



# Stagnation mit Industrie-Rezession

**Die deutsche Wirtschaft leidet wegen ihrer starken Orientierung auf Industrie, Export und die Erstellung von Investitionsgütern besonders unter der eingetrübten Weltkonjunktur. Die Handelskonflikte entfalten indirekte Wirkungen auf Deutschland.**

Das Bruttoinlandsprodukt war deshalb im zweiten Quartal 2019 rückläufig. Stimmungsindikatoren und Aufträge weisen darauf hin, dass es auch im dritten Quartal schrumpfen dürfte. In der Breite ist die Situation in Deutschland gleichwohl noch keine Rezession, sondern ein Abschwung aus überausgelasteten Kapazitäten.

Innerhalb des bedeutenden Teilssektors der Industrie muss aber doch von einer Rezession gesprochen werden. Die Frage ist, ob dort die Isolation der Schwäche gelingt oder ob die Gesamtwirtschaft mit in den Abwärtssog gerät. Der bis zuletzt recht feste Arbeitsmarkt, die moderate Verschuldung und die in den letzten Jahren gelegten Reserven im Unternehmenssektor dürften die Entwicklung in Deutschland zumindest puffern.

International nehmen die Notenbanken die Schwäche der Weltkonjunktur und die Nervosität der Finanzmärkte zum Anlass, erneut auf Expansion zu schalten. Das bringt neue Risiken, nützt der Realwirtschaft aber kaum noch.

Berlin, 03. September 2019

**Autor:**

Dr. Holger Schulz  
Holger.Schulz@dsgv.de

# Stagnation mit Industrie-Rezession

## Risiken sind nicht verschwunden, sondern näher gerückt

Diejenigen Themen, die schon seit einigen Jahren immer wieder als Risikofaktoren genannt wurden und die per Investitionszurückhaltung bereits als Bremsfaktoren für die Weltwirtschaft wirksam waren, sind nicht verfliegen. Vielmehr haben sie sich zunehmend handfest manifestiert, oder ihre Eintrittswahrscheinlichkeit ist zumindest deutlich gestiegen:

- Der Brexit steht, nun als wahrscheinlicher „Hard Brexit“, unmittelbar vor der Tür.
- Die Handelskonflikte sind nicht gelöst, sondern verbreitern sich zusehends.
- Die wirtschaftspolitischen Themen werden überlagert von politischen oder geostrategischen Konfliktlagen.

Bei der Situation am Persischen Golf spielen militärische Gefahrenlagen bis hin zur Thematik der atomaren Rüstung eine Rolle. Ein kriegerischer Funke könnte hier jederzeit zünden. Zumindest ist der von der Weltwirtschaft ausgeschlossene Iran in eine tiefe Wirtschaftskrise gestoßen.

Hinter der sino-amerikanischen Auseinandersetzung stecken ganz vielfältige Rivalitäten der Weltmächte, nicht nur wirtschaftliche. Verschärft wurden die Spannungen durch die Protestbewegung in Hongkong. Sie dürften den momentanen Aufmerksamkeitsfokus der chinesischen Führung auf sich ziehen. Aber auch US-Präsident Trump hat verlautet, dass er die Situation in Hongkong zuerst adressiert sehen will, bevor die Zollfragen wieder verhandelt werden. Damit rückt eine Lösung des Handelskonfliktes in immer weitere Ferne. Am Rande des G7-Gipfels gab es zwar angeblich neue Verhandlungssignale. Derweil bleibt aber ein bereits großer Teil des Handelsvolumens mit Zöllen belegt.

*Primat des politischen Konflikts vor der wirtschaftlichen Ratio*

Immerhin gibt es eine zeitliche Verschiebung: Einige der angekündigten US-Zollstufen sollen nun erst zum Jahreswechsel zu 2020 scharf geschaltet werden, um dem US-Einzelhandel das Weihnachtsgeschäft nicht zu verderben. Offenbar dämmert es selbst Präsident Trump, dass ein großer Anteil der Zölle auf die von den amerikanischen Verbrauchern zu zahlenden Preise überwältzt werden dürfte.

*Amerikanisches Weihnachtsfest nochmal mit günstigen chinesischen Geschenken*

Neu auf die Bühne der sich ausbreitenden Handelskonflikte ist in der ohnehin von Spannungen aufgeladenen asiatischen Region der Streit zwischen Japan und Südkorea getreten. Diese Auseinandersetzung atmet ebenfalls den Geist neuen Protektionismus. Sie ist eine weitere Bedrohung für die früher geachtete multilaterale Welthandelsordnung.

*Nun also auch noch Südkorea und Japan im Handelsstreit*

Die eng verwobenen ostasiatischen Wertschöpfungsketten werden dort mit Boykott-Drohungen hinsichtlich der Lieferung von Schlüsselmaterialien der Halbleiter-Branche gezielt in Geiselnhaft genommen.

**Deutscher Außenhandel als Kollateralschaden globaler Konflikte**

Deutschland ist bisher – abgesehen von gewissen amerikanischen Drohungen gegenüber der deutschen Autoindustrie, die ohnehin von ihren hausgemachten Krisen angeschlagen ist – nicht direkt in die Zoll-Eskalationen verwickelt.

