

INFORMATIONEN
ZUR WIRTSCHAFTSLAGE
Ausgabe 1/2020



Die virale Weltwirtschaft

Das Corona-Virus erschüttert die Weltwirtschaft. Reisen und Großveranstaltungen werden abgesagt. In vielen Regionen kommt es zu Werksschließungen und Produktionsausfällen. Länge und Ausmaß der Einbrüche sind noch nicht konkret zu beziffern. Das wird maßgeblich von der weiteren medizinischen Eindämmung oder Ausbreitung des Virus abhängen. Und darüber herrscht noch große Ungewissheit.

Berlin, 11. März 2020

Autor:

Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Zumindest können aber die ökonomischen Ansteckungswege bereits qualitativ identifiziert, aufgezeigt und systematisiert werden. Die Wirkung entfaltet sich über zahlreiche nachfrageseitige und angebotsseitige Transmissionskanäle. Letztere äußern sich vor allem in den unterbrochenen Lieferketten der tief integrierten Weltwirtschaft.

Fehlende Zwischenprodukte lassen sich kurzfristig nicht ersetzen, und diese Störungen lassen sich auch nicht durch nachfrageorientierte Wirtschaftspolitiken beheben. Die in einigen Währungsräumen bereits eingeleitete geldpolitische Reaktion zielt vor allem auf eine Beruhigung der Finanzmärkte. Aber auch hier kann sie nur wenig erreichen. Noch mehr monetäre Expansion ist oft das falsche Instrument.

Die virale Weltwirtschaft

Ausbruch des Virus dominiert die Nachrichtenlage

Nachdem an der Front der Handelskonflikte mit der Unterzeichnung des „Phase-Eins“-Abkommens zwischen den USA und der Volksrepublik China im Januar eine Deeskalation erreicht wurde, zumindest ein einstweiliger Waffenstillstand eingetreten ist, erschüttert ein neuer Risikofaktor aus Fernost die Weltwirtschaft. Das zuerst in China aufgetretene Corona-Virus hat inzwischen auch in vielen anderen Ländern Fuß gefasst. Eine Eindämmung an der Quelle des Ausbruchs, in einer Region, ist nicht gelungen. Inzwischen gibt es so viele Länder, aus denen Fälle gemeldet werden, auch in Europa und quantitativ weit über Einzelfälle hinaus, dass von einer Pandemie gesprochen werden muss. Zuletzt hat vor allem die Zuspitzung in Italien, dort auch die hohe Zahl von Todesfällen, erschüttert. Großregionen mit Millionen von Einwohnern werden abgeriegelt.

Charakter einer Pandemie erreicht

Die Pandemie entfaltet neben ihren unmittelbaren medizinischen Wirkungen und neben dem menschlichen Leid auch zahlreiche wirtschaftliche Effekte. Die ökonomischen Folgen gilt es abzuschätzen. Aufgrund zahlreicher unbekannter Faktoren ist das aber bisher kaum konkret möglich.

In der Anfangsphase der Epidemie wurden zahlreiche Vergleiche zum SARS-Ausbruch in den Jahren 2002/2003 gezogen. Der Virusstamm ist biologisch verwandt, und auch der Herkunftsort ist mit China derselbe. Damals blieb der globale ökonomische Niederschlag begrenzt. Dies lag aber auch daran, dass die Krankheitswelle damals zeitlich und örtlich begrenzt blieb. Zudem war die chinesische Volkswirtschaft zu Beginn des Jahrhunderts noch nicht ganz so stark in die globale Ökonomie integriert wie heute. Stärkerer Reiseverkehr hat den biologischen Ausbruch beschleunigt und auch die ökonomische Verkettung ist jetzt viel stärker.

China heute viel stärker in die Weltwirtschaft integriert als bei SARS

Insofern ist zu konstatieren, dass der aktuelle Corona-Virus eine ganz andere Größenordnung aufweist und das Potenzial hat, auch eine wirtschaftliche Krise global zu verbreiten.

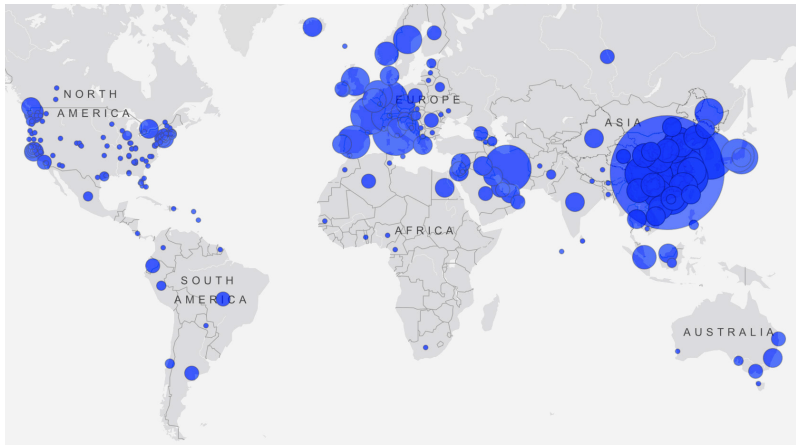
Reisen werden storniert, öffentlicher Verkehr wird gemieden. Das hat zunächst in China seinen Niederschlag um das sonst sehr geschäftige Neujahrsfest herum erfahren. Großveranstaltungen, zunehmend auch in den anderen betroffenen Ländern, werden abgesagt. Wenn Industriemessen ausfallen oder schwächer besucht werden, hat dies unmittelbare Multiplikator-Wirkungen für das Geschäftsleben. Werke, Büros und Schulen bleiben geschlossen. In Städten, in denen das öffentliche Leben zum Stillstand kommt, wird nicht konsumiert. Es fällt ganz handfest Produktion aus. Und diese Produkte fehlen in der Folge dann auch andernorts.

