

# Fremdwährungsschulden der Schwellenländer als Risiko für die Weltwirtschaft?

**Die Zuspitzung der Lage in der Türkei hat Befürchtungen geweckt, dass es zu Ansteckungseffekten und einer allgemeinen Schwellenländer-Krise kommen könnte. Einige Parallelen bestehen für manche Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten und hoher (Dollar-)Auslandsverschuldung.**

Allerdings überwiegen die Türkei-spezifischen Ursachen. Angesichts einer kreditgetriebenen, sich zunehmend überhitzenden Konjunktur im Lande und auch bereits merklich anziehender Inflationsraten, hätte die türkische Zentralbank bereits früher mit entschlossenen Zinserhöhungen reagieren müssen. Stattdessen ergab sich eine erhebliche Abwertung und eine ganz klassische Währungskrise. Jetzt hat die Zentralbank schließlich mit einem entschlossenen Schritt gehandelt.

Inflation und rezessive Impulse sind dennoch losgetreten. Die Übertragungswege zur deutschen Wirtschaft sind jedoch sowohl über den Handel als auch über das Banken-Exposure begrenzt.

Gefährlicher ist die weiterhin bestehende weltweite Drohung einer protektionistischen Eskalation. Diese konzentrierte sich zuletzt aber vor allem auf das amerikanisch-chinesische Verhältnis. Deutschland und Europa scheinen ein wenig aus dieser Schusslinie geraten zu sein. Das ifo-Geschäftsklima reagierte darauf mit großer Erleichterung. Tatsächlich präsentiert sich das deutsche Wachstum weiter sehr intakt und breit auf alle Nachfragekomponenten des BIP gestützt.

Berlin, 20. September 2018

**Autor:**

Dr. Holger Schulz

Holger.Schulz@dsgv.de

# Fremdwährungsschulden der Schwellenländer als Risiko für die Weltwirtschaft?

## Zugespitzte Lage der Türkei

Die Wirtschafts- und Finanzlage der Türkei hat in den vergangenen Wochen eine krisenhafte Zuspitzung erlebt. Besonders deutlich wurde dies an der Wechselkursentwicklung. In Verschärfung eines bereits länger bestehenden schleichenden Abwertungstrends verlor die türkische Lira in der zweiten Augustwoche abrupt rund ein Drittel ihres Außenwertes, egal ob man diesen in US-Dollar oder in Euro ausdrückt.

Auslöser war die Ankündigung neuer, direkt auf die Türkei abzielender handelspolitischer Hemmnisse aus den USA. Aber das war nur ein Anstoß für eine fundamental ohnehin längst angelegte Situation. Hier spielen politische und ökonomische Entwicklungen der Türkei in einem gegenseitigen Wechselspiel eine Rolle.

Die zentralisierte Machtfülle des neuen präsidentialen Systems und die Gleichschaltung von Justiz und Presse, spätestens seit dem abgewehrten Putschversuch von 2016, belegen eine Abwendung von einer offenen demokratischen Diskurs führenden Gesellschaft. Das hat zunehmend auch das Vertrauen der Investoren in die Berechenbarkeit des Systems und in die Rechtssicherheit erschüttert.

*Politische und ökonomische Faktoren greifen in der Türkei-Krise ineinander*

Hinzu kommen handfeste ökonomische Gründe. Die Türkei weist seit Jahren ein sehr hohes Leistungsbilanzdefizit auf. Ein solches Defizit ist an sich für dynamisch wachsende Volkswirtschaften noch kein negatives Zeichen. Die Mobilisierung von internationalen Ersparnissen für den Aufholprozess von Schwellenländern ist vielmehr im Grunde effizient und ein Gewinn für alle beteiligten Seiten.

## Makrodaten der Türkei, reale Veränderung in Prozent

	2015	2016	2017	2018*
BIP zu Marktpreisen	5,9	3,2	7,4	5,1
Private Konsumausgaben	5,3	3,7	6,1	5,9
Konsumausgaben des Staates	2,9	9,8	4,4	6,9
Bruttoanlageinvestitionen	9,3	2,2	7,3	8,1
Exporte	4,3	-1,9	12,0	8,7
Importe	1,5	3,8	10,1	13,2

Quelle: OECD

Und die türkische Wirtschaft ist bis zuletzt tatsächlich sehr kräftig gewachsen. Für 2017 wurde ein realer BIP-Anstieg von 7,4 Prozent vermeldet. Allerdings mehrten sich zuletzt die Anzeichen, dass der kreditgetriebene Boom zu einer Überhitzung führt.

Das Ausmaß des Leistungsbilanzdefizits hat mit 5,6 Prozent des BIP 2017 eine Größenordnung erreicht, die dann doch als ein Warnzeichen zu werten ist. 2018 wird sogar mit einem Überschreiten der Sechs-Prozent-Marke gerechnet.

### **Hohes Leistungsbilanzdefizit als typisches Krisenschema**

Ein solch großer Saldo der Außenwirtschaft ist für ein „großes Land“ (mit dominierendem Anteil der Binnenwirtschaft), wie es die Türkei ist, sehr viel. Selbst kleine Länder wie die baltischen Staaten oder Island, die in den 2000er Jahren Defizite in dieser Größenordnung hatten, blieben in der Folge solch starker Ungleichgewichte nicht ohne Probleme. Ansonsten findet man unter den OECD-Staaten für die Jahre seit 2000 folgende Beispiele von Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten jenseits der Marke von sechs Prozent des BIP:

- Portugal 2000 bis 2011
- Irland 2007 bis 2008
- Griechenland 2000 bis 2011
- Spanien 2005 bis 2008

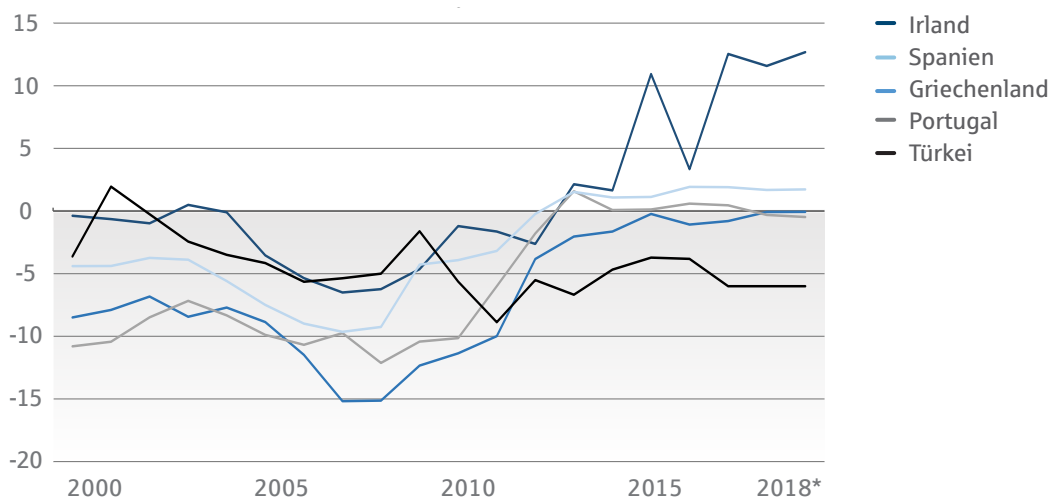
Das sind genau diejenigen Länder, die in der europäischen Schuldenkrise in Schwierigkeiten geraten sind und Hilfe aus den Unterstützungsprogrammen benötigten.

