



Fragezeichen zur Konjunktur

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

- **Die Zahl der schlechten Konjunkturnachrichten hat in den letzten Monaten zugenommen. Das macht mich nachdenklich.**
- **Noch ist es nicht so weit, dass man den Aufschwung abschreiben sollte.**
- **Wenn die Konjunktur nicht das hält, was wir uns davon versprochen haben, wird es auch für die Börsen schwieriger.**

Sind wir einer Chimäre aufgesessen? Noch selten sind die Konjunkturforscher mit so viel Optimismus in ein Jahr gegangen wie diesmal. Die große Finanz- und Wirtschaftskrise ist vier Jahre vorbei. Die Eurokrise hat ihren Höhepunkt überschritten. Die großen Volkswirtschaften haben ihre Hausaufgaben gemacht und manche Schwachstellen beseitigt. Viele Unternehmen sind wettbewerbsfähiger. Was sollte da noch einer kräftigen Erholung entgegenstehen?

Dann aber kamen Enttäuschungen. Es begann in den USA. Dort stieg das reale BIP im ersten Quartal nicht wie erwartet an. Es ging vielmehr kräftig zurück (minus 2,9 %). Zuerst wurde das noch mit dem harten Winter erklärt. Aber mehr und mehr machte sich die Einsicht breit, dass da vielleicht noch andere Dinge eine Rolle gespielt hatten, die man nicht so genau einordnen konnte. So sind beispielsweise die Gesundheitsausgaben stark gesunken. Die Lagerbestände wurden abgebaut. Glücklicherweise hat dann im zweiten Quartal die Wirtschaft wieder Fahrt aufgenommen, so dass man die Ursachenforschung nicht zu weit treiben musste.

Dann folgte der nächste Schlag. Auch im Euroraum enttäuschte die Konjunktur im ersten Quartal. Trotz des hierzulande relativ milden Winters, der die Wirtschaftsaktivität an sich hätte befördern müssen, hat sich das BIP-Wachstum nicht beschleunigt. Es blieb bei 0,2 % gegenüber dem Vorquartal. Auch hier hatte man schnell Erklärungen parat, nämlich die unbefriedigende Situation in Italien und Frankreich sowie der witterungsbedingte Rückgang der Gasproduktion in den Niederlanden. Aber nach einem richtigen Aufschwung sah das nicht aus.

Die dritte Enttäuschung folgte in den letzten Wochen. Im Mai häuften sich negative Konjunkturmeldungen wie selten zuvor. In Deutschland, Italien, Frankreich und Groß-

britannien ging die Industrieproduktion zurück. Die Stimmung der Unternehmen verschlechterte sich in Deutschland und Frankreich. In den USA stieg der wichtige Index des Institute of Supply Management nicht mehr, sondern verringerte sich leicht. So eine Massierung schlechter Nachrichten kann natürlich vorkommen. Aber sie ist ungewöhnlich.

All diese Entwicklungen hinterlassen bei mir ein ungutes Gefühl. Könnte es sein, dass wir zu optimistisch waren? Legt der Aufschwung vielleicht eine Pause ein? Oder ist er vielleicht schon vorbei? Hat es ihn vielleicht nie gegeben? Schauen Sie sich dazu die deutsche Industrieproduktion im längeren Zusammenhang an. Das, was wir dort seit einiger Zeit beobachten, hat nicht im entferntesten etwas zu tun mit den Konjunkturaufschwüngen, wie wir sie in den vergangenen zwei Jahrzehnten kannten. Im letzten Jahr ging es zwar ein paar Monate nach oben. Das ist durch die Korrektur in den letzten drei Monaten aber wieder fast alles weg.

Wo bleibt der Aufschwung?

Industrieproduktion, Deutschland, 2010 = 100



Quelle: Bundesbank

Andererseits sollte man nicht übertreiben. Die meisten Konjunkturforscher sind bisher noch nicht verunsichert. Sie machen mit dem Optimismus munter weiter. Das ifo-Institut beispielsweise hat erst kürzlich seine Prognosen für Deutschland noch einmal angehoben. Auch international heißt es überall, dass das zweite Halbjahr deutlich besser verlaufen wird.

Vier Gründe werden dafür angeführt. Erstens sind die Sonderfaktoren, die das erste Halbjahr belasteten, inzwischen vergangen. Jetzt muss man sich nicht mehr auf



neue Wetterkapriolen einstellen. Zweitens haben sich die üblichen Synergien eines Aufschwungs noch gar nicht entfaltet. Das wird erst jetzt beginnen. Dann steigen die Investitionen, weil es bei den Kapazitäten eng wird. Der Konsum erhöht sich wegen der Zunahme der Realeinkommen, vor allem wegen der niedrigen Preissteigerung. Drittens expandiert der Welthandel, weil sich das Wachstum überall auf der Welt beschleunigt. Hier wird insbesondere auf die USA verwiesen. Viertens schließlich ist die Geldpolitik expansiv. Die EZB hat hier gerade erst noch einmal nachgelegt. Sie wird den Banken in den nächsten Monaten noch einmal wenigstens EUR 400 Mrd. langfristige Finanzierungsmittel zur Verfügung stellen.

All das wird sich positiv auswirken. Andererseits sind es insgesamt eher weiche Faktoren, keine zwingenden Argumente. Vor allem gibt es auch Belastungen. Siehe zum Beispiel die zunehmenden politischen Spannungen in der Ukraine, im Nahen Osten und in Ostasien. Sie beeinträchtigen nicht nur den Export. Sie verunsichern auch die Unternehmen. In den Schwellen- und Entwicklungsländern gibt es Probleme. Im Inland legt der Bau

eine Pause ein. Die deutsche Wirtschaftspolitik gibt nicht unbedingt wachstumsfreundliche Impulse (Rente mit 63, Mindestlohn etc.).

Mit all dem will ich den Konjunkturaufschwung nicht abschreiben. Ich rate jedoch zu verstärkter Vorsicht. Wir müssen uns die kommenden Daten genau anschauen.

Für den Anleger sind die weiteren Konjunkturaussichten sehr wichtig. Jeder weiß, dass der Aufschwung am Aktienmarkt in den letzten Jahren über das hinausgegangen ist, was gesamtwirtschaftlich gerechtfertigt war. Die Bewertungen haben sich verschlechtert. Das war so lange nicht problematisch, wie die Geldpolitik locker blieb und man damit rechnen konnte, dass die Konjunktur zurückkommt. Wenn das aber nicht der Fall sein sollte, dann ruht die Hausse nur noch auf der Liquidität. Das ist aber kein sanftes Ruhekissen. Dies umso mehr, als die amerikanische Zentralbank anfängt, den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik vorzubereiten. Eine restriktive Politik in den USA hätte natürlich auch Auswirkungen auf die europäischen Börsen.

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, Prannerstraße 8, 80333 München, Deutschland

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.