Verkehr, Reisen, Veranstaltungen, Produktion fallen aus

Aus den unmittelbar betroffenen Regionen strahlen die Effekte auf die Weltwirtschaft aus. Die dabei wirksamen Ansteckungswege sollen hier einmal systematisch gegliedert und beleuchtet werden.

*Systematisierung
der Ansteckungswege*

Offiziell registrierte Ausbreitung des Coronavirus



● ca. 100 infizierte Personen

Quelle: Johns Hopkins Coronavirus Resource Center, Stand 09.03.2020

Ansteckungswege

1. Medizinische Ansteckung
2. Ökonomische Ansteckung in der Realwirtschaft
 - a) angebotsseitig / Produktionsketten
 - b) nachfrageseitig / Investitions- und Konsumzurückhaltung
3. Ansteckung über die Finanzmärkte
(Kursverluste, steigende Risikoprämien)

Kategorie 1 ist die medizinische Ausbreitung des Virus selbst. Heutzutage reist auch das Virus mit dem Flugzeug mit und überholt so seine Inkubationszeit. In dieser biologischen Kategorie hat es offenkundig die hier wörtlich zu nehmende Ansteckung anderer Weltregionen bereits gegeben. Wann ein Impfstoff gefunden wird oder wann die Infektionen mit dem Wetter und den Jahreszeiten ggf. abklingen, dazu zirkulieren zwar zahlreiche Hypothesen. Doch letztlich ist dies bei einem neuen Erreger, der auch noch weiter mutieren könnte, völlig ungewiss.

*Ungewissheit über den weiteren
medizinischen Verlauf*

Zu den ökonomischen Ansteckungswegen in den Kategorie 2 und 3 können in dieser Publikation einige Abschätzungen vorgenommen werden, zumindest qualitativ. Zu den abzuleitenden wirtschaftspolitischen Empfehlungen ist die Antwort dagegen in jedem Fall schwieriger.

Nur die Effekte in den Kategorien 2b und 3 könnten zu einem gewissen Grade mit dem Instrument des Zinses eingedämmt werden. Tatsächlich war reflexartig eine der ersten Erwartungen an den Finanzmärkten genau dies: Dass in einer Krise einmal mehr die Geldpolitik zur Rettung eilen würde.

Zins wirkt nur bei einigen der Transmissionskanäle

Weltweiter Zins-Verfall

Inzwischen haben viele Notenbanken Maßnahmen ergriffen, andere stehen kurz davor. Die Finanzmärkte hatten eine solche Lockerungsbereitschaft der Geldpolitik bereits vorweggenommen und spätestens seit Anfang Februar unterstellt.

Flucht in die Sicherheit

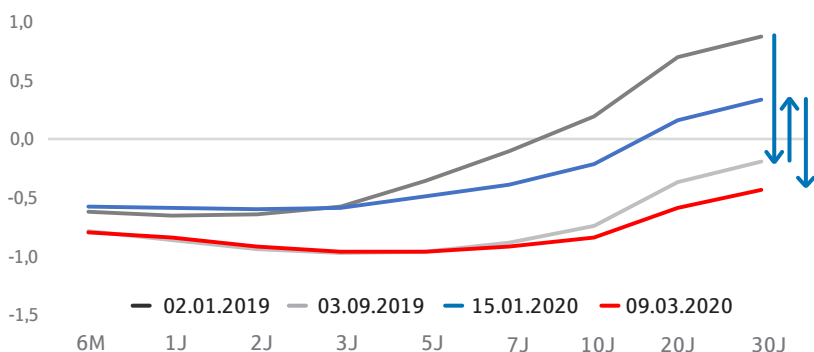
Deutlich abzulesen war dies an der Entwicklung der Anleiherenditen am Kapitalmarkt. Dort gab es erneut eine Flucht in die Sicherheit. Bei deutschen Bundesanleihen ging die Entwicklung sogar über die bisherigen Rekord-Tiefststände der Negativ-Renditen vom September 2019 hinaus, vor allem im langen Laufzeitbereich. Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit erzielten zuletzt Renditen von -0,85 Prozent (9.3). Und selbst dreißigjährige Laufzeiten lagen deutlich im Negativen – zuletzt mit -0,44 Prozent. Hier sieht man, mit welchen enormen Zeithorizonten die Märkte derzeit einen grundlegenden Zinswandel ausschließen und sich tief in der Negativzinswelt eingraben. Ein Niederschlag über 30 Jahre misst dem Corona-Virus dann wohl doch eine zu nachhaltige Wirkung bei.

Anleiherenditen wieder in der Nähe ihrer historischen Tiefststände

Außerdem ist zu bedenken, dass mit dem üblichen Reflex, alles mit der Geldpolitik zu adressieren, hier für viele entscheidende Effekte gar keine Hilfe zu erwarten ist. Die angebotsseitigen Übertragungswege in der Kategorie 2a können nicht mit niedrigen Zinsen bekämpft werden. Hier handelt es sich um ganz handfeste physische, realwirtschaftliche Engpässe. Es geht um die Erschütterung der Lieferketten durch die Produktions- und Transportausfälle in Folge von Quarantäne-Maßnahmen und Werkschließungen.