Offenbar beginnt bei länger anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten in der Größenordnung von sechs Prozent des BIP – die nichts anderes wieder spiegeln als Kapitalimporte in dieser Höhe – eine Art Gefahrenzone, die leicht in krisenhafte Entwicklungen abstürzen kann.

*Gefahrenzone hoher  
Leistungsbilanzdefizite*

Zumindest erfordert eine Auslandsverschuldung in dieser Dynamik eine sehr nachhaltige Wirtschaftspolitik, die das dann besonders dringend benötigte Vertrauen der ausländischen Investoren ohne jegliche Zweifel aufrechterhält.

**Leistungsbilanzsalden der Krisenländer der europäischen Staatsschuldenkrise und der Türkei, in Prozent des BIP, \*Prognose OECD**



Zugutehalten kann man der türkischen Konstellation, dass es nicht die Staatsverschuldung war, welche die Kapitalzuflüsse zog. Tatsächlich weist der öffentliche Schuldenstand der Türkei mit unter 30 Prozent des BIP im internationalen Vergleich ein ausgesprochen moderates Niveau auf.

*Staatsverschuldung ist hier nicht das Problem*

Vielmehr war es die private Verschuldung, sowohl der Haushalte als auch der Unternehmen, die sehr stark expandierte. Zum großen Teil flossen die Kapitalimporte über Kredite in Bautätigkeiten, auch solche in die Infrastruktur, die dann doch eine gewisse Staatsnähe aufwiesen.

Insgesamt hat das kreditgetriebene Nachfragewachstum auch die Inflation im Land anziehen lassen. 2017 wurde erstmals nach einer stabilen Dekade wieder eine zweistellige prozentuale Jahresrate auf der Ebene der Verbraucherpreise erreicht – bereits ein untrügliches Zeichen für eine Überhitzung.

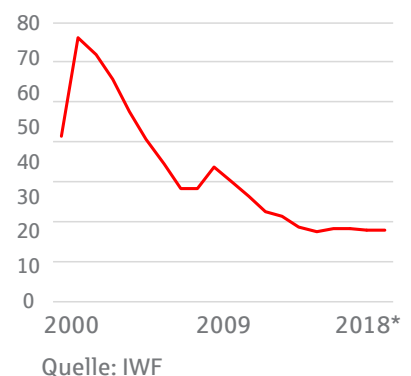
*Notenbank hätte beim Zins schon früher liefern müssen*

*Abwertung als zwangsläufiges Ventil*

**Inflation und Schuldenwachstum hätten frühere Zinserhöhung erfordert**

Dem hätte nun dringend geldpolitisch begegnet werden müssen. Leitzinserhöhungen blieben aber lange Zeit aus. Im Frühjahr 2018 liefen sie dann der bereits ausbrechenden Preisentwicklung hinterher. Dann war es im Sommer 2018 ein zunehmendes Eingreifen der Regierung bei der Notenbank, das Zweifel daran erzeugte, ob die Geldpolitik noch autonom handeln kann und Zinsanhebungen im nötigen Umfang kommen würden.

**Türkische Staatsverschuldung in Prozent des BIP, \* Prognose IWF**



Das „scheue Reh“ des internationalen Kapitalverkehrs sucht in einer solchen Situation sehr schnell das Weite. Der Einbruch am Devisenmarkt zeigte das deutlich an.

Es handelt sich bei der Zuspitzung in der Türkei also um eine ganz klassische, absehbare und hausgemachte Währungskrise.

Der Unterschied zu den Ländern, die in der europäischen Staatsschuldenkrise Probleme hatten, ist aber, dass die Türkei eben nicht Teil einer Währungsunion ist. Das schließt manche Übertragungswege und institutionellen Folgen aus. Vielmehr ist die Türkei im Guten wie im Schlechten mit einer eigenständigen Währung mit flexiblem Wechselkurs ausgestattet. Nutzt man in dieser Situation einer überhitzenden kreditgetriebenen Wirtschaft mit sich beschleunigender Inflation das Instrument des Zinses nicht, dann ist eine starke Abwertung die einzige Alternative und unweigerliche Konsequenz.

Von dem über weite Strecken des Jahres 2017 noch herrschenden Wechselkursniveau von rund vier türkischen Lira für einen Euro hat sich der Kurs im ersten Halbjahr 2018 bereits auf rund fünfeinhalb verschoben. Dann erfolgte der große Absturz Anfang August, der zwischenzeitlich überschießend sogar ein Verhältnis von Acht zu Eins erreicht hat. Dann hatte sich die Lage ein wenig beruhigt und die Lira hat sich zunächst auf ein Niveau von rund Sieben zu Eins stabilisiert. Im September ging es dann wieder gen Siebeneinhalb zu Eins.

Die türkische Zentralbank hat in der akuten Anspannung im August zunächst das Bankensystem mit Liquiditätsspritzen gestützt. Die Limits für Interbankenkredite wurden erhöht, die Mindestreserve wurde herabgesetzt. Das hat die Panik zunächst eingedämmt. Mittelfristig sind dies aber freilich kein Mittel, um die Währung nachhaltig zu stabilisieren. Im Gegenteil, die Liquiditätsausweitung kann auf Preise und Wechselkurs weiteren Druck entfalten.

### **Inflation und Abwertung erzwingen den Zinsschritt vom 13.9.**

Aber selbst wenn eine weitere Zuspitzung vermieden werden kann, ist mit der erfolgten Abwertung bereits ein starker Impuls in der Pipeline, der die inländische Preisentwicklung in der Türkei weiter anschieben dürfte. Angesichts einer Importquote von ziemlich genau einem Viertel des BIP wird unmittelbar klar, wie stark die Abwertung rechnerisch über die Importpreise auf die Gesamtpreisentwicklung durchschlagen könnte.

Die Anfang September bekanntgegebene erste Schätzung der Inflationsrate für August hat mit einer Zwölfmonatsrate von 17,9 Prozent bereits eine erste Beschleunigung gezeigt. Die noch Anfang Juli in Höhe von 13,4 Prozent für das laufende Jahr abgegebene Inflationsprognose der türkischen Zentralbank war spätestens damit offenkundig überholt.

