestandard« geworden ist. Die saisonale Komponente spiegelt die innerhalb eines Jahres regelmäßig wiederkehrenden Änderungen der Zeitreihe wider. Die Arbeitstagekomponente erfasst kurzfristige Einflüsse, die auf Unregelmäßigkeiten im Kalender zurückgehen, z.B. Schalttage, bewegliche Feiertage oder spezielle Feiertagsregelungen auf Länderebene. Zur Extraktion des Trends der saison- und kalenderbereinigten Bruttowertschöpfung in der Industrie ist der bekannte Hodrick-Prescott-Filter mit dem für Quartalsdaten üblichen Parameterwert  $\lambda = 1\ 600$  eingesetzt worden.<sup>1</sup> Dabei werden niederfrequente Schwingungen von acht und mehr Jahren Dauer ausgeschaltet (vgl. Abb. 1, oberes Teilbild)

Die zyklische Komponente der Bruttowertschöpfung (einschließlich allfälliger hochfrequenter Irregularitäten wie rein zufällige Störungen des Wirtschaftsgeschehens, aber auch erklärbare Sonderfaktoren wie Streik oder saisonunüblicher Witterung) folgt aus der Abweichung der saison- und arbeitstäglich bereinigten Bruttowertschöpfung vom Hodrick-Prescott-Trend (vgl. Abb. 1, unteres Teilbild). Der längerfristige Wachstumszyklus der Bruttowertschöpfung in der Industrie ergibt sich nach der zusätzlichen Ausschaltung der verbliebenen hochfrequenten Irregularitäten. Dies kann z.B. dadurch geschehen, dass Reihenbestandteile mit einer Schwingungsdauer von weniger als sechs Quartalen mit Hilfe einer zusätzlichen HP-Filterung mit dem Parameter  $\lambda = 1$  extrahiert werden. Der HP-Filter wird damit als Bandpass-Filter eingesetzt (vgl. Abb. 2, oberes Teilbild) (für eine Erläuterung dieser Vorgehensweise vgl. Artis, Marcellino und Proietti 2003).

Der Wachstumszyklus der Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe kann aber in einem Schritt direkt aus saison- und arbeitstäglich bereinigten Ergebnissen berechnet werden. Ein statistisches Verfahren, das dies leistet, ist der Baxter-King-Filter (vgl. Baxter und King 1995). Der Baxter-King-Filter ist ein symmetrischer Filter, der aus einer Zeitreihe nicht nur die niederfrequente Trendkomponente entfernt, sondern zugleich auch die hochfrequente irreguläre Komponente. Hier wird konkret als Zyklus die Summe aller Komponenten der Zeitreihe mit Schwingungen zwischen 6 und 32 Quartalen (= 1,5 bis 8 Jahre) angesetzt, die Filterlänge 12 Quartale (= 3 Jahre). Diese Einstellungen entsprechen den in der Literatur üblichen Empfehlungen für einen

in der Praxis nahezu optimalen Filter. Um auch an den Rändern diesen Filter einsetzen zu können, sind am Anfang und Ende der BIP-Zeitreihe zusätzliche Reihenwerte generiert worden (vgl. Abb. 2, unteres Teilbild).<sup>2</sup>

Die Extraktion der zyklischen Komponente mit Hilfe statistischer Filterverfahren ist aber auch mit Nachteilen verbunden. So hängen konjunktureller Verlauf und zyklische Wen-

<sup>1</sup> Der Hodrick-Prescott-Filter bestimmt den Trendverlauf so, dass einerseits der geschätzte Trend nicht zu weit von der beobachteten Zeitreihe abweichen darf und dass andererseits der Trendverlauf »glatt« sein soll. Über den Parameter  $\lambda$  wird die Glattheit des HP-Trends aprioristisch gesteuert (vgl. Hodrick und Prescott 1997).

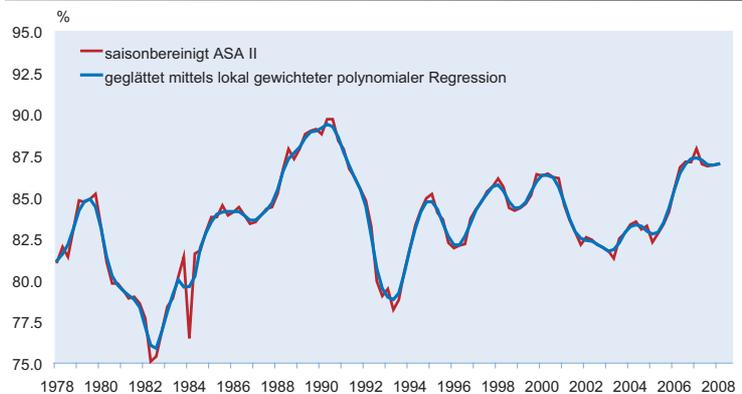
<sup>2</sup> Die »backcasts« und »forecasts« wurden mit Hilfe von autoregressiven Modellen (AR) erzeugt, die Lag-Länge wurde automatisch über das Akaike-Informationskriterium (AIC) gewählt.

depunkte, neben dem verwendeten Saisonbereinigungsverfahren, offensichtlich von dem zugrunde gelegten Filter ab – ein Zusammenhang, auf den Canova in einer viel beachteten Studie 1998 hingewiesen hat: »... different detrending methods leave cycles of different average duration in the data, some of which are too long and some too short relative to the standard business cycle classification. Second, as a consequence of the above, different detrending methods have different implications for the timing of turning points and the severity of standardly classified contractions.« Ein weiteres Problem besteht darin, dass sich die unter prognostischen Gesichtspunkten besonders wichtige konjunkturelle Entwicklung am aktuellen Rand der Zeitreihe und hier insbesondere das Aufscheinen von neuen Wendepunkten bei dem Hinzufügen von neuen Werten bzw. bei Revisionen der bisherigen Ursprungsdaten mitunter ändern kann. Die Bewertung der Konjunkturlage ist daher am Rand des Beobachtungsbereichs sehr unsicher. Neu hinzugefügte Werte können das durch den Filter gezeichnete Bild deutlich verändern (vgl. Kaiser und Maravall 2001).

Es ist von daher naheliegend, nach einer Darstellung der zyklischen Komponente zu suchen, die möglichst glatt ist und keinen ausgeprägten Trend aufweist. Und hier kommt – was die reale Bruttowertschöpfung in der Industrie angeht – die vom ifo Institut im Rahmen des ifo Konjunkturtests (KT) für das verarbeitende Gewerbe erhobene Kapazitätslastung ins Spiel (vgl. Abb. 3). Der Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten wird – abweichend von den monatlichen KT-Fragen in ordinaler Ausprägung (z.B. gut, befriedigend, schlecht) – vierteljährlich im metrischen Maßstab erhoben, und zwar in klassierter Form. Die »betriebsübliche« Vollausslastung wird dabei gleich 100% gesetzt.<sup>3</sup> Die Kapazitätsauslastung in der Industrie unterliegt – bis auf marginale Änderungen bei Ergebnissen in saisonbereinigter Form bei einer Verlängerung des Stützzeitraums – keinen späteren Korrekturen. Hinzu kommt die raschere Verfügbarkeit im Vergleich zur amtlichen Statistik.

Naturgemäß kann aber auch das bereits sehr kräftige und klare konjunkturelle Signal der ifo Kapazitätsauslastung durch eine zusätzliche Glättung noch verstärkt werden. Hierfür wird eine Technik namens *lokal gewichtete polynomiale Regression* verwendet, die im Gegensatz zu den meisten handelsüblichen Filterverfahren datenbasiert ist, d.h. ohne die an-

**Abb. 3**  
ifo Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe<sup>a)</sup>



<sup>a)</sup> Einschließlich Nahrungs- und Genussmittel, betriebsübliche Vollausslastung = 100 %.  
Quelle: Statistisches Bundesamt; ifo Konjunkturtest; Berechnungen des ifo Instituts.

sonsten notwendige Setzung von Filter-Parametern auskommt. Die Parameter werden bei diesem Verfahren aus den Daten geschätzt. Im Prinzip wird ein gleitendes gewichtetes Mittel der Daten berechnet, dessen Gewichtungsfunktion unter bestimmten Annahmen aus statistischer Sicht optimal ist (vgl. Exkurs). Mit Hilfe der lokal gewichteten polynomialen Regression kann die Kapazitätsauslastungsreihe um nicht konjunkturelevante Zufallsschwankung optimal bereinigt werden. Die Güte der ifo Kapazitätsauslastung zeigt sich ebenfalls an diesem Filterverfahren: Es wählt eine sehr leichte Glättung der Zeitreihe, der Anteil der Irregularitäten wird von dem Verfahren als gering bewertet. Die Berechnungen sind daher auch am aktuellen Rand der Zeitreihe sehr stabil (vgl. Abb. 3).

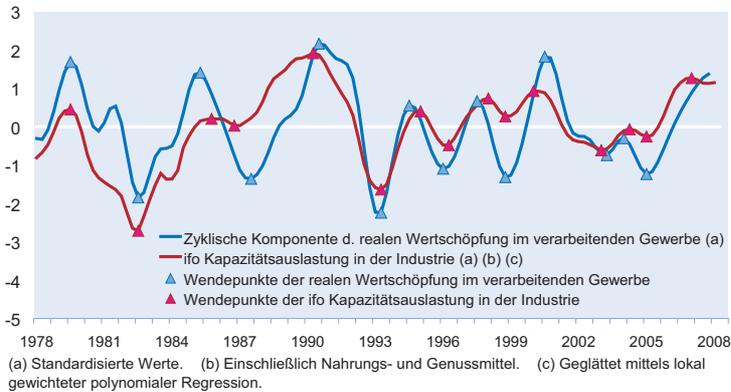
Im Folgenden soll auf die Qualität der geglätteten ifo Kapazitätsauslastung für das verarbeitende Gewerbe als ein gleichlaufender Indikator für die Industriekonjunktur in Deutschland für den Zeitraum 1978 bis 2007 eingegangen werden. Als Referenzreihe wird die mit Hilfe des Baxter-King-Filters extrahierte zyklische Komponente der realen Bruttowertschöpfung in der Industrie herangezogen (vgl. Abb. 2). Dabei wird zunächst auf den Zusammenhang der beiden Zeitreihen im Zeitbereich (Koinzidenz, Verhalten an konjunkturellen Wendepunkten) eingegangen. Sodann erfolgt eine vertiefte spektralanalytische Untersuchung im Frequenzbereich. Darüber hinaus wird gezeigt, dass das verarbeitende Gewerbe in Deutschland nach wie vor ein wichtiger Cycle-Maker ist.

### Ergebnisse

Abbildung 4 zeigt, dass der Verlauf der beiden Zeitreihen im Zeitraum 1978 bis 2008 recht ähnlich ist; es manifestiert sich bereits rein optisch ein relativ enger Zusammenhang. Dabei beträgt die durchschnittliche Dauer eines Wachstums-

<sup>3</sup> Die Frage wird im ersten Monat des jeweils laufenden Quartals gestellt und erfasst den Auslastungsgrad für jede der rund 300 Produktgruppen (XY) des ifo Konjunkturtests; sie lautet: Die Ausnutzung unserer Anlagen zur Herstellung von XY (betriebsübliche Vollausslastung = 100%) beträgt zurzeit bis 30/40/50/60/70/75/80/85/90/95/100/mehr als 100%, und zwar...

**Abb. 4**  
**Wendepunkte der realen Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und ifo Kapazitätsauslastung**



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

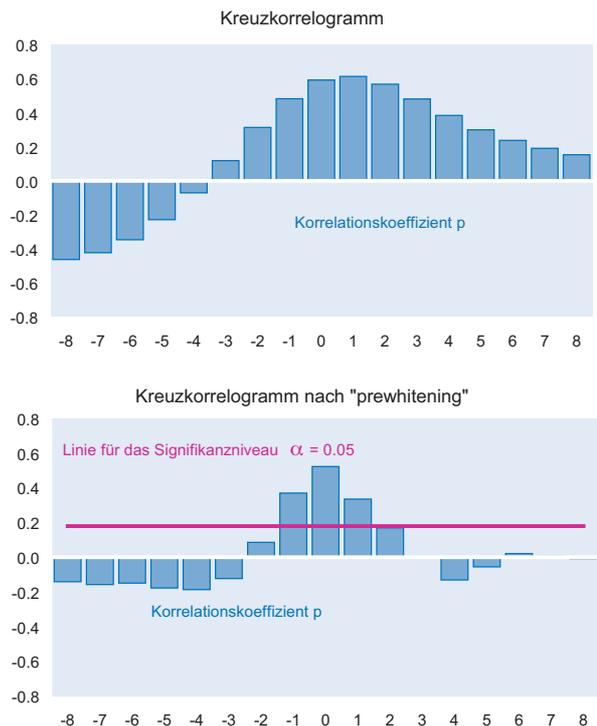
zyklus im verarbeitenden Gewerbe, gemessen an der Zeitspanne zwischen zwei aufeinander folgenden oberen Wendepunkten der zyklischen Komponente der realen Bruttowertschöpfung in der Industrie, 15,5 Quartale oder knapp vier Jahre; gemessen an zwei konsekutiven unteren Wendepunkten 14,2 Quartale oder 3 1/2 Jahre. Eine Aufschwungsphase (Zeitspanne vom unteren Wendepunkt zum darauf folgenden oberen) beläuft sich im Durchschnitt auf 7,3 Quartale (knapp zwei Jahre), eine Abschwungsphase (Spanne vom oberen Wendepunkt zum darauf folgenden unteren) auf 8,3 Quartale (gut zwei Jahre).

Die ifo Kapazitätsauslastung vermag alle nach dem sog. *Bry-Boschan-Verfahren* datierten Wendepunkte der Referenzreihe zu signalisieren (vgl. Abb. 4). Das am National Bureau of Economic Research (NBER) Anfang der siebziger Jahre entwickelte Verfahren liefert nach einem sequentiellen Entscheidungsprozess eine komplette Datierung der konjunkturellen Wendepunkte im betrachteten Rechenzeitraum (vgl. Bry und Boschan 1971). Für die Wendepunktdatierung nach Bry und Boschan wurde das EU-Softwaretool BUSY (Release 4.1) benutzt (vgl. Fiorentini und Planas 2003). Eine vertiefte Datenanalyse zeigt, dass die Wendepunkte der ifo Kapazitätsauslastung in den Jahren 1978 bis 2008 im Durchschnitt mit den Wendepunkten der zyklischen Komponente der realen Bruttowertschöpfung in der Industrie zusammenfallen, der mittlere Vor- bzw. Nachlauf beträgt null. An den oberen Wendepunkten ist im betrachteten Zeitraum ein marginaler Nachlauf von durchschnittlich 1/2 Quartal zu beobachten, an den unteren Wendepunkten ein Vorlauf in der gleichen Größenordnung. Auch der Median (Zentralwert) aller Wendepunktvergleiche liegt exakt bei null.

Der durchschnittliche Vor- bzw. Nachlauf der ifo Kapazitätsauslastung gegenüber der zyklischen Komponente der Bruttowertschöpfung in der Industrie über alle Datenpunkte im betrachteten Zeitfenster kann mit einem Kreuzkor-

relogramm bestimmt werden. Unter einem Kreuzkorrelogramm versteht man eine graphische Darstellung von Korrelation in Abhängigkeit von der Zeit. Das hier präsentierte Kreuzkorrelogramm zwischen der ifo Kapazitätsauslastung und der zyklischen Komponente der realen Bruttowertschöpfung in der Industrie (vgl. Abb. 5, oberes Teilbild) ergibt sich auf folgende Weise: Zunächst wurde die Kapazitätsauslastung auf der Zeitachse nach links verschoben (konkret: um acht Quartale) und in dieser Konstellation mit der Referenzreihe korreliert. Das Ergebnis (hier: der Korrelationskoeffizient  $\rho_{-8}$ ) bildet die erste Säule im Koordinatensystem. Danach wird die Kapazitätsauslastung auf der Zeitachse schrittweise um jeweils ein Quartal nach rechts verschoben, wobei der Korrelationskoeffizient stetig zunimmt. Der engste Zusammenhang mit der zyklischen Komponente der realen Bruttowertschöpfung – gemessen am Maximum des Korrelationskoeffizienten – ergibt sich jedoch nicht bei Gleichlauf, sondern bei einem marginalen Vorlauf von einem Quartal; die Korrelation beträgt hier 0,61.

**Abb. 5**  
**Reale Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und ifo Kapazitätsauslastung**



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

Anzumerken ist bei diesen Berechnungen, dass der verwendete Kreuzkorrelationsschätzer asymptotisch unverzerrt und konsistent ist. Für gegen unendlich gehende Stichprobenumfänge besitzt der Schätzer daher die üblicherweise geforderten Eigenschaften. Bekannt ist, dass die Varianz des Schätzers von den Autokorrelationsfunktionen der beiden Eingangszeitreihen abhängt und recht groß sein kann (vgl. Chatfield 2004, 158). Mit stark autokorrelierten Daten ist die Bewertung der Kreuzkorrelationen daher problematisch.<sup>4</sup> Es empfiehlt sich darum, die Eingangszeitreihen geeignet zu filtern. Dieses Verfahren wird in der englischsprachigen Literatur als »prewhitening« bezeichnet (vgl. Cryer und Chan 2008). Dazu wurde ein autoregressives Modell (AR-Modell) an die Zeitreihe der Kapazitätsauslastung angepasst. Die Modellwahl erfolgte mit dem Akaike-Informationskriterium (AIC). Dieses geschätzte Modell bestimmt den Filter, mit dem die zu korrelierenden Zeitreihen behandelt werden. Nach dieser Datentransformation zeigt die geschätzte Kreuzkorrelationsfunktion ein schärferes Bild: Nur noch drei Korrelationen sind signifikant von null verschieden. Die maximale Korrelation ergibt sich bei Gleichlauf der beiden Zeitreihen (vgl. Abb. 5, unteres Teilbild).