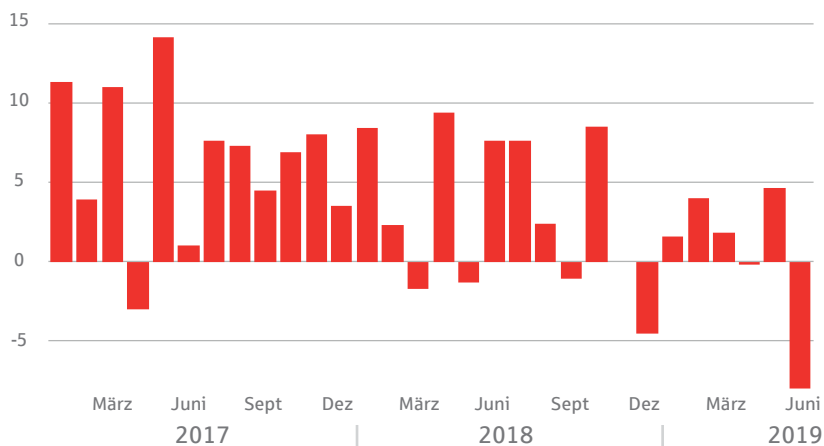
Im Gegenteil: Die Europäische Union hat in den letzten Monaten sogar einige neue Freihandelsabkommen mit Drittstaaten abschließen können. Aber gegen den global vorherrschenden Zeitgeist kommen diese Anstrengungen nur mühsam an. So haben die Erschütterungen der globalen Handelsordnung auch im deutschen Außenhandel bereits tiefe Spuren hinterlassen.

Der stark auf Investitionsgüter ausgerichtete Produktmix des deutschen Exports, der dem Land in der letzten Dekade zu so viel Stärke verhalf, erweist sich jetzt als empfindlich, wenn die Investoren in den anderen Wirtschaftsräumen vorsichtiger werden. Und hier schlägt sich auch die Synchronität der derzeitigen konjunkturellen Verlangsamung vieler wichtiger Ländergruppen der Weltwirtschaft nieder. Ein „Umswitchen“ zwischen verschiedenen Abnehmerregionen, wenn nur eine schwächelt, wie dies in früheren Jahren oft möglich war, ist heute deutlich schwieriger geworden.

*Synchronität des globalen Abschwungs macht ein Ausweichen schwierig*

Das einstweilige Resultat ist, dass die deutschen Warenexporte im Juni 2019 um acht Prozent unter den Ausfuhren des entsprechenden Vorjahresmonats lagen.

**Deutsche Warenexporte**, reale Veränderung zum Vorjahresmonat in Prozent



Quelle: destatis

**Deutsche Wirtschaft im zweiten Quartal im Rückwärtsgang**

Der Gegenwind vom Außenhandel war auch dafür verantwortlich, dass das Bruttoinlandsprodukt Deutschlands im zweiten Quartal 2019 im saisonbereinigten Verlauf vom Vorquartal um 0,1 Prozent schrumpfte. Damit ist die deutsche Gesamtrechnung fast noch mit einem „blauen Auge“ davongekommen. Denn rückläufige Bestellungen im Verarbeitenden Gewerbe hatten einen noch größeren Rückgang nahegelegt. Die Stimmungsindikatoren waren teils deutlich abgestürzt, so zuletzt das ifo-Geschäftsklima am 26. August.

Die Frühindikatoren legen in der Gesamtschau nahe, dass auch das dritte Quartal eine Schrumpfung ausweisen wird und zwar mit einer noch klarer negativ ausfallenden Rate. Damit wäre dann – mit zwei Quartalen der BIP-Schrumpfung in Folge – auch eine gängige formale Definition einer Rezession erfüllt.

Zu bedenken ist allerdings, dass Deutschland aus einer Situation einer Überauslastung kommt. Es handelt sich also zunächst um ein Abschmelzen der Intensität, insofern um eine Normalisierung.

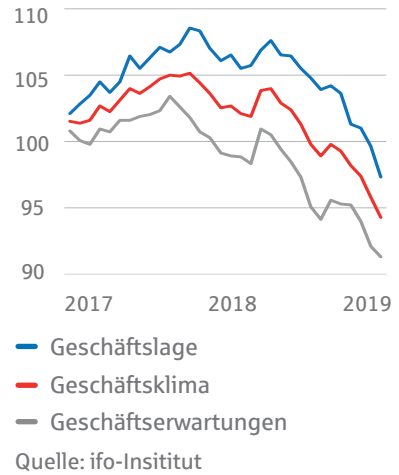
Noch erfasst der Abschwung zudem nicht alle Bereiche: Im zweiten Quartal stützen noch wachsende Konsumausgaben der privaten Haushalte und auch des Staates die Nachfrage. Selbst die Investitionen haben im zweiten Quartal noch einmal zugelegt.

Dass die Bauinvestitionen mit einem Rückgang gemeldet wurden, darf man dabei nicht fehlinterpretieren: Das ist kein fundamentaler Wechsel, sondern vielmehr dem Basiseffekt des sehr starken ersten Quartals geschuldet, weil im milden Winter Anfang 2019 weitgehend „durchgebaut“ werden konnte. Die übliche Frühjahrsbeschleunigung fiel dementsprechend kleiner aus; die Saisonbereinigungsfaktoren überschätzen deshalb den zu veranschlagenden Korrekturfaktor und drücken die ausgewiesene Veränderungsrate für das zweite Quartal ins Minus. Tatsächlich bleibt es dabei, dass der Bausektor derzeit die zyklisch stärkste Komponente der deutschen Produktion stellt.