Mehr Geld schließt die Zwischenprodukt-Lücken nicht

Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen, Rendite nach Restlaufzeit in Prozent p.a.



Quelle: Bundesbank

Lieferketten sind nicht monetär stützbar

Wenn Vor- und Zwischenprodukte fehlen, nicht geliefert werden, entsprechende Märkte leergekauft sind, dann helfen auch ein niedrigerer Zins und mehr Geld nicht.

Und die Lücken strahlen weltweit aus. Hier zeigen sich jetzt die vielfältigen Abhängigkeiten der global integrierten Produktion. Diese Spezialisierung und Arbeitsteilung sorgen sonst für positive Skaleneffekte und hohe Effizienz. Aber jetzt sind sie Sand im Getriebe des Welthandels.

Gerade deutsche Industrieunternehmen nutzen viele chinesische Vorprodukte. Selbst wenn es nur kleine Komponenten sind, haben diese das Potenzial, größere Produktionsstränge lahmzulegen. Die Zusammenhänge sind nicht linear, sondern können weit überproportional wirken. Als anekdotische Evidenz: Einige europäische Autohersteller beziehen Scheibenwischer aus China. Diese Lieferungen fallen nun aus. Dies mag auf den ersten Blick als eine Lappalie erscheinen. Doch ohne die Kleinigkeit eines montierten Scheibenwischers lässt sich kein komplettes Auto verkaufen.

Mittelfristig kann dafür ein alternativer Produktionsweg aufgebaut werden. Doch kurzfristig besteht kein Ersatz. Wo überall noch entsprechende Engpässe durchschlagen werden, wird sich über die nächsten Wochen erst noch wellenweise offenbaren.

Denn angesichts der üblichen Schifffahrtszeiten von vier bis sechs Wochen von China nach Europa sind einige der dortigen Ausfälle in den Produktionsketten erst noch auf dem Wege, wenngleich oft mit gemeldeter Vorwarnung. Neue Lücken entstehen nun auch in Europa, wenn hier Produktionen eingestellt werden. Italien ist ebenfalls einer der bedeutendsten Handelspartner Deutschlands.

Struktureffekte für den Welthandel auch über die aktuelle Krise hinaus

Die Folgen des Corona-Virus werden somit zu einer erneuten Nagelprobe für die Globalisierung. Eine andere, politisch-menschengemachte war und ist – in manchen Erscheinungsformen immer noch – der Handelsstreit und Rückgriff auf Protektionismus. Auch dieser hat international integrierte Wertschöpfungsketten bereits mit Zöllen und anderen Hindernissen in Frage gestellt.

Nach diesem zweifachen Einschlag in die Funktionsfähigkeit der global verteilten arbeitsteiligen Lieferketten in kurzer zeitlicher Folge in den letzten beiden Jahren, sollen viele Unternehmen daraus auch langfristige Folgerungen ziehen. Ob selbst nach Überwindung der aktuellen Erschütterungen langfristig wieder eine Rückkehr zur voll integrierten Produkti-

Sand im Getriebe der Globalisierung

Nichtlineare Effekte bei den Produktionsausfällen

Aktuelle Erfahrungen mit Engpässen...

...könnten bleibende Narben hinterlassen

onsweise gelingt, ist fraglich. Vermutlich bleiben gewisse Struktureffekte zurück.

Mehr Selbständigkeit, mehr Lagerbestände, mehr Diversifizierung und Redundanzen sind wahrscheinlich. Das kostet Effizienz und Wachstumspotenzial für den Welthandel. Aber zu einem gewissen Grade mag eine solche Neu-Abwägung zwischen Effizienz einerseits und Sicherheit/Robustheit andererseits auch ganz nüchtern ökonomisch sinnvoll sein.

Dass sich jetzt im deutschen Gesundheitssystem bereits an manchen Stellen Engpässe offenbaren, teils, weil Ausrüstungen und Medikamente aus China bezogen werden, teils, weil die Vorratshaltung offenbar sehr gering dimensioniert war, stimmt bedenklich.

Deutschland auch gemessen am Lagerzyklus exponiert

Ein ähnliches Phänomen gilt aber auch in der Wirtschaft: Dass Deutschland in der aktuellen Situation auch in den kurzfristigen logistischen Dispositionen so empfindlich getroffen wird, kann auch aus der Entwicklung des Lagerzyklus abgeleitet werden. Dieser wies als Aggregat der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung verzeichnet in den letzten Jahren einige Auffälligkeiten auf.

Eine solche war die Sonderentwicklung in der Automobilindustrie mit der Produktion auf Halde im Jahr 2018 angesichts der Zulassungsschwierigkeiten aufgrund der neuen Abgas-Prüfnormen und dem dann folgenden Abbau dieser Halde.

Aber auch darüber hinaus war 2019 von einem Verschlanken der Lagerbestände in vielen Branchen geprägt. Viele Unternehmen haben sich angesichts der Wachstumsverlangsamung in der Weltwirtschaft und auch in der deutschen Industrie auf geringere Produktionsniveaus eingerichtet. Sie wollten nicht mit Ballast zyklisch auf dem falschen Fuß erwisch werden.

