



# Entspannungspolitik im Handelskrieg?

**Die Signale, dass die USA und China in ihrem Handelsstreit auf eine Einigung oder zumindest einen Waffenstillstand zusteuern, haben für große Erleichterung gesorgt. Zwar liegt bisher kein handfestes Abkommen vor, doch die Aktienmärkte und auch die Stimmungsindikatoren aus der Realwirtschaft haben positiv reagiert.**

Berlin, 10. Dezember 2019

**Autor:**

Dr. Holger Schulz  
Holger.Schulz@dsgv.de

Dabei zeigen sich in der Stagnation des Welthandels und der rückläufigen Industrieproduktion die bereits angerichteten Schäden des Konflikts. Deutschland ist vorwiegend nur indirekt und dennoch stark betroffen. Die Ausrufung einer „technischen Rezession“ konnte im dritten Quartal 2019 vermieden werden. Doch die Gesamtwirtschaft hielt sich nur knapp über der Nulllinie mit weiter anhaltender Zweispaltung zwischen angeschlagener Industrie und noch robustem Dienstleistungssektor.

Auffällig war im dritten Quartal ein stark wachstumsbremsender Lagersaldo. Er kann als Gegenposten zur zeitweise relativ gut gelaufenen Exporttätigkeit interpretiert werden, die wiederum mit Vorzieheffekten aus dem Brexit begründet werden kann.

Die Anleihemärkte im Euro schwankten in den letzten Monaten sehr stark. Die Übertreibungen vom Spätsommer – mit Rekord-Niedrigständen beim Zins und Bundesanleihen bis hinaus zu 30 Jahren negativ verzinslich – haben sich seither ein Stück korrigiert.

# Entspannungspolitik im Handelskrieg?

## **Eskalation des Protektionismus einstweilen gestoppt**

Aus den Verhandlungen zwischen den USA und der Volksrepublik China im Handelsstreit gab es zuletzt versöhnlichere Signale. Ein abschließendes Abkommen liegt zwar noch nicht vor, nicht einmal ein erster allgemeiner Teil („Phase Eins“). Doch Einigungswille wird von beiden Seiten bekundet. Zumindest die Inkraftsetzung neuer Zölle ist zum zuvor angedrohten Zeitpunkt nicht vollzogen worden.

*Noch kein konkretes Abkommen...*

In ähnlichem Verfahrensstand wurde die Entscheidung der USA über Maßnahmen gegen die europäische Autoindustrie – d. h. vor allem gegen die deutsche – vertagt. Die Verhandlungslinie der USA zeigt sich an der Stelle etwas moderater. Dafür ist Frankreich jetzt wegen seiner Digitalsteuervorschläge stärker in den US-Fokus geraten.

*... nur „Wille“ und „Signale“*

Bei dem anderen großen Belastungsfaktor für die Weltwirtschaft – dem Brexit – gab es über den Herbst eine Verringerung der dringlichsten Risikolagen. Zwar ist völlig offen, in welcher politischen Konstellation es nach der Unterhauswahl am 12. Dezember weitergehen wird. Doch zumindest ist die Wahrscheinlichkeit eines Brexits ohne jeglichen Deal mit den abermaligen Verschiebungen und den parlamentarischen Weichenstellungen der letzten Monate geringer geworden.

## **Neue politische Erschütterungen bleiben jederzeit möglich**

Bei all diesen Entlastungstendenzen der geopolitischen Trends bleiben neue Kehrtwendungen und neuerliche Verschärfungen allerdings jederzeit möglich. Andere Brandherde bleiben brisant: In vielen Ländern, vor allem Schwellenländern, gibt es Proteste oder sogar offene Aufstände, von Lateinamerika (Bolivien, Kolumbien, Chile, Venezuela), über Nahost (Irak, Iran, Libanon) bis nach Fernost (Hongkong).

*Aufstände in einer ganzen Reihe von Schwellenländern*

So ist völlig unklar, welches Ende die nun schon lange andauernden und immer weiter gewaltsam eskalierenden Protestbewegungen in Hongkong nehmen werden, ob sie auch auf die Volksrepublik selbst übergreifen. Um den Wohlstand dort zu sichern und nicht noch weitere Unruhe zu erzeugen, ist die politische Führung Chinas im Handelsstreit zur Stabilisierung verpflichtet und somit fast zu einem Erfolg per Einigungswillen verdammt.

Auf einen Abschluss drängend dürfte auch die Anreizlage für die US-Administration gelagert sein. Selbst wenn die Schäden für die Vereinigten Staaten zumindest in Form von breiteren Wachstumseinbußen bisher eher begrenzt waren, scheinen sich die USA der Risiken aus den Handelskonflikten zunehmend bewusst zu werden. Das hat Implikationen mit Blick auf die in einem Jahr anstehenden Wiederwahl-Ambitionen von Präsident Trump.

*Trump im Wahlkampfmodus*

Andererseits liegen im Wahlkampf auch Risiken. So könnte Donald Trump ggf. auch versucht sein, mit neu oder wieder eröffneten handelspolitischen Konflikten von innenpolitischen Themen abzulenken (Stichwort Impeachment). Was er als Wahlkämpfer dem amerikanischen Volk als Erfolg zu verkaufen sucht, kann in seiner Sichtweise Vieles sein: Es könnte ein tatsächlich für alle Seiten vorteilhafter, Freihandel sichernder, Zölle wieder zurücknehmender Deal sein oder eben – zum faktischen Nachteil aller, aber kontrafaktisch kommuniziert – auch das Austeilen neuer Schläge.

Ein Beispiel für neue oder wiedereröffnete handelspolitische Fronten ist die Ankündigung von Präsident Trump, Stahlzölle gegen Brasilien und Argentinien wiederzubeleben. Begründet wird dies u. a. mit Währungsmanipulationen dieser Länder. Das ist zwar nicht ganz von der Hand zu weisen, zugleich aber auch ein ziemlich beliebiges Kriterium, das de facto willkürlich mobilisiert werden kann.