### **Wechselkurs des Euro ggü. der Türkischen Lira**

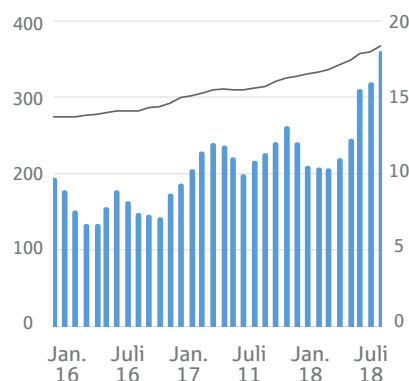


Quelle: EZB

*Notmaßnahmen nur zur Sicherung der kurzfristigen Bankenliquidität...*

*...aber nicht zur Stabilisierung der Währung geeignet*

### **Türkischer Verbraucherpreisindex, Veränderungen zum Vorjahr, in Prozent**



— Veränderungen ggü. Vorjahr in % (rechte Skala)  
— Index, 2003 = 100

Quelle: Türkisches Statistikkamt

Die Zentralbank sah sich veranlasst, zur Bekanntgabe der August-Rate eine sofortige begleitende Meldung herauszugeben, dass man darauf bald reagieren werde.

Es war klar, dass die Türkei um eine deutliche Zinsanhebung nicht herkommen würde. Man hat aber versucht, einen hinreichenden zeitlichen Abstand zu der Zuspitzung vom August aufzubauen, um die Zinsanhebung gesichtswahrend ohne direkten Zusammenhang zu den Marktturbulenzen darstellen zu können.

Nun wurde auf der regulären geldpolitischen Sitzung der Führung der türkischen Zentralbank am 13. September eine Leitzinserhöhung (beim maßgeblichen Wochen-Repo) um beachtliche 625 Basispunkte von 17,75 Prozent auf nunmehr 24 Prozent beschlossen.

*625 Basispunkte mehr!*

### **Großer Schritt zeigt gewachsene Entschlossenheit**

Damit gelangt die Zentralbank mit Blick auf den Realzins wieder „vor die Kurve“ und zeigt Entschlossenheit. Die Erwartungen der Märkte wurden mit diesem Schritt erfüllt oder sogar übererfüllt. Das zeigt die Reaktion des Wechselkurses. Die Lira konnte sich leicht erholen und auf das Niveau von rund Sieben zu Eins aufwerten, obgleich ein Teil dieser Erholung in der folgenden Woche wieder verloren ging.

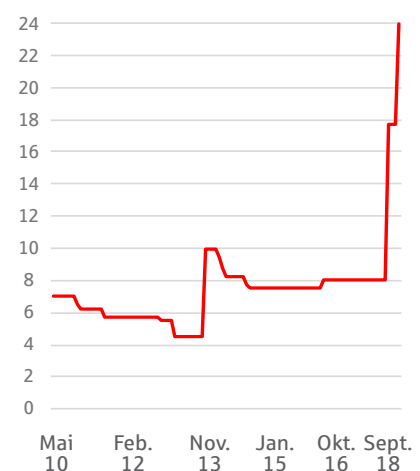
Dabei hatte sich Präsident Erdogan noch am Morgen des Tages der Zinsentscheidung gegen einen solchen Schritt ausgesprochen. Wie ist dies zu interpretieren?

Entweder Präsident und Notenbank haben hinter den Kulissen durchaus ein Verständnis erzielt und bedienen öffentlichkeitswirksam kommunikativ lediglich unterschiedliche Zielgruppen. Oder aber die Zentralbank hat bewusst gegen den erklärten Willen Erdogans gehandelt. Auch letzteres wäre insofern positiv zu werten, als dass es die Unabhängigkeit der Notenbank dokumentierte und die Funktionsfähigkeit der Institution belegt. In jedem Fall hat man zumindest auf technokratischer Ebene verstanden, was notwendig ist.

Die Devisenmärkte dürften durch den Zinsschritt in dem entschlossenen Ausmaß zunächst beruhigt sein. Kapitalabflüsse müssten damit zumindest eingedämmt sein.

Das heißt freilich nicht, dass die Türkei damit über den Berg ist. Im Gegenteil: Eine realwirtschaftliche Kontraktion und Lasten für die hoch verschuldeten Sektoren bleiben weiterhin wahrscheinlich, wenngleich jetzt in einem anderen Variablenmix.

**Türkische Notenbank,  
Leitzins Wochen-Repo in Prozent**



Quelle: Türkische Zentralbank

*Inflation läuft zunächst absehbar  
weiter aus dem Ruder*

### **Rezessiver Impuls ist aber bereits wirksam**

Auch bei den Preisen werden die erhöhten Leitzinsen nicht so bald für eine Umkehr sorgen. In den kommenden Monaten ist selbst bei nur teilweiser Überwälzung der Importpreise ein Driften der Rate der Verbraucherpreise in Richtung auf 25 Prozent durchaus realistisch.

Entsprechend groß fallen die Kaufkraftverluste bei den türkischen Konsumenten aus. Diejenigen Verbraucher und Unternehmen, die in Dollar oder in Euro verschuldet sind, sehen sich außerdem einer, in vielen Fällen wohl existenzbedrohenden, Verteuerung ihres Schuldendienstes gegenüber. Selbst wenn ein krisenhafter Zusammenbruch verhindert werden kann, so dürfte der Türkei doch zumindest eine deutliche Wachstumsverlangsamung oder sogar eine Rezession ins Haus stehen. Im zweiten Quartal hat sich die BIP-Wachstumsrate bereits auf 5,2 Prozent abgebremst – und das war vor den Turbulenzen des Sommers.

Weiter in Richtung Wachstumsbremsung wirkt auch die Zinserhöhung. Die davon ausgehende Wachstumseinbuße war das Motiv der Regierung, ursprünglich gegen Zinsschritte zu agieren. Doch das war nicht sehr vorausschauend und nicht nachhaltig. Denn nun wird der Bremsschock umso größer.

Eine türkische Rezession bedeutet auch für den Außenhandel des Euroraums und Deutschlands einen Rückschlag. Die direkten Effekte wären rechnerisch aber begrenzt. In die Türkei gingen 2017 1,9 Prozent der deutschen Exporte. Für die Weltwirtschaft hat die Türkei nur ein Gewicht von einem Prozent der Produktion.

*Direktes Handelsgewicht der Türkei für Deutschland überschaubar*

Anfang September haben die Türkei und deutsche Unternehmen gemeinsam verkündet, dass ein schon länger verhandelter Großauftrag zur Modernisierung der Bahn-Infrastruktur nun erteilt wird (Hochgeschwindigkeitsstrecke Istanbul-Ankara; Modernisierung der Signaltechnik etc.). Der Großauftrag soll den Märkten signalisieren, dass Handel und Kooperation weitergehen. Es kann aber auch bereits als eine Art stabilisierendes Konjunkturpaket verstanden werden.

