Finanzgruppe
Deutscher Sparkassen-
und Giroverband

INFORMATIONEN
ZUR WIRTSCHAFTSLAGE
Ausgabe 4/2018

Bremsleuchten - international und auch in Deutschland

Berlin, 11. Dezember 2018

Autor:
Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Die Wachstumsdynamik hat sich im Herbst 2018 in vielen Regionen der Weltwirtschaft deutlich abgeschwächt. Nur die USA wachsen noch sehr schnell, was sich aber als ein Strohfeuer erweisen könnte. Die Risiken aus den Handelskonflikten, dem Brexit, der Zinswende und aus steigenden Staatsschulden sind sehr präsent.

An den Aktienmärkten hat dieser Risikomix, insbesondere im Oktober, aber dann erneut auch im Dezember, zu größeren Kursrückschlägen geführt. Die Verluste erstreckten sich über die Märkte der Industrieländer ebenso wie über wichtige Schwellenländer. Auch der Euroraum war betroffen, und er wuchs zuletzt auch langsamer. Hier steht der Konflikt über den finanzpolitischen Kurs der italienischen Regierung im Vordergrund. Außerdem gibt es in Frankreich eine, teils sogar gewalttätige Protestwelle gegen die dortigen Strukturreformen.

Aber auch deutsche Produktionsstockungen haben im dritten Quartal zur Schwäche des Euroraums beigetragen. Hierzulande schrumpfte das BIP saisonbereinigt sogar um 0,2 Prozent. Diese Entwicklung ist allerdings mit kurzfristigen Sondereffekten, vor allem den Zulassungsschwierigkeiten von Modellreihen unter den neuen Abgastests in der Automobilindustrie, zu erklären. Die Entwicklung wird deshalb meist als eine „Delle“ angesehen. Aufgrund der robusten heimischen Faktoren (Arbeitsmarkt, Finanzierungslage, bis zuletzt gute Investitionstätigkeit) stehen die Chancen für eine Wiederaufnahme des Aufschwungs im Jahr 2019 weiterhin gut.

Bremsleuchten - international und auch in Deutschland

Weltwirtschaft mit einiger Unwucht

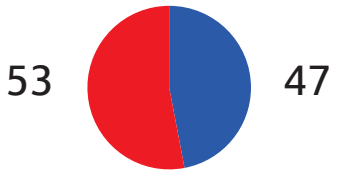
Im Herbst 2018 war die Wachstumsdynamik in den großen Regionen der Weltwirtschaft recht unterschiedlich ausgeprägt. Die zunehmende Unwucht könnte die globale Ökonomie auch als Ganzes nach unten ziehen. Vor allem in diversen Schwellenländern hat sich die Wachstumsdynamik abgekühlt. Im Euroraum ist ebenfalls ein gewisser Schwungverlust nicht zu übersehen, darunter auch in Deutschland, wenngleich die eingetretene Wachstumspause hierzulande weitgehend mit Sonderfaktoren zu erklären ist.

Verlangsamungen überwiegen

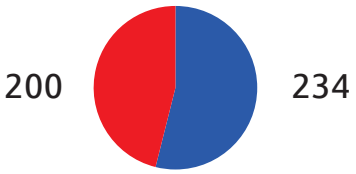
Wirklich kräftig wachsen unter den Industrieländern vor allem noch die USA. Aber auch dort verstärkt sich die Sorge, dass das momentan noch lodernde Strohfeuer der Impulse aus der Steuerreform und anderer finanzpolitischer Stimulanzen bald verglühen könnte.

Mehrheitsverhältnissse in den USA,
nach der Wahl 2018,

Sitzverteilung im Senat



und im Repräsentantenhaus



Republikaner Demokraten

Quelle:CNN

USA mit veränderten politischen Rahmenbedingungen

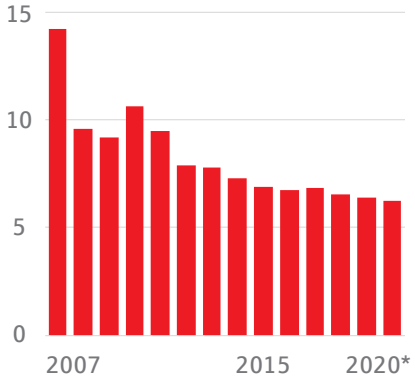
Nach dem Ergebnis der Mid-Term-Elections zum US-Kongress ist klar, dass die Trump-Administration nach dem Verlust der republikanischen Mehrheit im Repräsentantenhaus nicht mehr so leicht eine weitere lose Steuer- und Ausgabenpolitik durchsetzen kann. Das wäre aber mit Blick auf die Entwicklung der Staatsverschuldung ohnehin keine nachhaltige Option gewesen. Insofern ist die eingetretene politische Beschränkung zu begrüßen; aber sie begrenzt auch die kurzfristig denkbare Stimulanz.

In der Handelspolitik behält der US-Präsident dagegen weiter Zugriff auf abschottende Instrumente, zumal auch die Demokraten traditionell keine ausgesprochenen Freihandelsbefürworter sind. Hier drohen also weitere negative Einflüsse für den Welthandel. Auch gegenüber Europa und Deutschland ist das immer wieder als Drohung auftauchende Thema von Zöllen etwa gegen die deutsche Autoindustrie nicht endgültig vom Tisch, trotz der jüngsten direkten Gespräche von Präsident Trump mit führenden Vertretern der deutschen Autokonzerne.

Handelspolitischer Waffenstillstand zwischen den USA und China?

Vor allem aber ist das bilaterale Handelsvolumen zwischen den USA und China bereits weitgehend mit Zöllen belegt. Am Rande des jüngsten G20-Gipfels in Argentinien Anfang Dezember haben die USA und China zwar eine Art Waffenstillstand geschlossen. Die nächsten Zollerhöhungsrunden sollen pausieren. Allerdings ist bereits ein erhebliches Volumen wirksam, und wie die Verhandlungen endgültig ausgehen, ist völlig offen.

Bruttoinlandsprodukt Volksrepublik China, reales Wachstum in Prozent



*2018-2020 Prognosen

Quelle: Internationaler Währungsfonds

Abkühlung in China

In Chinas Wachstumsdynamik zeigen sich derweil erste Zeichen einer Abkühlung. Der Handelsstreit bleibt nicht spurenlos. Und das ist nicht der einzige Bremsfaktor. Denn auch binnenwirtschaftlich zeigte sich das Land zuletzt schwächer.