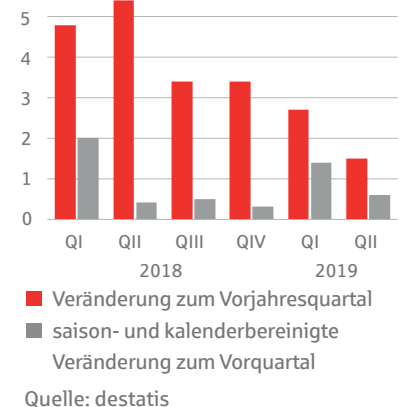
Insgesamt präsentiert sich somit die Binnenwirtschaft in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung des zweiten Quartals weiter im Aufschwung. Das BIP wird „nur“ von außen gedrückt. Kann deshalb aus fundamentaler Perspektive Entwarnung gegeben werden?

Die Antwort ist: Nein! Es besteht deutliche Rezessionsgefahr. Es ist mehr als nur ein technisches Abtauchen unter die Nulllinie. Die Lage ist ernster – zumindest mit Blick auf einzelne Sektoren.

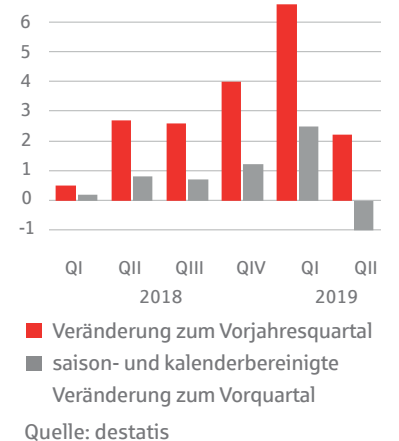
**ifo-Geschäftsklima Deutschland, 2017=100, saisonbereinigt**



**Deutsche Ausrüstungsinvestitionen, reale Wachstumsraten in Prozent**



**Deutsche Bauinvestitionen, reale Wachstumsraten in Prozent**



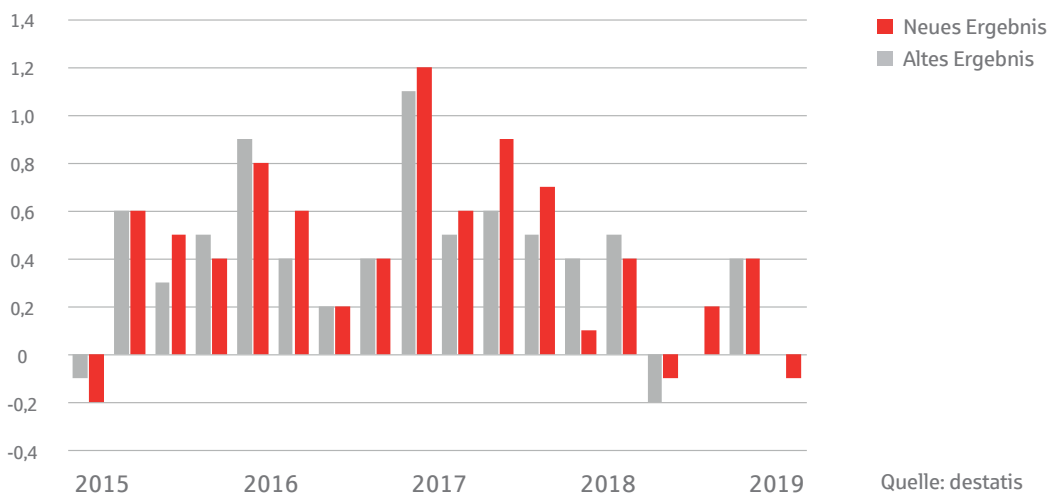
**Datenrevision in der Zeitreihe des BIP:**

Mit der Vorlage der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zum Q2/2019 verbunden wurde vom Statistischen Bundesamt auch eine größere routinemäßige Datenrevision vorgenommen. Diese betraf die BIP-Zeitreihe bis zurück ins Jahr 2015. Zudem dient 2015 statt 2010 jetzt als Basisjahr der indexierten Reihe.

Die jüngere Vergangenheit präsentiert sich nach den neuen Zahlen in leicht verändertem Bild, vor allem in einem anderen unterjährigen Profil. Die ausgewiesene Jahres-Wachstumsrate für 2018 blieb mit 1,5 Prozent unverändert. Aber das erste Halbjahr war nicht ganz so kräftig wie zuvor vermeldet. Dafür war das zweite Halbjahr neu vermessen nicht so rezessionsnah wie zuerst gemeldet.

Aus der nicht mehr ganz so stark abgeknickten Entwicklung im Jahresverlauf 2018 errechnet sich nun auch ein kleiner statistischer Überhang für 2019 (jetzt 0,2 Prozent statt zuvor glatt Null).

**Deutsches Bruttoinlandsprodukt, saison- und kalenderbereinigte Veränderung gegenüber Vorjahresquartal in Prozent, Werte vor und nach der Revision**



Quelle: destatis

**Industrie ist bereits in Rezession**

Unterteilt man die Wertschöpfung nicht nach Verwendungskomponenten in Konsum, Investition und Export, sondern wirft den Blick auf die Entstehungsseite der Produktion, so gibt es hier deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren. Neben dem bereits angesprochenen Bau laufen weite Teile des Dienstleistungssektors weiterhin sehr gut. Es ist das Verarbeitende Gewerbe, das Sorgen bereitet.