Jetzt könnte sich dies angesichts der Corona verursachten angebotsseitigen Engpässe rächen. Die verschlankt aufgestellten Lagerbestände sind nun besonders anfällig für die Ausfälle in den Lieferketten.

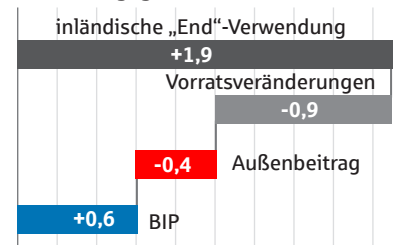
In der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung zeigt sich die Disposition der jüngeren Vergangenheit in den Wachstumsbeiträgen des Saldos der Vorräte zum BIP. Bei der Interpretation der hier gemeldeten Salden ist allerdings Vorsicht geboten. Zum einen weil sie mit der Rubrik „und Ähn-

Künftige Integrationsgrade wohl niedriger

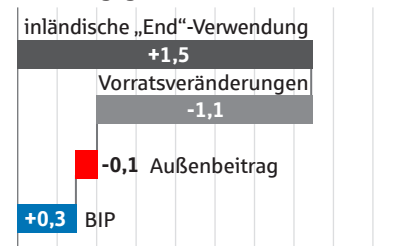
Mehr Sicherheitsbestände hätten im Gesundheitswesen und in der Industrie sinnvoll sein können

Wachstumsbeitrag des Saldos „Vorratsveränderungen und Ähnliches“ zum deutschen preisbereinigten BIP in Prozentpunkten

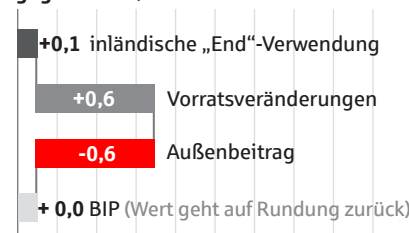
Jahr 2019 gegenüber 2018



Q4 2019 gegenüber Q4 2018



Q4 2019 saison- und kalenderbereinigt gegenüber Q3 2018



0 0,2 0,4 0,6 0,8 1,0 1,2 1,4 1,6 1,8 2,0

Quelle: destatis

liches“ eine Art Reste-Kategorie bilden. Zum anderen handelt es sich hier praktisch um eine Art „zweite Ableitung“ der Lagerbestände in ihrer zeitlichen Entwicklung. Auf die absolute Höhe der Zugänge/Abgänge kann aus den VGR-Beiträgen gar nicht direkt geschlossen werden. Denn gemessen werden hier Beschleunigungen und Abbremsungen des Lagersaldos selbst. Wird weiter aufgebaut, nur langsamer als in der Vorperiode, dann wäre das als Wachstumsbeitrag negativ verzeichnet.

Verlaufsrate des BIP im vierten Quartal 2019 von 0,0 Prozent nur dank positiven Vorratsbeitrags

Die in den letzten Quartalen gemessenen Beiträge unterstreichen aber die Story von den schmaleren Lagerbeständen durchaus plausibel. Und zumindest aus den nominalen Lagerbestandsänderungen im Jahresaggregat 2018 ist ersichtlich, dass es sich hier tatsächlich um Bestandsreduzierungen und nicht nur gebremsten Aufwuchs handelt.

Im vierten Quartal war der Wachstumsbeitrag „Vorräte und Ähnliches“ in seiner Verlaufsrate gegenüber dem Vorquartal zwar positiv. Er rettete mit seinen 0,6 Prozentpunkten überhaupt das insgesamt gemeldete BIP in Richtung der Nulllinie. Die Endnachfrage nach fertigen Gütern wäre im vierten Quartal geschrumpft.

Doch im Vorjahresvergleich war der reale Lagerbeitrag zum BIP mit 1,1 Prozentpunkten im vierten Quartal erheblich negativ. Hier bestätigt sich immer noch die Größenordnung für das Gesamtjahr 2019, wo der Vorratsbeitrag zum BIP -0,9 Prozentpunkte ausmachte

Jahreswachstum 2019 bei 0,6 Prozent – Null im Schlussquartal

Von der rechnerischen Last des Vorratssaldos war maßgeblich die Jahreszahl 2019 für das deutsche BIP geprägt. Auch nach den kleineren Revisionen im Zuge der Veröffentlichung der detaillierten VGR zum vierten Quartal 2019 blieb die bereits zwei Wochen nach dem Jahreswechsel vom Statistischen Bundesamt gemeldete Erstschätzung mit 0,6 Prozent für das Jahres-BIP unverändert bestehen.

Ausgangslage zum Jahreswechsel 2019/2020

Hätte nicht der Lagersaldo so stark gebremst, wäre die zurückgerechnete Wachstumsrate allein aus den Trends der Endnachfrage 2019 gar nicht so schlecht ausgefallen. Der private, ebenso wie der staatliche Konsum und die anhaltend dynamische Bauwirtschaft trugen das Wachstum 2019.

In der Gesamtrechnung für das vierte Quartal, also für den aktuellsten vorliegenden Rand, betrug die quartalsweise Verlaufsrate allerdings 0,0 Prozent. Damit lagen allesamt die Quartale zwei bis vier des Jahres 2019 nahe der Nulllinie. Das Jahreswachstum speiste sich 2019 ausschließlich aus dem Auftaktquartal.