Ein Indikator für die insgesamt skeptischere Einschätzung Chinas ist auch die Wechselkursentwicklung. Der Renminbi-Yuan hat gegenüber dem US-Dollar seit seinen Höchstständen im April 2018 rund zehn Prozent eingebüßt. Gegenüber dem Euro ist die Abwertung etwas geringer, der Trend aber ähnlich.

Die US-Administration wirft China erneut eine bewusste Gestaltung dieser Abwertung vor. Doch dieser Vorwurf trifft nicht mehr in dem Maße zu wie noch vor einigen Jahren, jedenfalls nicht mehr ausschließlich in Richtung einer gesteuerten Unterbewertung. Die chinesische Regierung hat in vielen Phasen der jüngeren Vergangenheit im Gegenteil eher versucht, Kapitalabflüsse und damit verbundene Abwertungen einzudämmen.

Yuan zunehmend flexibler

Der Yuan gewinnt in dieser Ambivalenz der Interventionsziele der Regierung unter dem Strich immer mehr die Charakteristik eines flexiblen Wechselkurses, folgt stärker Markteinflüssen. In dem Sinne ist die 2018 erlebte Abwertung auch Ausdruck und Gegenwirkung auf die Zollmaßnahmen aus den USA. Das scheint der wahre Treiber des Trends zu sein. Die Wechselkursentwicklung passt jedenfalls auch rein zeitlich sehr eng zu der Zolleskalation.

Wechselkurs CNY/USD

Quelle: FED

Zur Stabilisierung der binnenwirtschaftlichen Schwäche könnte die chinesische Regierung zu steuerlichen Entlastungspaketen greifen. Das wäre dann fast eine Imitation der Maßnahmen von Präsident Trump, die in den USA zumindest kurzfristig sehr stimulierend gezündet haben.

Aktienmarktturbulenzen in den Industrieländern als Zeichen der Unsicherheit über die Robustheit des Wachstums

Obwohl die USA gemessen an den 2018er Wachstumsraten der amtierende Star unter den Industrieländern sind und obwohl die US-Unternehmen eine hervorragende aktuelle Ertragslage melden, waren die amerikanischen Aktienmärkte von den Kursturbulenzen in diesem Herbst nicht verschont geblieben. Die USA führten diese zeitweise sogar an.

Synchrone Aktienkurseinbrüche

Fast alle größeren Börsenplätze hatten, vor allem im Oktober, deutliche Kursverluste erlebt. Im November gab es zwar zeitweise Erholungsansätze. Doch unter dem Strich blieben nach neuerlichen Verlusten Anfang Dezember fast überall deutliche Rückschläge. Sowohl beim Dow Jones Index als auch beim DAX notieren die Aktienkurse zuletzt knapp zehn Prozent unter ihren Niveaus vom Spätsommer. Der „Aktien-Jahrgang“ 2018 scheint dadurch insgesamt in der Jahresperformance verdorben worden zu sein.

Dow Jones,
Tagesschlusskurse

Deutscher Aktienindex,
Tagesschlusskurse

Quelle: Deutsche Börse

Bezieht sich die zunehmende Skepsis an den Aktienmärkten auf die Erwartungen des künftigen Ertragslage-Zyklus mit Blick auf eine Wachstumsverlangsamung? Oder wird sogar ein gestiegenes Risiko einer Rezession eingepreist? Eine dritte Deutungsmöglichkeit wäre, dass die Kursverluste eine Neubepreisung vor dem Hintergrund des fortschreitenden Zinszyklus, also eine andere Abzinsung künftiger Zahlungsströme, widerspiegeln.

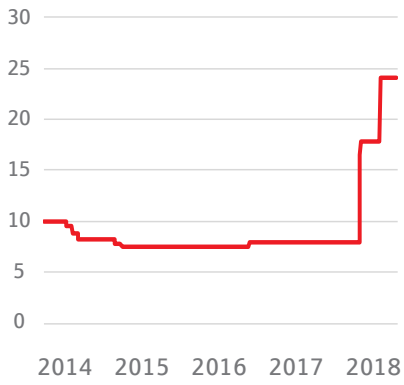
Es ist wohl eine Mischung aus all diesen Gründen am Werk. Und diese Entwicklungen sind auch konzeptionell nicht wirklich voneinander zu trennen, sondern können sich auch gegenseitig verstärken. Die rein rechnerisch als Diskontierungsfaktor auf Wertpapierkurse und ähnlich auch auf Immobilienpreise wirkenden höheren Zinsen würden über eine gedämpfte Gütermarktnachfrage auch realwirtschaftlich bremsend wirken.

In ganz extrem zugespitzter Form waren und sind diese Bremsprozesse aus Kursturbulenzen und Zinsanstiegen in der Türkei zu beobachten.

Notbremsung in der Türkei beruhigt zumindest die akute Krise

Die dort im Sommer 2018 eskalierte Krise war Schwerpunktthema der vorangegangenen Ausgabe der „Informationen zur Wirtschaftslage“ vom September. Damals konnte die starke Leitzinserhöhung der türkischen Zentralbank um 625 Basispunkte auf 24 Prozent als gerade frisch verkündete Maßnahme kommentiert werden.

Leitzins in der Türkei, in Prozent



Quelle: Türkische Zentralbank

Inzwischen hat sich gezeigt, dass diese Maßnahme einstweilen erfolgreich war, um zumindest die Wechselkursentwicklung zu beruhigen. Die türkische Lira hat sich nach ihren abgewerteten Tiefstwerten von Acht zu Eins Mitte August auf zuletzt rund Sechs zu Eins deutlich stabilisiert. Auch die Volatilität hat sich erheblich geglättet. Die Kapitalabflüsse wurden eingedämmt.

Rezession und Inflation wohl nicht zu vermeiden

Allerdings ist der Geist des rezessiven Impulses der Vertrauenskrise und der Zinserhöhung sowie des inflationären Schubs durch die Abwertung unweigerlich aus der Flasche. Eine Rezession der Türkei im Jahr 2019 bleibt wahrscheinlich. Die Inflationsrate ist im Oktober auf 25,2 Prozent gestiegen, was aber eine kurzfristige Spitze gewesen sein dürfte. Im November wurde mit 21,6 Prozent eine erste kleine Entschleunigung erreicht.

