



Die neue Qualität des Aufschwungs

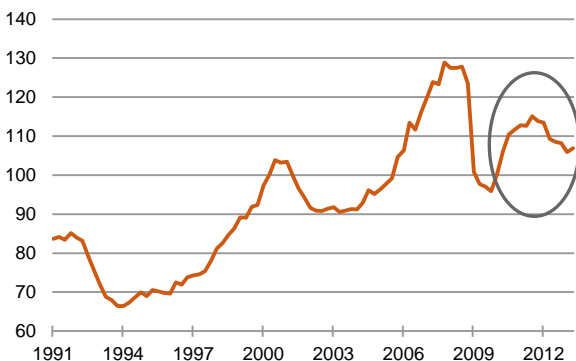
Dr. Martin W. Hüfner, Telefon +49 89 519966-150, martin.huefner@assenagon.com

- **Alle sind sich einig, dass die Konjunktur in den Industrieländern anzieht und 2014 ein besseres Jahr wird.**
- **Das ist nicht nur zyklisch bedingt. Es signalisiert das erfolgreiche Ende der Anpassungen nach den Fehlentwicklungen, die zu der großen Krise geführt hatten.**
- **Der Aufschwung ruht damit auf einer gesünderen Basis und wird widerstandsfähiger gegen Störungen von außen sein.**

Die Konjunkturforscher rechnen derzeit fast unisono mit einer Beschleunigung des Wachstums im kommenden Jahr. Die guten Aussichten betreffen alle großen Industrieländer, von den USA über Japan und Großbritannien bis hin zum Euroraum. Unterschiede gibt es nur in der Höhe der zu erwartenden Rate. In den USA soll die Zunahme der Wirtschaftsleistung von 1,6 % auf 2,6 % steigen, in Deutschland von 0,4 % auf 1,5 %. Ist das nur ein Strohfeuer, das in einem oder zwei Jahren wieder vorbei ist? Oder steckt vielleicht mehr dahinter?

Der Beginn eines Aufschwungs?

Ausrüstungsinvestitionen Deutschland real, 2005 = 100



Quelle: Bundesbank

Ich habe mir die Entwicklung der Konjunkturzyklen in Deutschland einmal näher angeschaut. Ein guter Indikator dafür sind die Ausgaben der Unternehmen für Maschinen und Ausrüstungen, sozusagen der Herzmuskel der Wirtschaft. Die Grafik zeigt die Entwicklung

seit 1991. Es gibt in dieser Zeit zwei ausgeprägte Aufschwungphasen. Eine ging von 1993 bis 2000, also insgesamt sieben Jahre. Die zweite – von 2003 bis 2007 – dauerte nur vier Jahre. Sie wurde durch die Finanzkrise abrupt gestoppt. Der dritte Zyklus ab 2010 verläuft demgegenüber ganz ungewöhnlich.

Er startete unerwartet dynamisch mit einer Wachstumsrate von real 4 %, fiel dann aber schnell wieder in sich zusammen. Das lag daran, dass er allein auf steigenden öffentlichen Defiziten beruhte. Unternehmen und Verbraucher haben darauf nicht reagiert. Als die Konjunkturprogramme ausliefen, ging es wieder nach unten. Erst in den letzten Monaten zeigen sich zarte Ansätze für eine erneute Aufwärtsentwicklung.

Was könnte einen neuen Aufschwung treiben? Es sind, wie es nach den derzeit vorliegenden Indikatoren aussieht, nicht die traditionellen Motoren Export und Investitionen. Die Erholung ist breiter angelegt. Sie hat auch einen anderen Ursprung. Die beiden amerikanischen Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff haben gezeigt, dass die Wirtschaft nach besonders schweren Einbrüchen, wie das 2008 der Fall war, in der Regel vier bis fünf Jahre braucht, bis sie sich wieder neu sortiert und Kraft für einen Aufschwung gesammelt hat.

Das ist das berühmte "Deleveraging". Private Haushalte müssen ihre hohe Verschuldung abbauen, bevor sie wieder stärker konsumieren können. Unternehmen müssen ihre Finanzen in Ordnung bringen, um wieder investieren zu können. Banken müssen ihre Bilanzsummen reduzieren und ihr Eigenkapital stärken. Der Staat muss die Verschuldung zurückführen. Die Immobilienpreise müssen wieder auf vertretbare Niveaus fallen. Erst wenn das erledigt ist, kann es wieder nach oben gehen.

Diese Anpassung hat stattgefunden, in den einzelnen Regionen freilich mit unterschiedlicher Konsequenz. Jetzt kommt sie zu Ende. Das ist es, was den Aufschwung treibt. Es begann mit den USA. Dort hat die Wirtschaft schon Anfang des Jahres kräftig Fahrt aufgenommen. Es wurde nur durch die fiskalpolitischen Querelen gebremst. In Großbritannien hat sich das Wachstum im zweiten und dritten Quartal deutlich beschleunigt (auf eine annualisierte Wachstumsrate von über 3 %). Im Euroraum dauerte es etwas länger. Hier war der Anpassungsbedarf bei vielen Mitgliedern des Euros aber auch größer. Da wird die Karenzzeit erst 2014 oder 2015 überstanden sein.



Deutschland liegt dazwischen. Die Wirtschaft fängt jetzt langsam an, Fuß zu fassen. 2013 ließ das Wachstum noch sehr zu wünschen übrig. Auch im nächsten Jahr wird es nicht schnell nach oben gehen. Das liegt zum Teil an den nach wie vor bestehenden Problemen in Südeuropa. Wichtiger ist aber, dass die Anpassungen nach der Krise in Deutschland zögerlicher als anderswo in Angriff genommen wurden.

Die Verschuldung der Verbraucher (einschließlich Hypotheken) ist nach wie vor so hoch wie zu Beginn der Krise. In den USA liegt sie deutlich darunter (allerdings war sie dort auch erheblich größer). Die Unternehmen haben sich allein durch Rationalisierungen fitter gemacht. Eine Aufbruchstimmung ist nicht zu spüren. Die deutschen Banken sind erst seit Kurzem dabei, ihre Bilanzsummen zu reduzieren. Der Staat hat zwar seine Defizite abgebaut. Der Gesamtbestand an Schulden ist jedoch nach wie vor noch sehr hoch. Von der neuen großen Koalition – wenn sie denn kommt – gehen keine Wachstumspulse aus. Sie ist eher auf Verteilungsfragen fixiert.

Was sagt das über die Qualität des Aufschwungs? Dies ist nicht der Beginn einer normalen zyklischen Erholung, wie wir sie schon häufiger hatten. Wenn die Wirtschaft im nächsten Jahr wieder stärker wachsen sollte, ist das ein Zeichen, dass die Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise überwunden sind. Das ist schon für sich ein gutes Zeichen. Es macht den Aufschwung widerstandsfähiger gegen Störungen von außen, weil er von einer gesünderen Basis aus startet. Er könnte zudem länger dauern.

Für den Anleger

Positiv ist, dass der Aufschwung kommt. Die Aktienmärkte müssen im nächsten Jahr nicht mehr primär von der Liquidität der Notenbank leben. Die Bewertungen der Unternehmen werden sich verbessern. Positiv ist aber auch, dass die Erholung nicht nur wie sonst auf dem Export beruht. Sie ist breiter fundiert. Negativ ist, dass die Dynamik einer Aufbruchstimmung fehlt.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@assenagon.com. Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf 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 Schweiz GmbH, 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 Investmententscheidung 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.