### **Deutsches Banken-Exposure begrenzt**

Ein zweiter Übertragungskanal der Erschütterungen in der Türkei auf Deutschland und den Euroraum wäre der Bankensektor. Die türkischen Banken selbst geraten derzeit in gleich dreifache Bedrängnis aus steigenden Ausfallraten, Zinserhöhungen und der Verteuerung ihrer eigenen Hartwährungsschulden.



Ausländische Institute werden ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen. Allerdings ist das Engagement deutscher Institute in der Türkei recht begrenzt. Nach Zahlen der Deutschen Bundesbank aus der außenwirtschaftlichen Bestandsstatistik hatten deutsche Kreditinstitute Forderungen von gut 20 Mrd. Euro an türkische Adressen ausstehen. Die Größenordnung wird von Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) bestätigt. Je nach Abgrenzung, wie man Auslandstöchter in den Konzernrechnungslegungen konsolidiert und je nach finaler Risikoträgerschaft werden dort 17 bzw. 25 Mrd. US-Dollar genannt. Größere Umfänge weisen in dieser Statistik die Bankensektoren aus Frankreich, Italien und Spaniens aus, in letzterem Fall auch wegen der Eigentümerschaft an einer türkischen Großbank.

### Ansteckungseffekt über Drittländer

Doch der gefährlichste Ansteckungsweg, welcher der Türkei Krise eine weit überregionale Bedeutung zuwachsen lassen könnte, sind nicht die direkten Exposures, sondern die Entwicklungen auf Drittmarkten. Die mit internationalen Portfolien agierenden Investoren könnten andere Länder mit ähnlichen Risikolagen mit abstrafen.

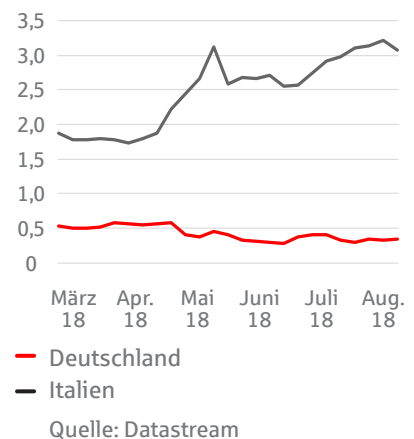
Im Euroraum klagt bereits Italien über gestiegene Risikoprämien in den Marktrenditen seiner Staatsanleihen. Das mag auch von der erneuten Flucht in die Sicherheit nach der Zuspitzung in der Türkei getrieben sein. Vor allem aber spiegelt der dortige Renditezuschlag die anhaltende Unsicherheit um den politischen Kurs in Italien selbst und den Umgang mit der Staatsverschuldung wider. Ein Leistungsbilanzdefizit hat Italien hingegen nicht. In dieser Hinsicht ist es in einer ganz anderen Lage als die Türkei.

Ähnlicher zur Türkei ist die Situation in manchen anderen Schwellenländern: Hier gibt es einige Staaten, die ein hohes Leistungsbilanzdefizit und ein hohes Schuldenwachstum in den letzten Jahren aufweisen. Und die Verschuldung jener Länder ist oft in US-Dollar denominated. Dies setzt diese Länder potenziell unter einen doppelten Druck:

- Die Verteuerung des Schuldendienstes im Falle einer Abwertung der Landeswährung
- Beim Zins selbst wirkt die fortschreitende geldpolitische Normalisierung der Federal Reserve, u. a. mit Leitzinsschritten

Kandidaten für eine derartige Anfälligkeit wären Länder wie Argentinien, Mexiko, Brasilien, Südafrika, Ägypten, Indonesien, Pakistan, aber auch Russland (letzteres allerdings nicht mit Leistungsbilanzdefizit, sondern mit Öl

**Renditen deutscher und italienischer Staatsanleihen, Restlaufzeit 10 Jahre, in Prozent**

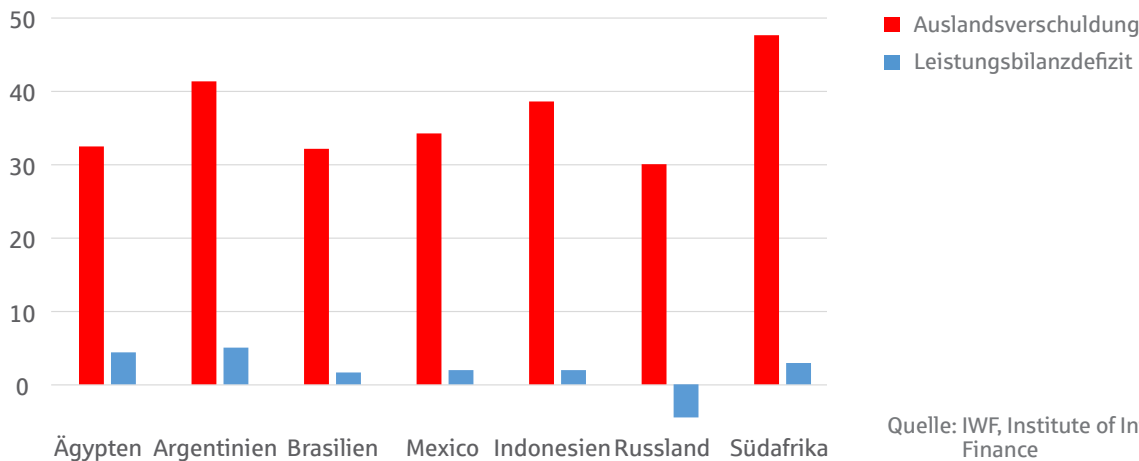


*Schwellenländer mit hohen Dollar-Schulden anfällig*



gestützten Überschüssen). In der Summe könnten diese „mittelschweren“ Gewichte der Weltwirtschaft doch für eine globale Erschütterung sorgen. Allerdings sind die Lagen in diesen einzelnen Ländern doch durch sehr spezifische Charakteristiken geprägt.

### Auslandsverschuldung und Leistungsbilanzsaldo ausgewählter Schwellenländer 2018, in % des BIP



Auch sind sie sich ihrer Anfälligkeit in den meisten Fällen wohl sehr bewusst und haben – anders als die Türkei – eine Kooperation mit dem IWF zumeist nicht kategorisch ausgeschlossen. Argentinien ist diesen Weg z. B. zuletzt gegangen, obwohl dies beiden Seiten (sowohl Argentinien selbst als auch dem IWF) angesichts der spannungsgeladenen Vorgeschichten aus früheren Jahrzehnten sicher nicht leicht gefallen ist.

### Handelsstreit mit vielfältigem Gesicht

Der große Unwägbarkeitsfaktor, der daneben weiterhin die Weltwirtschaft in Habacht-Stellung hält, ist der von den USA ausstrahlende protektionistische Handelsstreit.