*Im Verarbeitenden Gewerbe konzentrieren sich die Einschlüge*

Die Industrieproduktion lag im gesamten zweiten Quartal deutlich unter dem Vorjahresniveau. Die Wertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes lag im zweiten Quartal um 4,9 Prozent unter dem Vorjahresquartal. Und die Abwärtstendenz hat sich im letzten Monat des Vierteljahres sogar noch einmal

beschleunigt. Im Juni lag die arbeitstägliche Produktion der deutschen Industrie um volle sechs Prozent unter derjenigen des Vorjahres. Im gesamten Euroraum betrug der Rückgang der Industrieproduktion im Juni nur 1,6 Prozent. Dieser Umfang dürfte angesichts des hohen deutschen Gewichts bereits mit dem Absturz des größten Landes erklärt sein. Die Industrieproduktion der anderen Länder hält sich dagegen in etwa in einer Seitwärtsbewegung.

In früheren Konjunkturzyklen Deutschlands waren es regelmäßig der Export und in der Sektor-Perspektive eben die Industrie, die einen Aufschwung abbrechen und in eine Rezession zogen. Ist es diesmal anders? Gelingt die Isolation der bisher auf diesen Bereich begrenzten Schwäche?

Positive und stabilisierende Faktoren für eine solche Abschirmung sind sicherlich der weiterhin sehr feste Arbeitsmarkt, die gute Ertragslage der Unternehmen und die Tatsache, dass weder Unternehmen noch Haushalte in dem erlebten langen Aufschwung ihre Verschuldung übermäßig ausgebaut hätten. Im Gegenteil: Hier ist in den letzten Jahren ausgesprochen konservativ disponiert worden.

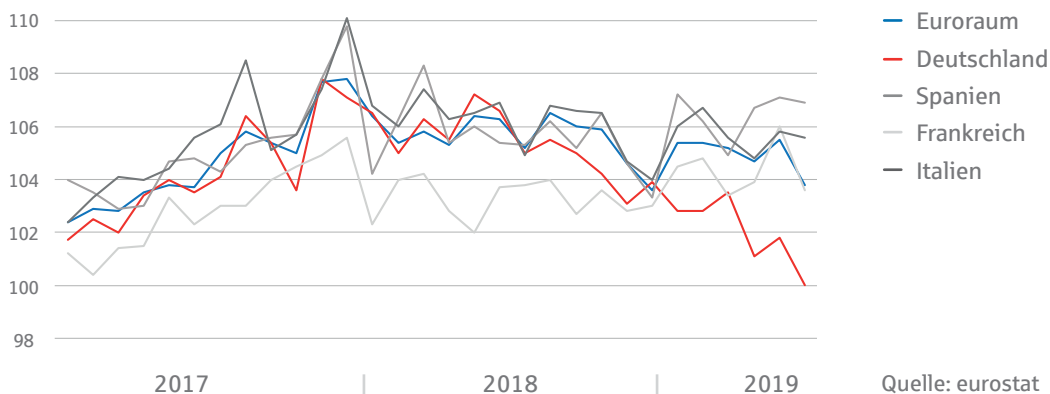
*Große Puffervorhanden*

Die üblichen negativen Schwungräder einer Rezession – steigende Arbeitslosigkeit, sinkende Masseneinkommen, die Not, Bilanzrelationen reparieren zu müssen – entfallen deshalb in der aktuellen Situation. Es bestehen somit zahlreiche Puffer gegen ein starkes Durchschlagen der rezessiven Impulse aus der Industrie.

Es ist ohnehin begrifflich fraglich, ob man einen Sektor-Abschwung (und sei in einem so wichtigen Sektor wie der Industrie), als eine „Rezession“ bezeichnen sollte. Letztere ist ein gesamtwirtschaftliches Phänomen. Und ohne verbreitete Arbeitslosigkeit fühlt sich ein Abschwung eben auch nicht wirklich an wie eine Rezession.

*Zur Anwendbarkeit des Begriffs „Rezession“*

**Industrieproduktion in Ländern des Euroraums,**  
saison- und kalenderbereinigter Index, 2015=100



### Für die Gesamtwirtschaft: „Stagnation“

Der lange, fast eine Dekade, seit 2010 andauernde Aufschwung scheint dennoch vorbei zu sein. Zumindest ist er unterbrochen und auch im gesamtwirtschaftlichen Aggregat inzwischen schwunglos.

Per Saldo bleibt nach den letzten vier wechselhaften, beim BIP um die Null pendelnden Quartalen (Q3/2018 bis Q2/2019) kaum mehr übrig als eine Stagnation. Das zweite Quartal 2019 war gemessen am realen BIP nur dann überhaupt stärker als das entsprechende Vorjahresquartal, wenn man eine Kalenderbereinigung heranzieht und auf die unterschiedliche Anzahl von Arbeitstagen abstellt.

Die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal 2019 wurde von 45,2 Mio. Erwerbstätigen in Deutschland erbracht. Das waren 435 Tausend oder ein Prozent mehr als vor Jahresfrist. Das ist zunächst eine gute Nachricht, zeigt sie doch an, wie robust der Aufwärtstrend am Arbeitsmarkt ist. Die Beschäftigung ist im Zyklus allerdings ein nachlaufender Spätindikator. Vieles spricht dafür, dass der Aufwuchs nun zu einem Ende kommt. Aus einzelnen Branchen und Unternehmen sind bereits größere Entlassungen gemeldet worden. Dennoch ist bemerkenswert, dass der Einstellungstrend in der Summe bisher noch nicht gekippt ist.