Ob tatsächliche oder zumindest ins Schaufenster gestellte „Zugeständnisse“ der deutschen Autoindustrie, ihre Produktion am amerikanischen Standort mit Investitionen zu stärken, in dieser besonders beachteten Branche als Brücke für eine transatlantische Einigung dienen können, ist offen. Tatsächlich dürfte es sich in vielen Fällen um die Verwirklichung von ohnehin anstehenden Projekten der Autokonzerne handeln oder aus dritten Motiven erfolgen. Aber wenn eine politische Vermarktung solcher Investitionen in den USA eine gesichtswahrende handelspolitische Einigung fördern könnte, wäre das zu begrüßen.

*Was ist langfristig von der US-Handelspolitik zu erwarten?*

Über den US-amerikanischen Wahlzyklus hinausgedacht: Selbst wenn sich Präsident Trump mit Blick auf das Wiederwahl-Jahr konzilianter und handelspolitisch kompromissbereiter zeigen sollte, was bedeutet das dann für die Zeit nach einer etwaigen Wiederwahl? Drohen dann nach einem taktischen Zwischenfrieden neue Erschütterungen, falls Präsident Trump dann in einer etwaigen zweiten Amtszeit seinen protektionistischen Instinkten wieder freien Lauf lassen würde? Und in Alternativen gedacht: Auch auf Seiten des sich formenden Präsidentschaftskandidaten-Feldes der Demokraten ist keine wirkliche Freihandelsbegeisterung zu erkennen.

Insofern wären China und auch die EU in jedem Falle gut beraten, die einseitigen Einigungssignale möglichst zu härten und idealerweise in dauerhafte und belastbare Abkommen zu gießen.

*Multilaterale Institutionen blieben die beste Lösung*

Tatsächlich gibt es auf Ebene der G20 neue Initiativen, die WTO als die originär zuständige multilaterale Organisation für Handelsfragen wiederzubeleben. Wie realistisch diese Hoffnung allerdings angesichts des derzeitigen nationalen Kräftemessens der großen Wirtschaftsmächte ist, ist mehr als fraglich.

### Märkte nehmen De-Eskalationssignale mit großer Erleichterung auf

Egal für wie dauerhaft und stabil sich die jüngsten De-Eskalationssignale im Handelskonflikt erweisen, die Märkte haben diese Entwicklungen erst einmal mit großer Erleichterung aufgenommen. Die Aktienmärkte und auch diverse Stimmungsindikatoren haben sehr positiv reagiert.

Gemessen am DAX notierten die Aktienkurse zuletzt (Stand Anfang Dezember 2019) um rund 18 Prozent höher als zwölf Monate zuvor. Dabei ist der Anstieg fast vollständig den letzten drei bis vier Monaten zuzuschreiben. Mitte August, in einem Zwischentief, notierten die Kurse kaum höher als vor Jahresfrist. Gegenüber diesem Zwischentief beträgt der Anstieg gut 15 Prozent. Ähnliche Entwicklungen haben auch die Börsen der meisten anderen Industrieländer vollzogen. Beim Dow-Jones-Index beträgt der Anstieg über die letzten zwölf Monate immerhin 11 Prozent, wobei die „Big-Techs“ besser performed haben als Industriewerte mit China-Exposition.

In China selbst notieren die Aktienkurse (gemessen am Shanghai-Börsenindex) deutlich niedriger als vor Jahresfrist. Auch war dort in den letzten Monaten keine Erholung zu beobachten. Das spricht dafür, dass dort noch andere fundamentale Sorgen im Raum stehen: Neben den schon erwähnten politischen Erschütterungen und den bereits angerichteten Schäden aus dem Handelskonflikt, schürt dort die hohe Schuldenlast im privaten Sektor anhaltende Bedenken.

### Stimmungssprung in Deutschland

Im nur indirekt von den Handelskonflikten betroffenen, dafür über den Übertragungskanal Welthandel umso mehr in Mitleidenschaft gezogenen, Deutschland führten die De-Eskalationssignale neben den Aktienkursen auch bei konjunkturellen Stimmungsindikatoren zu einer deutlichen Besserung. Der ZEW-Index vollzog im November einen regelrechten Sprung. Die Beurteilung der Geschäftslage verbesserte sich nur leicht. Aber die Erwartungen machten einen Satz von Schrumpfung anzeigenden -22,8 Punkten auf fast neutrale -2,1 Punkte. Auch für den Euroraum insgesamt verbesserten sich die Einschätzungen in ähnlichem Maße. Das breiter erhobene ifo-Geschäftsklima ist

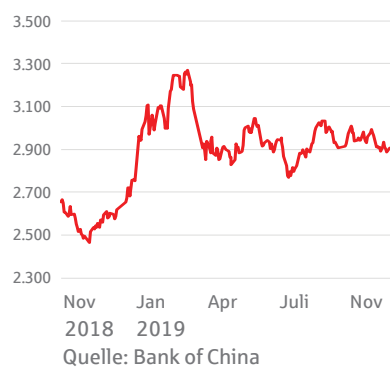
**Deutscher Aktienindex, täglicher Schlusskurs**



**Dow Jones, täglicher Schlusskurs**



**Shanghai Composite**



zwar nicht ganz so stark gestiegen, hat aber ebenfalls zuletzt eine Besserung vollzogen.

Diese Bewertungen lassen sich als eine optimistische Leitgeschichte deuten, nach der es nun so aussieht, dass in Deutschland die in den letzten Monaten so stark angeschlagene exportorientierte Industrie die robustere Binnenwirtschaft nun doch nicht in eine gesamtwirtschaftliche Rezession herunterzieht. Die Stabilisierungsfaktoren von Seiten der Binnenwirtschaft waren und sind erheblich:

- Ein robuster Arbeitsmarkt mit anhaltend hohem Beschäftigungsstand und positiver Lohndynamik
- Hohe Kaufkraft bei moderat bleibendem Preisauftrieb
- Der anhaltende Bauboom
- Gute Ertragslage im Mittelstand
- Leicht stützende Wirkung von der Fiskalpolitik

Allerdings ist nach dem Mitgliederentscheid in der SPD unklar, wie es innenpolitisch weitergeht. Eine Regierungskrise könnte die Stimmung und auch die binnenwirtschaftliche Stabilität beschädigen.