Hier gab es allerdings zuletzt auch einige ermutigende Signale: Nach dem mit der EU eingegangenen einstweiligen handelspolitischen Waffenstillstand haben die USA nun auch mit Mexiko eine Neufassung der vormaligen NAFTA-Regelungen skizziert. Offen ist, in welcher Form Kanada dabei eingebunden wird. Hier ist es wohl vor allem Verhandlungstaktik von Präsident Trump, durch den vorgezogenen Abschluss mit Mexiko den Druck auf Kanada zu erhöhen. Am Ende könnte aber ein weitgehender Erhalt der NAFTA-Regelungen stehen, auch wenn diese zur Gesichtswahrung des US-Präsidenten dann formal nicht mehr so heißen mögen.

*Geglättete Wogen zwischen den NAFTA-Staaten?*

### Handelspolitischer Waffenstillstand zwischen EU und USA?

Hinsichtlich des Trump-Juncker-„Deals“ vom Juli sind noch viele Details zu klären. So ist unklar, welche in einer Marktwirtschaft autonom handelnden Unternehmen eigentlich konkret das Gas und die Sojabohnen aus den USA kaufen sollen, wie dies auf politischer Ebene zugesagt wurde. Auch ist noch in der Verhandlung, wie der (vor allem für Deutschland) wichtige Automobilsektor gehandhabt wird. Bildet er eine Ausnahme aus dem bilateralen Abkommen, was aufgrund deren Gewichts die WTO-Konformität in Frage stellen könnte? Oder werden hier gegenseitige Zollreduktionen vereinbart, wobei die EU ihre hier höheren Hürden als überproportionales Zugeständnis zurücknehmen müsste. Aber immerhin gehen die Vorschläge nun wieder stärker in Richtung Handelsliberalisierung.

Ein ganz wichtiger Durchbruch in dieser Richtung ist das inzwischen abgeschlossene Freihandelsabkommen der Europäischen Union mit Japan. Es ist in der Berichterstattung und öffentlichen Wahrnehmung ein wenig untergegangen angesichts der Fixierung auf die Aktionen aus den USA. Aber gerade als Signal an die USA ist es umso wichtiger, dass der große Rest der Welt auf weitere Integration statt auf Abschottung setzt.

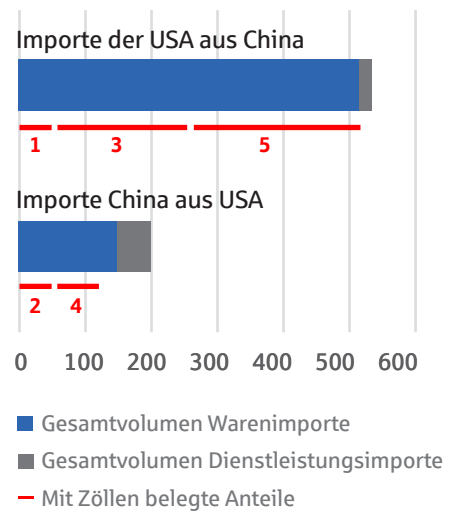
#### Zentrale Elemente des Freihandelsabkommens zwischen der EU und Japan

- Beseitigung von bis zu 99 Prozent der Zölle auf EU-Exporte, ca. 1 Mrd. Euro an Zöllen jährlich
- Beseitigung von bis zu 100 Prozent aller Zölle auf japanische Einfuhren in die EU
- Öffnung des japanischen Marktes für Agrarexporte aus der EU, z.B. Käse, Wein, Rindfleisch und Schweinefleisch
- Öffnung der Dienstleistungsmärkte wie Finanzdienstleistungen, Telekommunikation und Verkehr
- Zugang für EU-Unternehmen zu Beschaffungsmärkten von 48 großen japanischen Städten
- Abbau von bestehenden Hemmnissen bei der Vergabe öffentlicher Aufträge im Eisenbahnsektor
- Verbesserter Schutz der Rechte des geistigen Eigentums in Japan sowie von hochwertigen europäischen Agrarerzeugnissen
- Schutz sensibler Wirtschaftszweige mithilfe von Übergangsfristen (bspw. Automobilsektor)
- Auflagen für Umweltschutz, Arbeitsrecht und nachhaltige Entwicklung
- Verhinderung und Sanktionierung neuer nicht-tarifärer Handelshemmnisse („snap back Klausel“)

Und Japans Bedeutung ist nicht zu unterschätzen: Ist Japan doch – je nachdem wie man Indien zu Marktkursen oder zu Kaufkraftparitäten bewertet – der viert- bzw. fünftgrößte Wirtschaftsraum der Welt.

Ein wie auch immer geartetes neu ergänztes Welthandelssystem ist als ein „Flickenteppich“ natürlich nur ein Second Best gegenüber einer wirklich multilateral weiterentwickelten Ordnung, für die die USA früher führend standen.

### Stufen im Handelskonflikt zwischen den USA und China, Handelswert in Mrd. US-\$ im Jahr 2017



- 1** Bereits umgesetzte US-Zölle (25 %; v. a. Technologiegüter; 50 Mrd. \$)
- 2** Bereits umgesetzte Gegenzölle Chinas (25 %; u.a. Sojabohnen, PKW, 50 Mrd. \$)
- 3** Angekündigte Gegenzölle USA (anfangs 10%, ab 2019 25%; u. a. Nahrungsmittel, Chemikalien, Textilien, 200 Mrd. \$)
- 4** Angedrohte Gegenzölle Chinas (zwischen 5 und 25 %; 60 Mrd. \$)
- 5** Angedrohte Strafzölle USA (267 Mrd. \$)

Quelle: Bundesbank, Büro des Handelsrepräsentanten der USA, Stellungnahmen des Weißen Hauses

*JEFTA als wichtiges Zeichen für den Welthandel*

*Lebendiger Multilateralismus wäre noch besser*

### **China und USA in zunehmend engerem Clinch**

Neben politischen Sonderverhältnissen der USA etwa in Richtung Iran oder zuletzt auch der Türkei scheint sich der tatsächliche Abtausch von Zollerhöhungsrunden aber zunehmend auf das bilaterale Verhältnis zwischen China und den USA zu konzentrieren. Die beiden Giganten der Weltwirtschaft sind in einer gegenseitigen Eskalation gefangen. Zuletzt gab es zwar wieder Gesprächsangebote und versöhnlichere Signale. Aber als wie belastbar diese sich erweisen, bleibt abzuwarten. Ein gewisses Ausmaß an Schaden in der Zolleskalation ist bereits angerichtet.