In der Praxis der Konjunkturanalyse ist zu beachten, dass die ifo Kapazitätsauslastung wegen der unterschiedlichen Publikationszeitpunkte einen technischen Vorlauf vor der zyklischen Komponente der Industriewertschöpfung hat. Auch unterliegt sie in aller Regel keinen weiteren Revisionen. Bei den ersten Veröffentlichungen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) durch das Statistische Bundesamt ist die Datengrundlage dagegen häufig noch unvollständig. Die VGR-Ergebnisse werden deshalb mehrmals überarbeitet, um neu verfügbare Informationen einzuarbeiten. Endgültige Ergebnisse für die Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe liegen daher erst nach rund vier Jahren vor.

Noch differenzierter als im Zeitbereich lässt sich der Zusammenhang zwischen dem ifo Kapazitätsauslastung und der zyklischen Komponente der realen Bruttowertschöpfung in der Industrie durch eine *Spektralanalyse* im Frequenzbereich untersuchen.<sup>5</sup> Die Spektralanalyse ist ein Hilfsmittel, mit dem stationäre Zeitreihen in Schwingungskomponenten unterschiedlicher Frequenzen zerlegt werden kön-

nen. Die *Spektraldichte* gibt den Beitrag einer bestimmten Frequenz zur Gesamtvarianz der Zeitreihe an. Sie erlaubt somit eine Abschätzung der relativen Wichtigkeit eines Frequenzbereichs in Bezug auf die Gesamtvarianz. Mit Hilfe der *bivariaten* Spektralanalyse wird entsprechend die Kovarianz zweier Zeitreihen in Frequenzanteile zerlegt. Allerdings kann das resultierende Kreuzspektrum nicht in gleicher Weise wie die Spektraldichte als Zerlegung im Frequenzbereich interpretiert werden. Um den Zusammenhang zwischen zwei Zeitreihen im Frequenzbereich zu beschreiben, müssen verschiedene Funktionen betrachtet werden, die aus dem Kreuzspektrum abgeleitet sind.

Zwei solche abgeleitete Funktionen sind die *Kohärenz* und das Phasenspektrum (vgl. Shumway und Stoffer 2000, Kap. 3). Die Kohärenz kann – analog zum quadrierten Korrelationskoeffizienten – als quadratische Korrelation zwischen den beiden Zeitreihen in verschiedenen Frequenzbereichen interpretiert werden. Sie gibt allerdings keine Auskunft über die relative Lage der beiden Zeitreihen zueinander. Genau dies leistet das *Phasenspektrum*. Mit dem Phasenspektrum wird gemessen, ob die Schwingungskomponenten beider Zeitreihen zeitlich verschoben sind, d.h. ob gegebenenfalls ein Vor- bzw. Nachlauf besteht. Negative Werte des Phasenspektrums implizieren im Allgemeinen einen Vorlauf, positive Werte einen Nachlauf.

Die beiden oberen Graphiken in Abbildung 6 enthalten die logarithmierten Spektraldichteschätzungen für die Einzelzeitreihen ifo Kapazitätsauslastung bzw. zyklische Komponente der realen Bruttowertschöpfung in der Industrie. In beiden Reihen ist deutlich erkennbar, dass die längerfristigen (Konjunktur-)Komponenten mit Schwingungen zwischen 6 und 32 Quartalen (= 1,5 bis 8 Jahre) erwartungsgemäß den Hauptanteil zur Varianz beisteuern. Kürzerfristige Komponenten in einem Frequenzbereich, dem umgerechnet Schwingungen von unter 1 1/2 Jahren entsprechen<sup>6</sup>, spielen für die Gesamtvarianz in beiden Reihen jeweils nur eine untergeordnete Rolle. Dies gilt vor allem für die reale Bruttowertschöpfung in der Industrie, deren hochfrequente Bewegungsanteile durch den Baxter-King-Filter nahezu vollständig extrahiert werden.

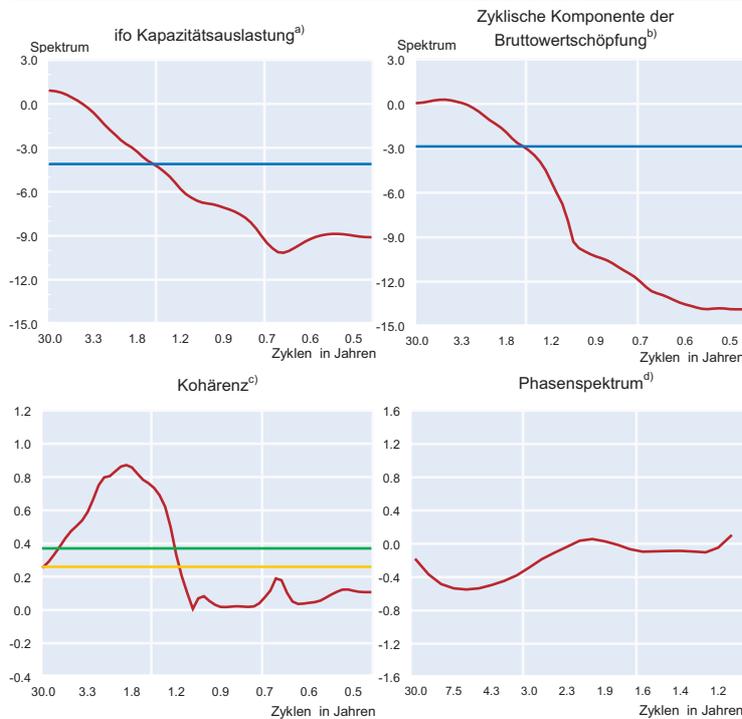
Die Graphik unten links in Abbildung 6 zeigt die geschätzte *Kohärenz*. Sie ist ein Maß für den linearen Zusammenhang zweier Zeitreihen innerhalb eines bestimmten Frequenzbereichs. Sie hat die gleichen Eigenschaften wie das Quadrat des Korrelationskoeffizienten. Die Kohärenz kann Werte zwischen null und eins annehmen, wobei der Maximalwert eins bei einem exakt linearen Zusammenhang erreicht wird (vgl. König und Wolters 1972, 123). Sie ist darüber hinaus invariant bezüglich linearer Transformationen. Im konjunkturellen Schwingungsbereich offenbart die hier vorgenommene Schät-

<sup>4</sup> Die ifo-Zeitreihe zur Kapazitätsauslastung wurde verschiedenen Stationaritätstests unterzogen. Die Resultate sind gemischt: Während etwa der augmentet Dickey-Fuller Test die Hypothese einer Einheitswurzel zum 0,05%-Signifikanzniveau nicht ablehnt, verwirft der KPSS-Test die umgekehrte Nullhypothese eines stationären Prozesses ebenfalls nicht. Darüber hinaus liegt der p-Wert des DF-GLS-Tests, eines modifizierten Dickey-Fuller-Tests, zwischen 0,05 und 0,10. Aufgrund dieser uneinheitlichen Ergebnisse wird die Zeitreihe zur Kapazitätsauslastung daher zwar als stationär, aber stark autokorreliert betrachtet.

<sup>5</sup> Eine vergleichbare spektralanalytische Untersuchung zwischen ifo Geschäftsklima und Bruttoinlandsprodukt findet sich bei Abberger und Nierhaus (2007).

<sup>6</sup> Dies entspricht geschätzten Spektraldichten unterhalb der blauen Linien in den oberen beiden Teilbildern der Abbildung 6.

**Abb. 6**  
Spektralanalyse der Zeitreihen



a) Logarithmierte Spektraldichteschätzung für die ifo Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe (einschl. NuG). Werte unterhalb der blauen Linie zeigen geschätzte Spektraldichten von Schwingungen von weniger als 1½ Jahren.  
 b) Logarithmierte zyklische Komponente der realen Bruttowertschöpfung; berechnet mit dem Baxter-King-Filter. Werte unterhalb der blauen Linie zeigen geschätzte Spektraldichten von Schwingungen von unter 1½ Jahren.  
 c) Quadratische Korrelation zwischen den beiden Zeitreihen in verschiedenen Frequenzbereichen. Die grüne (gelbe) Linie markiert den kritischen Wert eines approximativen F-Tests auf Kohärenz zum Signifikanzniveau 0,01 (Signifikanzniveau 0,05).  
 d) Das Phasenspektrum gibt die Phasenverschiebung der Schwingungskomponenten der beiden Zeitreihen an. Negative (positive) Werte implizieren einen Vorlauf (Nachlauf).

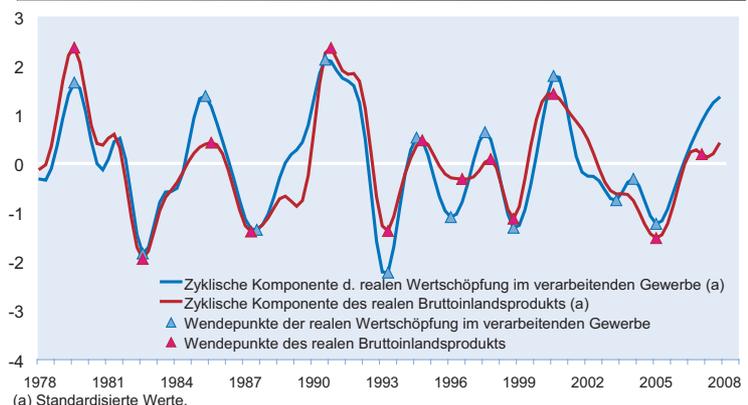
Quelle: Statistisches Bundesamt; ifo Konjunkturtest; Berechnungen des ifo Instituts.

zung einen *signifikanten* Zusammenhang zwischen der ifo Kapazitätsauslastung und der zyklischen Komponente der realen Bruttowertschöpfung in der Industrie. Die kritischen Werte eines approximativen F-Tests auf Kohärenz zum Signifikanzniveau 0,01 (= grüne Linie) bzw. 0,05 (= gelbe Linie) werden in diesem Schwingungsintervall deutlich überschritten; d.h. die Nullhypothese auf Nichtkohärenz wird abgelehnt. Bemerkenswert ist, dass die Kohärenz im Bereich längerer Schwingungen zwar teilweise signifikant, jedoch nicht sehr stark ist. Dies bestätigt den Eindruck aus dem visuellen Vergleich der beiden Zeitreihen. Bei den langfristigen Veränderungen zeigen sich gewisse Unterschiede. Offensichtlich entspricht die zyklische Komponente, die der Baxter-King-Filter aus der Zeitreihe der Wertschöpfung herauschneidet, im längerfristigen Vergleich nur in etwa der Entwicklung der ifo Kapazitäts-

auslastung. Im kurzfristigen konjunkturrelevanten Bereich ist die Korrelation zwischen den beiden Zeitreihen jedoch sehr hoch. Das Phasendiagramm in Abbildung 6 unten rechts enthält eine Schätzung des Phasenspektrums. Mit diesem Instrument kann gemessen werden, ob die Schwingungskomponenten zweier Zeitreihen zeitlich verschoben sind. Hier fällt auf, dass im längerfristigen Schwankungsbereich eine leichte Verschiebung erkannt wird. In dem für die aktuelle Konjunkturanalyse besonders wichtigen Bereich der kurzfristigen konjunkturrelevanten Schwingungen sind die beiden Zeitreihen jedoch synchron. Daher eignet sich die ifo Kapazitätsauslastung sehr gut, um Wendepunkte im Konjunkturzyklus zu erkennen.

Abbildung 7 zeigt abschließend, dass das verarbeitende Gewerbe in Deutschland immer noch ein wichtiger Cycle-Maker ist. Dargestellt sind die zyklischen Komponenten der realen Bruttowertschöpfung in der Industrie sowie des realen Bruttoinlandsprodukts, wobei für beide Reihen der Baxter-King-Filter verwendet wurde. Die konjunkturellen Wendepunkte, die für die vergangenen 30 Jahre mittels der *Bry-Boschan-Routine* registriert werden konnten, sind im Durchschnitt nahezu zeitlich koinzident. An den oberen Wendepunkten ist in diesem Zeitraum für die reale Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe ein marginaler Vorlauf von gut 1/2 Quartal zu beobachten, der Median (Zentralwert) aller Wendepunktvergleiche beträgt null. Über alle Datenpunkte hinweg gerechnet, zeigt auch das Kreuzkorrelogramm Koinzidenz zwischen den beiden Reihen, der maximale Korrelationskoeffizient wird bei Gleichlauf erreicht

**Abb. 7**  
Wendepunkte der realen Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe und des realen Bruttoinlandsprodukts



Quelle: Statistisches Bundesamt, Berechnungen des ifo Instituts.

und beträgt 0,86. Die durchschnittliche Länge von Aufschwungs- bzw. Abschwungsphasen sowie von vollständigen Konjunkturzyklen ist in der Industrie allerdings etwas geringer als in der Gesamtwirtschaft.

## Fazit

»Der Grad der Auslastung der Produktionskapazitäten kann als Maßstab für die konjunkturelle Situation der Industrie schlechthin gelten.« (Lindlbauer 1976, 6) Mit diesen Worten nahm das ifo Institut im Jahr 1976 die Berichterstattung über die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe auf, eine Variable, die als vierteljährlich gestellte Sonderfrage bereits seit den fünfziger Jahren im Erhebungsprogramm des ifo Konjunkturtests für das verarbeitende Gewerbe enthalten ist (vgl. Marquardt und Strigel 1959, 98). Zunächst standen Ergebnisse nur für einen deutlich weniger umfassenden Bereich zur Verfügung. Die genaue Abgrenzung lautete damals: »verarbeitende Industrie ohne eisenschaffende Industrie, Eisen-, Stahl- und Tempergießereien, NE-Metallindustrie, chemische Industrie, Mineralölverarbeitung sowie Nahrungs- und Genussmittelindustrie«. Ab 1970 gab es Daten für den größeren Bereich »verarbeitende Industrie ohne chemische Industrie sowie Nahrungs- und Genussmittelindustrie«. Heute stehen Zeitreihen für das gesamte verarbeitende Gewerbe einschließlich der Nahrungs- und Genussmittelindustrie zur Verfügung (Gesamtdeutschland ab 1991), wobei es selbstverständlich auch disaggregierte Ergebnisse gibt, die von den großen industriellen Hauptgruppen (z.B. Maschinenbau) bis hin zu einzelnen Produktgruppen reichen. Dabei wird die Auslastung an der »betriebsüblichen Vollaustausung« gemessen; der uneinheitlich gebrauchte Begriff »technische Maximalkapazität« wird damit umgangen.

Das bereits sehr klare konjunkturelle Signal der ifo Kapazitätsauslastung kann zu Analyse Zwecken durch eine zusätzliche Glättung noch verstärkt werden. Das hier eingesetzte Glättungsverfahren namens *lokal gewichteter polynomialer Regression* ist im Gegensatz zu den meisten anderen Verfahren allein datenbasiert, d.h. es kommt ohne die ansonsten notwendige Ad-hoc-Setzung von Parametern aus. Die Parameter werden bei diesem Verfahren aus den Daten geschätzt. Besonders vorteilhaft an der ifo Kapazitätsauslastung ist zudem, dass die Glättung auch am aktuellen Rand der Zeitreihe sehr stabil ist.

Die hier präsentierten Ergebnisse zeigen, dass der Aussagewert der ifo Kapazitätsauslastung hinsichtlich der Industriekonjunktur – zieht man als Referenzreihe die zyklische Komponente der vierteljährlichen realen Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe heran – sehr hoch ist. Der Verlauf der beiden Zeitreihen in den vergangenen 30 Jahren ist bereits rein optisch recht ähnlich. Zudem vermag die Kapazitätsauslastung die Wendepunkte der zyklischen Komponente der

realen Bruttowertschöpfung im Durchschnitt koinzident zu signalisieren. Eine Kreuzkorrelationsanalyse nach Filterung (*»prewhitening«*) der Zeitreihen bestätigt den Gleichlauf.

Differenzierter als im Zeitbereich lässt sich der Zusammenhang zwischen der ifo Kapazitätsauslastung und der zyklischen Komponente der realen Bruttowertschöpfung im verarbeitenden Gewerbe durch eine Spektralanalyse im Frequenzbereich untersuchen. Es zeigt sich, dass in beiden analysierten Zeitreihen die längerfristigen (Konjunktur-)Komponenten mit Schwingungen zwischen 6 und 32 Quartalen (=1,5 bis 8 Jahre) den Hauptanteil zur Varianz beitragen; beide Reihen weisen damit ein ähnliches Schwingungsverhalten auf. Zudem besteht in diesem wichtigen Schwingungsbereich ein signifikanter Zusammenhang zwischen den beiden Reihen; die kritischen Werte eines approximativen F-Tests auf Kohärenz werden bei den üblichen Signifikanzniveaus 0,01 und 0,05 deutlich überschritten. Das Phasenspektrum zeigt, dass die ifo Kapazitätsauslastung im besonders wichtigen Bereich der kürzerfristigen konjunkturrelevanten Schwingungen synchron zur zyklischen Komponente der realen Bruttowertschöpfung verläuft. Damit sind beide Zeitreihen im Zeit- wie im Frequenzbereich weitgehend gleichlaufend. Da die Industrie in Deutschland immer noch ein gewichtiger Cycle-Maker ist, vermag die ifo Kapazitätsauslastung koinzident und revisionsfrei zudem wichtige Rückschlüsse auf die konjunkturelle Gesamtsituation der deutschen Wirtschaft zu liefern.

Die ifo Kapazitätsauslastung besitzt für die Konjunkturanalyse die Vorzüge, dass sie sehr zeitnah verfügbar ist, keinen Revisionen unterliegt und ein klares Signal enthält, ohne große kurzfristige Störungen. Damit erfüllt sie wichtige Eigenschaften, die gute Konjunkturindikatoren aufweisen sollten (vgl. die grundlegende Arbeit des NBER von Moore und Shiskin 1967). Einer ihrer größten Vorteile ist jedoch: Sie zeigt die Konjunkturentwicklung an, ohne dass eine vorherige Trendbereinigung notwendig ist. Damit entfallen die Probleme, die eine solche Trendbereinigung mit sich bringt. Unterschiedliche Methoden können nämlich unterschiedliche Konjunkturzyklen extrahieren und die Schätzungen an den Rändern der Zeitreihe können sehr instabil sein. Die ifo Kapazitätsauslastung gibt ohne Trendbereinigung ein klares Konjunktursignal. Daher ist sie ein zentraler Indikator für die Beurteilung der aktuellen Konjunkturentwicklung.