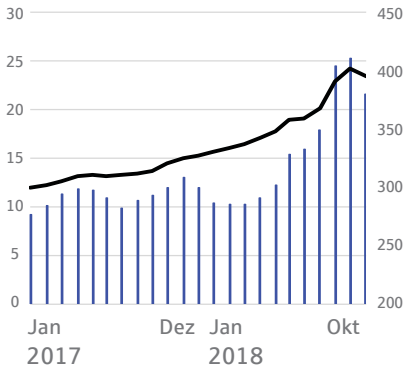
...aber Zinsschritt hat Abwertungsspirale unterbrochen

Wenn die Wechselkursstabilisierung hält, dürfte eine Entlastung auch bei den Importpreisen wirksam werden. Diese Dimension der jüngsten Preissteigerungsraten bedeutet auch, dass die Höhe der Leitzinsmaßnahme gut gewählt war, denn sie hielt den Realzins selbst in der Preisspitze bei null und seit November wieder im positiven Bereich. Ein selbstverzehrender Teufelskreis negativer Realrenditen wurde abgewendet.

Wechselkurs des TRY/€

Quelle: EZB

Türkischer Verbraucherpreisindex



Quelle: Türkisches Statistikamt

Zinswende in den Industrieländern

In den Industrieländern sind solche Zusammenhänge auf viel stabilerem und moderaterem Niveau wirksam. Die Federal Reserve ist mit ihrem frühzeitigen Handeln vor der Kurve geblieben, auch wenn die Inflationsentwicklung zeitweise ein Stück über das Zielniveau hinaus gelaufen ist.

EZB stellt Netto-Käufe ein

Während man in Japan wohl noch länger auf die Normalisierung warten muss, zeichnet sich die geldpolitische Wende im Euroraum nun allmählich etwas konkreter ab. Die EZB stellt zum Jahreswechsel die Netto-Käufe ihres Anleiheankaufprogramms ein. Details für die Struktur der Ersatzkäufe (welche Wertpapierkategorie, welche Laufzeiten) werden erst noch bekannt gegeben. Bisher hört man aus der EZB nur, dass die Ersatzkäufe möglichst neutral und verzerrungsfrei ausfallen sollen.

Leitzinsmaßnahmen hat die EZB dagegen im Rahmen ihrer Forward Guidance bis „durch den Sommer 2019 hindurch“ ausgeschlossen – und das, obwohl die Inflationsraten im Sommer 2018 bereits ihr Zielniveau erreicht hatten. Zunehmender Lohndruck dürfte die Preise mittelfristig anschieben. Aber ein Überschießen in der jetzt anstehenden Phase, in der die EZB noch in Selbstbindung auf Expansion festgelegt ist, bleibt ihr wohl erspart.

Im Gegenteil: Es mehren sich die Faktoren, die zuletzt eine Abschwächung anzeigten. Dies gilt für die konjunkturelle Dynamik (maßgeblich auch aus Deutschland gebremst), die Risikosituation (Italien!) und auch die Preisentwicklung. Während die Kernrate ohnehin noch deutlich unter dem Zielniveau liegt, könnten in den kommenden Monaten auch die Headline-Raten auf niedriges Tempo zurückfallen. Letzteres liegt auch an den in den letzten Wochen stark gesunkenen Ölpreisen – zwischen Anfang Oktober und Ende November um immerhin rund 30 Prozent.

Ölpreis fährt Achterbahn

Anfang Dezember haben sich allerdings mit Russland und Saudi Arabien zwei der größten Förderländer auf Produktionsbeschränkungen geeinigt, was den an den Märkten notierten Preis zunächst tatsächlich deutlich anhob. Das gleiche Ziel verfolgte das OPEC Treffen am 6. Dezember, wenngleich bisher mit wenig Preiseffekt.

Ölpreis der Nordseesorte Brent,
in USD per Barrel

Quelle: US Energy Information Administration

Ob das unter dem Strich immer noch billigere Öl nun eine Stabilisierung in krisenhaften Angebotsländern widerspiegelt oder ob eine schwächere globale Nachfrage die Erklärung ist, hat für die Einschätzung der Weltkonjunktur eine gewisse qualitative Bedeutung.

Für die energieimportierenden Länder ist die direkte Wirkung des Preisverfalls jedoch klar: Sie bedeutet auf jeden Fall eine Verbesserung der Terms of Trade also eine Verbesserung der Kaufkraft.

Frankreich protestiert gegen den Ölpreistrend – von gestern

Gewalttätige Proteste der „Gelbwesten“

Günstig zu Pass kommt diese Entwicklung der Regierung Macron in Frankreich. Zumindest im Prinzip: Denn der Protest der sog. „gelben Westen“ hatte sich maßgeblich gegen verteuerte Benzinpreise auf Konsumentenebene gerichtet; jedenfalls wurde deren Trend zunächst lautstark ins Schaufenster des Aufruhrs gestellt. Diese „Story“ der Demonstranten löst sich aber nun gerade gemessen am Preistrend auf. Gleichwohl wurden die Pläne zur Erhöhung der Ökosteuer in Reaktion auf den Aufruhr von der Regierung nun einstweilen auf Eis gelegt.

Natürlich sind die Gründe für diese Proteste eigentlich vielschichtiger und breiter angelegt. Es geht um soziale Partizipation, wirtschaftliche Unsicherheit, Wohlstandsgefälle, Verteilungsfragen – zumindest deren „Wahrnehmung“. Aber die Proteste zeigen in jedem Fall, welche Risse auch in Frankreich wie in vielen anderen Industrieländern durch die westlichen Gesellschaften gehen. Und sie führen vor Augen, wie schwierig es heutzutage ist, Akzeptanz für Reformen zur Steigerung von Wachstumskraft und Wettbewerbsfähigkeit zu finden.

Italien auf Konfrontationskurs mit den europäischen Institutionen und den Märkten

Das sind sicherlich auch alles Entwicklungen, die von der Regierung in Italien aufmerksam beobachtet und wahrgenommen werden. Sie sieht sich womöglich fatalerweise in ihrem nötige Einschnitte verdrängenden und stattdessen auf sozial- und steuerpolitische Verteilungsgeschenke setzenden Kurs noch bestätigt.

Zuletzt gab es zwar erste vorsichtige Zugeständnisse in der institutionellen Konfrontation mit der Europäischen Kommission um die Souveränität der italienischen Finanzpolitik einerseits und deren Nachhaltigkeit andererseits. Doch der grundsätzliche Konflikt bleibt bestehen.