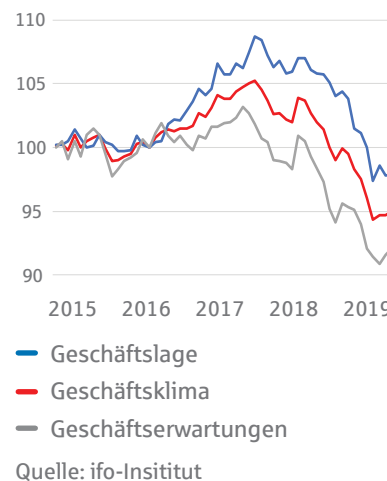
Aber selbst wenn die interne Robustheit hält: Wenn der Druck von Seiten der Weltwirtschaft auf die Industrie ungebremst anhalten würde, wäre es nur eine Frage der Zeit, bis sich die Belastungen in immer mehr Bereiche voranfressen.

Und es ist auch noch viel zu früh, um an dieser Front abschließende Entwarnung zu geben. Selbst wenn es zu handelspolitischen Einigungen kommen sollte und bereits eingerichtete Handelshemmnisse wieder zurückgenommen würden, so würde es doch eine Weile dauern, bis sich in Reaktion im Welthandel neue Dynamik zeigen sollte. Es hat rund ein Jahr gedauert, bis die Handelschranken unter Dritten in der Produktion der deutschen Industrie negativ angekommen waren. Und auch bei einer Zurücknahme der Abschottungen dürfte es ähnlich lange dauern, bis die Lasten wieder ausgeschwitzt sind.

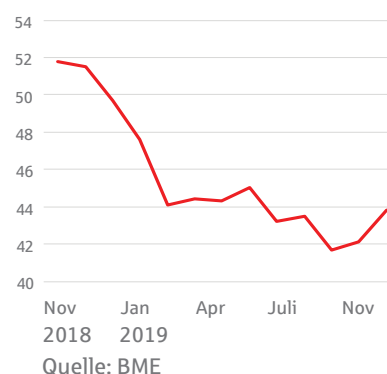
Und womöglich geht es ohnehin nicht vollständig zurück in den hohen Globalisierungsstand, den wir in früheren Jahren erlebt haben. Der alte von Freihandel geprägte „Washington Consensus“, der in den Dekaden um den Jahrtausendwechsel zwischen fast allen Industrie- und Schwellenländern geherrscht hat, ist bedauerlicher Weise verschwunden.

Selbst wenn alle konkreten Hemmnisse wieder beseitigt würden, bliebe zumindest eine psychologische Komponente, ein Vertrauensverlust. Das amerikanische Spiel mit den protektionistischen Instrumenten hat – gerade den asiatischen Volkswirtschaften – gezeigt, wie verwundbar tief integrierte Wertschöpfungsketten sind. Im Zweifel wird man nach den

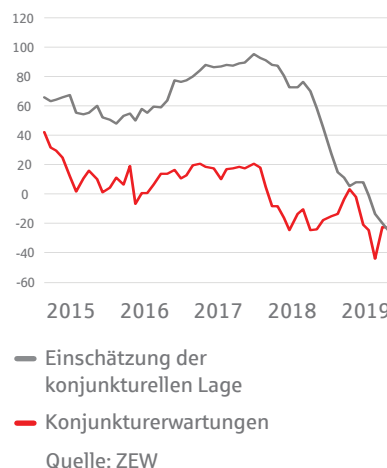
**ifo-Geschäftsklima Deutschland, 2015=100, saisonbereinigt**



**Einkaufsmanagerindex (EMI) der Industrie in Deutschland 50= keine Veränderung**



**ZEW-Stimmungsindikatoren für Deutschland**



gemachten Erfahrungen auf die Rückkehr zu einem ganz hohen Grad der internationalen Arbeitsteilung verzichten. Dies bedeutet einen womöglich bleibenden Verlust an Effizienz und Wohlstand für die gesamte Welt.

### Welthandels-Jahrgänge 2019 und womöglich auch 2020 weitgehend verdorben

Selbst für den Fall von weitgehenden Einigungen, braucht die Erholung zumindest Zeit. Abgesehen von den bereits gesehenen Stimmungseffekten dauert es wohl einige Monate, bis auch die handfesten realwirtschaftlichen Größen eine nachhaltige Besserung zeigen. Die ganz schnellen und großen konjunkturellen Impulse sind nicht zu erwarten.

Zumindest der Welthandels-Jahrgang 2019 ist bereits weitgehend verdorben. Der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) erwartet in seinem „Industriebericht“ vom November 2019, dass der weltweite Warenhandel 2019 erstmals seit 2009 auf Jahressicht nicht mehr gestiegen ist. Im zu Ende gehenden Jahr dürfte er um rund ein halbes Prozent geschrumpft sein. Die weltweite Industrieproduktion ist 2019 nur um rund ein Prozent gestiegen, schätzt der BDI. Das sei auch an jener Stelle eine deutliche Verlangsamung nach den jeweils drei Prozent der beiden vorangegangenen Jahre.

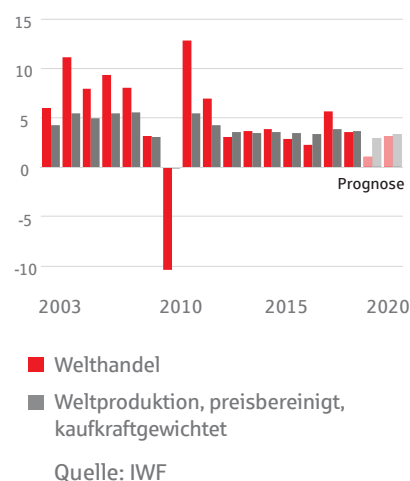
Deutschland ist exemplarisch für die Zwillingsschwäche von Industrie und Export. Aber es ist eben kein vereinzelt nationales Phänomen, sondern entspricht einem globalen Trend.

Die korrelierte Doppelschwäche dürfte sich auch 2020 nicht sofort wenden. Selbst wenn sich die erhofften günstigeren (handels-)politischen Rahmenbedingungen einstellen, strahlt die schwache Basis von 2019 auch in das neue Jahr aus.

### Euroraum und auch Deutschland im dritten Quartal beim Wachstum knapp über der Nulllinie

Der Euroraum ist im dritten Quartal mit einer saisonbereinigten Rate von 0,2 Prozent gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Das ist das gleiche mager Expansionstempo wie schon im vorangegangenen Quartal. Spanien mit 0,4 Prozent und Frankreich mit 0,3 Prozent liegen unter den großen Ländern weiterhin über dem Schnitt, Italien und Deutschland mit jeweils 0,1 Prozent darunter.