## Exkurs: Lokal gewichtete polynomiale Regression<sup>7</sup>

Im Folgenden wird ein Glättungsverfahren namens »lokal gewichtete polynomiale Regression« vorgestellt. Ausgangs-

<sup>7</sup> Eine Monographie zu dem Thema ist Fan und Gijbels (1996). Im Rahmen der Zeitreihenanalyse wird die Methode diskutiert in Fan und Yao (2002).

punkt ist die Überlegung, dass eine Funktion  $m(z)$  lokal durch eine Taylorreihenentwicklung approximiert werden kann

$$m(z) \approx \sum_{j=0}^p \frac{m^{(j)}(x)}{j!} (z-x)^j \equiv \sum_{j=0}^p \beta_j (z-x)^j \quad \text{mit } \beta_j = \frac{m^{(j)}(x)}{j!}$$

für ein beliebiges  $z$  in der Nachbarschaft von  $x$ . Hierbei bezeichnet  $m^{(j)}(x)$  die  $j$ -te Ableitung von  $m$  an der Stelle  $x$  (mit  $m^{(0)} = m$ ) und  $j! = 1 \cdot 2 \cdot \dots \cdot j$  die Fakultät von  $j$ . Aus statistischer Sicht wird durch diese Gleichung die Funktion  $m(z)$  lokal durch ein einfaches polynomiales Modell modelliert. Diese Betrachtung motiviert auf der Basis von Beobachtungen  $X_i, Y_i$  die lokal gewichtete polynomiale Regression der Form

$$\sum_{i=1}^n \left\{ Y_i - \sum_{j=0}^p \beta_j (X_i - x)^j \right\}^2 K_h(X_i - x)$$

wobei  $K_h(\cdot)$  als Kernfunktion bezeichnet wird. Sie dient der Gewichtung der Daten. Der Parameter  $h$  wird als Bandweite bezeichnet. Sie definiert eine Fensterbreite, die angibt, wie lokal die Schätzung erfolgt. Seien  $\hat{\beta}_j$  ( $j = 0, \dots, p$ ) die Schätzwerte, die die obige Gleichung minimieren. Dann ist ein Schätzer für die Funktion  $m(x)$  am Entwicklungspunkt  $x$  der Wert  $\hat{\beta}_0$ .

Man kann sich das Glättungsverfahren so vorstellen, dass das obige Modell lokal, über die  $x$ -Achse gleitend, angepasst wird. Es resultiert im Prinzip ein gleitendes gewichtetes Mittel der Daten, dessen Gewichtungsfunktion unter bestimmten Annahmen aus statistischer Sicht optimal ist. Anstatt also etwa ein gleitendes arithmetisches Mittel aus jeweils fünf Beobachtungen (gleitender Fünfer-Durchschnitt) zu verwenden, wird ein Gewichtungssystem eingeführt, das gewissen Optimalitätskriterien genügt. Neben diesen statistischen Vorzügen besitzt das Verfahren den Vorteil, dass eine gut ausgebaute Theorie existiert, die den Anwender bei

der Wahl des Polynomgrades  $p$ , der Kernfunktion  $K$  und der Bandweite  $h$  unterstützt. Soll, wie in der vorliegenden Anwendung, die Funktion  $m(x)$  selber und keine Ableitung davon geschätzt werden, dann genügt ein Polynomgrad von  $p=1$  (vgl. Fan und Gijbels 1996, 77 ff. für eine theoretische Begründung dieser Wahl). Der Kernfunktion  $K$  kommt, wie viele Studien zeigen, eine untergeordnete Rolle zu. Im Weiteren wird ein Epanechnikov-Kern verwendet, der wiederum gewisse Optimalitätseigenschaften besitzt. Er hat die Gestalt

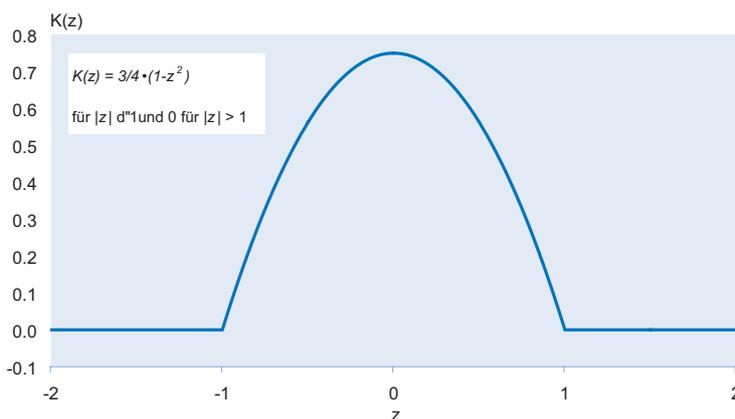
$$K(z) = \frac{3}{4} (1 - z^2) \text{ für } |z| \leq 1 \text{ und } 0 \text{ für } |z| > 1$$

In Abbildung 8 ist diese Funktion dargestellt. Je weiter die Beobachtungen vom Zentrum entfernt liegen, ein desto geringeres Gewicht erhalten sie in der Schätzung. Für die Verwendung dieser Kernfunktion in der hier vorliegenden Anwendung spricht auch, dass sie einen kompakten Träger besitzt. Das heißt, außerhalb des durch die Bandweite  $h$  definierten Fensters liegende Beobachtungen erhalten ein Gewicht von null und gehen somit nicht direkt in die jeweilige Schätzung ein. Werden demnach an eine Zeitreihe neue Beobachtungswerte hinzugefügt, so ändern sich weiter zurück liegende Schätzungen nicht mehr.

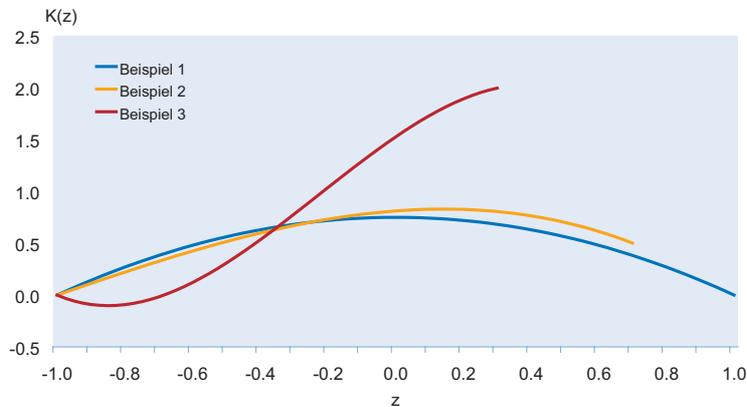
Die Gewichtung erfolgt symmetrisch um das Zentrum, so dass keine Phasenverschiebung der Zeitreihe erfolgt. Der Nachteil symmetrischer Gewichtungsschemata ist jedoch, dass ihnen an den Rändern der Zeitreihe, also insbesondere am aktuellen Rand, die Werte für die Gewichtung auf der einen Seite fehlen. Dies gilt auch für die lokal gewichtete polynomiale Regression. Dennoch spielt sie gerade in diesem Fall ihre Stärken gegenüber den meisten anderen Verfahren aus. Durch die Verwendung des Schätzverfahrens wird automatisch eine Randkorrektur der Gewichtungsfunktion vorgenommen, und zwar in einer Weise, dass diese Anpassung unter bestimmten Kriterien optimal ist (vgl. Fan und Gijbels 1996, 69 ff.). Die Anwendung der lokal gewichteten polynomialen Regression führt demnach implizit zu statistisch »vernünftigen« Schätzungen an den Datenrändern (vgl. Abb. 9).

Bleibt das Problem der Wahl der Bandweite  $h$ . Verfahren zur Wahl der Bandweite wurden in der wissenschaftlichen Literatur intensiv diskutiert (vgl. etwa Fan und Gijbels 2000), und es wurden verschiedene datengesteuerte Verfahren vorgeschlagen. In der vorliegenden Studie wird eine so genannte »Plug-In-Methode« verwendet, wie sie in Fan und Gijbels (1996, 110 ff.) diskutiert wird. Die Bandweite wird daher aus den Daten heraus geschätzt. Die Berechnung der lokal gewichteten polynomialen Regression an sich und die Schät-

**Abb. 8**  
**Epanechnikov-Kern**



**Abb. 9**  
Epanechnikov-Kern,  
Beispiele für die Gewichtung am Rand des Datenbereichs



zung der Bandweite erfolgt hier mit der Software R (vgl. R Development Core Team 2008). Das für diese Software erhältliche Packet `locpol` enthält die zur Berechnung notwendigen Funktionen (vgl. Cabrera 2007).

## Literatur

- Abberger, K. und W. Nierhaus (2007), »Das ifo Geschäftsklima: Ein zuverlässiger Frühindikator der Konjunktur«, *ifo Schnelldienst* 60(5), 25–30.
- Artis, M., M. Marcellino und T. Proietti (2003), »Dating the Euro Area Business Cycle«, C.E.P.R. Discussion Paper No. 3696.
- Baxter, M. und R.G. King (1995), »Measuring Business Cycles: Approximate Band-Pass Filters for Economic Time Series«, Working Paper No. 5022, National Bureau of Economic Research.
- Bry, G. und C. Boschan (1971), »Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs«, NBER Technical Paper No. 20, Cambridge Mass.
- Cabrera, J.L.O. (2007), `locpol`: Kernel local polynomial regression. R package version 0.2-0.
- Canova, F. (1998), »Detrending and business cycle facts«, *Journal of Monetary Economics* 41, 475–512.
- Chatfield, C. (2004), *The Analysis of Time Series*, Chapman&Hall/CRC, London, New York, Washington DC.
- Cryer, J.D. und K.-S. Chan (2008), *Time Series Analysis*, Springer Verlag, Heidelberg.
- Fan J. und I. Gijbels (1996), *Local Polynomial Modelling and its Applications*, Chapman&Hall/CRC, London, New York, Washington DC.
- Fan, J. und Q. Yao (2002), *Nonlinear Time Series*, Springer Verlag, Heidelberg.
- Fan, J. und I. Gijbels (2000), »Local Polynomial Fitting«, in: M.G. Schimek (Hrsg.), *Smoothing and Regression: Approaches, Computation and Application*, John Wiley & Sons, New York, 229–276.
- Fiorentini, G. und C. Planas (2003), <http://eemc.jrc.ec.europa.eu/EEMCArchive/Software/BUSY/BUSY-manual0603>.
- Hodrick, R.J. und E. Prescott (1997), »Post-war U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation«, *Journal of Money, Credit, and Banking* 29(1), 1–16.
- Kaiser R. und A. (2001), *Maravall, Measuring Business Cycles in Economic Time Series*, Springer Verlag, Heidelberg.
- König, H. und J. Wolters (1972), *Einführung in die Spektralanalyse ökonomischer Zeitreihen*, Verlag Anton Hain, Bodenheim.
- Lindlbauer, J.D. (1976), »Kapazitätsauslastung teilweise noch unbefriedigend«, *ifo Schnelldienst* 29(24), 6–7.
- Marquardt, W. und W. Strigel (1959), *Der Konjunkturtest, Eine neue Methode der Wirtschaftsbeobachtung*, Schriftenreihe des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung, Nr. 38, Duncker&Humblodt, Berlin, München.
- Moore, G. und J. Shiskin (1967), »Indicators of Business Expansions and Contractions«, NBER, Occasional Paper 1003, New York.
- R Development Core Team (2008), »R: A language and environment for statistical computing«, R Foundation for Statistical Computing, Vienna, Austria. ISBN 3-900051-07-0, URL <http://www.R-project.org>.

Shumway, R.H. und D.S. Stoffer (2000), *Time Series Analysis and Its Applications*, Springer Verlag, Heidelberg.

Statistisches Bundesamt (2007), *Fachserie 18 Reihe S. 23, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Vierteljährliche Berechnungen des Inlandsprodukts nach ESGV 1995 – Methoden und Grundlagen – Neufassung nach Revision 2005*, Wiesbaden.

Nach einem etwas schwächeren Jahr 2007 hat der Großhandel im bisherigen Jahresverlauf 2008 bei den Umsätzen wieder stärker zugelegt. Für das Plus von mehr als 10% im ersten Halbjahr waren in erster Linie die gestiegenen Großhandelsverkaufspreise verantwortlich, die in den letzten Monaten so stark gestiegen sind wie seit Anfang der achtziger Jahre nicht mehr. Doch auch preisbereinigt war der aufgelaufene Umsatzzuwachs mit 4% beachtlich. Eine deutlich gestiegene Nachfrage verzeichneten vor allem der Großhandel mit Maschinen, Ausrüstungen und Zubehör sowie der Großhandel mit landwirtschaftlichen Grundstoffen und lebenden Tieren. Da sich zuletzt die Anzeichen für eine Abkühlung der Konjunktur gemehrt haben und auch die Ergebnisse des ifo Konjunkturtests eine zunehmende Skepsis der Großhandelsfirmen zeigen, ist damit zu rechnen, dass sich die Geschäftsentwicklung in der zweiten Jahreshälfte abschwächen wird. Die Bruttoanlageinvestitionen des Großhandels werden 2008 nach den Ergebnissen der diesjährigen ifo Investitionserhebung erneut steigen, allerdings nicht mehr so stark wie im Vorjahr, denn zahlreiche Investitionen waren angesichts der Abschaffung der degressiven Abschreibung bei mobilen Anlagegütern zum 1. Januar 2008 noch auf 2007 vorgezogen worden.

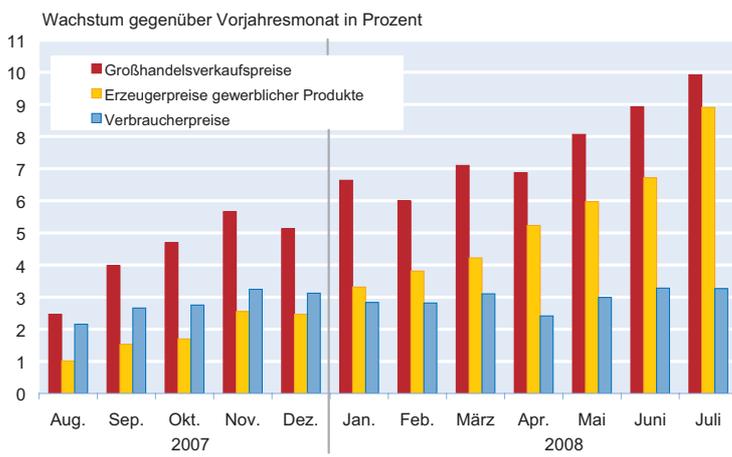
### Kräftiger Anstieg der Großhandelsverkaufspreise

Der Großhandel machte in den letzten Monaten vor allem durch die Entwicklung seiner Verkaufspreise von sich reden. Die Wachstumsraten gegenüber dem Vorjahr waren so hoch wie seit Anfang der achtziger Jahre nicht mehr. Im Juli waren die Preise fast 10% höher als im entsprechenden Vorjahresmonat, und auch in den übrigen Monaten dieses Jahres lagen die Wachstumsraten jeweils zwischen 6 und 9%. Die Großhandelspreise stiegen damit deutlich stärker als die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte und als die Verbraucherpreise (vgl. Abb. 1). Die stärksten Preissteigerungen waren im Großhandel

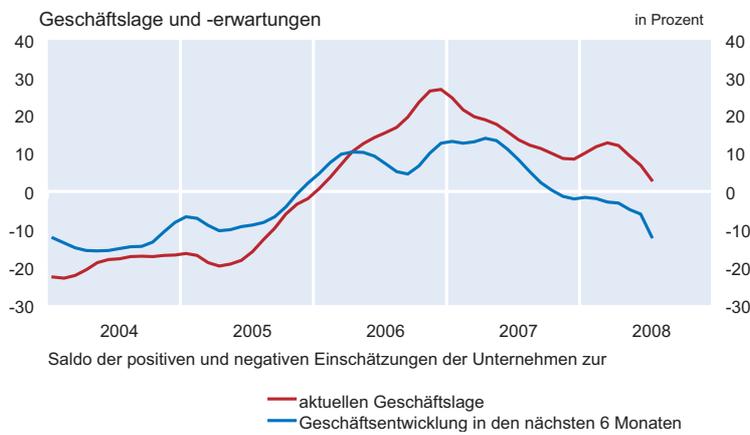
mit Getreide, Saatgut und Futtermitteln sowie im Großhandel mit festen Brennstoffen und Mineralölerzeugnissen zu beobachten. In diesen beiden Sparten lagen die Preise teilweise um mehr als 30% über dem Vorjahresniveau.