Diszipliniert die Risikoprämie die Finanzpolitik?

Die stark angestiegenen Risikoprämien in den Marktrenditen der italienischen Staatsanleihen senden ein starkes Signal. Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung hat dies in seinem Jahresgutachten als „funktionierende Marktdisziplin“ bezeichnet.

Positiv an den Entwicklungen ist auch, dass es bisher kaum Ansteckungseffekte in andere Länder des Euroraums gegeben hat. Die Märkte unterscheiden heute deutlich stärker nach einzelstaatlichen Entwicklungen als noch vor zehn Jahren. In einem solchen Umfeld können die Isolierung von Problemlagen und die Disziplinierung tatsächlich funktionieren. Allerdings bleibt das Pokern Italiens ein Spiel mit dem Feuer. Ein sich ausbreitender Flächenbrand bleibt jederzeit möglich.

Deshalb beobachtet auch die EZB die Entwicklungen an den Märkten und in Italien sehr aufmerksam. Die Notenbank trägt bisher zum Greifen der Marktdisziplin bei und macht richtigerweise keine Anstalten zu einem Bail Out Italiens. Programme wie das OMT könnten ohnehin nur dann stützend tätig werden, wenn sich Italien deren Konditionalität und einem Stabilisierungsprogramm unterwürfe. Danach sieht es politisch allerdings überhaupt nicht aus. Würde sich die italienische Regierung entsprechend stabilitätsorientiert verhalten, wäre ein Programm auch gar nicht mehr nötig. Ein Paradoxon: OMT geht nur, wenn es gar nicht gebraucht wird.

Hilfen gingen nur bei Kooperationswillen

Neue langfristige Refinanzierungsgeschäfte der EZB? Aber bitte nicht wegen Italien!

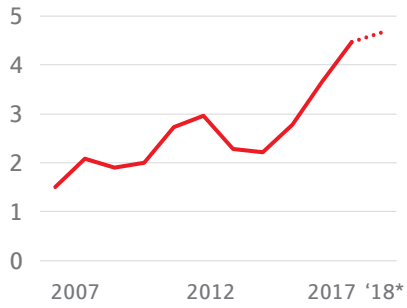
Allerdings gibt es in der EZB Überlegungen, im Laufe des Jahres 2019 eine neue Runde von langfristigen Refinanzierungsgeschäften (sog. TLTROs) aufzulegen. Diese wären zwar immer noch / wieder außerordentliche geldpolitische Instrumente, aber immerhin in der finalen Risikoübernahme, der Marktverzerrung und der Nähe zur Staatsfinanzierung nicht ganz so außerordentlich wie das gerade (netto) in Einstellung befindliche Anleihekaufprogramm.

Die letzte Runde der TLTROs von 2016 bis 2017 steht 2020 bis 2021 zur Rückzahlung an. Die EZB argumentiert zu Recht, dass bereits ein Jahr vor den Rückzahlungen die Bilanzpositionen der aufnehmenden Banken gemessen an ihrer Restlaufzeit aufsichtlich nicht mehr als langfristige Refinanzierungsquellen zählen. Das stimmt zwar; doch ist fraglich, wie groß der Bedarf für einen neuen Ersatz wirklich ist.

Neue TLTROs aus Liquiditätssicht nicht nötig

Aus reiner Liquiditätssicht benötigt das europäische Bankensystem keine neuen TLTROs. Vielmehr herrscht eine sehr üppige Überschussliquidität vor. Um rund 2000 Mrd. Euro übersteigt die Summe des durch das Quantitative Easing geschaffenen Zentralbankgeldes, das den Kreditinstituten quasi aufgedrängt wurde, den dagegen verschwindend geringen Bedarf für die Abdeckung der Mindestreserven. Die Zwei-Billionen-Überschussliquidität ist das Spiegelbild zu knapp der Hälfte der aufgeblähten Bilanz des Eurosystems.

Bilanzsumme Eurosystem,
in Billionen €



*Ausweis vom 30.11.2018

Quelle: Europäische Zentralbank, eigene Berechnungen

Da die EZB nur die Nettokäufe eingestellt hat, aber noch auf Jahre hinaus Ersatzkäufe tätigen will, ist ein Abschmelzen der Bilanzsumme nach dem amerikanischen Vorbild der Federal Reserve so bald nicht auf der Agenda. In der Tat bräuchte es extrem hohe politische und geldpolitische Entschlusskraft, wenn etwa der Bestand an italienischen Staatsanleihen bald gegen den Markttrend abgeschmolzen würde.

Wenn dies aber auf Sicht ausgeschlossen ist, dann wäre das Auslaufen und die Tilgung der früheren TLTROs die einzige Chance für ein quasi automatisches Abschmelzen der Bilanz des Eurosystems.

Auch deshalb sollte die EZB nicht zu voreilig die Erwartung einer neuen Ersatzrunde von TLTROs in die Welt setzen. Liquidität für eine Teil-Glattstellung der aufgeblähten Volumina zwischen Banken und Notenbanken ist genug vorhanden.

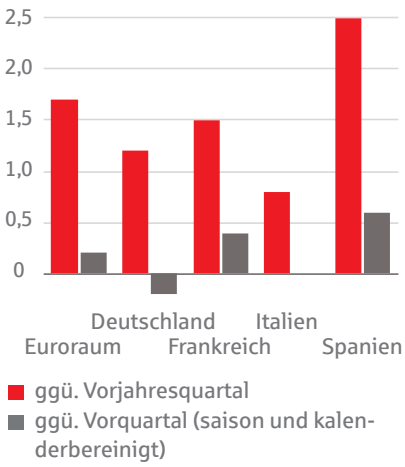
Das gilt jedenfalls im Aggregat. Zugestandenermaßen muss dies nicht auf einzelwirtschaftlicher Ebene für jede einzelne Bank gelten. Nicht jede Bank, die jetzt viel der – belastenden, weil derzeit noch negativ verzinslichen – Überschussliquidität hält, muss die gleiche sein, die sich TLTRO-Fälligkeiten gegenübersieht.