**Entwicklung des Welthandels und der Weltproduktion, jährliche Veränderung in Prozent**



*Deutschland am unteren Rand des Euroraum-Wachstumsspektrums*



Für Deutschland bedeutet die positive Verlaufsrate immerhin, dass die Diskussion vermieden wird, ob eine „technische Rezession“ hätte ausgerufen werden müssen. Denn im zweiten Quartal hatte Deutschland eine kleine Schrumpfung gezeigt. Und zwei Schrumpfungsquartale in Folge sind eine gängige, wenngleich qualitativ nicht immer stimmige Definition für eine „Rezession“. So müssten bei der aktuellen deutschen Situation in jedem Fall die immer noch recht hohe Durchschnittsauslastung, der geräumte Arbeitsmarkt und die robuste Binnenkonjunktur als Kontraindizien einer breiten Rezession genannt werden, wenngleich die Schwäche in der exportorientierten Industrie weiter zu beklagen ist.

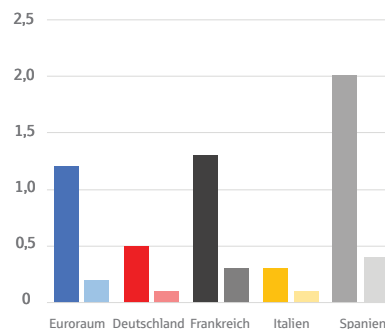
Ein negativer Aspekt der jüngsten deutschen BIP-Zahlen ist außerdem, dass das zweite Quartal nachträglich noch ein Stück herabrevidiert wurde. Die dortige negative Rate beträgt nun nicht wie zuerst gemeldet -0,1, sondern neu offiziell nun -0,2 Prozent. Die Kerbe ist also etwas tiefer als gedacht. Und in der Gesamtschau über beide Quartale ist der Dämpfer nun noch nicht einmal ganz aufgeholt. Und auch die bisher vorliegenden Indizien für den Auftakt in das Schlussquartal 2019 (Aufträge und Produktion im Oktober) sind nicht sehr ermunternd und zeigen wenig Dynamik. Voraussichtlich kommt für die BIP-Veränderung noch einmal ein Quartal nahe der Null heraus. Für das Gesamtjahr 2019 bedeutet dies, dass sich eine Jahreswachstumsrate in der Größenordnung von 0,5 Prozent ergeben sollte. Und diese speist sich ausschließlich aus dem statistischen Überhang vom Vorjahresschluss 2018 und aus dem Auftaktquartal 2019. Der weit überwiegende Zeitraum des Jahres hing in der Stagnation fest.

### Sehr differenzierte Entwicklung bei den einzelnen Verwendungskomponenten

Ein positiver Aspekt ist allerdings die gemeldete Verwendungsstruktur des BIP im zuletzt spezifizierten dritten Quartal. Denn die BIP-Verwendung zeigt sich in mehr Komponenten expansiv, als aus der schwachen Gesamtentwicklung auf den ersten Blick zu vermuten wäre. Dass der Konsum gut läuft, ist wenig überraschend. Er wird immer noch von der hohen Kaufkraft bei steigenden Löhnen und nur moderatem Preisauftrieb gestützt. Im saisonbereinigten Quartalsverlauf legten die privaten Konsumausgaben real noch einmal um 0,4 Prozent zu. Der Staatskonsum erhöhte sich sogar real um 0,8 Prozent. Hier ist der leicht expansive fiskalpolitische Impuls wirksam.

Bei den Investitionen ist die Entwicklung gemischt. Die Bauinvestitionen sind wieder gewachsen. Der Zuwachs sieht mit 1,2 Prozent zwar kräftig aus, kompensiert damit aber nur die Delle vom zweiten Quartal. Noch weitere Niveauerhöhungen der Bauproduktion sind angesichts der herrschenden hohen Kapazitätsauslastung in der Bauwirtschaft offenbar schwierig. Die Investitionstätigkeit in diesem Sektor bleibt aber hoch.

### Ausgewählte Wachstumsraten des BIP im Euroraum, in Prozent



- jeweils Veränderung zum Vorjahresquartal
- jeweils Saison- und kalenderbereinigte Veränderung zum Vorquartal

Quelle: eurostat

### Drei Stagnationsquartale 2019

### Konsum brummt unverändert

Kritischer ist dagegen die Entwicklung bei den Ausrüstungsinvestitionen. Sie sind im dritten Quartal 2019 real und saisonbereinigt um 2,6 Prozent eingebrochen. Sie machen damit ihrem Charakter als typischerweise zyklischste Komponente des BIP alle Ehre. Zudem sind sie ein Spätindikator. Jetzt ist die Konjunkturschwäche dort angekommen. Zuvor war es schon fast erstaunlich, dass die Investitionstätigkeit in Ausrüstungen noch gar nicht auf die Wachstumsverlangsamung der Weltwirtschaft und besonders auch der deutschen Wirtschaft seit Mitte 2018 reagiert hatte. Tatsächlich hatten die Ausrüstungen noch bis ins zweite Quartal 2019 weiter zugelegt. Jetzt war offenkundig die Reaktion an dieser Stelle überfällig.

Überraschender – mit positiver Stoßrichtung – ist, dass der Güterexport im dritten Quartal zugelegt hat. Mit einer Quartalswachstumsrate von real und saisonbereinigt 1,0 Prozent ist er zuletzt sogar der expansive Spitzenreiter. Dabei nehmen die Importe mit +0,1 Prozent kaum zu. Die Ausfuhr schlägt somit rechnerisch in diesem Quartal fast voll in den Außenbeitrag durch. Der Außenhandelsaldo hat im dritten Quartal einen Wachstumsbeitrag von 0,5 Prozentpunkten beigesteuert!

Das heißt im Umkehrschluss angesichts des BIP-Wachstums von nur 0,1 Prozent, dass die Binnenwirtschaft geschrumpft sein muss und zwar um 0,4 Prozent. Das scheint auf den ersten Blick nicht zu der Story von dem über die schwache Welt-/Industriekonjunktur nach Deutschland einfallenden Abschwung und der binnenwirtschaftlichen Robustheit zu passen.