Dass der Großhandel (einschl. Handelsvermittlung) im ersten Halbjahr 2008 ein Umsatzplus von mehr als 10% gegenüber dem Vorjahr verzeichnete, ist also in nicht unerheblichem Maße auf die gestiegenen Verkaufspreise zurückzuführen. Im Großhandel mit landwirtschaftlichen Grundstoffen und lebenden Tieren lag das nominale Umsatzergebnis um ganze 31% über dem des ersten Halbjahres 2007, preisbereinigt fiel das Plus mit 0,5% hingegen vergleichsweise bescheiden aus. Die Daten für die anderen Großhandelszweige zeigen, dass auch in realer Rechnung beachtliche Zuwächse erzielt werden konnten: An der Spitze steht hier der Großhandel mit Maschinen, Ausrüstungen und Zubehör, der von der anhaltend hohen Nachfrage nach Investitionsgütern profitierte und zwischen Januar und Juni 2008 ein reales Umsatzplus von mehr als 10% erreichte. Für den Großhandel insgesamt ergab sich preisbereinigt ein Zuwachs von immerhin 4%. Dies zeigt, dass sich der konjunkturelle Höhenflug der Branche bis auf weiteres fortsetzt, nachdem sich in der zweiten Hälfte des Vorjahres noch eine Geschäftsabschwächung angedeutet hatte. Waren die Umsätze 2006 noch real um 3,2% gestiegen, gingen sie 2007 leicht

Abb. 1  
Entwicklung der Großhandels-, Erzeuger- und Verbraucherpreise



**Abb. 2**  
Großhandel insgesamt



Quelle: ifo Konjunkturtest.

um 0,5% zurück. Allerdings waren die Vorgaben aus dem Jahr 2006 recht hoch, da aufgrund der Mehrwertsteuererhöhung zum 1. Januar 2007 viele Käufe auf Abnehmerseite noch auf das Jahr 2006 vorgezogen worden waren.

Die Geschäftsabschwächung im Jahresverlauf 2007 lässt sich sehr gut an der Beurteilung der Geschäftslage und den Geschäftserwartungen der für den monatlichen ifo Konjunkturtest befragten Großhandelsfirmen ablesen (vgl. Abb. 2). Trotz der sichtbaren Abwärtsbewegung blieben die Geschäftslageurteile aber bis zum aktuellen Rand mehrheitlich im positiven Bereich.

### Geschäftsaussichten für 2008 gemischt

Während die im Rahmen des ifo Konjunkturtests befragten Großhandelsfirmen damit rechnen, dass sich die allgemeine Geschäftsentwicklung im Laufe des zweiten Halbjahres 2008 abschwächen wird, zeigten sie sich bezüglich der Umsatzentwicklung optimistisch: Mit 43% rechnete, wie schon bei der Investitionserhebung im letzten Jahr, auch 2008 wieder die Mehrheit der Großhändler damit, die Vorjahresumsätze übertreffen zu können. Im Gegensatz zum Vorjahr war der Optimismus dieses Mal jedoch nicht in allen Unternehmensgrößenklassen auszumachen, sondern überwiegend bei den großen Unternehmen (> 25 Mill. € Jahresumsatz) und bei größeren mittelständischen Firmen (5 bis 25 Mill. €).

Der Produktionsverbindungshandel wird in diesem Jahr von einem mit 7,4% (real) erneut deutlichen Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Ausrüstungsinvestitionen profitieren (Konjunkturprognose des ifo Insti-

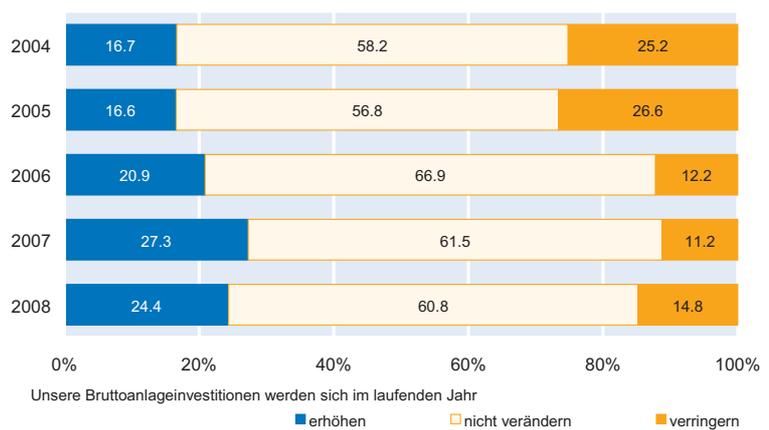
tuts vom Juni 2008, vgl. Carstensen et al. 2008). In den baunahen Großhandelssparten ergeben sich Potentiale durch einen prognostizierten Anstieg der Bauinvestitionen von real 1,7%. Auch die Umsatzentwicklung im Konsumgütergroßhandel dürfte durch die voraussichtliche Zunahme des privaten Verbrauchs von preisbereinigt 0,5% positiv beeinflusst werden.

Nominal dürfte sich 2008 unter Berücksichtigung der angesprochenen Preisentwicklung im Großhandel ein sichtbares Umsatzplus ergeben. Preisbereinigt wird sich das zwischen Januar und Juni 2008 aufgelaufene Umsatzwachstum von 4% allerdings angesichts der sich abkühlenden Konjunktur wohl nicht halten lassen. Während das Bruttoinlandsprodukt preis-, saison- und kalenderbereinigt im ersten Quartal 2008 noch unerwartet stark um 1,3% gestiegen war, ging es im zweiten Quartal erstmals seit 2004 wieder leicht zurück (- 0,5%).

### Investitionspläne weniger expansiv

Mit Ausnahme des letzten Jahres, das vergleichsweise schwächer verlaufen ist als die vorangegangenen, hat der Großhandel mehrere Jahre mit einer guten Umsatzentwicklung hinter sich. Berechnungen auf Basis der Jahreserhebung des Statistischen Bundesamtes im Handel, die derzeit bis zum Jahr 2005 vorliegen, lassen darauf schließen, dass die Ertragslage der Großhandelsfirmen im Durchschnitt als gut bewertet werden kann (vgl. Lachner 2008). Damit dürften vielerorts die finanziellen Möglichkeiten für die Durchführung von geplanten Investitionsvorhaben gegeben sein.

**Abb. 3**  
Investitionsplanungen im Großhandel



Quelle: ifo Investitionstest.

Die Ergebnisse der Investitionsumfrage des ifo Instituts lassen auch 2008 eine anhaltende Investitionsbereitschaft der Großhandelsfirmen erkennen, allerdings sind die Pläne etwas weniger expansiv als noch im letzten Jahr (vgl. Abb. 3). Ein Grund hierfür dürfte die Streichung der degressiven Abschreibung neu erworbener beweglicher Anlagegüter zum Jahreswechsel 2008 sein, denn gerade für kleine und mittelständische Firmen ist die degressive Abschreibung ein wichtiger Baustein bei der Finanzierung größerer Investitionen (vgl. Städtler 2007).

Konkret gab etwa jedes vierte befragte Unternehmen an, seine Bruttoanlageinvestitionen in diesem Jahr erhöhen zu wollen; 2007 waren es mit 27% etwas mehr. Gleichzeitig kündigten 15% der Firmen an, ihre Ausgaben für Ausrüstungen, Bauten und sonstige Anlagen zurückfahren zu wollen (2007: 11%). Der Höhepunkt der Investitionstätigkeit des Großhandels im aktuellen Konjunkturzyklus könnte also bereits erreicht worden sein. In Ostdeutschland ist dagegen den Umfragergebnissen zufolge auch dieses Jahr mit einer unverändert lebhaften Investitionstätigkeit zu rechnen. Insgesamt lassen die Ergebnisse 2008 einen Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen um etwa 8% erwarten.

Wie schon in den Erhebungen der vergangenen Jahre ersichtlich, besteht ein starker Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Investitionsabsichten: Während die großen und mittleren Unternehmen ihre Investitionen mehrheitlich erhöhen wollen, deuten die Angaben der Klein- und Kleinstunternehmen darauf hin, dass das Investitionsvolumen bestenfalls konstant gehalten oder sogar verringert wird. Vor allem kleine Firmen haben oft nicht genug finanzielle Eigenmittel. Sie haben auch häufig Probleme, Kredite zu bekommen, da die Banken verstärkt auf ausreichende Sicherheiten achten und gute Geschäftszahlen sehen wollen, mit denen gerade kleine Firmen nicht immer aufwarten können. Nach Ergebnissen verschiedener Sonderbefragungen

des ifo Instituts hat sich das Kreditklima (d.h. die Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben) aus Sicht der befragten Handelsfirmen im Vergleich zum letzten Jahr verschlechtert (vgl. Kunkel 2008).

Differenziert nach Branchen waren die Investitionspläne besonders expansiv im Großhandel mit Maschinen, Ausrüstungen und Zubehör sowie im Großhandel mit landwirtschaftlichen Grundstoffen und lebenden Tieren, also in den beiden Teilsparten, die in der jüngsten Vergangenheit aufgrund starker Nachfrage die besten Geschäfte machten. Vergleichsweise zurückhaltend in seinen Investitionsabsichten war dagegen der Großhandel mit Ge- und Verbrauchsgütern. Grund dafür dürfte der schwache private Konsum im letzten Jahr gewesen sein, der dafür gesorgt hat, dass weite Teile der Großhandelskunden ihre Order zurückgefahren haben.

### Bauinvestitionen steigen mit verringertem Tempo

Der Großhandel wird nach den Ergebnissen des ifo Investitionstests auch 2008 mehr für bilanzierte Baumaßnahmen ausgeben als im vergangenen Jahr, allerdings wird das Wachstum der Bauinvestitionen geringer ausfallen als 2007. Nur noch 16% der befragten Firmen – nach 19% im letzten Jahr – gaben an, ihre Ausgaben für Bauten in diesem Jahr erhöhen zu wollen. Einzig bei den Großunternehmen (> 25 Mill. € Jahresumsatz) ist die Bereitschaft zu Investitionen noch ausgeprägter als im Vorjahr.

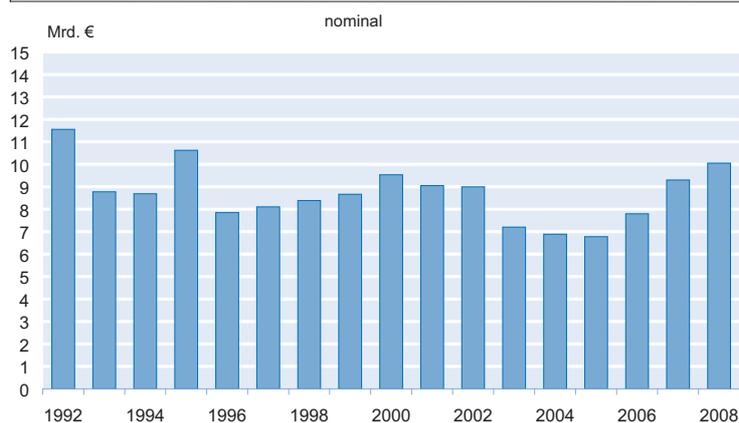
Bei den geplanten Baumaßnahmen dürfte es sich überwiegend um Maßnahmen im Bestand handeln. Ebenso wie im Vorjahr gab nur knapp jedes neunte Unternehmen an, seine Geschäftsfläche erweitern zu wollen. Bei diesen Firmen handelt es sich wiederum vorwiegend um Großunternehmen. Um die Ressourcen zu bündeln und die Effizienz zu steigern, investieren diese z.B. in neue Vertriebszentren und moderne Großlager mit hohem Automatisierungsgrad.

Alles in allem hat der Anteil der Bauinvestitionen an den gesamten Bruttoanlageinvestitionen in den vergangenen Jahren immer weiter abgenommen: Laut der Handelsstatistik des Statistischen Bundesamtes ging er zwischen 2000 und 2005 von über 30 auf nur noch 26% zurück.

### Investitionen in Ausrüstungen bleiben auf hohem Niveau

Ebenso wie bei den Bauinvestitionen dürfte sich auch das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen im Großhandel verlangsamen.

**Abb. 4**  
Investitionen des Großhandels



Quelle: ifo Investitionstest.

Knapp 30% der befragten Unternehmen haben im laufenden Jahr eine Erhöhung ihrer Ausgaben für Betriebs- und Geschäftsausstattungen geplant. 2007 waren es 34%. Trotz der weniger expansiven Pläne der Unternehmen werden die Ausgaben für die Anschaffung neuer und für die Modernisierung bestehender Ausrüstungen und sonstiger Anlagen auf einem hohen Niveau bleiben, da sie für den Großhandel von strategischer Bedeutung sind. Dies zeigt sich unter anderem daran, dass die Investitionspläne bei Unternehmen aller Größenklassen auf Expansion stehen, sogar bei Kleinstunternehmen.

Die Firmen des Großhandels sehen sich heute oftmals nicht mehr in erster Linie als Handels-, sondern eher als Serviceunternehmen. Im intensiven Wettbewerb zu anderen Wirtschaftszweigen, welche sukzessive einen höheren Anteil distributiver Wertschöpfung beanspruchen, versucht sich der institutionelle Großhandel durch die Ausweitung des Angebots begleitender Dienstleistungen zu profilieren. Dazu zwingen ihn auch die gestiegenen Anforderungen der Kunden aus Industrie, Bau, Handwerk und Einzelhandel.

Zu den strategisch wichtigsten Investitionen gehören Investitionen in moderne Informations- und Kommunikationstechnik, da der Daten- und Informationsaustausch mit Lieferanten und Kunden in zunehmendem Maße auf elektronischem Wege erfolgt. Zur Sicherstellung der zuverlässigen Kundenbelieferung – der 24-Stunden-Service ist in etlichen Teilbranchen bereits Standard – gehören beispielsweise intelligente Lagersteuerungs- und Transportplanungssysteme. Neue Technologien wie RFID (Radio Frequency Identification) kommen auch im Großhandel verstärkt zum Einsatz. Nicht zuletzt kann auch der Ausbau der Webshop-Aktivitäten zu einem entscheidenden Wettbewerbsvorteil werden.

Für diejenigen Unternehmen, die selbst Transporte durchführen, gehören weiterhin Fahrzeuge zu den wichtigsten Investitionsobjekten. Diese werden wegen der hohen Anschaffungskosten besonders häufig über Leasing finanziert. Im Zuge der zuletzt stark gestiegenen Treibstoffpreise wird die Nachfrage nach neuen, sparsameren Modellen steigen. Im Lebensmittelgroßhandel sind angesichts der gestiegenen Nachfrage der Konsumenten nach Frische-Produkten Investitionen sowohl in stationäre Kühlsysteme als auch in Fahrzeuge mit moderner Kühltechnik von Bedeutung.

### Leichter Beschäftigungszuwachs im Großhandel

Der seit Jahren zu beobachtende Beschäftigungsrückgang im Großhandel ist 2007 weitgehend zum Stillstand gekommen. Nach vorläufigen Ergebnissen des Statistischen Bundesamtes ging die Zahl der Beschäftigten im Großhandel

im letzten Jahr nur noch minimal um 0,1% zurück. 2008 dürfte die Beschäftigung erstmals wieder steigen. Zumindest im ersten Halbjahr hat der Großhandel neue Stellen geschaffen: Um 1,9% stieg die Anzahl der Beschäftigten gegenüber dem Vorjahr. Im Gegensatz zum Einzelhandel nahm die Zahl der Vollzeitkräfte im Großhandel mit 2,1% deutlich stärker zu als die der Teilzeitbeschäftigten (+ 1,2%). Generell ist der Anteil des in Teilzeit beschäftigten Personals im Großhandel mit 21% deutlich niedriger als im Einzelhandel (49%).

Die Ergebnisse der Sonderfrage aus dem ifo Investitionstest sprechen dafür, dass sich das Beschäftigungswachstum im Großhandel auch im weiteren Jahresverlauf fortsetzt. Nicht nur große Unternehmen, auch kleine Firmen mit Jahresumsätzen unter 1 Mill. € gaben an, ihren Personalbestand in diesem Jahr aufstocken zu wollen.

### Fazit: Investitionswachstum fällt 2008 etwas geringer aus

Der Großhandel hat in diesem Jahr seine Verkaufspreise so stark erhöht wie seit Anfang der achtziger Jahre nicht mehr. Der Anstieg der Großhandelsverkaufspreise war sogar stärker als der der Erzeugerpreise für gewerbliche Produkte und der Verbraucherpreise. Entsprechend hoch fiel der Umsatzzuwachs im Großhandel im ersten Halbjahr 2008 aus (+ 10,4%). Dieser Wert ist allerdings nicht allein auf den Preisauftrieb zurückzuführen, denn auch real war das Umsatzplus mit 4% beachtlich. Angesichts der sich abkühlenden Konjunktur ist unsicher, ob sich die günstige Geschäftsentwicklung im Großhandel in diesem Ausmaß bis zum Jahresende fortsetzt.

Der institutionelle Großhandel steht im anhaltenden Wettbewerb zu anderen Wirtschaftsbereichen, die sich in die Warendistribution einschalten. Zu nennen sind hier z.B. Transport- und Logistikfirmen, herstellergesteuerte Vertriebsgesellschaften und große Filialsysteme des Einzelhandels, die die gesamte Wertschöpfungskette von der Herstellung bis hin zum Ladenverkauf kontrollieren. In diesem Umfeld versucht der Großhandel sein Markt-Know-how auszuspielen und konzentriert sich neben seinen traditionellen Aufgaben wie Beschaffung und Lagerhaltung auf die Entwicklung immer neuer Dienstleistungen, die sich eng an den Bedürfnissen der Kunden orientieren. Das Leistungsspektrum wurde in den letzten Jahren sukzessive erweitert, z.B. um Logistik-Controlling sowie Information und Beratung der Kunden bei Produktauswahl, Sortimentsgestaltung und Regaloptimierung. Für den Facheinzelhandel wurden zum Teil sogar fertige Werbe- und Marketingkonzepte entwickelt (vgl. Lachner 2007).

Für diese Aktivitäten sind dauerhafte Investitionen, vor allem im IT-Bereich, notwendig, die auch in den kommenden Jah-

ren für eine relativ stabile Investitionstätigkeit im Großhandel sorgen werden. Nach den Ergebnissen der diesjährigen ifo-Erhebung stehen bei den Investitionen des Großhandels auch 2008 die Zeichen wieder auf Wachstum. Dieses dürfte mit rund 8% allerdings etwas geringer ausfallen als im letzten Jahr, zum einen wegen der Skepsis der Unternehmen bezüglich der weiteren konjunkturellen Entwicklung, zum anderen weil zahlreiche Investitionen wegen der Abschaffung der degressiven Abschreibung bereits auf das Jahr 2007 vorgezogen worden waren.