Aber hierin besteht auch eine Chance: Man überlasse den Ausgleich dieser Liquiditätspositionen dem Markt. Es wäre die Möglichkeit, eine teilweise Wiederbelebung des Interbankenmarktes zu versuchen, der in den letzten Jahren durch die Flutung mit Zentralbankgeld weitgehend zum Erliegen gekommen ist. Auch das wäre qualitativ ein wichtiger Teil einer Normalisierung der geldpolitischen Verhältnisse. Und als Nebeneffekt würden sich wohl auch die TARGET-Salden ein Stück zurückbilden.

Wiederbelebung der Interbanken-Geldmärkte wäre wichtiger Teil der Normalisierung

Es gibt also gute Gründe, sich gegen die Auflage neuer TLTROs zu positionieren, obwohl diese gleichwohl immer noch das kleinere Übel gegenüber noch stärker interventionistischer Stützungsmaßnahmen für Italien wären.

Quartalswachstum ausgewählter Euro-Staaten



Quelle: Eurostat

Euroraum wächst langsamer, aber er wächst!

Wichtig ist für die weitere Normalisierung vor allem, dass der Aufschwung im Euroraum anhält. Bei der BIP-Performance gab es hier zuletzt eine deutliche Ernüchterung. Im dritten Quartal 2018 ist die Ökonomie des Euroraums saisonbereinigt nur noch um 0,2 Prozent gewachsen. Das ist eine Halbierung des Wachstumstempos aus den ersten beiden Quartalen des Jahres und erst recht eine Verlangsamung gegenüber den noch höheren Raten des Jahres 2017.

Gegenüber dem dritten Vorjahresquartal beträgt der reale Jahresabstand damit zuletzt nur noch 1,7 Prozent. Zuvor stand lange eine Zwei vor dem Komma. Dass sich das Wachstum in dem zunehmend reiferen Aufschwung verlangsamen würde, war klar. Aber der Bremsruck fiel nun doch recht abrupt aus.

Die Entwicklung wird vor allem erklärlich, wenn man auf die Wachstumsbeiträge der einzelnen Länder schaut (jeweils saisonbereinigt zum Vorquartal): Spanien wächst weiter mit überdurchschnittlichem Tempo (0,6 Prozent), Frankreich kann zuletzt beschleunigen auf 0,4 Prozent nach zuvor 0,2 Prozent). Doch Italien präsentiert sich, nach den politischen Erschütterungen wenig verwunderlich, im dritten Quartal mit einer Stagnation. Den größten rechnerischen Abschlag erzeugt allerdings diesmal das größte Land des Euroraums: Deutschland verbucht mit -0,2 Prozent für das dritte Quartal eine negative Rate – das erste Mal seit Anfang 2015.

Deutschland mit erklärbarer Produktionsdelle

Zwar gibt es zuletzt auch einige fundamentale Anzeichen für eine Wachstumsverlangsamung in Deutschland. Doch die Produktionsrückgänge vom dritten Quartal sind klar überzeichnet durch erklärbare Sonderfaktoren.

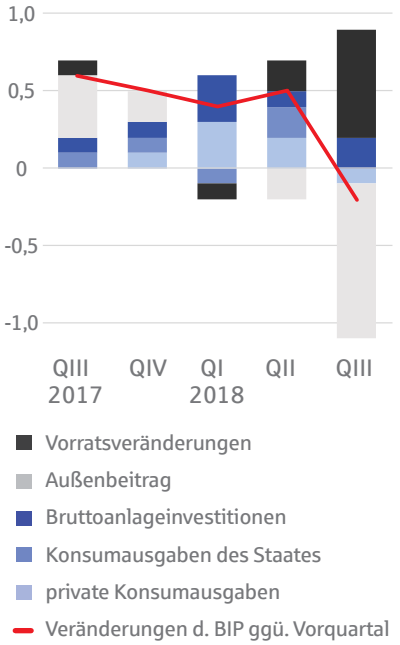
Autoindustrie in stockenden Zulassungsverfahren gefangen

Vor allem die neuen Abgas-Prüfregeln und Zulassungsverfahren in der Automobilindustrie sind schon vielfach kommentiert worden. Sie haben im Sommer 2018 zu einem erheblichen Verfahrensstau geführt. Viele Modelle waren nicht für den Verkauf verfügbar. Viele Hersteller haben dann mit Produktionsdrosselungen reagiert. Der Effekt der Wertschöpfungsausfälle blieb nicht auf die Fahrzeugbranche selbst beschränkt, sondern strahlte auch auf viele zuliefernde Industrien und Vorprodukte aus.

Ohne diese Wirkungen wäre die quartalsweise BIP-Wachstumsrate wohl positiv ausgefallen, aber gleichwohl nicht so dynamisch wie in den vorangegangenen Quartalen.

Aufschlussreich ist ein detaillierterer Blick in die Verwendungsstruktur im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für das dritte Quartal. Sie zeigt die erläuterten Sondereffekte, aber darüber hinaus auch interessante strukturelle Trends im deutschen BIP.

Wachstumbeiträge zum realen BIP,
saison- und kalenderbereinigt,
in Prozent



Quelle: destatis

Außenbeitrag und Lagersaldo im Zusammenspiel

Die inländische Verwendung ist im dritten Quartal mit einem saisonbereinigten Zuwachs von 0,8 Prozent sogar sehr stark ausgefallen. Es war der Außenbeitrag, der voll ins Kontor schlug. Während die Importe real um 1,3 Prozent zulegten, was auch die Stärke der kräftig ziehenden Binnennachfrage bestätigt, waren die Exporte um 0,9 Prozent rückläufig. Hier zeigt sich voll der Sondereffekt der Fahrzeuge als wichtige Exportbranche. Insgesamt entfaltete der Außenhandel auf diese Weise einen negativen Beitrag von einem vollen Prozentpunkt des BIP.

Produktion auf Halde statt Export

Dem steht in gleicher Höhe ein Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen von plus einem Prozent gegenüber. Das ist ein erheblicher Ausschlag im Lagerzyklus. Er stellt die Produktion auf Halde dar. Diese Halden dürften nach erfolgtem Abschluss der Zulassungsverfahren nun maßgeblich in den Export fließen und glattgestellt werden. Das bedeutet aber auch, dass es beim BIP unter dem Strich keinen so starken und schnellen Gegenimpuls im vierten Quartal geben wird. Denn bei der Wertschöpfung war die Delle nicht so stark ausgeprägt wie bei den Verkaufszahlen, war durch die Zwischenlagerung bereits gepuffert. Das vierte Quartal dürfte vor allem den Rückprall zwischen den sich saldierenden Positionen Läger und Exporten zeigen.