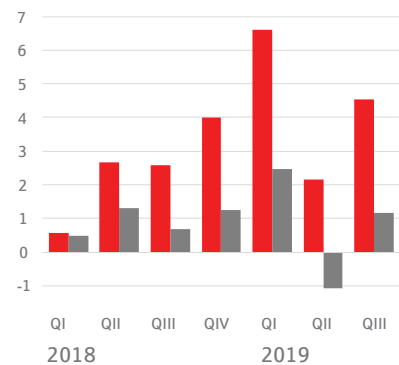
Dieser Eindruck lässt sich aber zum guten Teil auflösen. Zum einen ist die jüngste Erholung beim Export auch eine Gegenbewegung zu den Rückgängen vom zweiten Quartal. Zum anderen ist das Bild nicht vollständig ohne eine Betrachtung des im dritten Quartal sehr ausgeprägten Lagersaldos.

### Sehr auffälliger – stark wachstumsbremsender – Lagersaldo im dritten Quartal

Die Größe der Vorratsveränderungen ist in der statistischen Praxis zwar oft auch eine pragmatisch gehandhabte Restgröße zum Schließen eines konsistent zu machenden Rechenwerkes und bemüht zu diesem Zweck auch Schätzungen. Man sollte den Lagersaldo deshalb nicht zu spitz überinterpretieren. Aber in der zuletzt deutlich ausschlagenden Größenordnung gibt er wohl doch gewisse qualitativ erklärende Hinweise dazu, was materiell vor sich geht.

Im dritten Quartal wurde ein deutlich negativer Beitrag der Lagerhaltung zum errechneten BIP verbucht. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahresquartal beträgt er volle 1,6 Prozentpunkte! Das reale BIP lag in Q3 gerade einmal

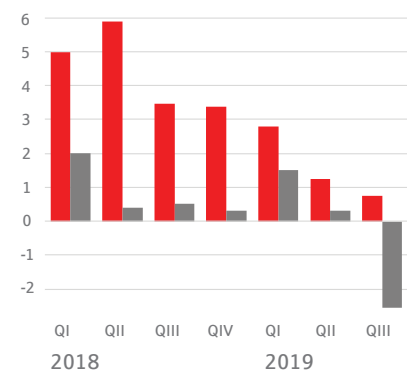
### Bauinvestitionen in Deutschland, reale Wachstumsraten in Prozent



■ Veränderung zum Vorjahresquartal  
■ Saison- und kalenderbereinigte Veränderung zum Vorquartal

Quelle: destatis

### Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland, reale Wachstumsraten in Prozent



■ Veränderung zum Vorjahresquartal  
■ Saison- und kalenderbereinigte Veränderung zum Vorquartal

Quelle: destatis

*Binnennachfrage und Endverwendung fallen auseinander*



um 1,0 Prozent über dem Vorjahresquartal. Ohne den Lagereffekt wäre der BIP-Zuwachs demnach um gut das Zweieinhalbfache größer gewesen!

Dahinter steckt vor allem die Zulassungsproblematik in der Autoindustrie angesichts der neuen Prüfverfahren im Sommer 2018. Damals kam es zu einer erheblichen Produktion auf Halde. Das hat sich dieses Jahr nicht wiederholt. Es muss gar kein tatsächlicher Lagerabbau in Q3 2019 erfolgt sein. Als Unterschied und Wachstumseffekt genügt es, wenn der entsprechende Aufbau vom Vorjahr entfallen ist. Im Vorjahresvergleich sagt der jüngste riesige Effekt aus den Vorräten also viel mehr über Q3/2018 als über Q3/2019 aus.

Doch auch in der laufenden Rate, in der Veränderung gegenüber dem Vorquartal, fällt der Lagersaldo erneut auf. Sein quartalsweiser Wachstumsbeitrag beläuft sich auf -0,7 Prozent. Er ist rechnerisch Teil der Binnennachfrage und ist im Ergebnis für dessen oben genannte Schrumpfung verantwortlich. Die Binnen-End-Nachfrage, die finale Verwendung als Konsum oder Investition im Inland ist also keineswegs geschrumpft. Die Schrumpfung ergibt sich nur in der Summe der Wertschöpfung aufgrund des rückläufigen Lagerbeitrags.

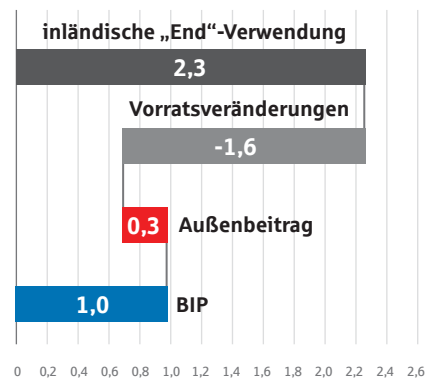
Verursachungsseitig zugeordnet könnte es sehr wohl sein, dass die Lagerentwicklung eher dem im dritten Quartal hohen Export zuzuschreiben ist. Womöglich wurden viele Waren ab Lager ins Ausland verkauft und nicht periodengleich nachproduziert. Eine mögliche Erklärung dafür wäre z. B. ein Hortungsverhalten britischer Konsumenten, Händler und Importeure im Vorfeld der im Herbst noch als unmittelbar bevorstehend gehandelten Brexit-Stichtage.

In der britischen Wirtschaftsstatistik sind derartige Vorzieheffekte bereits beobachtet worden. Wenn sich das auch oder sogar hauptsächlich auf deutsche Güter erstreckt haben sollte, dann würde das spiegelbildlich zur Entwicklung der deutschen Verbuchung einerseits in den Exporten und andererseits eben dem Lagersaldo passen.

Für die Perspektiven der kommenden Quartale wäre diese Interpretation eine gute Nachricht. Denn wenn die überproportional abverkauften Läger wieder gefüllt werden, dann würde das in den kommenden Perioden keinen negativen Beitrag mehr entfalten oder sogar eine positive Gegenbewegung bedeuten. Andererseits wiederholen sich auch nicht die Brexit-Vorzieheffekte mit ihrer positiven Nachfragewirkung.