### Literatur

- Carstensen, K., W. Nierhaus, K. Abberger, St. Elstern, St. Henzel, O. Hülsewig, J. Mayr, W. Meister, D. Ulbricht und T. Wollmershäuser (2008), »ifo Konjunkturprognose 2008/2009: Aufschwung geht zu Ende«, *ifo Schnelldienst* 61(12), 9–54.
- Klees, S., E. Wein et al. (2007), »Großhandel im Jahr 2005 – Strukturen und wirtschaftliche Rahmenbedingungen«, *Wirtschaft und Statistik* (10), 934–947.
- Kunkel, A. (2008), »Leichter Rückgang des Kreditklimas«, *ifo Schnelldienst* 61(7), 35–37.
- Lachner, J. (2008), »Großhandel«, *Branchen special*, Bericht Nr. 84, April 2008.
- Lachner, J. (2007), »Konsumgütergroßhandel gewinnt Marktanteile«, *ifo-GfK-Konsumreport*, September 2007, 10.
- Städtler, A. (2007), »Investitionen ab 2008 schwieriger«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9. Mai, B2.
- Weichselberger, A. (2008), »Westdeutsche Industrie: Anhaltende Investitionsbereitschaft«, *ifo Schnelldienst* 61(4), 25–29.

# Westdeutsche Industrie: Trotz konjunktureller Eintrübung weiteres Investitionsplus geplant

Annette Weichselberger

Nach den Plänen der Unternehmen ist im westdeutschen verarbeitenden Gewerbe 2008 mit einem Anstieg der Investitionen um 9% zu rechnen. Für das letzte Jahr ergaben die Meldungen der Firmen einen Zuwachs von 10%. An der schwerpunktmäßig von April/Mai 2008 vom ifo Institut durchgeführten Investitionserhebung im verarbeitenden Gewerbe Westdeutschlands beteiligten sich gut 1 800 Unternehmen. Gemessen an den Bruttoanlageinvestitionen repräsentieren sie das westdeutsche verarbeitende Gewerbe zu 45%. Erfasst wurden, neben der Investitionsentwicklung in den vergangenen beiden Jahren, die Investitionspläne für 2008 sowie die Zielsetzung der Investitionstätigkeit.

## 2007: Investitionsanstieg um 10%

Die erfreuliche konjunkturelle Entwicklung in den letzten zwei Jahren hat die Investitionsbereitschaft der Unternehmen beflügelt. Bereits 2006 hat das westdeutsche verarbeitende Gewerbe seine Investitionen um knapp 7% erhöht, nachdem es in den vorangegangenen vier Jahren seine Ausgaben für neue Bauten und Ausrüstungsgüter deutlich gekürzt hatte.

Nach den Ergebnissen des aktuellen Investitionstests hat das verarbeitende Gewerbe in Westdeutschland mit gut 43 Mrd. € seine Investitionen 2007 nominal um weitere 10% erhöht (vgl. Tab. 1). Die reale und die nominale Veränderungsrate bewegen sich zurzeit in derselben Größenordnung. Die Preise für Bauinvestitionen zogen im letzten Jahr zwar recht kräftig an, ihr Anteil an den Gesamtinvestitionen ist im verarbeitenden Gewerbe Westdeutschlands jedoch relativ gering (2007: 15%). Demgegenüber sind die Preise für Ausrüstungsgüter (Anteil 2007: 85%) leicht gesunken, so dass sich für die reale Veränderungsrate ebenfalls 10% ergibt.

Das verarbeitende Gewerbe in den neuen Bundesländern erhöhte nach den aktuellsten Schätzungen seine Investitionen 2007 um rund 5%. Damit ergibt sich für das gesamtdeutsche verarbeitende Gewerbe ein Investitionsanstieg von gut 9%.

## Rege Investitionstätigkeit in den meisten Branchen

Der Investitionsanstieg im Jahr 2007 war breit angelegt. In allen Hauptgruppen des verarbeitenden Gewerbes haben die Investitionen zugenommen. Nach den Meldungen der Firmen wurden die Ausgaben für neue Bauten und Ausrüstungsgüter im *Nahrungs- und Genussmittelgewerbe* um 6% erhöht. Für den Bergbau ergab sich eine Zuwachsrate von 14%.

Der stärkste Investitionsanstieg war 2007 mit rund 15% im *Grundstoff- und Produktionsgütergewerbe* zu verzeichnen. Besonders kräftige Investitionserhöhungen von über 30% meldeten die Ziehereien und Kaltwalzwerke, die Gießereien und die Unternehmen der eisenschaffenden Industrie sowie die der Zellstoff-, Pa-

**Tab. 1**  
**Bruttoanlageinvestitionen**

Bereich	Mill. €		Veränderungsraten		
	2006	2007	2006/2005	2007/2006	2008/2007
Bergbau	700	800	- 8	+ 14	+ 15
Verarbeitendes Gewerbe	39 370	43 340	+ 7	+ 10	+ 9
davon:					
Grundstoff- und Produktionsgütergewerbe	10 070	11 480	+ 12	+ 14	+ 2
Investitionsgüter produzierendes Gewerbe	20 690	22 660	+ 4	+ 10	+ 15
Verbrauchsgüter produzierendes Gewerbe	5 280	5 660	+ 9	+ 7	+ 4
Nahrungs- und Genussmittelgewerbe	3 330	3 540	± 0	+ 6	± 0
Bergbau und verarbeitendes Gewerbe <sup>a)</sup>	40 070	44 140	+ 6	+ 10	+ 9

<sup>a)</sup> Ohne Baugewerbe, allgemeine Energie- und öffentliche Wasserversorgung.

Quelle: ifo Investitionstest.

**Tab. 2**  
**Zusammensetzung der Investitionen**

Bereich	Anteile an den gesamten Bruttoanlageinvestitionen in %							
	Betriebsbauten <sup>a)</sup> (einschl. in Bau befindlicher)				Ausrüstungen <sup>b)</sup>			
	2004	2005	2006	2007	2004	2005	2006	2007
Verarbeitendes Gewerbe	13	12	15	15	87	88	85	85
davon:								
Grundstoff- und Produktionsgütergewerbe	10	17	18	20	90	83	82	80
Investitionsgüter produzierendes Gewerbe	13	10	14	14	87	90	86	86
Verbrauchsgüter produzierendes Gewerbe	13	13	13	13	87	87	87	87
Nahrungs- und Genussmittelgewerbe	17	12	15	11	83	88	85	89

<sup>a)</sup> Ohne Wohnungsbauten. – <sup>b)</sup> Diese Position enthält Maschinen und maschinelle Anlagen (einschl. in Aufstellung befindlicher) sowie Fahrzeuge, Werkzeuge, Betriebs- und Geschäftsausstattung.

Quelle: ifo Investitionstest.

pier- und Papperezeugung. Der außerordentlich starke Investitionsanstieg in der Zellstoff-, Papier- und Papperezeugung ist in erster Linie auf ein großes Investitionsprojekt in Süddeutschland zurückzuführen. Die chemische Industrie, die – gemessen am Investitionsvolumen – im Grundstoff- und Produktionsgütergewerbe das größte Gewicht hat, investierte 13% mehr in neue Sachanlagen als im Jahr davor. In ähnlicher Größenordnung bewegte sich die Steigerung in der Mineralölverarbeitung (einschließlich Vertrieb). Demgegenüber fielen die Zuwächse im NE-Bereich und in der Branche Steine und Erden mit rund 5% relativ gering aus. Die Gummiverarbeitung dürfte im letzten Jahr in ähnlichem Umfang investiert haben wie 2006. Deutlich gekürzt – um rund ein Drittel – hat die Holzbearbeitung ihre Ausgaben für neue Bauten und Ausrüstungsgüter, nachdem hier in den zwei vorangegangenen Jahren stark investiert worden war.

Das *Investitionsgüter produzierende Gewerbe* investierte 2007 im Durchschnitt um gut 10% mehr als im Vorjahr. In fast allen Branchen dieser Hauptgruppe wurden die Investitionen angehoben. Die kräftigste Erhöhung meldete mit + 17% der Maschinenbau. Etwas weniger starke Zuwächse (10 bis 15%) waren in den folgenden Branchen zu verzeichnen: Straßenfahrzeugbau, Schiffbau, Stahlverformung und Feinmechanik und Optik. Im Straßenfahrzeugbau ist es allerdings nicht ganz auszuschließen, dass die Entwicklung eventuell überzeichnet ist, da zahlreiche Unternehmen in letzter Zeit dazu übergegangen sind, nach den International Accounting Standards (IAS) zu bilanzieren. Im Gegensatz zur bisherigen Definition des Investitionsbegriffs können nach diesen internationalen Bilanzierungsrichtlinien auch Ausgaben für Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten als Investitionen aktiviert werden; Forschungs- und Entwicklungskosten spielen insbesondere im Straßenfahrzeugbau eine nicht unerhebliche Rolle. Die Hersteller von EBM-Waren, die Unternehmen der Elektrotechnik und die des EDV-Bereichs dürften im Durchschnitt ihre Sachanlageinvestitionen gegenüber 2006 um rund 5% erhöht haben. Im Stahl- und Leichtmetallbau verharrte das Investitionsniveau 2007 auf dem des Vorjahres.

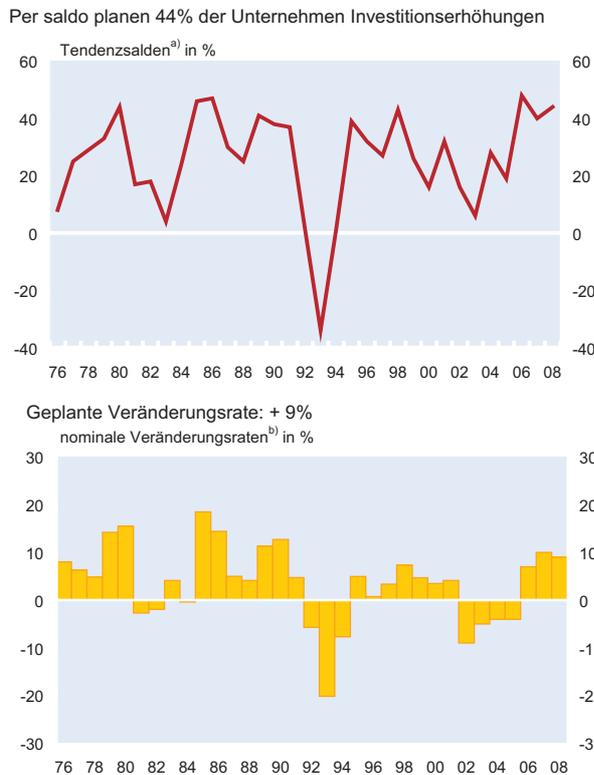
Im *Verbrauchsgüter produzierenden Gewerbe* lag die durchschnittliche Investitionssteigerung 2007 bei gut 7%. Eine kräftige Erhöhung der Investitionsausgaben – um ein Drittel – war bei den Herstellern und Verarbeitern von Glas zu verzeichnen. Auch noch recht hohe Steigerungsraten meldeten mit rund 15% die Unternehmen der Kunststoffverarbeitung, der Papier- und Papperverarbeitung und die des Ledergerwerbes sowie die Hersteller von Musikinstrumenten, Spielwaren, Schmuck usw. Das Textilgewerbe und die Feinkeramik erhöhten ihre Ausgaben für neue Bauten und Ausrüstungsgüter nur leicht um 5%. In der Holzverarbeitung bewegten sich die Sachanlageinvestitionen 2007 in der Größenordnung des Vorjahres. Gekürzt wurden die Investitionsausgaben um 10 bzw. 20% in der Branche Druckerei und Vervielfältigung sowie im Bekleidungsgerwerbe.

### 2008: Investitionsanstieg um 9% geplant

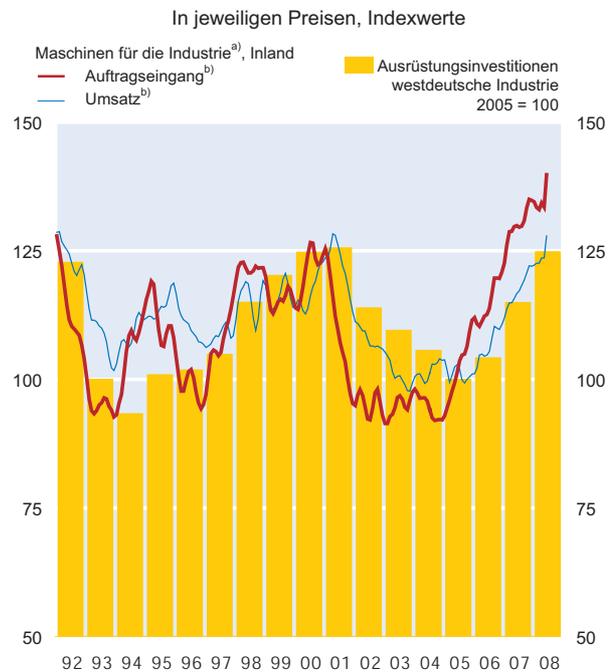
Trotz der vermehrten Anzeichen für eine konjunkturelle Eintrübung werden nach dem derzeitigen Planungsstand die Investitionen im westdeutschen verarbeitenden Gewerbe 2008 nochmals zunehmen. Betrachtet man die von den Unternehmen gemeldeten Investitionstendenzen, so planen 70% der Testteilnehmer mehr und knapp 27% weniger als 2007 zu investieren, die restlichen 3% wollen ihre Ausgaben für neue Bauten und Ausrüstungsgüter konstant halten. Der Saldo aus den »Mehr«- und »Weniger«- Meldungen liegt bei + 44 (vgl. Abb. 1). Zum Zeitpunkt der letzten Erhebung, im Herbst 2007, hatte sich aus den Investitionstendenzen für 2008 ein Saldo von + 42 ergeben. Berücksichtigt man ferner die quantitativen Angaben, so dürften die Investitionen des westdeutschen verarbeitenden Gewerbes 2008 nominal und real knapp 9% über dem Vorjahresniveau liegen. Damit hat sich die Investitionsplanung vom Herbst letzten Jahres insgesamt gesehen bestätigt.

Ein Indikator für die Investitionsneigung in der Industrie ist auch die inländische Nachfrage nach neuen Ausrüstungsgütern, also nach Maschinen und maschinellen Anlagen. Der inlän-

**Abb. 1**  
**Entwicklung der Investitionen in der westdeutschen Industrie (2008)**



**Abb. 2**  
**Nachfrage der westdeutschen Industrie nach Ausrüstungsgütern**



<sup>a)</sup> Differenz zwischen den "Mehr"- und den "Weniger"-Meldungen, Stand jeweils April – Juni des laufenden Jahres.  
<sup>b)</sup> Bruttoanlageinvestitionen der Industrie, 2007: vorläufig, 2008 : ermittelt aufgrund der Planangaben.

<sup>a)</sup> Hersteller von Baustoffmaschinen, Hütten- und Walzwerksanlagen, Gießereimaschinen, Apparatebau, Holzbearbeitungsmaschinen, Gummi- u. Kunststoffmaschinen, Druck- und Papiermaschinen, Werkzeugmaschinen, Präzisionswerkzeuge, Schuh- u. Ledermaschinen, Trocknungsanlage, Textilmaschinen, Nähmaschinen und Nahrungsmittelmaschinen.  
<sup>b)</sup> Saisonbereinigt und geglättet.

dische Auftragseingang bei den Industrieausrüstern des Maschinenbaus (vgl. Abb. 2) nimmt seit Anfang 2005 tendenziell kräftig zu. Die Inlandsumsätze, deren Entwicklung aufgrund der Lieferzeiten etwas verzögert ist, sind seit dem dritten Quartal 2005 steil nach oben gerichtet. Das spricht dafür, dass die Investitionen des westdeutschen verarbeitenden Gewerbes trotz der bereits eingesetzten Konjunkturabkühlung in diesem Jahr noch einmal steigen werden.

**Deutliche Investitionssteigerung im Investitionsgüter produzierenden Gewerbe**

Nach den aktuellen Meldungen sind auch 2008 in fast allen Hauptgruppen des verarbeitenden Gewerbes nochmals Investitionszuwächse zu erwarten, lediglich die *Nahrungs- und Genussmittelhersteller* haben ein im Vergleich zu 2007 unverändertes Investitionsniveau vorgesehen. Im Bergbau ist mit einem deutlichen Anstieg von rund 15% zu rechnen.

Im *Grundstoff- und Produktionsgütergewerbe* ist, nach den Meldungen der Unternehmen, 2008 ein Investitions-

anstieg von 2% zu erwarten. Die stärkste Erhöhung, um rund ein Viertel, ist bei den Gießereien geplant, aber auch die eisenschaffende Industrie und die NE-Metallerzeugung wollen ihre Ausgaben nochmals kräftig, um rund 15%, aufstocken. Nicht ganz so hoch dürften die Zuwächse, mit 10%, in der chemischen Industrie und in der Gummiverarbeitung ausfallen. Ein im Vergleich zum Vorjahr konstantes Investitionsniveau zeichnet sich bei den Ziehereien und Kaltwalzwerken ab. Der Bereich Steine und Erden und die Holzbearbeitung wollen in diesem Jahr ihre Investitionsbudgets um gut 5% kürzen. Die Gewinnung und Verarbeitung von Steinen und Erden leidet dabei unter der seit längerem recht schwachen Bautätigkeit. Starke Investitionsrückgänge, um ein Drittel bzw. fast die Hälfte, sind in der Mineralölverarbeitung (einschließlich Vertrieb) und in der Zellstoff-, Papier- und Pappeerzeugung zu erwarten. Die Mineralölverarbeitung (einschließlich Vertrieb) hat in den letzten drei Jahren sehr stark investiert, und in der Zellstoff-, Papier- und Pappeerzeugung ist das deutliche Minus insbesondere auf den Abschluss des bereits erwähnten großen Investitionsprojekts 2007 zurückzuführen.