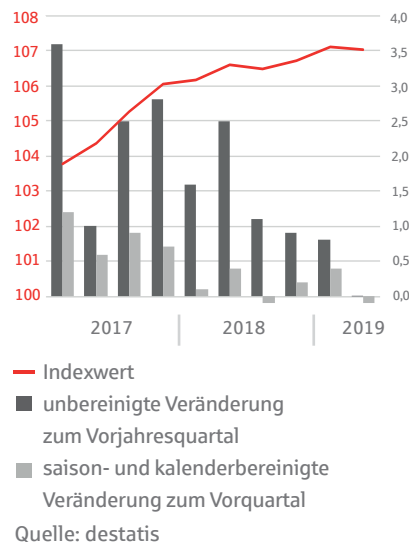
Zugleich hat der bisher anhaltende Aufwärtstrend am Arbeitsmarkt vor dem Hintergrund der „Stagnation“ der gesamtwirtschaftlichen Produktion Implikationen für die Entwicklung der Produktivität. Sie ist in den letzten vier Quartalen rechnerisch gesunken.

Schon in den letzten Jahren gab es (zumindest in der Pro-Kopf-Abgrenzung) einige Male den Fall sinkender Produktivität, wenn der Arbeitsmarktboom stärker war als die realen BIP-Wachstumsraten. Jetzt, bei tatsächlicher Stagnation und bei gleichzeitig auch noch wachsendem Kapitalstock, verschärft sich allerdings das Phänomen.

In den Jahren der Investitionszurückhaltung (2012 und 2013), in denen die Investitionen, insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen dem gesamtwirtschaftlichen Aufschwung nicht voll folgten, konnte man die sinkende Produktivität noch als eine Intensivierung der Arbeitsproduktivität erklären.

Seit ca. 2005 – mit dem Einsetzen des deutschen „Arbeitsmarktwunders“ – hat sich das im ganz langfristigen Trend steigende Verhältnis von Sachkapital zu Arbeit deutlich verflacht. Diese Tendenz war das Spiegelbild dessen, dass es gelang, immer weitere Kreise der Bevölkerung in den Wertschöpfungsprozess zu integrieren. Aber die Kapitalausstattung pro Arbeitsplatz wuchs dabei langsamer.

**Deutsches Bruttoinlandsprodukt, in Prozent, Quartalswerte**



*Zahl der Erwerbstätigen nimmt immer noch zu*

*Gering wachsende Produktivität ist schon länger bekanntes Phänomen*



Das hatte sicher auch strukturelle Gründe, etwa den Wandel zu einem größeren Gewicht des Dienstleistungssektors mit einem technisch und produktbedingt geringeren Sachkapitalbedarf pro Arbeitsplatz. Ein weiterer Erklärungsfaktor ist der qualitative Leistungsgewinn von Maschinen, der quantitativ einen geringeren Kapitalstock erforderte.

### **Mehr Arbeit, mehr Kapitaleinsatz und trotzdem nur stagnierende Produktion – ein Dämpfer für den Produktivitätstrend**

Es schwang bei der Entwicklung der Faktorrelationen aber auch eine zyklische Komponente mit. Dies zeigte sich anhand der seit 2014 dann doch wieder stärker nachziehenden Ausrüstungsinvestitionen. Und dieser Trend hielt bis an den aktuellen Rand relativ robust an. Der Kapitalstock ist bis zuletzt überproportional zur Produktion gestiegen. Wir haben deshalb die Situation, dass in den letzten beiden Halbjahren (Hj.2/18 und Hj.1/19) sowohl die Erwerbstätigkeit als auch der Faktoreinsatz an Kapital zugenommen haben. Und trotzdem hat die Produktion unter dem Strich nur stagniert!

Das bedeutet: Alle gängigen Produktivitätsmaße, egal auf welchen Produktionsfaktor man sie bezieht, waren rückläufig. Dies kann mittelfristig dann auch zu einem gewissen Druck auf die Ertragslage der Unternehmen führen, insbesondere dann, wenn auch die positive Nominallohndynamik weiter anhält. Und die Spielräume zur Preisüberwälzung sind in der konjunkturellen Schwächephase, insbesondere bei der auf den Weltmärkten ohnehin unter Druck stehenden exportierenden Industrie nicht groß.

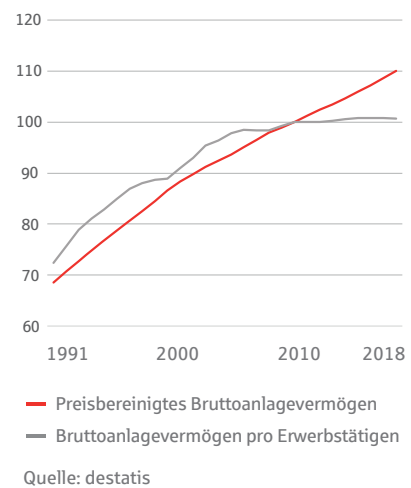
Einen Vorgeschmack gibt, dass die Arbeitsentgelte im zweiten Quartal nach ersten Berechnungen von Destatis um 4,5 Prozent höher waren als im Vorjahresquartal, die Unternehmens- und Vermögenseinkommen aber um 1,9 Prozent zurückgingen. An dieser Stelle ist es dann gut und stabilisierend, dass die im Trend der letzten Jahre so stark und auf hervorragende Niveaus gebesserte Ertragslage weiter Teile der deutschen Unternehmenslandschaft als Puffer dienen kann.