Damit kehrt die Diskussion um eine Rezession in Deutschland zurück. Die zwar mit Recht inhaltlich umstrittene, aber gängige technische Definition von „zwei aufeinander folgenden Quartalen mit negativen Raten“ wurde nur knapp verfehlt. Es war drei Quartale lang nicht mehr als eine Stagnation. Und die gehäuft in der Industrie aufgetretenen Kontraktionen hielten diesen Sektor allein betrachtet in einer „Rezession“.

Corona-Einschlag trifft auf ohnehin schwache Situation

Besonders enttäuschend und ein Warnzeichen für die konjunkturelle Dynamik ist, dass im vierten Quartal die Ausrüstungsinvestitionen deutlich rückläufig waren (-2,6 Prozent real und saisonbereinigt unter dem Vorjahresquartal, saisonbereinigt und real um -2,0 Prozent unter dem Vorquartal). Dies zeigt an, dass die Unternehmen schon Ende 2019 vorsichtig disponierten, sich in einer Stagnationsphase einrichteten und nicht auf eine baldige Wieder-Beschleunigung der konjunkturellen Dynamik setzten. Spätestens mit der Zuspitzung der Situation um das Corona-Virus und angesichts der starken Reaktion der Finanzmärkte ist die Diskussion um eine Rezession auch in Deutschland auf die Bühne zurückgekehrt.

Dementsprechend werden die noch zu Beginn des Jahres moderat optimistischen Prognosen derzeit vielerorts kassiert und herabgesetzt.

Prognosen aufgrund von Corona in Abwärtsdrift

Unter den internationalen Organisationen äußerte sich jüngst die OECD mit einer entsprechenden Warnung. Die OECD sieht die Weltwirtschaft 2020 jetzt nur noch ein Produktionswachstum von 2,4 Prozent erreichen. Das ist bereits relativ nahe an der Schwelle zu einer „Welt-Rezession“, die aufgrund der strukturell höheren Wachstumsraten der Schwellenländer von manchen Kommentatoren schon bei einer Marke von zwei Prozent verortet wird.

Welle von Abwärtsrevisionen der Prognosen

China selbst sieht die OECD jetzt bei 4,9 Prozent. Die absolute Höhe dieser Rate sieht zwar immer noch recht kräftig aus. Bei der Beurteilung dieses Niveaus ist aber zu berücksichtigen, dass Wachstumsraten unter sechs Prozent für die Volksrepublik bis von kurzem noch für fast unvorstellbar galten. Und zumindest das erste Quartal war in der Wachstumsperspektive in China ein Total-Ausfall.

Starke Verlangsamung des Wachstums in China

Indien, viele andere Schwellenländer, Japan und den Euroraum hat die OECD ebenfalls deutlich herabgesetzt. Die OECD sieht Deutschland im laufenden Jahr noch 0,3 Prozent erreichen. Italien ist als bereits vom Virus stärker direkt getroffenes Land mit einer Null wieder unmittelbar an der Rezessionsschwelle angesiedelt. Unter den großen Industrieländern

halten sich in den bisherigen Prognosen allein die USA mit nur leichter revidierten 1,9 Prozent noch vergleichsweise gut. Wie die weitere Entwicklung bei breiterer Ankunft des Virus in Amerika aussieht, ist natürlich noch nicht abschätzbar. Der aktuelle Einbruch beim Dow Jones Index zeigt die zunehmenden Sorgen an.

OECD mit neuen Haupt- und Risikoszenarien

Die zitierten Wachstumsraten stammen aus dem bereits herabgesetzten Hauptszenario der OECD. In diesem unterstellten „Contained Outbreak“ addiert sich der Bremseffekt aus dem Virusausbruch für die Weltwirtschaft auf 0,5 Prozentpunkte des 2020er BIP, wobei die Dämpfer sich vor allem im ersten Quartal häufen, das Schlimmste also unterstellt bereits hinter uns liegt.

Das mit transportierte „Downside Szenario“ der OECD veranschlagt dagegen einen „Impact“ von 1,5 Prozentpunkten für das Weltwirtschaftswachstum 2020. Und dabei häufen sich die Rückschläge erst im zweiten und dritten Quartal. Dies würde viele Länder tatsächlich in eine Rezession stürzen.

Die OECD gibt im Zuge dieses Prognosebündels eine ganze Liste von Handlungsempfehlungen auch an die wirtschaftspolitischen Akteure aus. Mit dabei ist wieder einmal die Ausweitung von Liquidität und eine expansive Antwort der Geldpolitik.

Geldpolitik kann diesmal kaum helfen

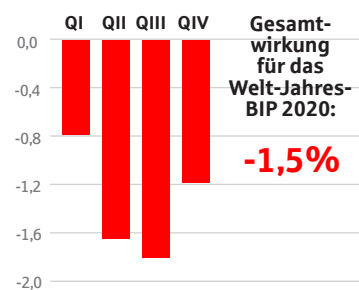
Doch es sind Zweifel daran angebracht, wie weit dies in der Corona-Krise wirklich helfen kann. Es geht ja nicht um eine Rückkehr von Deflationserwartungen.

Im Gegenteil: Die jüngsten Preissteigerungsraten krabbelten zu Jahresbeginn eher langsam nach oben, auch wenn sie im Euroraum noch unter dem Zielniveau liegen. Die für Februar 2020 als Zwölf-Monats-Inflation des HVPI bezifferten 1,2 Prozent schreien jedenfalls nicht gerade nach noch mehr monetärer Expansion. Zudem sind Kreditwachstum und Geldmengenentwicklung ebenfalls robust und zuletzt sogar leicht beschleunigt verlaufen. Die Erstschätzung der Rate der Verbraucherpreise in Deutschland im Februar (in der Abgrenzung des nationalen Verbraucherpreisindex) bestätigt mit 1,7 Prozent die robuste Preisentwicklung.