Ausgangsbasis bis nach 2019 verdorben

Das bedeutet dann aber auch, dass das zweite Halbjahr 2018 insgesamt deutlich schwächer aussieht als das erste. Deshalb wird auch der statistische Überhang in das Jahr 2019 hinein recht gering ausfallen. Selbst wenn die unterjährige Entwicklung im Jahr 2019 wieder an Fahrt gewinnt, wird dadurch die jahresdurchschnittliche Wachstumszahl rechnerisch gedrückt.

Die ist auch ein Grund dafür, warum die jüngeren Wachstumsprognosen 2019 allenthalben zurückgenommen werden. Der Sachverständigenrat setzt in seinem Jahresgutachten jetzt noch 1,5 Prozent an. Die OECD bestätigt diese Dimension in ihrem Wirtschaftsausblick von Ende November mit 1,6 Prozent für Deutschland im Jahr 2019.

Rate auf Potenzialwachstum erscheint noch möglich

Solche Raten entsprächen in etwa dem Potenzialwachstum, sind de facto aber zyklisch stärker, wenn diese Zahl eben ohne Überhang aus 2018 erzielt wird. Ein solches Wachstum würde deshalb positiv gesehen auch mit weiteren Beschäftigungsgewinnen einhergehen respektive – in negativerer Sichtweise – den ohnehin schon herrschenden Fachkräftemangel weiter verschärfen.

Konsum auch mit Delle – dagegen ausgerechnet die Investitionen als der Fels in der Brandung!

Sparquotensprung als Spiegelbild der Konsumdelle

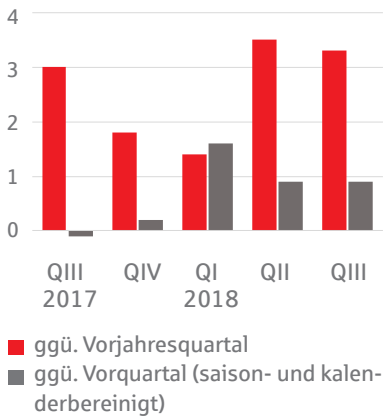
Doch noch einmal zurück zur Verwendungsstruktur der VGR aus dem dritten Quartal: Der private Konsum überraschte ebenfalls mit einer negativen Rate in Höhe von -0,3 Prozent. Plausiblerweise war auch hier ein nennenswerter Auto-Anteil negativ wirksam. Der ausgefallene oder zumindest aufgeschobene Konsum schlug sich dann auch spiegelbildlich in der Sparquote der privaten Haushalte nieder. Diese seit Jahren sonst so eng an der Zehn-Prozent-Marke klebende Quote machte einen Sprung auf saisonbereinigt 10,7 Prozent.

Auffällig war im dritten Quartal – und zwar in umgekehrter Richtung als die anderen Komponenten – die Investitionstätigkeit. Die Ausrüstungsinvestitionen legten im dritten Quartal real und saisonbereinigt um 0,8 Prozent zu. Damit lagen sie real um 3,7 Prozent über dem Vorjahresquartal, obwohl jenes Vergleichsquartal bereits stark war.

Bau strotzt immer noch vor Kraft

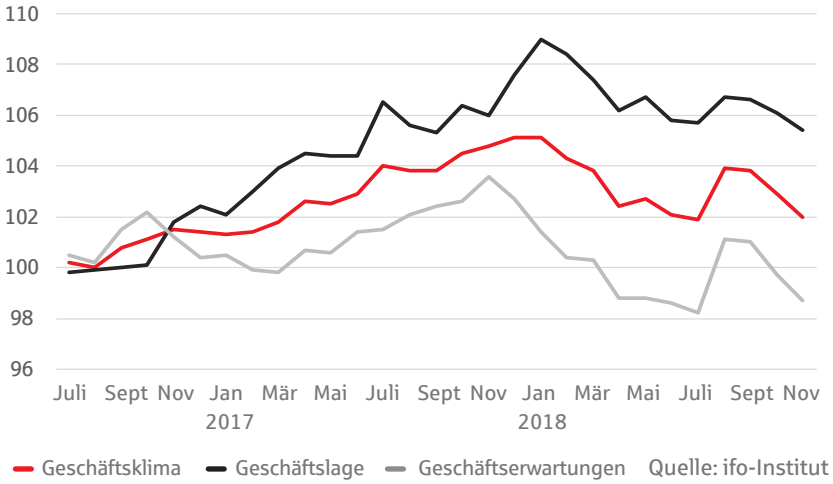
Die Bauinvestitionen legten sogar um 0,9 Prozent im dritten Quartal zu und erreichten damit einen Abstand von 3,3 Prozent zum Vorjahresquartal. Die Bruttowertschöpfung im Baugewerbe, in der anderen Perspektive der Entstehungsgliederung nach Wirtschaftszweigen lag real um 4,2 Prozent über dem Vorjahresquartal, während die Gesamtwirtschaft in der Wertschöpfungsrechnung gerade einmal 1,0 Prozent Zuwachs erreichte. Auch am aktuellen Rand hält die gute Baukonjunktur an: Im September konnten die Auftragseingänge saisonbereinigt zum Vormonat noch einmal um 3,6 Prozent gesteigert werden.

Reale Wachstumsraten der Bauinvestitionen, in Prozent



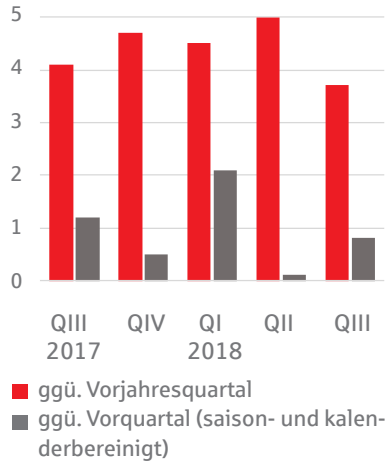
Quelle: destatis

ifo Geschäftsklima Deutschland (2015=100, saisonbereinigt), in Prozent



Quelle: ifo-Institut

Reale Wachstumsraten der Ausrüstungsinvestitionen, in Prozent



Quelle: destatis

Investitionen waren und sind nicht mehr so prozyklisch

Dass ausgerechnet die Investitionstätigkeit die stabilisierende Komponente des Wachstums in diesem reifen Aufschwung bildet, ist mehr als untypisch. Üblicherweise ist es in Konjunkturzyklen gerade die Investitionstätigkeit, die als Ausschläge verstärkendes Schwungrad wirkt und Aufschwünge am Ende abhängt.

