



**Deutschland im Risk-Off-Modus**

Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Die deutsche Wirtschaft wächst langsamer als in den Prognosen vorhergesagt.**
- **Das liegt im Wesentlichen an Bremsspuren der Finanz- und Währungskrise der letzten fünf Jahre.**
- **In den USA ist die Krise schneller verarbeitet worden als in Europa.**

Ich habe mich in den letzten Wochen und Monaten immer wieder über den Konjunkturoptimismus in Deutschland gewundert. Wohin man schaut: Überall wird gesagt, dass die Wirtschaft im zweiten Halbjahr (das fängt in zwei Monaten an!) Fahrt aufnimmt und wieder mit ordentlichen Wachstumsraten expandiert. 2014 soll es dann mit dem Aufschwung im ganzen Jahr weitergehen. Wenn es im Augenblick mit der Konjunktur etwas hapern sollte – im März und im April ist der ifo-Geschäftsklimaindex zurückgegangen – dann liege das, so heißt es, nur an kurzfristigen Belastungsfaktoren. Das sei aber schnell vergessen.

Ich bin skeptischer. Natürlich geht es Deutschland nicht schlecht. Die Situation ist besser als in anderen Ländern Europas. Beim Arbeitsmarkt steht die Bundesrepublik sogar günstiger da als die USA. Es wird in diesem Jahr keine Rezession geben. Aber es gibt eben auch keinen Aufschwung, wie uns die Konjunkturoptimisten weismachen wollen. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr kaum wachsen (vielleicht 0,1 oder 0,2 %) und auch im nächsten Jahr werden die Zuwächse mager bleiben.

Ich fühle mich in dieser Einschätzung von der Europäischen Zentralbank bestätigt. Sie hat in der vorigen Woche ein unerwartet umfangreiches Maßnahmenpaket beschlossen, um die Konjunktur wieder in Schwung zu bringen. Sie senkte nicht nur die Zinsen. Sie versprach darüber hinaus, die Liquiditätszuteilung bis Mitte nächsten Jahres nicht zu kürzen. Ferner stellte sie Sonderhilfen für Klein- und Mittelbetriebe vor allem in Peripherieländern in Aussicht. Präsident Draghi machte klar, dass die EZB weitere Maßnahmen ergreifen werde, wenn es erforderlich sei.

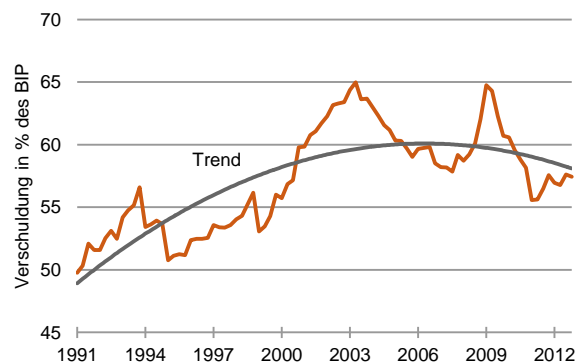
So ein Programm bringt man nicht auf den Weg, wenn man der Meinung ist, dass die Konjunktur schon in den nächsten Monaten wieder besser wird.

Warum tut sich die deutsche Wirtschaft mit dem Wachstum so schwer? Es sind nicht kurzfristig wirkende Stolpersteine wie das immer wieder zitierte harte Winterwetter. Das geht vorüber. Es sind vielmehr die Hypothesen der Finanz- und Währungskrise der letzten fünf Jahre, die sich hier zeigen. Die Wirtschaft baut Risikopositionen ab. Sie zögert, neue Risiken einzugehen. Sie macht sich krisenfester. Das ist nichts Schlechtes. Aber es kostet natürlich Wachstum.

Konkret: Die Unternehmen führen ihre Verschuldung zurück (siehe Grafik). Sie senken die Kosten. Statt stärker in neue Gebiete zu investieren häufen sie Cash-Reserven an. Ihre Ausgaben für Maschinen und Ausrüstungen sind heute real nicht größer als vor drei Jahren.

**Rückläufige Verschuldung**

*Kredite und Wertpapiere der Unternehmen in Deutschland, ohne Banken*



Quelle: Bundesbank

Ganz ähnlich die Verbraucher. An sich könnten sie bei den niedrigen Zinsen mehr Kredite aufnehmen und mehr verbrauchen. Sie bleiben aber vorsichtig. Der private Verbrauch war freilich noch nie der große Wachstumsmotor in Deutschland.

Die Banken tragen nicht dazu bei, die Kunden zu mehr Expansion zu ermutigen. Sie sind selbst vorsichtiger. Sie müssen erst einmal das Kapital aufstocken. Amerikanische Häuser waren dabei schneller und haben das schon hinter sich. Die Deutsche Bank sagt erst jetzt (nach der jüngsten Kapitalerhöhung), dass sie nun wieder Gas geben wolle.