Kurzfristig können die Preise in den kommenden Wochen und Monaten auch noch von anderen Entwicklungen überlagert werden. So ist der

OECD nimmt im Hauptszenario 0,5 Prozentpunkte aus dem Wachstum der Weltwirtschaft 2020

Abwärts-Szenario der OECD
Dämpfer in jeweiligen Quartalen 2020, in Prozent



Quelle: OECD, Stand: März 2020

Wirkung auf die Preise ambivalent

Überwiegen des Angebotsschocks kann nicht ausgeschlossen werden

Ölpreis wegen der erwarteten Nachfrageausfälle durch den Corona-Schock aber auch aufgrund von strategischen Auseinandersetzungen unter den Ölförderländern stark gefallen. Aber an anderer Stelle könnte sich struktureller Preis-Aufwärtsdruck aufbauen:

Lieferengpässe, Hamsterkäufe und Sonderpreise im Angesicht leerer Regale für manche Gesundheits- und Vorratsgüter könnten jetzt eine gewisse Preisspitze hinterlassen. Eine Situation mit Engpässen bei manchen Kapazitäten und erschütterten Lieferketten kann womöglich sogar ein weit weniger elastisches gesamtwirtschaftliches Güterangebot bedeuten, als wir es aus den letzten Jahren gewohnt sind. Womöglich ergibt sich hier jetzt ein Strukturbruch und die lang erwartete, von den Notenbanken in gewissem Sinne und Maße ersehnte, Preisdynamik kommt doch noch in Gang.

Schöner wäre es allerdings, wenn dies Ausdruck einer positiven Konjunktur wäre. Jetzt ist die Situation gepaart mit den realwirtschaftlichen Rückschlägen. Für die Geldpolitik würde es jedenfalls nicht gerade leichter, wenn es zu einer Stagflation käme, also einer Wachstumsschwäche gepaart mit einem nach langen Jahren der Abwesenheit zurückkehrenden Preisauftrieb.

Anknüpfend an die anfangs dieser Publikation aufgemachte Systematisierung der Ansteckungswege sei noch einmal darauf verwiesen, dass die Geldpolitik ohnehin nur nachfrageseitig stützend wirken kann. Produktions- und Lieferketten kann sie nicht stabilisieren.

Allenfalls kann besonders betroffenen Sektoren mit spezifischen Hilfen, Steuerstundungen und Überbrückungen geholfen werden, damit die momentane akute Störung nicht für gesunde Unternehmen existenzgefährdend wird. Flexible Arbeitsmarktregeln wie etwa Kurzarbeitsregelungen, so wie sie jetzt auch bereits in der Politik diskutiert werden, können in der Sondersituation der Epidemie medizinisch wie wirtschaftlich unterstützen. Das Breitschwert des Zinses hilft dagegen nicht.

Aktienmärkte brechen ein

Dass die Möglichkeiten der Geldpolitik begrenzt sind und womöglich bereits überreizt sind, zeigt auch das Zusammenspiel der Kapitalmärkte in den letzten Wochen:

Denn der starke Renditeverfall am Kapitalmarkt, der eine weiterhin akkommodierende Geldpolitik unterstellte, konnte den gleichzeitigen Absturz der Aktienmärkte kaum dämpfen. So verlor der DAX allein in der letzten Februarwoche, als deutlich wurde, dass sich Corona auch in Europa und in Deutschland ausbreitet, mehr als zwölf Prozent!

Geldpolitisches Dilemma droht

Andere Politikfelder wären gefordert, mit gezielten Maßnahmen zu agieren

Ölpreis der Nordseesorte Brent, in USD per Barrel



Deutscher Aktienindex, täglicher Schlusskurs



Quelle: Börse Frankfurt

Die erste Märzwoche brachte keine Erholung, sondern im Gegenteil weiter abbröckelnde Notierungen. Am 9. März, zum Redaktionsschluss des vorliegenden Berichts, gab es eine regelrechte Panik. Der DAX eröffnete mit nochmals fast acht Prozent Tagesverlust. Gegenüber dem Kursniveau Mitte Februar betragen die Verluste beim DAX bereits über 20 Prozent. Und dies ist eine breite internationale Entwicklung. An anderen Börsenplätzen sieht es ähnlich aus.

Dow Jones, täglicher Schlusskurs



Quelle: Fed St. Louis

Notenbanken handeln trotzdem

Einige asiatische Notenbanken haben trotz der begrenzten Einflussmöglichkeiten in der Sache bereits mit expansiven Maßnahmen gehandelt. Die chinesische Zentralbank hat den Bürgern eine Art Helikoptergeld gutgeschrieben. Die Federal Reserve hat ebenfalls überraschend früh und überraschend stark agiert und bereits am 3. März ihren Leitzins um gleich einen halben Prozentpunkt reduziert. Ungewöhnlich war daran auch, dass die Maßnahme außerhalb des üblichen Sitzungsrhythmus beschlossen wurde. Das soll offenkundig den hohen Grad an Entschlossenheit demonstrieren und zielt als Signal auf die Finanzmärkte. Dennoch konnten die Aktienmärkte von der Maßnahme nur kurzfristig stabilisiert werden.