In dem langen stetigen Aufschwung der letzten Jahre war die Investitionstätigkeit jedoch recht zurückhaltend geblieben. Trotz der extrem niedrigen Zinsen gab es keinen überbordenden Investitionsboom. Die Zurückhal-

tung der Unternehmen war auch an steigenden Eigenkapitalquoten und an der hohen Liquidität abzulesen sowie daran, dass die Ersparnisbildung dieses Sektors theoretisch untypischer Weise regelmäßig sogar die Nettoinvestitionen überstieg.

Das mag im Aufschwung Wachstumsdynamik gekostet haben, doch jetzt sorgt das für Robustheit und dämpft das Rückschlagpotenzial.

Verunsicherung nimmt aber auch in Deutschland zu

Dass dennoch gewisse Risiken für den Konjunkturverlauf bestehen, zeigt zuletzt der abermalige Rückgang des ifo-Geschäftsklimas. Auch der von der Europäischen Kommission erhobene Stimmungsindex bestätigt es. Eine Rezessionsgefahr ist nicht das Hauptszenario für 2019, aber es ist auch kein völlig zu vernachlässigendes Randrisiko.

Beruhigend für die deutsche Situation ist, dass das Land angesichts des guten Fiskalsaldos durchaus Pulver trocken hätte, um im Bedarfsfalle entgegenzuwirken. Die Geldpolitik hat sich solchen Spielraum noch nicht erarbeitet. Ihre Aufgabe bleibt klar die Normalisierung.

Munition für fiskalpolitische Stabilisierung wäre in Deutschland vorhanden

Etwa krisenhaft ausfallende Nachfrage ließe sich zumindest in Deutschland aber potenziell fiskalisch ersetzen – sofern sich dafür die politische Entschlusskraft fände. Denn auch in Deutschland sind die politischen Zukunftsaussichten zuletzt unberechenbarer geworden.

Das Hauptszenario bleibt eine Fortsetzung des Aufschwungs

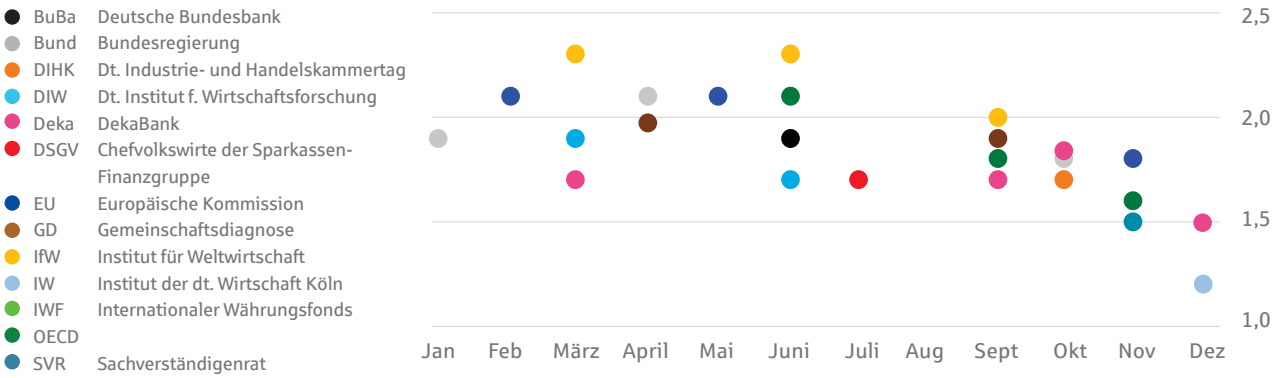
Doch ist ein solcher Interventionsbedarf nicht das Hauptszenario. Das Wahrscheinlichste ist vielmehr die Story von der „Delle“, die nun wieder aufgeholt wird. Deutschland hat die Chance, auch im kommenden Jahr den langen Aufschwung zu verlängern und ein weiteres Jahr in Höhe des Potenzialwachstums zuzulegen.

A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderungen zum Vorjahr

	2016	2017	2018[1]	2019[1]
Welthandelsvolumen	+2,4 %	+4,2 %	+4,0 %	+3,9 %
Bruttoinlandsprodukt - Welt	+3,2 %	+3,6 %	+3,7 %	+3,7 %
USA	+1,5 %	+2,2 %	+2,3 %	+1,9 %
Japan	+1,0 %	+1,5 %	+0,7 %	+0,8 %
China	+6,7 %	+6,8 %	+6,5 %	+6,3 %
EU	+2,0 %	+2,3 %	+2,0 %	+1,8 %
Euroraum	+1,8 %	+2,1 %	+1,9 %	+1,7 %
Deutschland	+2,2 %	+2,5 %	+1,9 %	+1,9 %

[1] Prognosen des Internationalen Währungsfonds soweit verfügbar vom Juli 2018, ansonsten April 2018, arbeitstäglich bereinigt

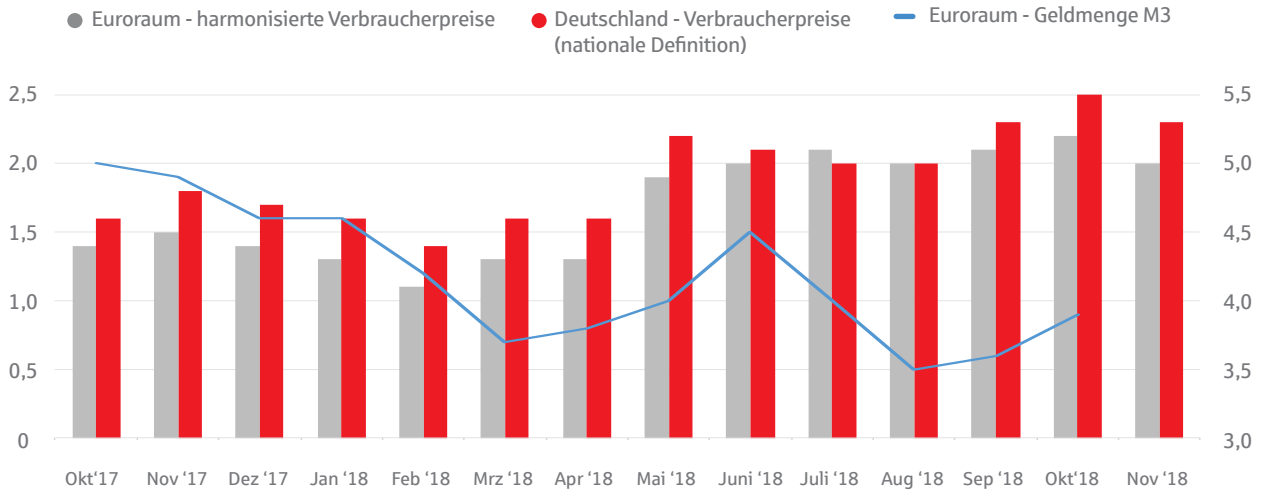
B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2019, in %