### **Erste Entlassungen gemeldet – auch Chance für einen Umbau der Beschäftigungsstrukturen**

In besonders stark betroffenen Unternehmen sind jedoch bereits erste Entlassungswellen gemeldet worden. Das ist für die Betroffenen natürlich unmittelbar bedauerlich. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive kann man dem aber zumindest einen positiven Nebenaspekt abgewinnen: Angesichts des in den letzten Jahren herrschenden Fachkräftemangels

*Der lange Aufschwung war ein „arbeitsintensiver“*

**Kapitalstock und Kapitalstock pro Erwerbstätigen, Index 2010 = 100**



*Struktureller Umbau der Beschäftigung nun auch wieder mit Entlassungen?*



schaft eine stärkere Arbeitsmarktfluktuation – und sei sie auch von einer Sektorkrise hervorgerufen – die Chance, dass knappe Arbeitskräfte in diejenigen Wachstumssektoren wandern, wo bisher wachstumsbegrenzende Engpässe herrschten. Das kann perspektivisch auch dem Produktivitätstrend zu Gute kommen, wenn damit einem Hortungsverhalten der Unternehmen entgegen gewirkt wird. Viele Unternehmen hatten in den letzten Jahren, um sich gegen den Fachkräftemangel abzusichern, Belegschaften gehalten, auch wenn diese ganz spitz gerechnet kurzfristig nicht voll ausgelastet waren.

Ehrlicherweise muss man allerdings dazu sagen, dass dieser Nebeneffekt der Entlassungen nicht reibungslos und ohne Probleme vonstatten geht. Die Qualifikationsprofile werden in den meisten Fällen nicht passen. Ein struktureller Miss-Match ist höchst wahrscheinlich, wenn Entlassungen aus der exportorientierten Industrie neue Beschäftigung in IT, Pflege oder anderen händeringend Fachkräfte suchenden Feldern finden sollen.

Aber immerhin treffen die – bisher noch kein Massenphänomen ausmachenden – Entlassungen auf einen insgesamt immer noch gut geräumten Arbeitsmarkt. Von Seiten der Wirtschaftspolitik sollte der mögliche und nötige Umbau durch Flexibilität und Förderung etwa von Ausbildung und Umschulung begleitet werden.

### **In anderen Regionen auch länderspezifische Ursachen für einen Abschwung**

Wie eingangs bereits herausgestellt ist es die derzeitige synchrone globale Abschwächung, die Deutschland mit beeinträchtigt. Das Phänomen der Weltkonjunktur heißt gleichwohl nicht, dass nicht auch landesspezifische Faktoren krisenvertiefend wirken können. In gleich mehreren Ländern der Europäischen Union sind die politischen Mehrheitsverhältnisse schwierig. Die Regierungsbildung ist kompliziert. In Italien ist die alte, ohnehin überraschend lagerübergreifend gebildete Koalition zerbrochen. Im Vereinigten Königreich liegen die Haltungen zur Brexit-Frage teils quer zu den Parteizugehörigkeiten.

Aber auch in einigen Schwellenländern gibt es wieder Erschütterungen. Nach den Vorwahlen in Argentinien sind (wieder einmal) Zweifel aufgekommen, ob das Land künftig seine Auslandsschulden bedienen wird. In der Türkei haben Eingriffe bei der Notenbank einschließlich der Abberufung des Notenbankpräsidenten eine der Regierung genehme Leitzinssenkung erzwungen. Vor Jahresfrist hatten wir in dieser Reihe erläutert, dass nur die damalige entschlossene Zinsanhebung die Währungskrise der türkischen Lira hat stoppen können. Ob sich die Inflationsraten inzwischen hinreichend zurückgebildet haben, um die Leitzinssenkung zu rechtfertigen, ist grenzwertig. Eine neue Vertrauenskrise mit einer starken Abwertung der Lira ist erneut möglich.

*Qualifikationen werden kurzfristig nicht passen*

*Wandel begleiten*

*Vielerorts schwierige Suche nach stabilen Regierungsmehrheiten*

### **Wechselkurs Türkische Lira/US-Dollar**



Quelle: Türkische Zentralbank

### Zinslandschaft des US-Dollars umgebrochen

Aber selbst in den USA gibt es entsprechende Einmischungen in die Geldpolitik. US-Präsident Trump fordert unverblümt deutliche Zinssenkungen. Die Notenbankautonomie ist in den USA zwar stärker ausgeprägt, aber auch nicht unanfechtbar. Mit zumindest einem Leitzinssenkungsschritt hat der Präsident der Federal Reserve Powell im Juli die Zinswende vollzogen. Die Fed will diesen Schritt zwar nicht unbedingt als Einstieg in eine Senkungsserie verstanden wissen, sondern kommuniziert die Maßnahme bisher als reinen Versicherungsschritt gegen die Auswirkungen der Handelskonflikte.

Die Märkte interpretieren den ersten Senkungsschritt seit 2008 aber zumindest so, dass größere Turbulenzen der Finanzplätze im Zweifel durch eine nochmalige expansive monetäre Stützung bekämpft würden. Diese Haltung kann bedenkliche Fehlanreize produzieren. Werden auf diese Weise doch notwendige Korrekturen und fundamental nötige Anpassungen immer wieder unterbunden. Die Notenbanken könnten zum Gefangenen der Markterwartungen werden.