**Tab. 3**  
**Tendenzen der Investitionsplanung**

Bereich	Im Jahr 2008 wollen gegenüber 2007 ... % der Unternehmen <sup>a)</sup> investieren				zum Vergleich: Pläne für				
	mehr	gleich- viel	weniger	Saldo <sup>b)</sup>	2007	2006	2005	2004	2003
Verarbeitendes Gewerbe	70	3	27	+ 44	+ 40	+ 48	+ 19	+ 28	+ 6
davon:									
Grundstoff- und Produktions- gütergewerbe	68	0	32	+ 35	+ 42	+ 59	+ 26	+ 6	- 24
Investitionsgüter produzierenden Gewerbe	79	6	15	+ 64	+ 48	+ 49	+ 17	+ 41	+ 14
Verbrauchsgüter produzierenden Gewerbe	58	1	41	+ 18	+ 38	+ 31	+ 14	+ 9	+ 3
Nahrungs- und Genussmittel- gewerbe	41	1	58	- 17	- 3	+ 37	+ 19	+ 29	+ 45

<sup>a)</sup> Gewichtet mit dem Firmenumsatz. – <sup>b)</sup> Differenz der Prozentanteile der gewichteten »Mehr«- und »Weniger«-Meldungen aus der jeweiligen Frühjahrserhebung.

Quelle: ifo Investitionstest.

Ein starker Investitionsanstieg von knapp 15% ist 2008 im *Investitionsgüter produzierenden Gewerbe* zu erwarten. Die stärksten Erhöhungen, um gut ein Drittel, haben der Luft- und Raumfahrzeugbau und der Schiffbau vorgesehen. Inwieweit die Unternehmen des Luft- und Raumfahrzeugbaus, die in den Jahren 2006 und 2007 ihre Investitionstätigkeit erheblich eingeschränkt hatten, ihre Investitionspläne auch umsetzen, hängt entscheidend von der Entwicklung ihrer Auftragslage ab und damit auch von den längerfristigen Auswirkungen des hohen Ölpreises auf das Flugverkehrsaufkommen. Auch die, gemessen am Investitionsvolumen, großen Investitionsgüterbranchen beabsichtigen, ihre Ausgaben für neue Bauten und Ausrüstungsgüter 2008 deutlich zu erhöhen. So hat der Maschinenbau, der angesichts der derzeit starken Nachfrage an seine Kapazitätsgrenzen stößt, sein Investitionsbudget für das laufende Jahr um rund ein

Fünftel aufgestockt. Die Straßenfahrzeughersteller und die Unternehmen der Elektrotechnik haben für 2008 Investitionszuwächse von rund 15% geplant. In den folgenden restlichen Investitionsgüterbranchen dürften sich die Zuwachsraten zwischen 5 und gut 10% bewegen: Herstellung von EBM-Waren, Feinmechanik und Optik, Stahl- und Leichtmetallbau sowie in der Stahlverformung

Im *Verbrauchsgüter produzierenden Gewerbe* ist insgesamt gesehen mit einem Investitionsanstieg um rund 4% zu rechnen. Eine starke Erhöhung, um rund die Hälfte, ist hier im Bekleidungs-gewerbe geplant; absolut gesehen fällt diese Anhebung aufgrund des niedrigen Investitionsvolumens in dieser Branche jedoch kaum ins Gewicht. Aber auch die Holzverarbeitung und das Textilgewerbe haben immerhin noch Zuwächse von 15 bzw. 10% vorgesehen.

**Tab. 4**  
**Zielsetzung der Investitionen**

Bereich	Als Hauptziel ihrer Investitionen nannten ... % der Unternehmen <sup>a)</sup>											
	Kapazitätserweiterung				Rationalisierung				Ersatzbeschaffung			
	2005	2006	2007	2008 geplant	2005	2006	2007	2008 geplant	2005	2006	2007	2008 geplant
Verarbeitendes Gewerbe	54	56	67	68	15	15	11	11	31	29	22	21
davon:												
Grundstoff- u. Produktions- gütergewerbe	37	40	55	54	20	14	13	14	43	46	32	32
Investitionsgüter produ- zierenden Gewerbe	65	66	77	78	13	14	7	8	22	20	16	14
Verbrauchsgüter produ- zierenden Gewerbe	39	44	49	52	25	25	23	23	36	31	28	25
Nahrungs- u. Genussmittel- gewerbe	57	59	72	74	4	5	9	7	39	36	19	19

<sup>a)</sup> Gewichtet mit dem Firmenumsatz.

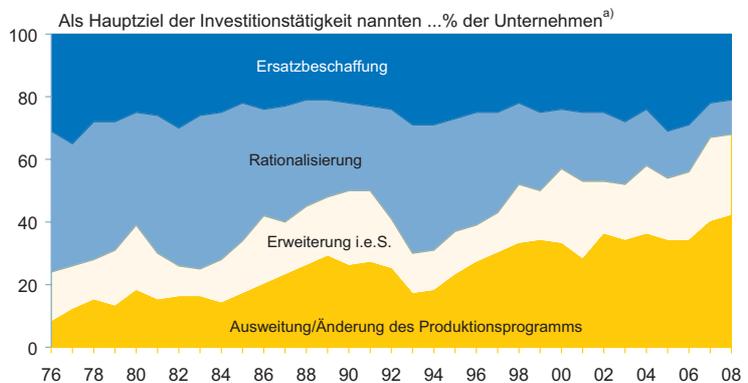
Quelle: ifo Investitionstest.

Nur relativ leichte Investitionssteigerungen von rund 5% meldeten die Unternehmen der Kunststoffverarbeitung, der Branche Herstellung von Musikinstrumenten, Spielwaren, Schmuck usw. sowie die der Feinkeramik. In der Papier- und Pappeverarbeitung und in der Herstellung und Verarbeitung von Glas dürften die Investitionen auf dem Vorjahresniveau verharren. Investitionskürzungen – um 5 bzw. gut 15% – sind in der Branche Druckerei und Vervielfältigung und im Ledergewerbe geplant.

**Kapazitätserweiterungen stehen im Vordergrund**

Im Laufe der letzten Jahre hat die Kapazitätserweiterung als Investitionsmotiv zunehmend an Bedeutung gewonnen. Nach den Meldungen der Unternehmen des westdeutschen verarbeitenden Gewerbes ist die Erweiterung 2008 – wie schon 2007 – vorrangiges Investitionsziel (vgl. Tab. 4.). Dabei sind jedoch weniger Kapazitätserweiterungen bestehender Produktionsprogramme (Kapazitätserweiterung im klassischen Sinne) als vielmehr Änderungen und Ausweitungen der Produktpalette vorgesehen (vgl. Tab. 5). Insgesamt haben zwei Drittel (67%) der Unternehmen 2007 in erster Linie in Erweiterungsmaßnahmen investiert. Für dieses Jahr liegt der entsprechende Prozentsatz bei 68% (vgl. Abb. 3). Auch auf Hauptgruppenebene dominiert die Kapazitätserweiterung sowohl 2007 als auch 2008 in allen Bereichen. Eine außerordentlich hohe Bedeutung haben Erweiterungsinvestitionen in diesem Jahr, wie schon 2007, im Luft- und Raumfahrzeugbau, bei den Gießereien, den Ziehereien und Kaltwalzwerken und vor allem im Straßenfahrzeugbau. Die umfangreichen Umstrukturierungsmaßnahmen des Straßenfahrzeugbaus werden auch diesem Investitionsmotiv zugeordnet. Im letzten Jahr

**Abb. 3**  
Umstrukturierungen des Produktionsprogramms stehen im Vordergrund



<sup>a)</sup> Meldungen aus dem westdeutschen verarbeitenden Gewerbe, gewichtet mit dem Firmenumsatz. Stand April – Juni für das jeweilige Vorjahr, 2008 vorläufig.

Quelle: ifo Investitionstest (West).

hat auch die Elektrotechnik und in diesem Jahr die Kunststoffverarbeitung überdurchschnittlich stark in Erweiterungsmaßnahmen investiert.

Gut ein Fünftel der Unternehmen investieren in diesem Jahr vorrangig in *Ersatzbeschaffungen*. Hier sind vor allem folgende Branchen zu nennen: Mineralölverarbeitung (einschl. Vertrieb), Zellstoff-, Papier- und Pappeerzeugung, Schiffbau, das Ledergewerbe sowie die Herstellung von EDV-Geräten.

*Rationalisierungsmaßnahmen* waren 2007 und sind auch 2008 nur bei rund einem Zehntel der Unternehmen in Westdeutschland der wichtigste Investitionsanlass. Dieses Investitionsmotiv hat im Laufe der letzten Jahre stark an Bedeutung eingebüßt. 1994 lag der entsprechende Anteil noch bei zwei Fünfteln. Überdurchschnittlich umfangreiche Rationalisierungsinvestitionen sind 2008 in folgenden Branchen geplant: Steine und Erden, Gummiverarbeitung, Druckerei und

**Tab. 5**  
Erweiterungsinvestitionen und Produktionsprogramm

Bereich	... % der Unternehmen <sup>a)</sup> nahmen in erster Linie Erweiterungsinvestitionen vor, und zwar unter <sup>b)</sup>							
	Beibehaltung des Produktionsprogramms				Änderung bzw. Ausweitung des Produktionsprogramms			
	2005	2006	2007	2008 geplant	2005	2006	2007	2008 geplant
Verarbeitendes Gewerbe	18	20	23	23	34	34	40	42
davon:								
Grundstoff- und Produktionsgütergewerbe	11	15	25	23	25	24	28	29
Investitionsgüter produzierendes Gewerbe	16	20	21	22	46	43	52	54
Verbrauchsgüter produzierendes Gewerbe	22	23	23	27	17	19	23	22
Nahrungs- und Genussmittelgewerbe	44	23	23	25	13	32	32	32

<sup>a)</sup> Gewichtet mit dem Firmenumsatz. – <sup>b)</sup> Die hier aufgeführten Prozentsätze ergänzen sich nicht zu den Anteilen für die Hauptziele (Tab. 4), da ein Teil der Firmen hierzu keine Angaben machte.

Quelle: ifo Investitionstest.

Vervielfältigung, Bekleidungsindustrie sowie in der Papier- und Pappeverarbeitung.

### **Zusammenfassung**

Die erfreuliche konjunkturelle Entwicklung in den letzten zwei Jahren hat die Investitionsbereitschaft der Unternehmen beflügelt. Nach den aktuellen Meldungen zum Investitionstest haben die Industrieunternehmen in Westdeutschland ihre Investitionen 2007 deutlich erhöht. Mit 43 Mrd. € lag das Investitionsniveau (nominal und real) gut 10% über dem von 2006. Der Investitionsanstieg war breit angelegt. Die meisten Branchen erhöhten ihre Investitionen, nur vereinzelt kam es zu Kürzungen gegenüber 2006.

Trotz der vermehrten Anzeichen für eine konjunkturelle Eintrübung werden nach dem derzeitigen Planungsstand die Investitionen im westdeutschen verarbeitenden Gewerbe 2008 nochmals zunehmen. Die Meldungen der Unternehmen ergaben für 2008 einen Investitionsanstieg von (nominal und real) knapp 9%. Damit hat sich die Investitionsplanung vom Herbst letzten Jahres insgesamt gesehen bestätigt.

Hauptzielsetzung der Investitionstätigkeit war 2007 und ist auch 2008 die Kapazitätserweiterung, und zwar in erster Linie mit der Absicht, das bestehende Produktionsprogramm zu erweitern bzw. zu verändern. An zweiter Stelle stehen Ersatzbeschaffungen, während das Rationalisierungsmotiv weiter an Bedeutung verloren hat.

Das ifo Weltwirtschaftsklima hat sich im dritten Quartal 2008 zum vierten Mal in Folge verschlechtert (vgl. Abb. 1). Der Rückgang resultiert vor allem aus der ungünstigeren Einschätzung der derzeitigen wirtschaftlichen Lage, aber auch die Erwartungen für die nächsten sechs Monate wurden weiter nach unten revidiert.

### Die wichtigsten Ergebnisse in Stichworten

- Einschätzungen zur *aktuellen wirtschaftlichen Situation in der Welt* deutlich verschlechtert.
- Weltwirtschaftliche *Erwartungen für die nächsten sechs Monate* leicht nach unten revidiert.
- Weltweiter Anstieg der *Inflationserwartungen*.
- Aufwertungstendenz des *US-Dollar* erwartet.

### Konjunkturentwicklung in den Weltregionen

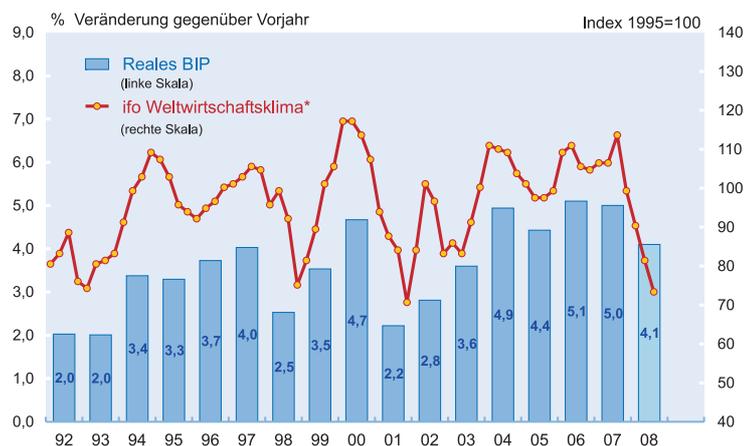
Das ifo Wirtschaftsklima für den **Euroraum** hat sich im dritten Quartal 2008 zum vierten Mal in Folge verschlechtert. Der Rückgang des ifo Indikators resultiert sowohl aus den weniger positiven Urteilen zur gegenwärtigen Wirtschaftslage als auch aus den deutlich pessimistischeren Erwartungen für die nächsten sechs Monate. Das Wirtschaftsklima hat sich im dritten Quartal 2008 in fast allen Ländern des Euroraums weiter eingetrübt. Besonders ne-

gativ fielen die Urteile zur derzeitigen wirtschaftlichen Situation in *Italien, Spanien, Portugal* wie auch in *Irland und Belgien* aus. Als immer noch günstig wird die aktuelle Wirtschaftslage dagegen in *Finnland, Österreich, Deutschland* und den *Niederlanden* beurteilt. In den nächsten sechs Monaten wird sich, nach Ansicht der WES-Experten, die konjunkturelle Verlangsamung in allen Ländern des *Euroraums* weiter fortsetzen.

In Westeuropa, außerhalb des Euroraums, verschlechterte sich das Wirtschaftsklima ebenfalls. So wurden die Urteile zur gegenwärtigen Wirtschaftslage in *Schweden, Norwegen, Dänemark* und der *Schweiz* im Juli nach unten revidiert. Die aktuelle Wirtschaftslage in diesen Staaten wird nach wie vor als relativ günstig beurteilt; im Laufe der nächsten Monate ist jedoch, nach Ansicht der WES-Experten, mit einer konjunkturellen Abkühlung zu rechnen. Eine weitere wirtschaftliche Verschlechterung erwarten die befragten Volkswirte in *Großbritannien*, wo die aktuelle wirtschaftliche Situation bereits deutlich ungünstiger eingeschätzt wurde als im Durchschnitt des Euroraums.

<sup>1</sup> Im Juli 2008 hat das ifo Institut zum 101. Mal seine weltweite Umfrage »Ifo World Economic Survey« – kurz WES – bei 1 025 Wirtschaftsexperten multinationaler Unternehmen und kompetenter Institutionen in 92 Ländern durchgeführt. Die Aufgabe des WES ist es, vierteljährlich ein möglichst aktuelles Bild über die Wirtschaftslage sowie Prognosen für wichtige Industrie-, Schwellen- und Entwicklungsländer zu liefern. Im Gegensatz zur amtlichen Statistik, die in erster Linie auf quantitativen (in Werteinheiten messbaren) Informationen aufbaut, werden beim WES qualitative Informationen – Urteile und Erwartungen von Wirtschaftsexperten – abgefragt. Während amtliche Statistiken auf internationaler Ebene oft nur mit großen Zeitverzögerungen erhältlich sind, zeichnen sich die WES-Umfrageergebnisse durch ihre hohe Aktualität und internationale Vergleichbarkeit aus. Gerade in Ländern, in denen die amtliche Statistik auf einer unsicheren Datenbasis steht, sind die von Wirtschaftsexperten vor Ort abgegebenen Urteile und Erwartungen von besonderer Bedeutung. Die Umfrage wird in Zusammenarbeit mit der Internationalen Handelskammer (ICC) in Paris durchgeführt.