C. BIP im Euroraum und in Deutschland

	Jahr 2017	Q IV - 2017	Q I - 2018	Q II - 2018	Q III - 2018
	real ggü. Vorjahr	reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
Euroraum Bruttoinlandsprodukt	+ 2,4 %	+ 2,5 % + 0,7 %	+ 2,1 % + 0,4 %	+ 2,3 % + 0,4 %	+ 1,7 % + 0,2 %
Deutschland Bruttoinlandsprodukt	+ 2,2 %	+ 2,2 % + 0,5 %	+ 1,4 % + 0,4 %	+ 2,3 % + 0,5 %	+ 1,1 % - 0,2 %
Privater Konsum	+ 1,8 %	+ 1,1 % + 0,2 %	+ 1,6 % + 0,5 %	+ 1,0 % + 0,3 %	+ 0,5 % - 0,3 %
Bruttoanlageinvestitionen	+ 2,9 %	+ 2,8 % + 0,3 %	+ 2,2 % + 1,4 %	+ 3,4 % + 0,5 %	+ 3,0 % + 0,8 %
Exporte	+4,6 %	+ 4,7 % + 1,7 %	+ 2,1 % - 0,3 %	+ 4,3 % + 0,8 %	+ 1,1 % - 0,9 %
		Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt			
Sparquote	9,9 %	10,1 %	10,1 %	10,2 %	10,7 %

D. Verbraucherpreise (linke Skala) **und Geldmenge M3** (rechte Skala), jährliche Änderungsraten in %



E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Jul. '18	Aug. '18	Sep. '18	Okt. '18	Nov. '18
Preise (nationale Definition)	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verbraucherpreise	+2,0 %	+2,0 %	+2,3 %	+2,5 %	+2,3 %
- ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	+1,4 %	+1,3 %	+1,5 %	+1,7 %	-
Erzeugerpreise gewerblicher Produkte	+2,9 %	+3,1 %	+3,2 %	+3,3 %	-
Einfuhrpreise	+4,8 %	+4,8 %	+4,4 %	+4,8 %	-
Stimmungsindikatoren					
ifo-Geschäftsklimaindex	101,9	103,9	103,8	102,9	102,0
ZEW-Konjunkturerwartungen	-24,7	-13,7	-10,6	-24,7	-24,1
Auftragseingang	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Verarbeitendes Gewerbe	+2,1 %	-1,9 %	-5,4 %	+2,4 %	-
aus dem Inland	+3,8 %	-4,7 %	-4,8 %	+0,6 %	-
aus dem Ausland	+0,8 %	+0,4 %	-5,8 %	+3,7 %	-
Investitionsgüterproduzenten	-0,4 %	-0,4 %	-5,7 %	+1,1 %	-
Produktion	arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat				
Produzierendes Gewerbe insgesamt	+1,5 %	+0,2 %	+0,7 %	+1,6 %	-
davon Bau	+3,5 %	+2,4 %	+4,9 %	+5,0 %	-
davon Industrie	+ 1,0 %	-0,4 %	+0,1 %	+1,6 %	-
Außenhandel	Veränderung zum Vorjahresmonat				
Exporte	+7,7 %	+2,4 %	-1,0 %	-	-
Importe	+12,4 %	+6,8 %	+5,6 %	-	-
Arbeitsmarkt	Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000				
Arbeitslosenquote	5,2 %	5,2 %	5,0 %	4,9 %	4,8 %
Arbeitslose	-193	-194	-192	-185	-182
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+548	+557	+561	+559	-
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	+708	+714	+675	-	-

F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Aug. '18	Sep.'18	Okt. '18	Nov. '18	10.12.2018
Ölpreis Brent in US $	72,53	78,89	81,03	64,74	60,97 (5.)
Wechselkurse					
US-Dollar / EUR	1,1549	1,1659	1,1484	1,1367	1,1425
Japanische Yen / EUR	128,20	130,54	129,62	128,79	128,79
Aktienmärkte					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	12.364	12.246	11.447	11.257	10.622
Veränderung zum Vorjahresmonat	+2,56 %	-4,54 %	-13,47 %	-13,57 %	-
Geld- und Kapitalmarktzinsen					
Tagesgeld (EONIA)	-0,36 %	-0,36 %	-0,37 %	-0,36 %	-0,36 % (6.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 % (7.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 % (7.)
Umlaufsrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	0,35 %	0,49 %	0,40 %	0,33 %	0,27 %
Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D	0,01 %	0,01 %	0,01 %	-	-
zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,03 %	0,03 %	0,03 %	-	-
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D	0,30 %	0,31 %	0,28 %	-	-
zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,29 %	0,31 %	0,30 %	-	-
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5 J. in D	1,86 %	1,94 %	1,92 %	-	-
zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,80 %	1,80 %	1,81 %	-	-

Impressum

Herausgeber
Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte
und Wirtschaftspolitik
Charlottenstraße 47
10117 Berlin
Telefon: 030 20225-5300
DSGV-Volkswirtschaft@DSGV.de
www.DSGV.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe
11. Dezember 2018

Gestaltung
Franz Metz, Berlin

Bildnachweis
Seite 1: Plainpicture/Westend61

ISSN
2509-3835

Verantwortlich
Pia Jankowski – DSGV
Direktorin
Leitung
Volkswirtschaft, Finanzmärkte und Wirtschaftspolitik
Pia.Jankowski@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGV
Abteilungsdirektor
Volkswirtschaft, Finanzmärkte und Wirtschaftspolitik
Leitung Volkswirtschaft
Reinhold.Rickes@dsgv.de

Autor
Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Hinweis
Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
https://www.dsgv.de/positionen.html#wirtschaftslage