Ein Einschließen auf den Haupt-Konflikt zwischen den USA und China begrenzt zwar die unmittelbaren Schäden und Blockaden für Deutschland und die EU. Aber der transpazifische Streit sollte keinesfalls mit Schadenfreude betrachtet werden. Zum einen ist die Gefahr eines globalen Ausgreifens des Protektionismus alles andere als gebannt. Und auch wenn es beim bilateralen Abtausch bliebe, wäre die Weltwirtschaft indirekt negativ betroffen. Zumindest würde die Wachstumsdynamik in diesen beiden wichtigen Motoren der Welt beschädigt. Und entsprechend „ärmere“ Volkswirtschaften würden auch weniger Nachfrage nach deutschen Produkten entfalten.

Hinzu kommt die Gefahr, dass umgelenkte Güterströme, etwa ein aus den USA ausgesperrtes „Auf-den-Rest-Weltmarkt-Kippen“ der chinesischen Stahl-Überproduktion verzerrend wirken kann und die internationale Arbeitsteilung beschädigt.

### **Hitzewelle beeinträchtigt Ernte**

Ein weiterer unmittelbar auf die Realwirtschaft wirkender Störfaktor war in diesem Sommer das ungewöhnliche Wetter. Die Hitze und Trockenheitswelle traf viele Regionen der Nordhalbkugel, so auch in ungewohnter Dauer Mitteleuropa. Neben der Erschwernis der Binnenschifffahrt durch niedrige Wasserstände wichtiger Verkehrsadern und neben dem Mangel an Kühlwasser für Kraftwerke und Industrie ist vor allem die Auswirkung auf die Ernte erheblich. Viele Lebensmittelkategorien waren betroffen, auch Futtermittel für die Viehzucht.

Neben den unmittelbaren Belastungen für die betroffenen Sektoren ist gesamtwirtschaftlich vor allem von Interesse, wie sich dies in den Preisen niederschlagen wird. Bei den Großhandelsnotierungen ist dies bereits beobachtbar, bei den Einzelhandelspreisen steht die volle Ankunft noch aus. Kann die Verteuerung der knapper gewordenen Lebensmittel eine Initialzündung für die Rückkehr von Inflation werden?

*Ernteaussfälle in den Preisen bisher nur bei einzelnen Rohgütern stärker erkennbar*

Dämpfend gegen einen solchen Impuls wirkt, dass die Missernten auf eine Situation treffen, bei der der Preistrend von frischen Lebensmitteln zuvor eher nach unten zeigte. Die Jahresvergleichsraten lagen seit geraumer Zeit für Lebensmittel zwar über derjenigen der Verbraucherpreise insgesamt, allerdings zuletzt nicht mehr so stark wie noch im Frühjahr (August 2018 +2,5 Prozent, im Mai 2018 allerdings noch +3,5 Prozent). Diese Entlastung dürfte am aktuellen Rand nun jedoch ein jähes Ende nehmen.

Dennoch fallen die Steigerungsraten für Lebensmittel im Aggregat auf der Verbraucherebene nicht so kräftig aus, wie man es anhand der dramatischen Erntelage und auch mit Blick auf die Börsenpreise für einzelne Commodities hätte erwarten können. Im Teil-Warenkorb der Haushalte spielen andere Wertschöpfungsanteile und die breite Mischung eine Rolle als etwa beim reinen Weizen.

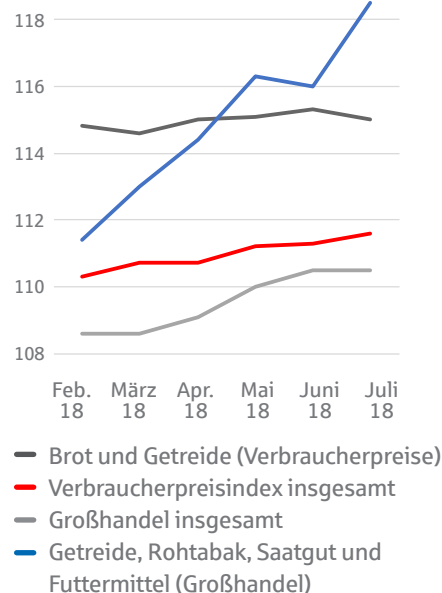
Qualitativ wären Verteuerungen von Lebensmitteln in dieser real begründeten Situation zudem nicht als „inflationär“ zu bewerten. Denn es liegt hier nicht ein Kaufkraftverlust des Geldes vor. Vielmehr handelt es sich um eine Veränderung relativer Preise, die die veränderten Knappheitsrelationen anzeigen. So etwas würde die Inflationsrate nicht nachhaltig und dauerhaft steigern, im Gegenteil in einem Jahr dann mutmaßlich sogar einen gegenteiligen Basiseffekt erzeugen.

### **Impuls aus den Lebensmittelpreisen als Keim einer breiteren Preissteigerung?**

Und doch trifft dieser besondere Preisimpuls zeitlich auf eine spezielle Situation. Die extrem expansive Geldpolitik der letzten Jahre hat bisher nicht preissteigernd verfangen. Der weit geschneiderte Liquiditätsmantel lag lange Zeit weitgehend ungenutzt da. Doch inzwischen hat sich die Kapazitätsauslastung gesamtwirtschaftlich wieder regeneriert, in Deutschland das Normalniveau sogar klar überschritten. Die Preisentwicklung hatte sich ebenfalls belebt und lag gemessen an den Headline-Raten zuletzt wieder auf Zielniveau. Die Leitzinswende ist dagegen im Euroraum noch in keiner Weise eingeleitet, sondern vielmehr für ein weiteres Jahr praktisch ausgeschlossen.

In einer solchen Konstellation könnte ein Preisimpuls, auch wenn er aus erklärbaren Sonderentwicklungen stammt, doch zum Keim einer breiteren Preisentwicklung werden. Einstweilig höhere Raten würden für die Wirtschaftssubjekte womöglich zum Weckruf werden, doch wieder verstärkt in inflationskorrigierenden Kategorien zu denken, etwa bei Lohnverhandlungen. Auch der niedrige Zins könnte als noch negativerer Realzins ganz anders wahrgenommen werden.

**Preisindizes für Individualkonsum und Großhandel in Deutschland, 2010=100**



Quelle: Destatis

*Höhere Kapazitätsauslastung, Nullzins und reichlichste Liquidität als fruchtbarer Boden*