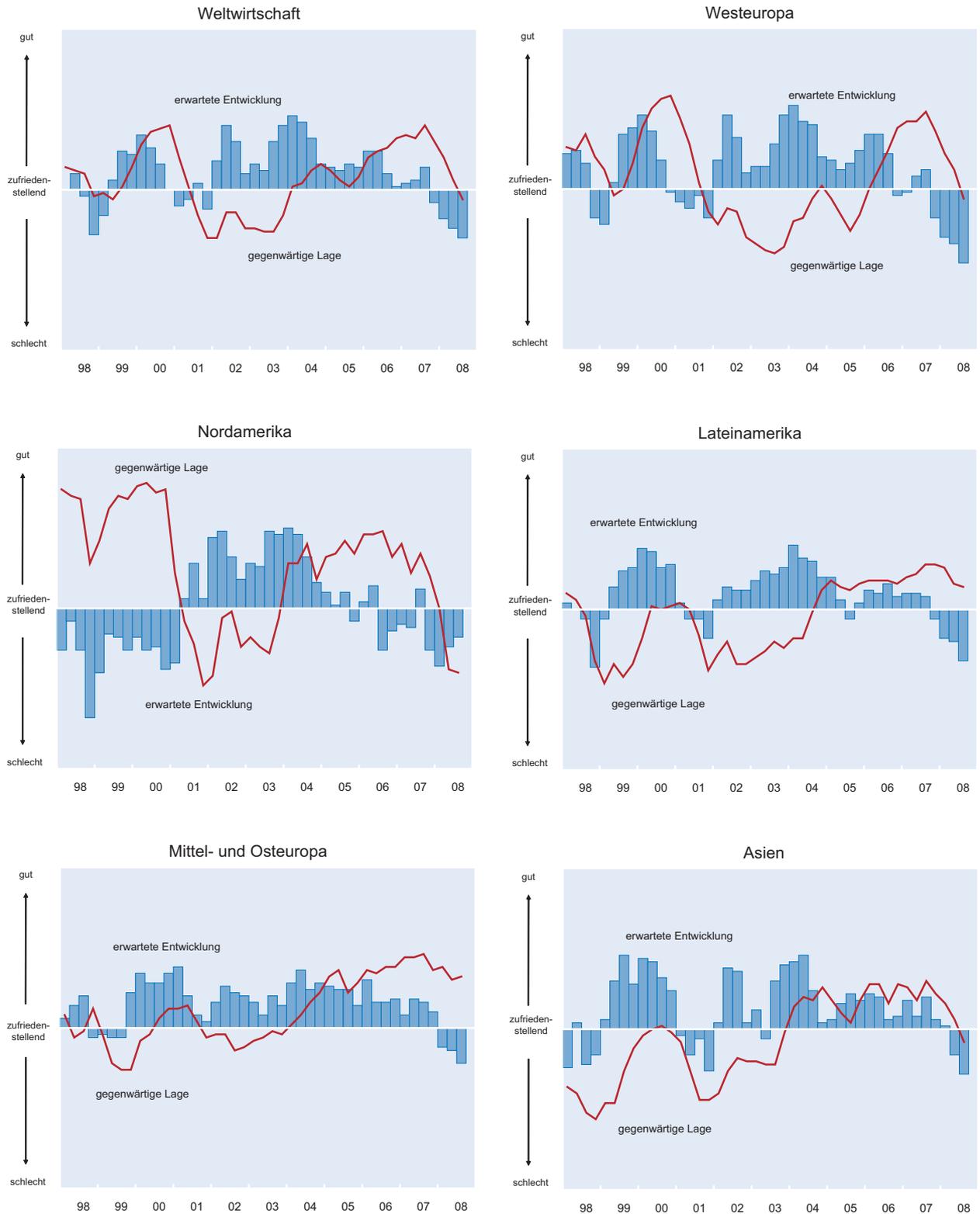
Abb. 1  
Weltkonjunktur und ifo Weltwirtschaftsklima



\*) Arithmetisches Mittel der Bewertung der gegenwärtigen Lage und der erwarteten Entwicklung.

Quelle: IWF, World Economic Outlook April 2008; Update Juli 2008; Ifo World Economic Survey (WES) III/2008.

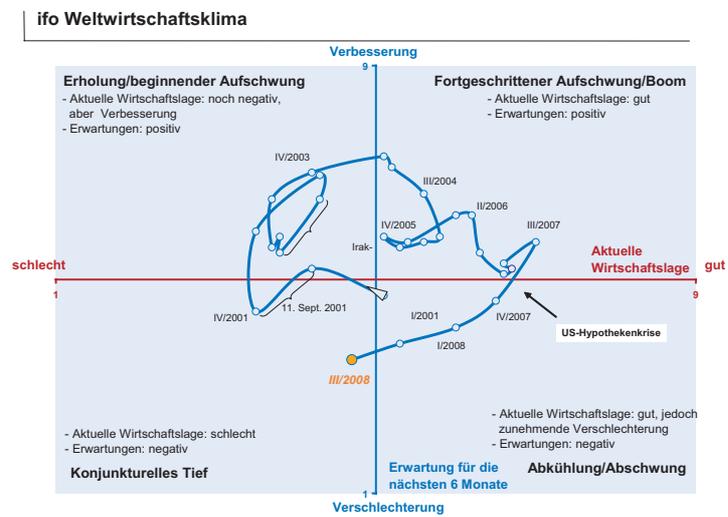
**Abb. 2**  
**Wirtschaftliche Lage**



Quelle: Ifo World Economic Survey (WES), III/2008.

ifo Konjunkturuhr und das Weltwirtschaftsklima

Die ifo Konjunkturuhr für das Weltwirtschaftsklima verdeutlicht die aktuelle Datenkonstellation im globalen Konjunkturzyklus. Im dritten Quartal 2008 befindet sich der aktuelle Wert des Indikators für das Weltwirtschaftsklima im unteren linken Quadranten. Dieser Quadrant markiert die Phase der konjunkturellen Abkühlung. Die gegenwärtige Wirtschaftslage wird im Welt-durchschnitt nun leicht negativ bewertet, die Erwartungen haben sich zwar erneut verschlechtert, die Verschlechterung vom zweiten auf das dritte Quartal 2008 ist jedoch gering. Idealtypisch bewegt sich der Indikator für die Weltkonjunktur in diesem Diagramm im Uhrzeigersinn; die Erwartungen laufen der Lage voraus. Die aktuelle Datenkonstellation deutet auf eine Abkühlung der Weltkonjunktur in 2008 hin.



Quelle: Ifo World Economic Survey (WES), III/2008.

Das ifo Weltwirtschaftsklima ist das arithmetische Mittel der Bewertung der gegenwärtigen Lage und der erwarteten Entwicklung in den nächsten sechs Monaten. Der Zusammenhang zwischen den beiden Komponenten des Weltwirtschaftsklimas kann in einem Vier-Quadranten-Schema dargestellt werden (»ifo Weltkonjunkturuhr«). Auf der Abszisse der Konjunkturuhr werden die Meldungen der befragten WES-Experten zur gegenwärtigen Lage aufgetragen, auf der Ordinate die Antworten zur erwarteten Entwicklung. Durch das Fadenkreuz der beiden Linien, die nach der WES-Werteskala eine zufriedenstellende Beurteilung der Lage (5) bzw. eine unveränderte Einschätzung der Erwartungen (5) markieren, wird das Diagramm in vier Quadranten geteilt, welche die vier Phasen der Weltkonjunktur definieren.

In den USA hat sich der Klimaindikator nicht weiter verschlechtert. Die wirtschaftlichen Erwartungen für die nächsten sechs Monate fielen etwas weniger ungünstig aus als bei der vorangegangenen Erhebung. Ein bald bevorstehendes Ende des konjunkturellen Abschwungs lässt sich aus den Daten allerdings nicht ablesen. Angesichts des schwachen US-Dollar rechnen die WES-Experten 2008 mit einem kräftigen Wachstum der Exporte.

In Asien ist der Indikator für das Wirtschaftsklima zum vierten Mal in Folge gesunken. Sowohl die Urteile zur aktuellen Wirtschaftslage als auch die wirtschaftlichen Erwartungen für die nächsten sechs Monate sind etwas schlechter ausgefallen als in der vorangegangenen Erhebung. Der Klimaindikator verschlechterte sich in fast allen Ländern der Region, insbesondere in Indien und Malaysia. In beiden Ländern wird die aktuelle wirtschaftliche Lage jedoch immer noch als »zufriedenstellend« beurteilt. Die Aussichten für

die nächsten sechs Monate haben sich dagegen deutlich eingetrübt. Mit einer moderaten wirtschaftlichen Abkühlung rechnen die WES-Experten in China, Hongkong, Taiwan, Thailand und auf den Philippinen. In Japan und Südkorea hat sich das Wirtschaftsklima deutlich eingetrübt. Die WES-Experten erwarten hier eine weitere Verschlechterung der Wirtschaftslage in den kommenden sechs Monaten. In Vietnam, Indonesien und Bangladesch wird die aktuelle wirtschaftliche Lage zwar als ungünstig eingeschätzt, im Laufe der nächsten sechs Monate rechnen jedoch die WES-Experten mit einer Verbesserungstendenz.

In Mittel- und Osteuropa hat sich das Wirtschaftsklima nur leicht abgekühlt. Die Urteile zur aktuellen Wirtschaftslage sind auf hohem Niveau geblieben, und die wirtschaftlichen Erwartungen für die kommenden sechs Monate wurden nur geringfügig nach unten revidiert. Die wirtschaftliche Lage wird in Tschechien und der Slowakei als besonders günstig beurteilt. Die WES-Experten rechnen in diesen Ländern mit dem Fortbestand der guten Konjunktur in den kommenden sechs Monaten. Auch in Polen und Bulgarien wird die aktuelle Wirtschaftslage als günstig beurteilt; anders als in Bulgarien wird jedoch in Polen mit einer spürbaren konjunkturellen Verlangsamung im Laufe des zweiten Halbjahres 2008 gerechnet. In den anderen neuen EU-Staaten hat sich das Wirtschaftsklima eingetrübt. Die aktuelle Wirtschaftslage wird zwar nach wie vor im Großen und Ganzen als »zufriedenstellend« beurteilt, die WES-Experten erwarten jedoch im Laufe der nächsten sechs Monate eine deutliche Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, vor allem in Estland, Lettland und Litauen sowie Rumänien.

In den durch den WES erfassten Ländern der GUS (Russland, Kasachstan, Ukraine, Kirgisien und Usbekistan) ist der Wirtschaftsklimaindikator im Juli auf hohem Niveau stabil geblieben. In Russland wird die aktuelle Wirtschaftslage weiterhin als günstig beurteilt. Sowohl die Konsumnachfrage als auch die Investitionen in Sachkapital sollen im Laufe der nächsten sechs Monate steigen. In Kasachstan dagegen fiel der Indikator für das Wirtschaftsklima im Juli etwas. Zwar wird die aktuelle Wirtschaftslage als zufriedenstellend beurteilt, die wirtschaftlichen Erwartungen deuten jedoch auf einen Rückgang des Wirtschaftswachstums 2008 hin. Sehr deutlich verschlechterte sich das Wirtschaftsklima in der Ukraine. Die aktuelle Wirtschaftslage wird nunmehr als

»schlecht« bewertet. Die befragten WES-Experten rechnen nicht mit einer baldigen Wende zum Besseren.

In **Ozeanien** – sowohl in *Australien* als auch in *Neuseeland* – verschlechterte sich das Wirtschaftsklima nach Ansicht der WES-Experten auch im dritten Quartal 2008. Zwar wird die aktuelle wirtschaftliche Situation in *Australien* nach wie vor positiv bewertet, die Erwartungen für die kommenden sechs Monate deuten aber weiter auf eine Verschlechterung hin. Die befragten Experten rechnen in den kommenden sechs Monaten mit einem spürbaren Rückgang der privaten Konsumnachfrage und auch der Investitionstätigkeit. Der Exportsektor bleibt jedoch ihrer Ansicht nach auch 2008 auf Wachstumskurs. In *Neuseeland* wird die aktuelle wirtschaftliche Lage sehr negativ beurteilt. Die WES-Experten erwarten hier eine weitere wirtschaftliche Abschwächung in den kommenden sechs Monaten.

Auch in **Mittel- und Lateinamerika** ist der Indikator für das Wirtschaftsklima im dritten Quartal gesunken. Der Rückgang betraf jedoch nicht alle Länder der Region. Ein weiterhin sehr günstiges Wirtschaftsklima herrscht, laut WES-Experten, in *Paraguay, Peru, Trinidad und Tobago* und *Uruguay* vor. Sowohl die Urteile zur aktuellen Wirtschaftslage als auch die Erwartungen für die kommenden sechs Monate fielen im Juli positiv aus. Für 2008 erwarten die Testteilnehmer in *Guatemala* und *Panama* ein stabiles Wirtschaftswachstum. Als günstig beurteilten die befragten Volkswirte ebenso die aktuelle Wirtschaftslage in *Brasilien, Kolumbien, El Salvador* und *Mexiko*. Sie rechnen jedoch mit einer deutlichen Abkühlung der Konjunktur in den kommenden sechs Monaten. In *Chile* wurden die Urteile zur aktuellen Wirtschaftslage nach unten revidiert, auch die Aussichten für die zweite Jahreshälfte 2008 deuten auf keine Besserung hin. In *Argentinien* verschlechterte sich das Wirtschaftsklima deutlich. Die aktuelle wirtschaftliche Situation wird dort als nicht zufriedenstellend beurteilt. Die Erwartungen deuten auf eine weitere Abschwächung der Wirtschaft in den kommenden sechs Monaten hin.

In den durch den WES erfassten Ländern des **Nahen Ostens** blieb das Wirtschaftsklima stabil. Ein weiterhin günstiges Wirtschaftsklima herrscht, laut WES-Experten, in den *Vereinigten Arabischen Emiraten, Kuwait* und *Saudi-Arabien* vor. In der *Türkei* verbesserte sich das Wirtschaftsklima, laut Juli-Erhebung, etwas. Weniger optimistisch dagegen zeigten sich die WES-Experten in *Israel*. Die aktuelle Wirtschaftslage wird hier zwar weiterhin als günstig beurteilt, die Aussichten für die zweite Jahreshälfte 2008 haben sich jedoch deutlich eingetrübt.

In **Südafrika** ist der Wirtschaftsklimaindikator nun bereits zum fünften Mal in Folge gesunken, auf den tiefsten Stand in fast zehn Jahren. Vor allem die Urteile zur aktuellen Wirtschaftslage wurden erneut nach unten revidiert. Die Erwar-

tungen für die kommenden sechs Monate haben sich hingegen nicht weiter verschlechtert. Die WES-Experten rechnen jedoch nach wie vor mit einem Rückgang der privaten Konsumnachfrage und der Investitionstätigkeit in den kommenden sechs Monaten.

### Weltweiter Anstieg der Inflationserwartungen

Im weltweiten Durchschnitt erwarten die WES-Experten eine Inflationsrate von 5,2%. Dies ist eine deutlich höhere Rate als im vergangenen Jahr gemessen wurde (3,2%) und auch noch im Frühjahr dieses Jahres erwartet worden war (4,2%). Die befürchtete Beschleunigung der Inflation ist ein weltweites Phänomen. Nach der aktuellen WES-Umfrage zogen die Inflationserwartungen seit dem Frühjahr vor allem in den *GUS-Staaten* (von 12,0% auf nunmehr 14,5%) und in *Lateinamerika* (von 7,9% auf nunmehr 9,7%) an.

Seit Abschluss der Umfrage (Ende Juli) sind die Öl- und auch andere Rohstoffpreise zum Teil deutlich zurückgegangen. Es bleibt abzuwarten, ob dieser Trend anhält und wie er sich auf die Inflationserwartungen auswirkt.

Im **Euroraum** haben sich die Inflationserwartungen weiter verschlechtert und deuten nun im Jahresdurchschnitt 2008 auf einen Preisanstieg von 3,6% hin, der damit nahezu doppelt so hoch wäre, wie er von der Europäischen Zentralbank angestrebt wird. Die höchsten Inflationsraten im *Euroraum* werden weiterhin in *Slowenien* (5,8%) und in *Spanien* (5,0%) erwartet, gefolgt von *Irland* und *Griechenland* (mit jeweils 4,7%). Die niedrigsten Inflationsraten für das Jahr 2008 werden in *Portugal* (2,8%) den *Niederlanden* (3,0%) und *Deutschland* (3,1%) erwartet.

In **Westeuropa außerhalb des Euroraums** sind die Inflationserwartungen – wie schon bei den vorangegangenen Umfragen – relativ niedrig in der *Schweiz* (2,4%). In den zwei anderen europäischen Ländern mit traditionell niedrigen Inflationsraten – *Schweden* und *Norwegen* – entspricht die Inflation in diesem Jahr voraussichtlich mehr oder weniger dem europäischen Durchschnitt von 3,5%. Eine ähnlich hohe Preissteigerungsrate wird auch für *Großbritannien* erwartet.

In den **USA** zogen die Inflationserwartungen für den Jahresdurchschnitt 2008 gegenüber der April-Umfrage nur leicht an (von 3,5% auf nunmehr 3,8%). In *Kanada*, wo im April ein Anstieg der Verbraucherpreise um nur 2,1% erwartet wurde, liegt die aktuelle Schätzung der WES-Experten bei 2,8%.