Federal Reserve legt vor

Es wird kolportiert, dass diese Maßnahme in der G7, der Gruppe der großen westlichen Industriestaaten, abgesprochen war. Das würde insofern Sinn ergeben, als dadurch eine Reaktion der Wechselkurse verringert wird, die sonst zusätzliche Unruhe erzeugen könnten.

In der G7 abgesprochen?

Nun gerät allerdings die EZB in Zugzwang. Und sie hat weit weniger Pulver trocken. Im Euroraum sind sowohl der Negativzins als auch die Ankaufprogramme, die Flutung der Bankenliquidität als auch der Zeithorizont in der Forward Guidance weitgehend ausgereizt.

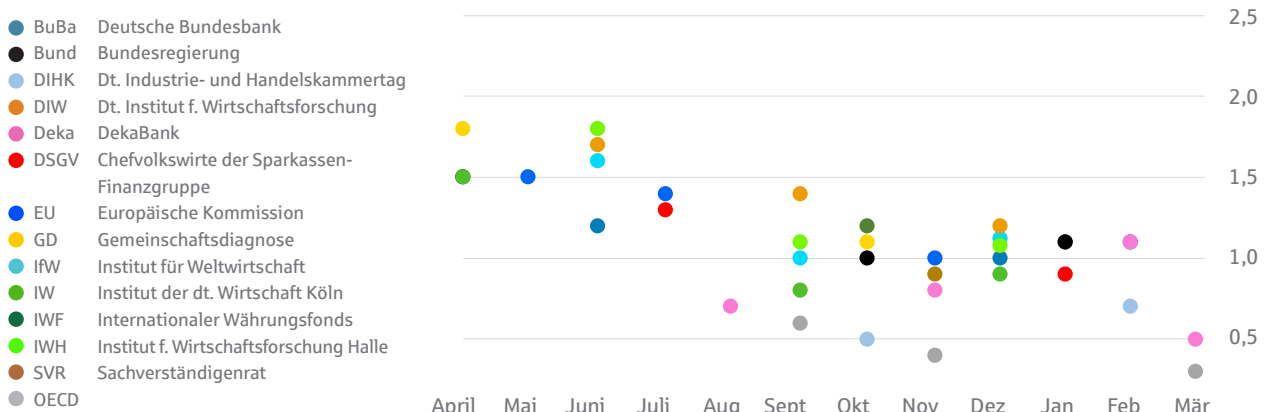
Vielleicht ist der Corona-Moment derjenige, der die Magie der Allmachts- und All-Stabilisierungsphantasien entzaubert und ernüchtert, die zumindest die Finanzmärkte den Notenbanken in den letzten Jahren zugeschrieben haben. Die Geldpolitik sollte nicht versuchen, mit Gewalt die anhaltende Gültigkeit dieser Kontrollmacht-These zu beweisen. Das droht zu misslingen und würde nur weiter auf die Verzerrungen und Nebenwirkungen der Negativzinspolitik einzahlen.

A. Wachstum der Weltwirtschaftsregionen, Veränderungen zum Vorjahr

	2018	2019	2020 ¹	2021 ¹
Welthandelsvolumen	3,7 %	1,0 %	2,9 %	3,7 %
Bruttoinlandsprodukt - Welt	3,6 %	2,9 %	3,3 %	3,4 %
USA	2,9 %	2,3 %	2,0 %	1,7 %
Japan	0,3 %	1,0 %	0,7 %	0,5 %
China	6,6 %	6,1 %	6,0 %	5,8 %
EU	2,1 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %
Euroraum	1,9 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %
Deutschland	1,5 %	0,6 %	1,1 %	1,4 %

¹ Prognosen des Internationalen Währungsfonds vom Januar 2020 (außer EU von Oktober 19)

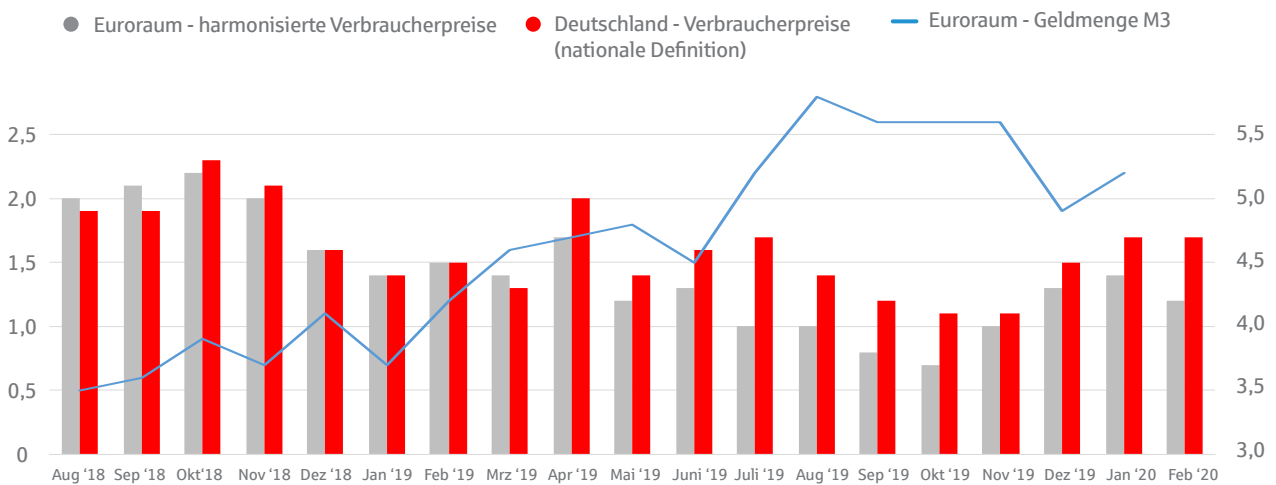
B. Prognosen für das Wirtschaftswachstum in Deutschland für 2020, in %