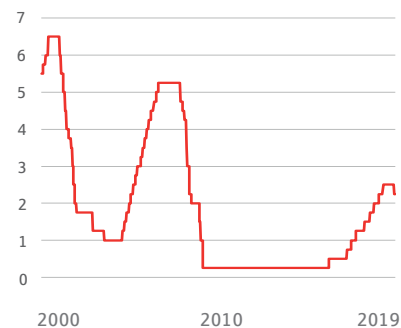
Ein solcher Indikator des Finanzmarktgeschehens, der insbesondere in den USA starke Beachtung findet, ist die zeitliche Zinsstruktur. Die Laufzeitenkurve war in den letzten Jahren im US-Dollar nach der stufenweisen Normalisierung der Leitzinsen fast flach geworden. Zuletzt sind die langfristigen Renditen aber gefallen; die Zinsstruktur ist somit invers geworden. Dies wird – auch empirisch aus früheren Konjunkturzyklen abgeleitet – als ein Rezessionssignal gewertet.

Die Märkte erwarten bei einer derartigen Zinsstruktur tendenziell fallende kurzfristige Zinsen. Und die Notenbank hat dieser Erwartung auch entsprochen.

### Renditen amerikanischer Staatsanleihen mit ein- und zehnjähriger Laufzeit, in Prozent



### Langfristige Entwicklung des US-Leitzinses, in Prozent, ab 2008 oberer Wert des Korridors



Quelle: Federal Reserve

— Zehn Jahre Laufzeit  
— Ein Jahr Laufzeit

Quelle: Fed St. Louis

### Wie reagieren die Wechselkurse auf das geldpolitische Wettrüsten?

Eine Zielgröße der internationalen Geldpolitiken ist – meist unausgesprochen und vermeintlich nur im Nebeneffekt – der Wechselkurs. Er steht auch im Zusammenhang mit den Handelskonflikten im Fokus.

Dass als Korrektur der US-Einfuhrzölle der US-Dollar tendenziell aufwerten würde, um den Leistungsbilanzsaldo passend zu den unveränderten Kapitalverkehrssalden einzustellen, war der zu erwartende Effekt. US-Präsident Trump unterstellt aber zumindest China auch eine aktive Manipulation.

Aber auch gegenüber dem Euro hat der Dollar in den letzten Wochen und Monaten schleichend leicht aufgewertet, um rund fünf Cent über das letzte halbe Jahr. Das dürfte dem Euroraum in der aktuellen zyklischen Schwächesituation ganz gut zu Pass kommen. Auch darauf zielt womöglich die jüngste Zinssenkung der Fed.

Die Europäische Zentralbank hat bereits signalisiert, dass sie ebenfalls der eingetrübten Konjunktur- und Risikolage mit neuerlicher Expansion begegnen will. Voraussichtlich wird schon im September ein entsprechendes Paket geschnürt. Es dürfte evtl. neue Ausformungen von Assetkäufen, evtl. in neuen Anlageklassen enthalten und mit hoher Wahrscheinlichkeit eine weitere Vertiefung des Negativzinses – Letzteres aber hoffentlich zumindest mit einer Abmilderung der Lasten für die Kreditinstitute.

Für die Industrierezession kann die expansive Geldpolitik aber kaum mehr etwas bewirken. Es sind nicht die Finanzierungszugänge und Kapitalkosten, die dort Probleme bereiten, sondern die Handelskonflikte, die Unsicherheit und die davon ausgelöste negative Dynamik der Weltwirtschaft.

*Protektionismus eines ungehemmten Kapitalimporteurs kann das Handelsdefizit nicht reduzieren*

*Der Wechselkurs wirkt dem entgegen*

**Wechselkurs US-Dollar/Euro**



Quelle: Federal Reserve

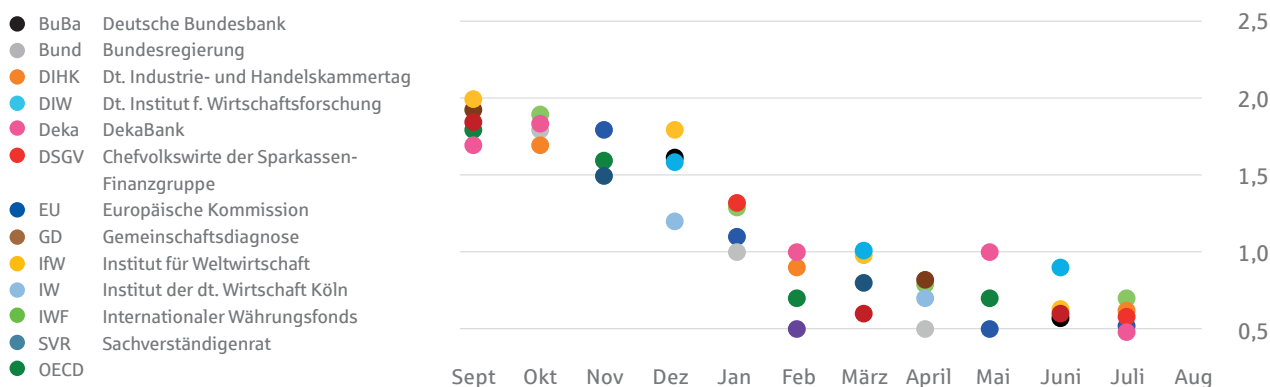
*Zweifel, was noch mehr geldpolitische Expansion im Euroraum zyklisch bewirken kann*

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

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

<sup>1</sup> Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Juli 2019, arbeitstäglich bereinigt