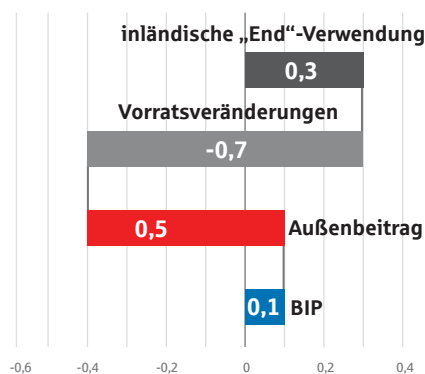
Eindeutig negativ wäre die alternative Erklärung zu bewerten: Stecken hinter den negativ zu Buche schlagenden Lagersalden in Q3 geringer disponierte Vorproduktlager, weil weitere Rückgänge der Produktion erwartet werden, dann wäre dies ein Alarmzeichen. Für einige der stärker eingebrochenen

**Deutsches BIP im 3. Quartal 2019**  
Wachstumsbeiträge im Vorjahresvergleich in Prozentpunkten



Quelle: destatis

**Deutsches BIP im 3. Quartal 2019**  
Wachstumsbeiträge im saison- und kalenderbereinigten Vorquartalsvergleich in Prozentpunkten



Quelle: destatis

*Vorzieheffekte aus dem Brexit auch in der deutschen VGR verzeichnet?*

*Lagerabbau als vorübergehender Effekt...*

Industriebranchen ist diese Motivation nicht auszuschließen. In der Breite über alle Branchen, als gesamtwirtschaftlicher Effekt ist solche negative Sichtweise jedoch unwahrscheinlich. Sie würde nicht zu den zuletzt wieder etwas erholtten Stimmungsindikatoren, etwa auch denjenigen der Einkaufsmanager passen. Das passt etwa zu den in den letzten Tagen vom Verband der Chemischen Industrie (VCI) bei seiner Jahresbilanz angestoßenen, sehr verhaltenen Töne. Für 2019 erwartet der Branchenverband ein Produktionsminus von 2,5 Prozent (unter Ausklammerung des noch größeren negativen Sondereffektes bei Pharma). 2020 soll es abgesehen von einer Teilerholung im Pharma-Zweig bestenfalls eine Stagnation geben.

*...oderrichtet sich die Industrie in der Minderproduktion ein?*

### Prognosen für 2020 vorsichtig optimistisch

Die meisten der derzeit gehandelten Prognosen gehen deshalb für 2020 von einem Überwinden der Wachstumspause in Deutschland aus – wenn auch nur sehr zögerlich. Die angesetzten Wachstumsraten erreichen kaum die ein-Prozent-Marke. So prognostiziert der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten für 2020 in Deutschland 0,9 Prozent Wachstum.

*2020 wieder Wachstum*

Bei den Werten in dieser Größenordnung ist zudem zu bedenken, dass 2020 ein Schaltjahr ist und außerdem auch viele Feiertage „arbeitnehmerunfreundlich“ an Wochenenden liegen. Die Zahl der Arbeitstage wird deshalb 2020 ungewöhnlich hoch sein. Für die meisten Bundesländer werden es vier Tage mehr als im zu Ende gehenden Jahr. Das sind fast zwei Prozent der Arbeitstage! Diese schlagen natürlich nicht linear durch. Große Teile des Wirtschaftsgeschehens (viele Dienstleistungen, Online-Bestellungen etc.) laufen heutzutage unabhängig vom offiziellen Tagesstatus durch. Die gängigen statistischen Verfahren beziffern den verbleibenden Effekt für das BIP 2020 aber immerhin auf rund 0,4 Prozent.

### Aktuelle BIP-Prognosen für Deutschland, real, in Prozent

	2019	2020
Deka	0,5	0,8
EU	0,4	1,0
OECD	0,6	0,4
SVR	0,5	0,9

Quelle: destatis

Um diese Größenordnung bereinigt wären die erwarteten Wachstumsraten 2020 gar nicht höher als in etwa die für 2019 erwarteten 0,5 Prozent. Die wirkliche Belebung der konjunkturellen Dynamik fällt also verhalten aus.

Andererseits ist zu bedenken, dass der Übergang von 2019 auf 2020 aufgrund des flachen Profils im Verlauf des alten Jahres praktisch ohne statistischen Überhang starten wird. Dieser fehlende rechnerische Rückenwind könnte mit dem Schub durch den Arbeitstageeffekt gedanklich kompensiert werden, um den tatsächlichen Verlauf besser beurteilen zu können. Selbst wenn das Wachstum 2020 keine große Beschleunigung gegenüber dem Jahresdurchschnitt 2019 aufweisen sollte: Gegenüber der Stillstandslinie der letzten drei Quartale 2019 wäre es auf jeden Fall eine Wiederbelebung.

*Ohne Überhang aber mit Arbeitstageeffekt ins neue Jahr*

Das zweite Halbjahr 2020 fällt dann politisch in die deutsche EU-Ratspräsidentschaft mit allen damit einhergehenden Chancen und Risiken aus der Agenda.

### Rentenmarkt fährt Achterbahn – Übertreibungen vom Spätsommer haben sich inzwischen ein gutes Stück korrigiert

Dass die Erwartungen gemeinhin dahin gehen, dass sich die Weltkonjunktur und auch die deutsche Wirtschaft 2020 fangen werden, dass die Auffanglinie der robusten Binnenwirtschaft hält und ein Abrutschen der Gesamtwirtschaft verhindert wird, zeigt sich auch an der Entwicklung am Anleihemarkt.