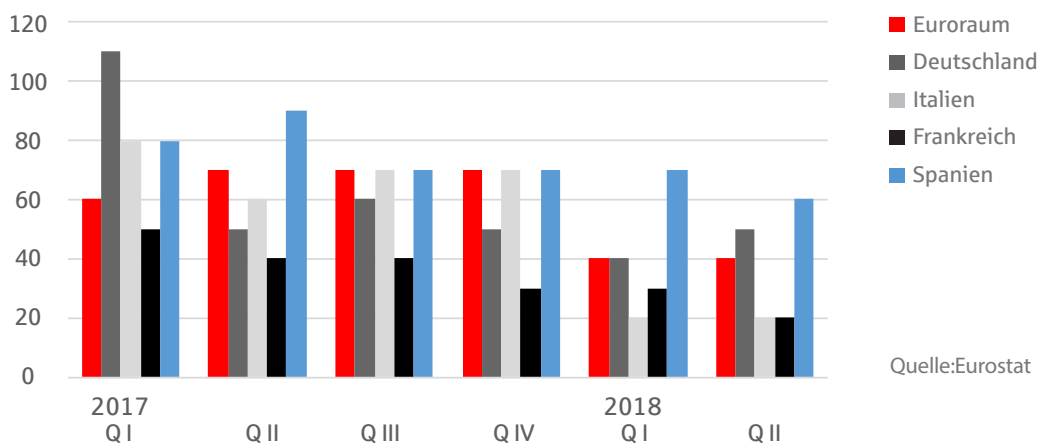
In den USA und im UK (dort ausgelöst durch die Abwertung des Pfundes nach dem Brexit-Entscheid) haben jedenfalls Einmaleffekte die Preissteigerungsraten mittelfristig wiederbelebt und sogar zu einem gewissen Überschießen geführt. Die Federal Reserve wird auch deshalb ihren Leitzinserhöhungskurs noch in diesem Jahr weiter fortsetzen.

Verstärkte Wachsamkeit gegenüber dem weltweit zurückkehrenden Phänomen der Inflation ist jedenfalls angeraten.

### Euroraum im zweiten Quartal nicht mehr so dynamisch

Die Konjunktur in Deutschland präsentiert sich derweil als robust. Für den Euroraum muss man dagegen gewisse Abstriche machen. Die vom Euroraum erreichte Wachstumsrate von 0,4 Prozent im zweiten Quartal 2018 muss als Enttäuschung bezeichnet werden. Denn darin ist auch das gute Tempo Deutschlands mit immerhin 0,5 Prozent enthalten. Frankreich und Italien haben dagegen im zweiten Quartal nur Zuwächse um 0,2 Prozent erzielt. Die Wachstumsdynamik, durch die sich der Euroraum 2017 auszeichnete, konnte also nicht gehalten werden. Die Entwicklung ist aber auch nicht so schlecht, als dass sie der Einleitung einer geldpolitischen Normalisierung im Weg stünde.

### Quartalswachstum ausgewählter Euro-Staaten, saison- und kalenderbereinigt in Prozent



### Deutsches Wachstum weiter breit gestützt

Deutschland präsentiert sich mit dem Zuwachs von 0,5 Prozent weiter gut und auch besser als nach den eher durchwachsenen Monatsindikatoren aus jenem Vierteljahr zu erwarten war. Gleichzeitig mit den neu vorgelegten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung wurden zudem revidierte

Werte für die vorangegangenen Quartale vorgelegt. Für das Auftaktquartal 2018 wurden nun neu vermessen 0,4 Prozent statt der zuerst gemeldeten 0,3 errechnet. Der Verlauf im Jahr 2017 wurde dagegen etwas heruntergesetzt.

Unter dem Strich stellt sich der Aufschwung des Landes somit gleichmäßiger dar. Der vermeintliche Rückschlag vom Jahresbeginn war gar nicht so ausgeprägt. Erfreulich ist zudem, dass sich das Wachstum sehr breit auf alle Nachfragekomponenten vom Konsum über die Ausrüstungen bis hin zum Export erstreckt – letzterer zumindest brutto. Und dass die Importe noch stärker zugelegt und rechnerisch das Wachstum ein Stück gebremst haben, ist angesichts des hohen Handelsüberschusses Deutschlands gar nicht schlecht. Vielmehr können auch die zunehmenden Importe als ein Zeichen der Stärke der Binnennachfrage im Land gewertet werden. Die Breite der Nachfrage über alle Komponenten verleiht dem reifen Aufschwung, der nun schon seit 13 Quartalen keine Rückgänge beim BIP gezeigt hat - in den Jahresraten sogar schon seit acht Jahren - , keine zusätzliche Robustheit.

### **Trotz geringerer Aufträge: Deutlich gebesserte Stimmung**

Die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe mussten im Juli nach der schon im Juni erlebten Schrumpfung allerdings erneut Rückgänge hinnehmen. Es waren die Bestellungen aus dem Ausland, die dafür verantwortlich zeichnen. Die Inlandsorders entwickelten sich im Juli dagegen wieder positiv. Bei der wichtigen Elektroindustrie waren die Aufträge nach Zahlen des ZVEI aber im Juli sowohl aus dem Inland als auch aus dem Ausland erfreulich. Außerdem bleiben die Reichweiten der Auftragsbestände in der Breite in den meisten Branchen weiterhin auf hervorragendem Niveau.

Die Stimmung in der deutschen Wirtschaft hat sich ausweislich des Ende August deutlich nach oben gesprungenen ifo-Geschäftsklimas zudem wieder stark verbessert. Auch der ZEW-Index hat sich für Deutschland und Europa sowohl in seiner Lage- als auch in seiner Erwartungskomponente verbessert. Die erhaltenen Stimmungsindikatoren drücken offenkundig die Erleichterung darüber aus, dass Deutschland aus der ersten Reihe der protektionistischen Drohungen herausgeraten ist. Hoffentlich bleibt es bei dieser Konstellation.

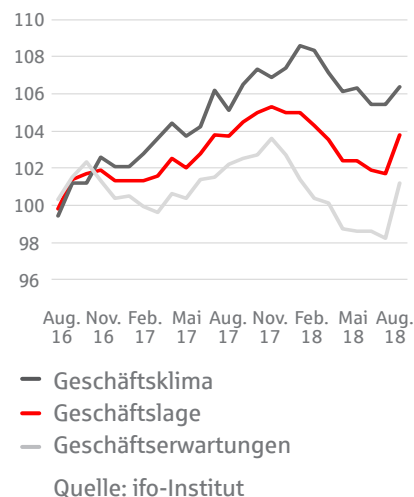
*Deutsches Wachstum zeigt sich zeitlich gleichmäßiger*