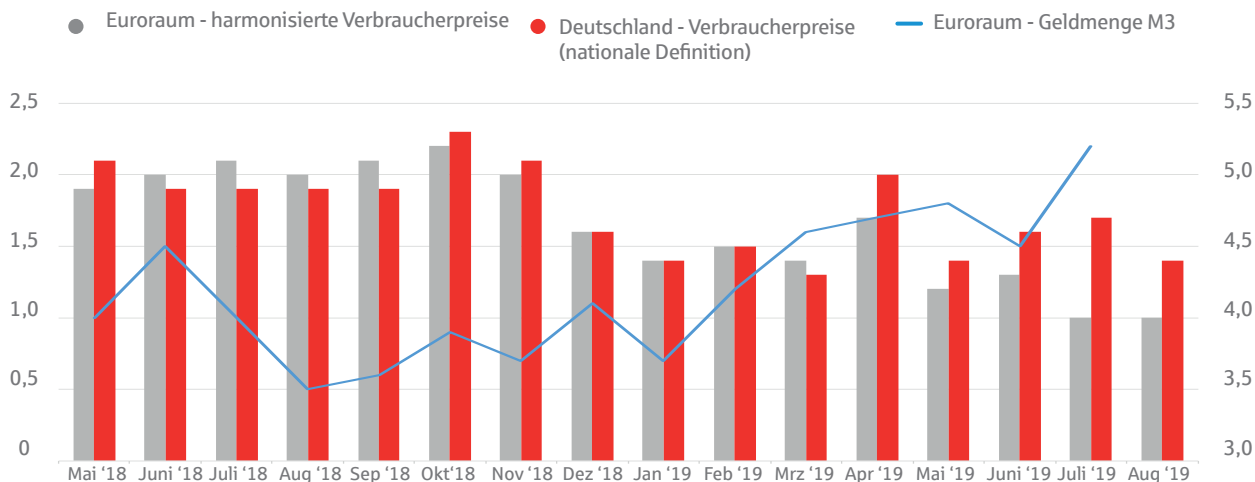
**B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2019, in %**



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

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

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



**E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland**

	Apr. '19	Mai '19	Jun. '19	Jul. '19	Aug. '19
<b>Preise (nationale Definition)</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verbraucherpreise	+2,0 %	+1,4 %	+1,6 %	+1,7 %	+1,4 %
- ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	+1,8 %	+1,3 %	+1,6 %	+1,6 %	-
Erzeugerpreise gewerblicher Produkte	+2,5 %	+1,9 %	+1,2 %	+1,1 %	-
Einfuhrpreise	+1,4 %	-0,2 %	-2,0 %	-2,1 %	-
<b>Stimmungsindikatoren</b>					
ifo-Geschäftsklimaindex	99,2	98,2	97,5	95,7	94,3
ZEW-Konjunkturerwartungen	3,1	-2,1	-21,1	-24,5	-44,1
<b>Auftragseingang</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verarbeitendes Gewerbe	-5,2 %	-3,8 %	-10,9 %	-	-
aus dem Inland	-5,1 %	-1,7 %	-14,6 %	-	-
aus dem Ausland	-5,4 %	-5,2 %	-8,4 %	-	-
Investitionsgüterproduzenten	-3,2 %	-3,8 %	-7,7 %	-	-
<b>Produktion</b>					
arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat					
Produzierendes Gewerbe insgesamt	-2,8 %	-4,4 %	-5,2 %	-	-
davon Bau	+5,0 %	-1,0 %	+1,0 %	-	-
davon Industrie	-4,1 %	-4,9 %	-6,0 %	-	-
<b>Außenhandel</b>					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Exporte	-0,2 %	+4,6 %	-8,0 %	-	-
Importe	+2,5 %	+5,1 %	-4,2 %	-	-
<b>Arbeitsmarkt</b>					
Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000					
Arbeitslosenquote	4,9 %	4,9 %	4,9 %	5,0 %	5,1 %
Arbeitslose	-154	-80	-60	-49	-
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+465	+428	+410	+374	-
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	+591	+564	+515	-	-

## F. Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Apr. '19	Mai. '19	Jun. '19	Jul. '19	03.09.2019
<b>Ölpreis Brent in US \$</b>	71,23	71,32	64,22	63,92	58,64 (26.)
<b>Wechselkurse</b>					
US-Dollar / EUR	1,1238	1,1185	1,1293	1,1218	1,0968 (02.)
Japanische Yen / EUR	125,44	122,95	122,08	121,41	116,66 (02.)
<b>Aktienmärkte</b>					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	12,344	11,727	12,399	12,189	11.929
Veränderung zum Vorjahresmonat	-2,1 %	-7,0 %	-0,8 %	-4,8 %	-
<b>Geld- und Kapitalmarktzinsen</b>					
Tagesgeld (EONIA)	-0,37 %	-0,37 %	-0,36 %	-0,37 %	-0,37 % (29.)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,37 %	-0,37 %	-0,38 %	-0,40 %	-0,43 % (30.)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,31 %	-0,31 %	-0,33 %	-0,36 %	-0,43 % (30.)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	0,03 %	-0,20 %	-0,31 %	-0,43 %	-0,75 %
<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 %	0,01 % 0,03 %	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,29 % 0,32 %	0,13 % 0,29 %	0,10 % 0,30 %	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio. € über 5 J. in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,76 % 1,74 %	1,76 % 1,75 %	1,65 % 1,67 %	- -	- -

## 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

03. September 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>