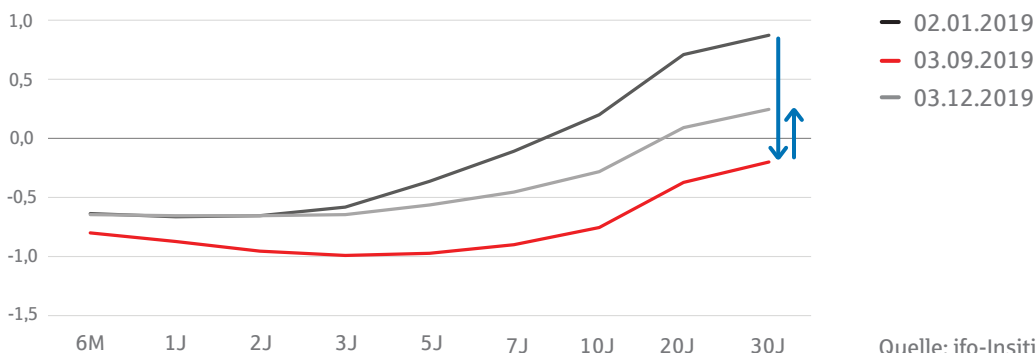
Im August, im Vorfeld der Zinssenkungen mehrerer großer Notenbanken, nicht zuletzt des großen expansiven Paketes der EZB vom September, gingen die Märkte noch vom Auftakt einer ganzen Zinssenkungsserie aus. Es war überhaupt kein Boden mehr zu erkennen. Die langfristigen Renditen sackten völlig durch und erreichten im Euroraum, insbesondere in Deutschland, neue Rekord-Tiefststände. Es wurden neue, zuvor von vielen für undenkbar gehaltene Grenzen getestet: Zehnjährige Bundesanleihen notierten Anfang September bei Kursen, die Renditen von -0,75 Prozent entsprachen. Zwei Monate lang, von Anfang August bis Anfang Oktober lagen sogar die 30jährigen und somit alle Bundesanleihen unter der Renditen-Nulllinie!

*Erwartungsblase im Spätsommer 2019*

*30 Jahre ohne Zins?*

Die seither etwas stabilisierten Konjunkturaussichten, die gestiegene Zuversicht, dass eine regelrechte Rezession wahrscheinlich vermieden wird und somit die Notenbanken auch nicht den Anlass haben, nun völlig offensiv zu übersteuern, haben dafür gesorgt, dass sich die Gemüter und Preise an den Anleihemärkten wieder ein Stück abgekühlt haben.

**Zinsstruktur Deutscher Bundesanleihen,**  
Rendite in Prozent p.a.



Quelle: ifo-Institut

Zuletzt waren die Bundesanleihen „nur noch“ mit Laufzeiten bis zu 17 Jahren negativ rentierlich. Die zehnjährigen haben sich bei rund 30 negativen Basispunkten eingependelt. In gewissem Sinne hat es damit bereits eine kleine Zinswende gegeben. Die Rentenmärkte bleiben extrem volatil.

Die zuletzt eingestellten Niveaus sind immer noch alles andere als auch nur entfernt normale Verhältnisse. Aber die sich darin spiegelnden Erwartungen zeigen, dass es nicht mehr als selbstverständlich erachtet wird, dass die Notenbanken in den großen Währungen Anfang 2020 nochmal expansiv nachlegen werden. Ausgeschlossen wird es allerdings auch nicht. Es wird davon abhängen, ob die Konjunkturstabilisierung im neuen Jahr gelingt. Neben der entscheidenden Befriedung oder zumindest einem Waffenstillstand im Handelskrieg könnte und sollte für ein solches freundliches Umfeld die Finanzpolitik sicherheitshalber einen Beitrag leisten – jedenfalls eher als die aus- und überreizte und die Märkte immer mehr in ein Überziehen treibende Geldpolitik.

*Handelspolitischer Friede...*

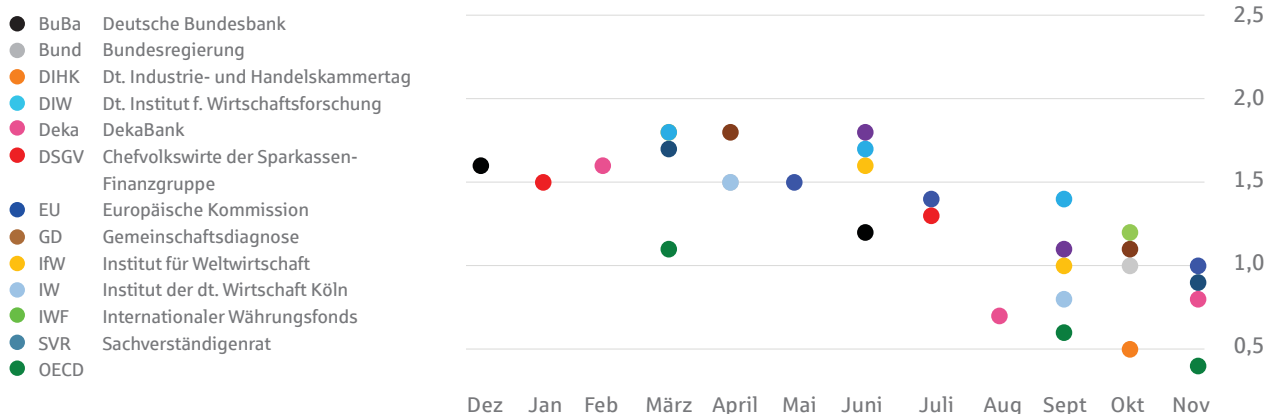
*... und ggf. finanzpolitische  
Begleitung erforderlich*

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

	2017	2018	2019 <sup>1</sup>	2020 <sup>1</sup>
Welthandelsvolumen	+5,4 %	+3,6 %	+1,1 %	+3,2 %
Bruttoinlandsprodukt - Welt	+3,8 %	+3,6 %	+3,0 %	+3,4 %
USA	+2,2 %	+2,9 %	+2,4 %	+2,1 %
Japan	+1,9 %	+0,8 %	+0,9 %	+0,5 %
China	+6,8 %	+6,6 %	+6,1 %	+5,8 %
EU	+2,7 %	+2,2 %	+1,5 %	+1,6 %
Euroraum	+2,4 %	+1,9 %	+1,2 %	+1,4 %
Deutschland	+2,5 %	+1,5 %	+0,5 %	+1,2 %