Auch der Staat ist im Risk-Off-Modus. Die öffentlichen Defizite wurden zwar zurückgeführt (was wichtig war). Der Reformelan ist aber verloren gegangen. In Sachen Regulierungsdichte auf den Arbeits- und Produktmärkten befindet sich Deutschland nach einer Übersicht von Morgan Stanley auf gleicher Ebene wie Italien und Spanien, aber schlechter als Österreich, die Niederlande oder Schweden. Die Investitionen in die öffentliche Infrastruktur sind heute niedriger als vor zehn Jahren. Die Erfahrungen mit der Energiewende tragen nicht zur Investitionssicherheit bei.

Von der Weltwirtschaft gehen weniger Impulse aus. Das liegt teilweise am geringeren Wachstum in großen Abnehmerländern. China expandiert nicht mehr mit zweistelligen Raten. In diesem Jahr wird das reale Bruttoinlandsprodukt vermutlich nur noch um 7 % bis 7,5 % zunehmen. Das wirkt sich auf andere Schwellenländer aus. Einzig in den USA sieht es so aus, als habe das Land die Krise hinter sich gelassen und beim Wachstum einen Gang hochgeschaltet. Hinzu kommt, dass deutsche Unternehmen auch bei der internationalen Expansion vorsichtiger geworden sind. Die Globalisierung nimmt nicht mehr zu, sondern ab. Das betrifft freilich weniger den Absatz als die Produktion. Last but not

least wirken sich die Konsolidierungsmaßnahmen in Euroland negativ auf das deutsche Wachstum aus.

Um keine Missverständnisse aufkommen zu lassen: Die strukturellen Probleme belasten nicht auf ewig. Sie werden eines Tages überwunden. Die USA zeigen, dass das geht. Aber es dauert länger als viele denken. Ich schließe nicht aus, dass wir auch 2014 noch mit dieser Hypothek leben müssen.

#### **Für den Anleger**

Die Auswirkungen geringeren Wachstums sind am wenigsten in Deutschland selbst zu spüren. Der Arbeitsmarkt wird sich weiter gut entwickeln. Die Preise steigen langsamer. Die Zinsen bleiben noch länger so niedrig. Die Aktienkurse haussieren unverändert (allerdings werden die Kursschwankungen zunehmen, wenn die Zunahme der Unternehmensgewinne hinter der Liquiditätsausweitung zurückbleibt). Schwieriger ist es für die Partner Deutschlands in Euroland. Sie können weniger exportieren. Das fällt für sie noch stärker ins Gewicht, als das Beharren der Deutschen auf einem konsequenten Sparkurs. Je schlechter die deutsche Konjunktur, um so länger dauert die Eurokrise.

**Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com). Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://www.assenagon.com).**

Assenagon Asset Management S.A., Zweigniederlassung München, Theresienhöhe 13 a, D-80339 München

#### **Rechtliche Hinweise**

Diese Darstellung wird nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden, doch kann die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassungen sowie die Assenagon Client Service GmbH, München und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle Meinungsäußerungen geben nur die Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Assenagon-Gruppe entspricht. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Darstellung dar. Diese können sich abhängig von wirtschaftlichen, politischen und rechtlichen Rahmenbedingungen jederzeit ändern. Der Autor behält sich deshalb ausdrücklich vor, in der Darstellung geäußerte Meinungen jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Jedwede Haftung und Gewähr aus dieser Darstellung wird vollständig ausgeschlossen.

Die Informationen in dieser Darstellung wurden lediglich auf die Vereinbarkeit mit luxemburgischem und deutschem Recht geprüft. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen u. U. gesetzlichen Beschränkungen unterworfen. Die vorstehenden Informationen richten sich daher nicht an natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, die für die Verbreitung derartiger Informationen Beschränkungen vorsieht. Natürliche oder juristische Personen, deren Wohn- bzw. Geschäftssitz einer ausländischen Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über die besagten Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen weder an Staatsbürger aus Großbritannien oder den Vereinigten Staaten von Amerika und sind auch nicht als solche konzipiert.

Diese Darstellung stellt weder ein öffentliches Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes zum Erwerb von Wertpapieren, Fondsanteilen oder Finanzinstrumenten dar. Eine Investitionsentscheidung bezüglich irgendwelcher Wertpapiere, Fondsanteile oder Finanzinstrumente sollte auf Grundlage einschlägiger Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt) erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Darstellung.

Die in dieser Darstellung aufgeführten Inhalte können für bestimmte Investoren ungeeignet oder nicht anwendbar sein. Sie dienen daher lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die Assenagon-Gruppe kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in dieser Darstellung vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln dann andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden wider. Dargestellte Wertentwicklungen der Vergangenheit können nicht als Maßstab oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung herangezogen werden. Eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden.