

**Jörg Angelé**

Senior Analyst Economic Research

Ansichtssache

Keine Angst vor einer Rezession in Deutschland

30. August 2019

www.bantleon.com

Wer hat Angst vorm ZEW-Index? Diese Frage ist nach den August-Zahlen der ZEW-Konjunkturerwartungen durchaus berechtigt. Angesichts der schwachen Vorgabe vom Sentix-Index sowie dem neuerlichen Scharmützel beim Handelsstreit zwischen den USA und China war ein Rückgang der ZEW-Konjunkturerwartungen zwar so gut wie sicher – das Ausmaß überraschte mit 19,6 Punkten am Ende aber doch. Der ZEW-Index unterstreicht damit nachhaltig die konjunkturellen Abwärtsrisiken und deutet auf eine weitere Abschwächung des deutschen Wachstums hin. Das nunmehr erreichte niedrige Niveau (-44,1 Punkte) sollte man indes nicht für bare Münze nehmen. Die größte Krise seit dem Jahr 2012 steht aus unserer Sicht nicht auf der Agenda. Das hat im Wesentlichen mit der Konstruktion beziehungsweise dem Wesen des ZEW-Index zu tun.

Bei den ZEW-Konjunkturerwartungen handelt es sich um eine Umfrage unter Finanzmarktanalysten. Das Barometer ist daher stark durch die Finanzmärkte geprägt und nicht nur von der Entwicklung der »harten« Konjunkturdaten. In der Vergangenheit führte das dazu, dass die ZEW-Konjunkturerwartungen zwar konjunkturelle Wendepunkte tendenziell früher signalisierten als beispielsweise der ifo-Geschäftsklimaindex oder die Einkaufsmanagerindizes (EMI). Dafür ist der ZEW-Index deutlich schwankungsanfälliger und man kann aus den Ausschlägen nach oben und unten nicht unbedingt auf das Ausmaß einer Konjunkturertrübung beziehungsweise -belebung schließen.

Darüber hinaus scheinen die ZEW-Konjunkturerwartungen zuletzt übermäßig von politischen Ereignissen geprägt worden zu sein. Hierauf deutet der inverse Zusammenhang zwischen der Zahl der Suchanfragen nach dem Wort ‚Handelsstreit‘ auf der deutschen Google-Seite und der Veränderung des ZEW-Index hin. Anders ist es auch nur schwer zu erklären, dass die Finanzmarktanalysten in ihren Erwartungen inzwischen kaum weniger pessimistisch sind als zu Zeiten der Finanzmarktkrise in den Jahren 2008 und 2009 beziehungsweise als auf dem Hochpunkt der Euroschuldenkrise im Jahr 2012. Sollten sich die beschriebenen Risiken nicht materialisieren, wovon wir weiterhin ausgehen, hat der ZEW-Index erhebliches Aufwärtspotenzial.

Ähnlich wie der Absturz der ZEW-Konjunkturerwartungen dürfte auch der scharfe Rückgang des ifo-Geschäftsklimaindex in den vergangenen Monaten zu einem guten Teil auf die Furcht vor einem eskalierenden Handelskonflikt sowie einem jetzt wieder wahrscheinlicher gewordenen ungeordneten Brexit zurückzuführen sein. Die Stimmung ist wohl schlechter als die Lage. Und es gibt gute Gründe dafür, dass sich die Situation für die deutsche Industrie bald zum Besseren wenden wird.

Dafür spricht unter anderem die Entwicklung des Auftragseingangs im verarbeitenden Gewerbe. Das mag zunächst überraschend klingen, sind doch die Orders aus dem Ausland von Dezember 2017 bis Juni 2019 um 8% gesunken. Ein Blick in die Details zeigt aber, dass das Minus bei den Bestellungen aus den Euroländern mit gut 15% um ein Vielfaches größer ausfällt als bei den

Bestellungen aus dem übrigen Ausland (-3%). Damit zeigen die harten Daten, dass die deutsche Industrie vor allem unter einer Nachfrageschwäche aus der Eurozone leidet. Gerade hier sollte sich aber der Abwärtstrend nicht fortsetzen.

Insbesondere mit Blick auf die drei wichtigsten Abnehmerländer deutscher Exporte in der Eurozone – Frankreich, Italien und die Niederlande –, die zusammen mehr als 20% aller deutschen Ausfuhren beziehungsweise mehr als 57% der deutschen Ausfuhren in die Eurozone aufnehmen, gab es zuletzt zahlreiche positive Konjunktursignale. So hat die französische Wirtschaft die Gelbwesten-Proteste vom Winter inzwischen weggesteckt und in Italien gibt es Anzeichen für eine konjunkturelle Aufhellung. Das niederländische BIP schließlich ist im 2. Quartal zum dritten Mal in Folge um 0,5% gegenüber dem Vorquartal gewachsen, womit sich die Niederlande neben Spanien zum wirtschaftlichen Powerhouse in der Eurozone entwickeln.

Warum also sollte der Auftragseingang aus der Eurozone weiter nachgeben? Schließlich stehen keine Austeritätsprogramme zur Diskussion wie in den Jahren ab 2012. Im Gegenteil, die Fiskalpolitik ist in weiten Teilen der Eurozone wieder expansiv ausgerichtet. In Frankreich und Italien wurde dieser Schwenk bereits vollzogen. Der jüngste Gegenwind vom Außenhandel sollte deshalb bald abflauen beziehungsweise sich in Rückenwind für die deutsche Wirtschaft wandeln. Hoffnung macht in diesem Zusammenhang das jüngste Ergebnis der Einkaufsmanagerumfrage im verarbeitenden Gewerbe. Im August kletterte demnach die Beurteilung der Exportaufträge um 3,6 Punkte.

Dass zudem die Entwicklung abseits der Industrie nach wie vor solide ist, zeigte auch die Schnell-schätzung zum deutschen Bruttoinlandsprodukt für das 2. Quartal. Wie erwartet ging zwar die Wirtschaftsleistung um 0,1% gegenüber dem Vorquartal zurück, angesichts des Einbruchs der Industrieproduktion im Vorquartalsvergleich (-1,9%) ist das allerdings ein passables Ergebnis. Nachfrageseitig spiegelt sich die Industrieschwäche vor allem in einem negativen Wachstumsbeitrag des Außenhandels, der für das Schrumpfen der Wirtschaft maßgeblich verantwortlich war. Positive Impulse kamen dagegen von den privaten und staatlichen Konsumausgaben. Daran dürfte sich in den nächsten Quartalen wenig ändern.

So sprechen das starke Ergebnis beim Einzelhandelsumsatz im Juni (+3,1% gegenüber Mai) und der daraus resultierende statistische Überhang von 1,7% für einen kräftigen Zuwachs der privaten Konsumausgaben im 3. Quartal. Da die Reallöhne dank der relativ hohen Tarifabschlüsse wohl noch für längere Zeit merklich steigen werden, bleibt der private Konsum Konjunkturstütze Nummer eins. Ungeachtet der zuletzt negativen Botschaft des ZEW-Index und des ifo-Geschäftsklimas sollte sich die deutsche Konjunktur in den nächsten Quartalen wieder aufwärtsbewegen. Die Voraussetzung dafür ist jedoch, dass eine Eskalation im Handelsstreit vermieden wird. Einen neuerlichen Rückgang des BIP im laufenden Quartal, womit sich die deutsche Wirtschaft nach Finanzmarktdefinition in einer Rezession befände, erwarten wir jedenfalls nicht. Momentan erscheint ein Zuwachs der Wirtschaftsleistung um 0,2% bis 0,4% gegenüber dem Vorquartal plausibel.

Kontakt:

Dominik Runkel

Telefon +49 (0) 511 288 798-33

dominik.runkel@bantleon.com

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.