*und qualitativ nach der Verwendungsgliederung breit gestützt*

*Auftragseingänge lassen nach*

*Bestände aber noch hervorragend*

**ifo Geschäftsklima Deutschland**  
(2015=100, saisonbereinigt)



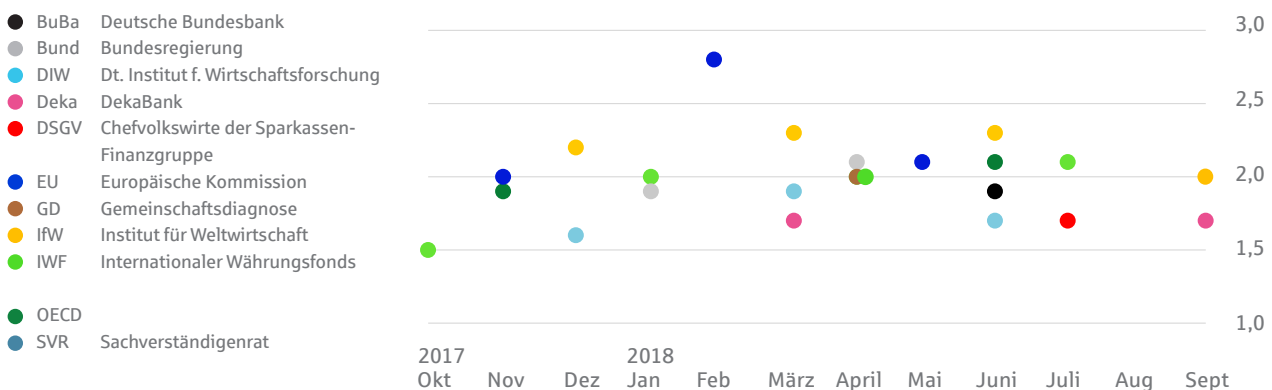
*Stimmungsindikatoren drücken Erleichterung aus: Deutschland an der Seitenlinie des Protektionismus-Konflikts*

**A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderungen zum Vorjahr**

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

<sup>1</sup> Prognosen des Internationalen Währungsfonds soweit verfügbar vom Juli 2018, ansonsten April 2018, arbeitstäglich bereinigt

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

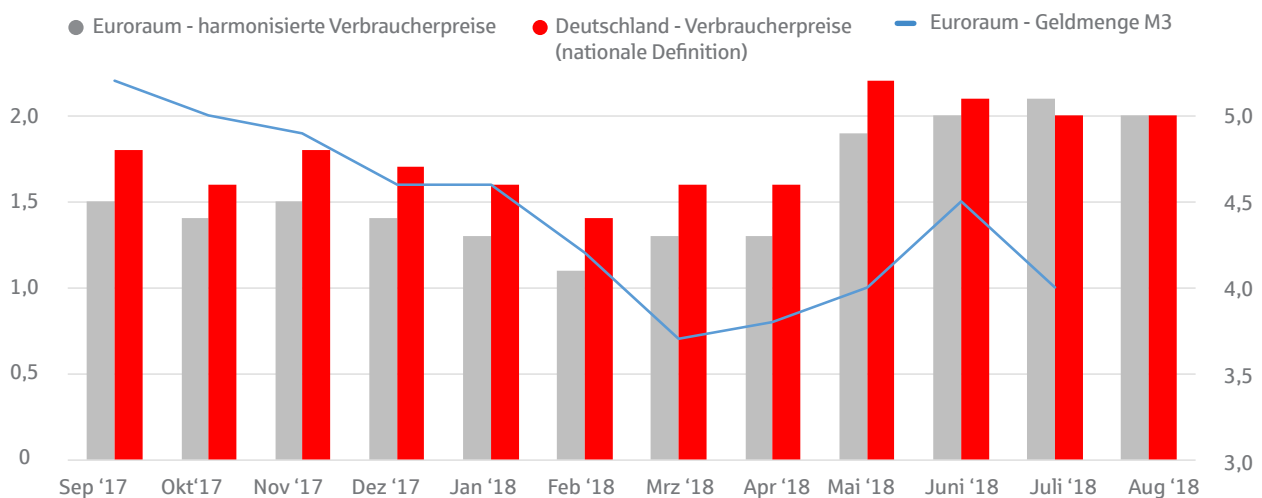


**C. BIP im Euroraum und in Deutschland**

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



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



**E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland**

	Mai '18	Jun. '18	Jul. '18	Aug. '18	Sep. '18
<b>Preise (nationale Definition)</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verbraucherpreise	+2,2 %	+2,1 %	+2,0 %	+2,0 %	-
- ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	+1,6 %	+1,4 %	+1,4 %	+1,3 %	-
Erzeugerpreise gewerblicher Produkte	+2,7 %	+3,0 %	+3,0 %	-	-
Einfuhrpreise	+3,2 %	+4,8 %	+5,0 %	-	-
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
ifo-Geschäftsklimaindex	102,3	101,8	101,7	103,8	-
ZEW-Konjunkturerwartungen	-8,2	-16,1	-24,7	-13,7	-10,6
<b>Auftragseingang</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verarbeitendes Gewerbe	-0,4 %	+1,3 %	+2,0 %	-	-
aus dem Inland	-2,2 %	-0,7 %	+3,6 %	-	-
aus dem Ausland	+1,0 %	+2,7 %	+0,8 %	-	-
Investitionsgüterproduzenten	-0,2 %	+0,0%	-0,8 %	-	-
<b>Produktion</b>					
arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat					
Produzierendes Gewerbe insgesamt	+3,0 %	+2,7 %	+1,1 %	-	-
davon Bau	+3,3 %	+1,2 %	+4,0 %	-	-
davon Industrie	+ 3,6 %	+3,3 %	-0,6 %	-	-
<b>Außenhandel</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Exporte	-1,3 %	+7,8 %	+7,7 %	-	-
Importe	+0,9 %	+10,2%	+12,0 %	-	-
<b>Arbeitsmarkt</b>					
Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000					
Arbeitslosenquote	5,1 %	5,0 %	5,1 %	5,2 %	-
Arbeitslose	-182	-197	-193	-194	-
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+605	+580	+574	-	-
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	+746	+704	-	-	-

## F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Mai '18	Jun.'18	Jul. '18	Aug. '18	19.09.2018
<b>Ölpreis Brent in US \$</b>	76,98	74,41	74,25	72,53	78,22 (17.)
<b>Wechselkurse</b>					
US-Dollar / EUR	1,1812	1,1678	1,1686	1,1549	1,1667
Japanische Yen / EUR	129,57	128,53	130,23	128,20	130,94
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	12.605	12.306	12.805	12.364	12.219
Veränderung zum Vorjahresmonat	-0,08 %	-0,15 %	+5,67 %	+2,56 %	-2,73 %
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (EONIA)	-0,36 %	-0,36 %	-0,36 %	-0,36 %	-0,37 % (17.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 %	-0,37 % (18.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,33 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 % (18.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	0,44 %	0,33 %	0,43 %	0,35 %	0,49 %
<b>Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft</b>					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,02 % 0,04 %	0,02 % 0,03 %	0,02 % 0,03 %	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,36 % 0,36 %	0,30 % 0,34 %	0,27 % 0,32 %	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5 J. in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,95 % 1,86 %	1,97 % 1,81 %	1,93 % 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

20. September 2018

### Gestaltung

Franz Metz, Berlin

### Bildnachweis

Seite 1: Plainpicture/Westend61

### ISSN

2509-3835

### Verantwortlich

Pia Jankowski – DSGVO

Direktorin

Leitung

Volkswirtschaft, Finanzmärkte und Wirtschaftspolitik

Pia.Jankowski@dsgv.de

Dr. Reinhold Rickes – DSGVO

Abteilungsleiter

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>