<sup>1</sup> Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Oktober 2019

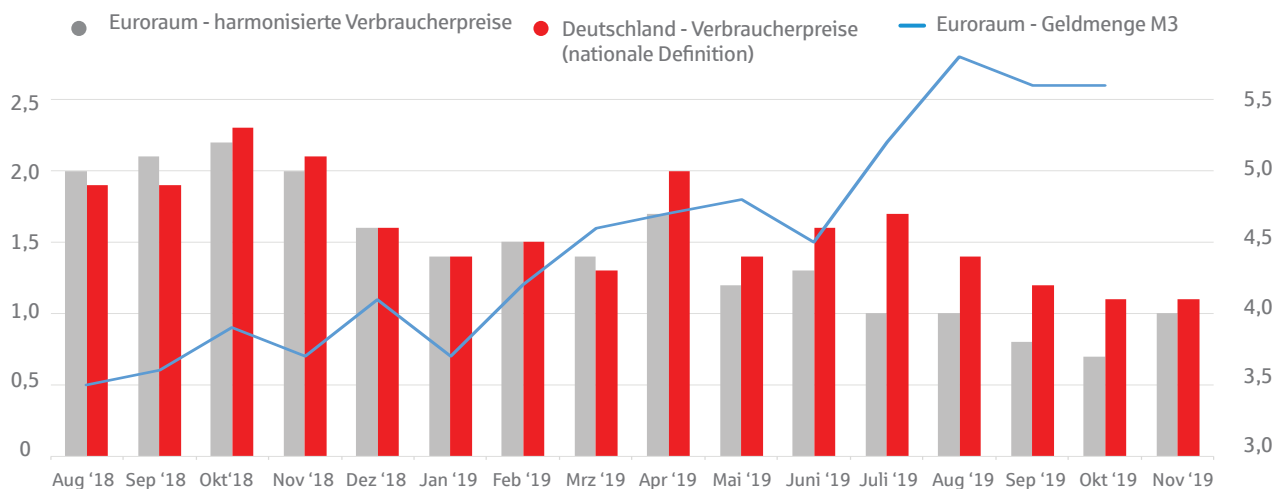
**B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2020, in %**



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

	Jahr 2018	Q IV - 2018	Q I - 2019	Q II - 2019	Q III - 2019
	real ggü. Vorjahr	reale Veränderung zum Vorjahresquartal und saisonbereinigte reale Veränderung zum Vorquartal			
<b>Euroraum</b>					
Bruttoinlandsprodukt	+ 1,9 %	+ 1,4 %	+ 1,2 %	+ 1,0 %	+ 1,2 %
		+ 0,3 %	+ 0,4 %	+ 0,2 %	+ 0,2 %
<b>Deutschland</b>					
Bruttoinlandsprodukt	+ 1,5 %	+ 0,9 %	+ 0,9 %	- 0,1 %	+ 1,0 %
		+ 0,2 %	+ 0,5 %	- 0,2 %	+ 0,1 %
Privater Konsum	+ 1,3 %	+ 1,3 %	+ 1,0 %	+ 1,5 %	+ 2,1 %
		+ 0,4 %	+ 0,8 %	+ 0,1 %	+ 0,4 %
Bruttoanlageinvestitionen	+ 3,5 %	+ 3,7 %	+ 4,6 %	+ 2,0 %	+ 3,1 %
		+ 0,9 %	+ 1,6 %	- 0,3 %	- 0,1 %
Exporte	+ 2,1 %	+ 0,1 %	+ 1,7 %	- 1,2 %	+ 2,5 %
		+ 0,2 %	+ 1,6 %	- 1,3 %	+ 1,0 %
		Niveau, nicht Veränderungsrate; Quartalszahlen saisonbereinigt			
Sparquote	11,0 %	11,2 %	10,8 %	10,7 %	10,9 %

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



### E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Jul. '19	Aug. '19	Sep. '19	Okt. '19	Nov. '19
<b>Preise (nationale Definition)</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verbraucherpreise	+1,7 %	+1,4 %	+1,2 %	+1,1 %	+1,1 %
- ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	+1,6 %	+1,4 %	+1,5 %	+1,5 %	-
Erzeugerpreise gewerblicher Produkte	+1,1 %	+0,3 %	-0,1 %	-0,6 %	-
Einfuhrpreise	-2,1 %	-2,7 %	-2,5 %	-3,5 %	-
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
ifo-Geschäftsklimaindex	96,0	94,3	94,7	94,7	95,0
ZEW-Konjunkturerwartungen	-24,5	-44,1	-22,5	-22,8	-2,1
<b>Auftragseingang</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verarbeitendes Gewerbe	-2,2 %	-9,3 %	-2,4 %	-5,5%	-
aus dem Inland	-3,8 %	-9,9 %	-4,5 %	-7,6%	-
aus dem Ausland	-1,0 %	-9,0 %	-0,9 %	-3,9%	-
Investitionsgüterproduzenten	+1,4 %	-8,5 %	-0,5 %	-4,6%	-
<b>Produktion</b>					
arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat					
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-3,9 %	-3,9 %	-4,3 %	-	-
davon Bau	+2,3 %	+1,8 %	+1,2 %	-	-
davon Industrie	-4,6 %	-4,0 %	-5,1%	-	-
<b>Außenhandel</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Exporte	+3,8 %	-3,6 %	+4,6 %	-	-
Importe	-1,0 %	-3,0 %	+2,2 %	-	-
<b>Arbeitsmarkt</b>					
Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000					
Arbeitslosenquote	5,0 %	5,1 %	4,9 %	4,8 %	-
Arbeitslose	-49	-31	-22	0	-
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+381	+350	+338	+320	-
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	+522	+480	+540	-	-



## F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Aug '19	Sep. '19	Okt. '19	Nov. '19	06.12.2019
<b>Ölpreis Brent in US \$</b>	59,04	62,83	59,71	-	
<b>Wechselkurse</b>					
US-Dollar / EUR	1,1126	1,1004	1,1053	1,1051	1,1094
Japanische Yen / EUR	1118,18	118,24	119,51	120,34	120,44
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	11.939	12.428	12.867	13.236	13.167
Veränderung zum Vorjahresmonat	-3,4 %	-1,5 %	+12,4 %	+17,6 %	-
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (EONIA)	-0,36 %	-0,40 %	-0,46 %	-0,45 %	-0,46 % (5.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,41 %	-0,45 %	-0,46 %	-0,45 %	-0,45 % (5.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,41 %	-0,42 %	-0,41 %	-0,40 %	-0,40 % (5.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	-0,71 %	-0,57 %	-0,42 %	-0,37 %	-0,30 %
<b>Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft</b>					
Täglich fällige Einlagen priv. Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,01 % 0,03 %	0,01 % 0,03 %	- -	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,15 % 0,28 %	0,14 % 0,26 %	- -	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5 J. in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,55 % 1,58 %	1,42 % 1,52 %	- -	- -	- -

## Impressum

### Herausgeber

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

### Redaktionsschluss dieser Ausgabe

6. Dezember 2019

### 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>