C. BIP im Euroraum und in Deutschland

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

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



E. Monatliche Konjunkturindikatoren Deutschland

	Okt 19	Nov 19	Dez 19	Jan 20	Feb 20
Preise (nationale Definition)					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verbraucherpreise	+ 1,1 %	+ 1,1 %	+ 1,5 %	+ 1,7 %	+ 1,7 %
- ohne Nahrungsmittel und Energie (Kerninflation)	+ 1,5 %	+ 1,7 %	+ 1,7 %	+ 1,4 %	+ 1,5 %
Erzeugerpreise gewerblicher Produkte	- 0,6 %	- 0,7 %	- 0,2 %	+ 0,2 %	-
Einfuhrpreise	- 3,5 %	- 2,1 %	- 0,7 %	- 0,9 %	-
Stimmungsindikatoren					
ifo-Geschäftsklimaindex	94,7	95,0	96,3	96,0	96,1
ZEW-Konjunkturerwartungen	- 22,8	- 2,1	10,7	26,7	8,7
Auftragseingang					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Verarbeitendes Gewerbe	- 5,4 %	- 8,6 %	- 7,0 %	- 2,5 %	-
aus dem Inland	- 7,6 %	- 11,8 %	- 5,5 %	- 8,7 %	-
aus dem Ausland	- 3,9 %	- 6,4 %	- 8,0 %	+ 1,9 %	-
Investitionsgüterproduzenten	- 4,6 %	- 10,1 %	- 10,7 %	- 4,1 %	-
Produktion					
arbeitstäglich bereinigte Veränderung zum Vorjahresmonat					
Produzierendes Gewerbe insgesamt	- 5,3 %	- 2,5 %	- 5,3 %	- 1,3 %	-
davon Bau	+ 0,3 %	+ 4,4 %	+ 1,2 %	+ 12,0 %	-
davon Industrie	- 6,2 %	- 3,9 %	- 6,5 %	- 2,4 %	-
Außenhandel					
Veränderung zum Vorjahresmonat					
Exporte	+ 1,0 %	- 1,7 %	+ 0,2 %	- 0,0 %	-
Importe	+ 0,3 %	- 0,5 %	- 0,3 %	+ 0,5 %	-
Arbeitsmarkt					
Stand der Quote bzw. Veränderung zum Vorjahresmonat in 1000					
Arbeitslosenquote	4,8 %	4,8 %	4,9 %	5,3 %	5,3 %
Arbeitslose	0	- 6	+ 20	+ 20	+ 23
Erwerbstätige (mit Arbeitsort im Inland)	+ 320	+ 453	+ 273	+ 241	-

F, Rohstoff-, Devisen- und Finanzmärkte

	Nov. 19	Dez. 19	Jan. 20	Feb. 20	9.3.2020
Ölpreis Brent in US \$	63,31	67,31	63,83	56,71	33,93
Wechselkurse					
US-Dollar / EUR	1,1126	1,1004	1,1053	1,1051	1.1456 (6.)
Japanische Yen / EUR	1118,18	118,24	119,51	120,34	117.12(6.)
Aktienmärkte					
Deutscher Aktienindex DAX, Monatsende	13,236	13,249	12,981	11,8890	10.818
Veränderung zum Vorjahresmonat	+17,58%	+25,5 %	+ 16,2 %	+ 3,25 %	-
Geld- und Kapitalmarktzinsen					
Tagesgeld (EONIA)	-0,45 %	-0,46 %	-0,45 %	-0,45 %	-0,46 % (5,)
1-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,45 %	-0,45 %	-0,46 %	-0,47 %	-0,51 % (5,)
3-Monatsgeld (EURIBOR)	-0,41 %	-0,42 %	-0,41 %	-0,40 %	-0,47 % (5,)
Umlaufrendite von Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren	-0,37 %	-0,19	-0,42 %	-0,61 %	-0,85 %
Zinsen der Kreditinstitute, im Neugeschäft					
Täglich fällige Einlagen priv, Haushalte in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,01 % 0,03 %	0,01 % 0,03 %	0,01 % 0,02 %	- -	- -
Einlagen privater Haushalte bis 1 Jahr in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	0,19 % 0,22 %	0,08 % 0,21 %	0,14 % 0,26 %	- -	- -
Unternehmenskredite bis 1 Mio, € über 5 J, in D zum Vergleich im gesamten Euroraum	1,42 % 1,46 %	1,45 % 1,42 %	1,53 % 1,45 %	- -	- -

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

09. März 2020

Gestaltung

Franz Metz, Berlin

Bildnachweis

Seite 1: pixabay/jarmoluk

ISSN

2509-3835

Verantwortlich

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

Dr. Reinhold Rickes – DSGVO

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

Autor

Dr. Holger Schulz
Holger.Schulz@dsgv.de

Hinweis

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