In **Asien** kletterten die Inflationserwartungen für 2008 seit dem Frühjahr um fast 1,5 Prozentpunkte nach oben, auf

**Tab. 1**  
**Inflationserwartungen der WES-Teilnehmer für 2008 (im Juli und April 2008)**

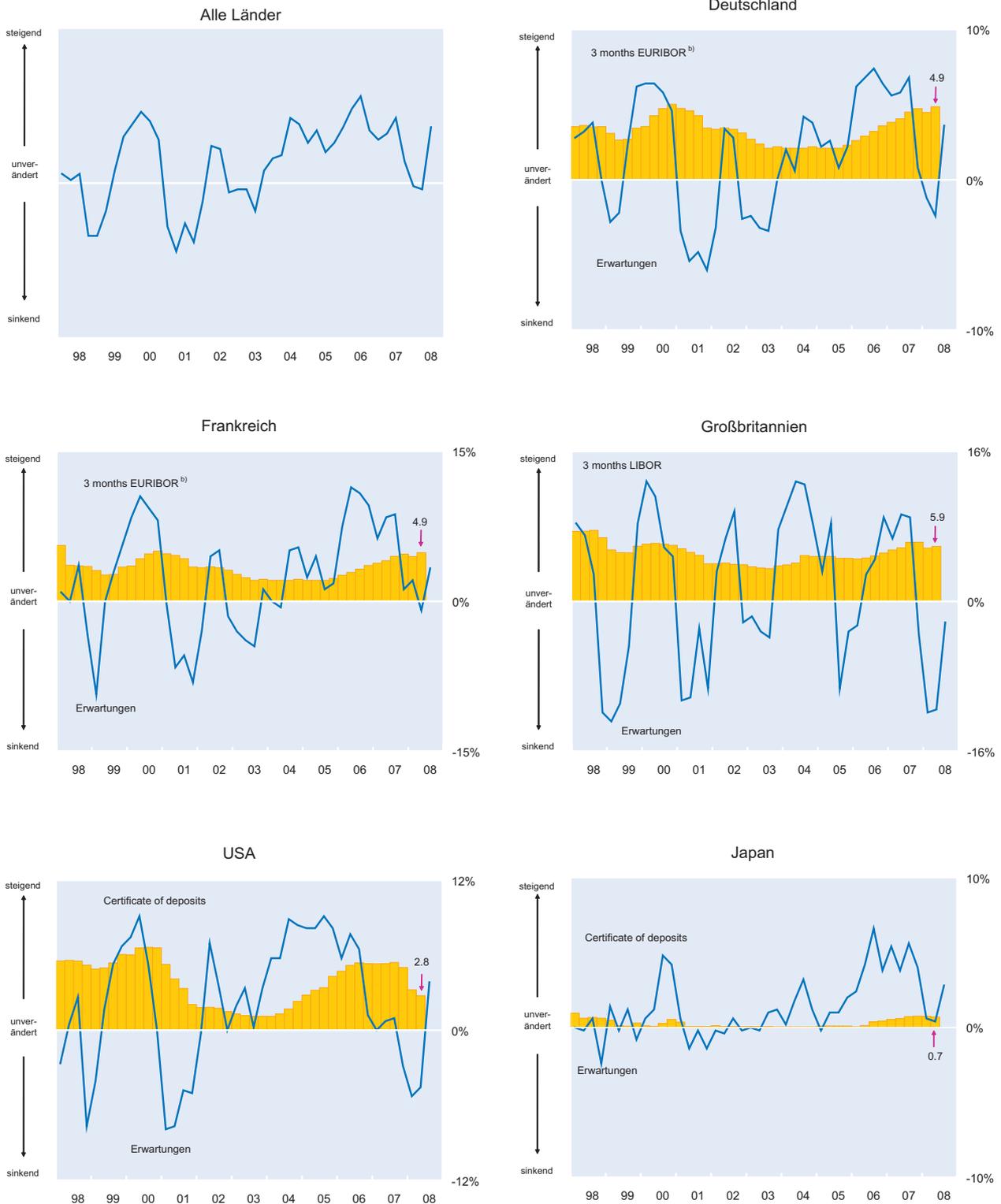
Region	III/2008	II/2008	Region	III/2008	II/2008
<b>Durchschnitt der 90 Länder<sup>a)</sup></b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>Mittel- und Lateinamerika</b>	<b>9,7</b>	<b>7,9</b>
<i>Weltbank-Länderklassen:</i>			Argentinien	22,5	24,5
Hochlohnländer	3,7	3,2	Bolivien	17,5	16,0
Mittleres Einkommensniveau	9,6	7,7	Brasilien	6,7	4,8
oberes Mittel	9,2	7,8	Chile	7,5	5,5
unteres Mittel	10,5	7,5	Costa Rica	12,5	12,0
Niedriglohnländer	12,2	8,4	Ecuador	10,5	6,0
			El Salvador	6,8	5,1
EU (27 Länder)	3,8	3,2	Guatemala	11,5	8,5
EU (alte Mitglieder) <sup>b)</sup>	3,6	2,9	Kolumbien	6,3	5,7
EU (neue Mitglieder) <sup>c)</sup>	6,1	5,7	Mexiko	5,9	4,4
Eurozone <sup>d)</sup>	3,6	2,9	Panama	8,0	6,0
			Paraguay	11,0	8,3
<b>Westeuropa</b>	<b>3,5</b>	<b>2,9</b>	Peru	5,1	3,4
Belgien	4,5	3,3	Trinidad und Tobago	11,0	12,0
Dänemark	3,6	3,1	Uruguay	8,0	7,4
Deutschland	3,1	2,7	Venezuela	32,0	27,0
Finnland	3,7	3,3			
Frankreich	3,3	2,7	<b>Asien</b>	<b>5,3</b>	<b>3,9</b>
Griechenland	4,7	3,7	Bangladesch	10,0	9,3
Großbritannien	3,6	3,0	China	6,6	6,4
Irland	4,7	4,1	Hongkong	5,1	4,6
Island	–	8,0	Indien	9,6	6,5
Italien	3,4	3,0	Indonesien	11,5	7,0
Luxemburg	3,4	3,0	Japan	1,7	1,0
Malta	3,5	3,0	Korea	4,7	4,0
Niederlande	3,0	2,5	Malaysia	5,6	3,4
Norwegen	3,3	2,8	Pakistan	14,0	10,5
Österreich	3,3	2,9	Philippinen	8,0	5,5
Portugal	2,8	2,6	Singapur	3,5	3,0
Schweden	3,5	3,0	Sri Lanka	23,5	17,5
Schweiz	2,4	1,8	Taiwan	3,7	2,9
Spanien	5,0	4,0	Thailand	7,6	4,7
Zypern	–	4,5	Vietnam	23,5	15,0
			<b>Naher Osten</b>	<b>10,5</b>	<b>9,3</b>
<b>Mittel- und Osteuropa</b>	<b>6,3</b>	<b>5,8</b>	Iran	26,5	18,0
Albanien	5,7	4,1	Israel	3,9	2,7
Bulgarien	10,5	9,6	Jordanien	12,0	5,7
Estland	8,9	7,1	Kuwait	10,0	8,3
Kroatien	6,0	4,6	Libanon	8,0	–
Lettland	15,5	13,5	Saudi-Arabien	6,0	7,6
Litauen	10,5	8,1	Türkei	10,5	9,3
Polen	4,5	4,4	Vereinigte Arabische Emirate	12,0	11,5
Rumänien	7,0	7,2			
Serbien und Montenegro	12,5	9,3	<b>Afrika</b>	<b>k.A.</b>	<b>k.A.</b>
Slowakei	3,9	3,4	Kenia	26,5	13,8
Slowenien	5,8	5,1	Marokko	3,0	–
Tschechische Republik	5,9	5,6	Mauritius	10,0	9,0
Ungarn	6,7	6,3	Nigeria	10,0	8,6
			Simbabwe	<i>Hyperinflation</i>	
<b>GUS</b>	<b>14,5</b>	<b>12,0</b>	Südafrika	11,3	9,0
Kasachstan	14,0	11,0	Tunesien	10,0	5,3
Kirgisien	28,0	18,0			
Russland	13,5	11,5	<b>Ozeanien</b>	<b>3,9</b>	<b>3,4</b>
Ukraine	20,0	15,5	Australien	3,9	3,4
Usbekistan	18,0	12,0	Neuseeland	3,9	3,3

<sup>a)</sup> Innerhalb jeder Ländergruppe sind die Ergebnisse nach den Export-/Importanteilen am Weltdurchschnitt gewichtet (ohne Simbabwe). – <sup>b)</sup> Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Großbritannien, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal, Schweden, Spanien – <sup>c)</sup> Tschechische Rep., Zypern, Estland, Ungarn, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Slowenien, Slowakei (seit 1. Mai 2004), Bulgarien und Rumänien (seit 1. Januar 2007) – <sup>d)</sup> Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien, Slowenien (seit 1. Januar 2007).

Quelle: Ifo World Economic Survey (WES), III/2008 und II/2008.

**Abb. 3**  
**Kurzfristige Zinsen**

– Aktuelle Zinssätze<sup>a)</sup> und Erwartungen für die nächsten sechs Monate –



<sup>a)</sup> Quartalswerte OECD, Main Economic Indicators. <sup>b)</sup> Seit Q1/2001 EURIBOR. Vorher FIBOR in Deutschland und PIBOR in Frankreich.

Quelle: Ifo World Economic Survey (WES), III/2008.

nunmehr 5,3%. Der größte Sprung in den Erwartungen wurde von den WES-Experten aus *Vietnam* (von 15% auf nunmehr 23,5%), *Indien* (von 6,5% auf nunmehr 9,6%), *Indonesien* (von 7,0% auf 11,5%) und *Pakistan* (von 10,5% auf 14,0%) gemeldet. Die niedrigsten Inflationsraten werden 2008, nach der Experteneinschätzung, weiterhin in *Japan* (1,7%) *Singapur* (3,5%) und *Taiwan* (3,7%) vorliegen.

In **Mittel- und Osteuropa** wird die Inflation in diesem Jahr von den WES-Experten auf 6,3% geschätzt, was deutlich höher wäre als die für 2007 gemeldete Inflation von 4,4% und auch höher als die Rate, die noch im Frühjahr für dieses Jahr erwartet wurde (5,8%). Die höchsten Inflationsraten in dieser Region werden in *Lettland* mit 15,5% erwartet. Auch in *Serbien* (12,5%), *Bulgarien* und *Litauen* jeweils 10,5% bleiben die Inflationserwartungen weiterhin hoch. Dies gilt mit einigen Abstrichen auch für *Estland* (8,9%). Die niedrigste Inflationsrate in der Region dürfte im laufenden Jahr in der *Slowakei* (3,9%) und in *Polen* (4,5%) vorherrschen.

In den **GUS-Ländern** werden, nach den Schätzungen der WES-Experten, die Inflationsraten 2008 zu den weltweit höchsten gehören. In *Kirgisien* stiegen die Inflationserwartungen 2008 von 18,0% im April auf nunmehr 28,0%, in *Usbekistan* von 12,0 auf 18,0% und in der *Ukraine* von 15,5 auf 20,0% an. Nicht ganz so dramatisch fielen die Korrekturen der Inflationserwartungen in *Russland* (von 11,5 auf 13,5%) und in *Kasachstan* (von 11,0 auf 14,0%) aus.

Auch in **Lateinamerika** stiegen die Inflationserwartungen für 2008 weiter an (von 7,9% im April auf nunmehr 9,7%). Diese Entwicklung war in nahezu allen Ländern der Region zu beobachten, aber besonders stark ausgeprägt in *Ecuador* (von 6,0 auf 10,5%), in *Guatemala* (von 8,5 auf 11,5%), in *Paraguay* (von 8,3 auf 11,0%) und nicht zuletzt in *Venezuela* (von 27,0 auf 32,0%). In *Brasilien* zogen die Inflationserwartungen von 4,8% im April auf nunmehr 6,7% und in *Mexiko* von 4,4 auf 5,9% an. In *Argentinien* blieben die Inflationssichten zwar weiterhin ungünstig, aber sie haben sich zumindest nicht weiter verschlechtert (22,5 nach 24,5% im April).

Im **Nahen Osten** verschlechterte sich der Preisausblick für 2008 von 9,3% in der April-Umfrage auf nunmehr 10,3%. Die einzige Ausnahme in der Region, in der sich die Inflationserwartungen etwas zurückgebildet haben, ist *Saudi-Arabien* (von 7,6 auf 6,0%). Mit Abstand die höchste Inflation wird im *Iran* erwartet (26,5 nach 18,0% in der April-Umfrage). Die niedrigste Inflati-

onsrate in der Region herrscht nach wie vor in *Israel* vor, obgleich sie auch hier nach oben korrigiert wurde (von 2,7 auf nunmehr 3,9%).

In **Ozeanien** ergibt sich nunmehr voraussichtlich ein Preisanstieg von 3,9% in 2008, sowohl in *Australien* als auch in *Neuseeland*.

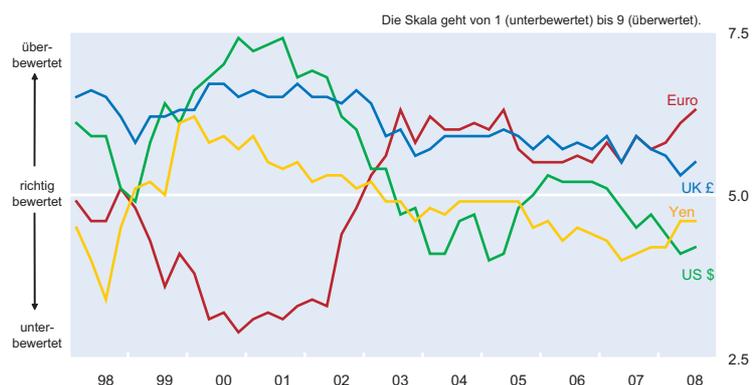
In **Afrika** ist wegen der Hyperinflation in *Simbabwe* nach wie vor ein Durchschnittswert wenig sinnvoll, aber auch in anderen Ländern in der Region wurden die Inflationsraten zum Teil deutlich nach oben korrigiert, so in *Tunesien* (von 5,3 auf 10,0%), in *Südafrika* (von 9,0 auf 11,3%) und in *Nigeria* (von 8,6 auf 10,0%). Die niedrigste Inflationsrate in *Afrika* wird in *Marokko*, mit 3,0%, erwartet.

**Aufwertungstendenz des US-Dollar erwartet**

Ein zunehmender Teil der WES-Experten betrachtet den Euro als überbewertet. Auf der anderen Seite wird der *US-Dollar* als eindeutig unterbewertet gesehen. Das *britische Pfund* und der *japanische Yen* befinden sich, nach Ansicht der WES-Experten, relativ nahe an ihrem Gleichgewichtskurs.

Eine ergänzende Frage nach der voraussichtlichen Entwicklung des *US-Dollar* in den nächsten sechs Monaten brachte eine Überraschung: Erstmals seit vielen Monaten wird nunmehr eine Verteuerung des *US-Dollar* erwartet. Meldungen über eine erwartete Stärkung des *US-Dollar* kamen vor allem aus *Westeuropa*, *Lateinamerika* (hier mit Ausnahme *Perus*) und aus *Afrika*. In den *GUS-Staaten* (hier insbesondere *Russland*) und auch in *Asien* (hier vor allem *China*, *Japan*, *Malaysia* und *Taiwan*) wird dagegen mit einer weiteren Stärkung der nationalen Währungen gegenüber dem *US-Dollar* gerechnet. In *Mittel- und Osteuropa*, *Ozeanien*, dem *Nahen Osten* und auch in *Kanada* dürfte

Abb. 4 Währungsbeurteilung



Quelle: Ifo World Economic Survey, III/2008.

die Relation *US-Dollar* zur eigenen Währung in den nächsten Monaten, nach Ansicht der WES-Experten, nahezu unverändert bleiben.

### **Zinsanhebung als Folge der verschlechterten Inflationsspektiven erwartet**

Anders als in der Frühjahrserhebung erwarten die WES-Teilnehmer nun wieder steigende Notenbankzinsen im nächsten Jahr, und dies trotz des sich immer deutlich abzeichnenden Konjunkturabschwungs. Der Grund hierfür dürfte in den stark gestiegenen Inflationserwartungen liegen.

Ein ähnliches Bild wie im Weltdurchschnitt ergibt sich auch für den *Euroraum*: Die Notenbankzinsen dürften, nach Ansicht der WES-Experten, in den nächsten Monaten angehoben werden, und zu einem geringeren Grad werden auch die Kapitalmarktzinsen steigen. In *Westeuropa außerhalb des Euroraums* wird mit einem weiteren Rückgang der kurzfristigen Zinsen in *Großbritannien* gerechnet. *Außerhalb Europas* kam nur noch aus *Neuseeland* von den WES-Experten die Meldung über einen voraussichtlichen Rückgang der Zinsen in den nächsten sechs Monaten.

Es besteht die Chance, dass die seit Abschluss der Umfrage im August eingetretenen Rückgänge beim Ölpreis und bei anderen Rohstoffpreisen die Inflationsspektiven verbessert haben. Genaueres lässt sich allerdings erst nach der nächsten Umfrage im Oktober feststellen.

---

Eine ausführlichere Analyse zu den einzelnen Weltregionen, der Zinsentwicklung, Inflation und Währungen findet sich in der englischsprachigen Veröffentlichung »CESifo World Economic Survey«.

# CESifo WORLD ECONOMIC SURVEY

VOLUME 7, No. 3

AUGUST 2008

## WORLD ECONOMIC CLIMATE

World Economic Climate deteriorates further

## ECONOMIC EXPECTATIONS

Assessments of the current economic situation and economic expectations downgraded

## INFLATION

Rising inflation expected in 2008

## INTEREST RATES

Interest rates expected to rise

## CURRENCIES

US dollar remains undervalued

## SPECIAL TOPIC

Energy prices



International Chamber of Commerce  
The world business organization

With the support of

**CESifo**  
www.cesifo.de/wes

## Online-Informationendienste der CESifo Gruppe München



Der ifo Newsletter ist ein kostenloser Service des ifo Instituts und wird einmal im Monat per E-Mail verschickt. Er informiert Sie in deutscher Sprache über neue Forschungsergebnisse, wichtige Publikationen, ausgewählte Veranstaltungen, Personalien, Termine und vieles mehr aus dem ifo Institut.

Wenn Sie den ifo Newsletter abonnieren möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail an: [newsletter@ifo.de](mailto:newsletter@ifo.de).



CESifo veröffentlicht monatlich über 20 Working Papers mit den Forschungsergebnissen seines weltweiten akademischen Netzwerks. Der CESifo Newsletter präsentiert in englischer Sprache ausgewählte Papers in einem leicht verständlichen Stil mit dem Ziel, den wissenschaftlichen Output für ein breiteres Publikum zugänglich zu machen.

Wenn Sie den CESifo Newsletter abonnieren möchten, schicken Sie uns bitte eine E-Mail an: [saavedra@cesifo.de](mailto:saavedra@cesifo.de).

Möchten Sie zusätzlich unsere aktuellen Pressemitteilungen beziehen, schicken Sie uns bitte eine E-Mail an: [presseabteilung@ifo.de](mailto:presseabteilung@ifo.de).

Sie können uns auch gerne ein Fax schicken an:

ifo Institut für Wirtschaftsforschung, Fax: (089) 9224-1267

Bitte nehmen Sie mich in den Verteiler auf für:

- ifo Newsletter       CESifo Newsletter       Pressemitteilungen

Name: .....  
Institution: .....  
Straße: .....  
Ort: .....  
Telefon: .....  
Telefax: .....  
E-Mail: .....

**ifo Institut für Wirtschaftsforschung**

**im Internet:**

**<http://www.ifo.de>**

