

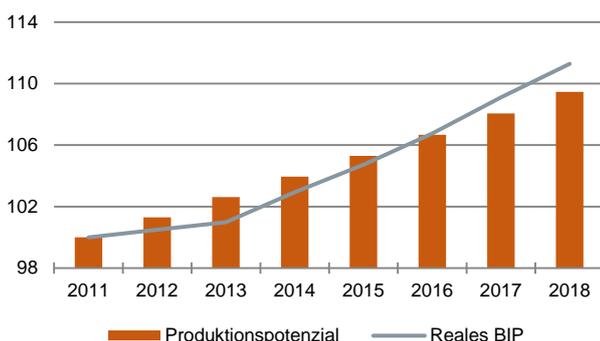
- Die deutsche Wirtschaft ist derzeit überausgelastet. Das ist nicht ungefährlich für die Kapitalmärkte.
- Es wird nicht so schlimm kommen wie in früheren Boom-Zeiten, in denen die Inflation stieg und die Notenbanken restriktiv wurden.
- Es ergeben sich jedoch negative Effekte auf Wachstum und Arbeitsproduktivität, die je länger je mehr auch die Aktien beeinträchtigen werden.

Der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland sprach in seinem letzten Gutachten von einer zunehmenden Überauslastung der deutschen Wirtschaft. Das ist ein Satz, der an den Kapitalmärkten eigentlich alle roten Lampen aufleuchten lassen müsste. In früheren Zeiten waren solche Phasen meist schlecht für Aktien und Renten. Diesmal ist von Aufregung aber nichts zu spüren. Im Gegenteil, die gute Konjunktur wird eher als Rückversicherung für die Entwicklung an den Börsen im nächsten Jahr gesehen. Ist jetzt alles anders?

Die Tatsache, dass die Wirtschaft überausgelastet ist, ist nicht zu bestreiten. Der Mangel an Facharbeitern ist überall offenbar. Die Grafik zeigt, wie das Produktionspotenzial in den letzten Jahren jeweils mit Raten von 1,3 % bis 1,4 % wuchs, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aber seit 2014 deutlich schneller zunahm. In diesem Jahr dürfte sich die Nachfrage real um über 2 % erhöht haben. Der Sachverständigenrat schätzt die derzeitige Überauslastung auf 0,6 % des BIPs, im nächsten Jahr auf 1,2 %.

ÜBERLASTUNG DER KAPAZITÄTEN

Wachstum von realem BIP und Produktionspotenzial in % yoy



Quelle: Bundesbank Sachverständigenrat, eig. Schätzung

In früheren Jahren wären in solchen Zeiten die Löhne stärker gestiegen, die Inflation wäre in die Höhe gegangen, die Notenbanken hätten die Zinsen erhöht und die Finanzpolitik wäre restriktiver geworden. Das wäre alles Gift für die Börsen gewesen. Die Unternehmensgewinne hätten sich verringert, die Aktien wären entsprechend unter Druck geraten. Die Renditen langfristiger Bonds wären gestiegen. Wir haben das in den letzten Zyklen in schöner Regelmäßigkeit immer wieder erlebt.

Warum ist es diesmal anders? Ganz einfach, weil die üblichen Preismechanismen nicht mehr so funktionieren wie früher. Die Löhne steigen trotz Facharbeitermangels nicht. Eher fordern die Gewerkschaften jetzt eine Reduzierung der Arbeitszeit, was den Facharbeitermangel noch verschärft. Die Inflation geht trotz Nachfrageüberhang auf den Märkten nicht nach oben. Die Notenbanken, vom Gesetz zur Wahrung der Preisstabilität verpflichtet, haben unter diesen Umständen keinen Grund, besonders restriktiv zu sein. Die Fiskalpolitik, die in den letzten Jahren die Verschuldung zurückführen musste, sieht jetzt dank steigender Steuereinnahmen wieder Spielraum für zusätzliche Ausgaben und schert sich nicht um die Überhitzung der Konjunktur.

»Kein Patient hat nur deshalb kein Fieber, weil das Fieberthermometer nicht funktioniert.«

Werden wir diesmal also keine Probleme an der Börse bekommen? Sicher nicht. Kein Patient hat nur deshalb kein Fieber, weil das Fieberthermometer nicht funktioniert. Es gibt auch jetzt negative Effekte aus der Überauslastung der Kapazitäten. Der Unterschied ist nur, dass das Fieber noch nicht so hoch ist, dass es nicht so sichtbar ist und dass die Folgen an anderen Stellen und auf andere Weise auftreten.

Ein negativer Effekt ist beispielsweise, dass sich das Wachstum verlangsamt. Die Unternehmen können nicht mehr so viel Personal anheuern wie sie benötigen. Sie müssen Aufträge ablehnen. Das fällt in einer Zeit, in der das Wachstum demographisch bedingt ohnehin langsamer ist, besonders ins Gewicht. Die Zahl der offenen Stellen ist in Deutschland seit Jahresanfang um fast 20 % nach oben geschneilt.

Ein zweiter ist, dass sich die Arbeitsproduktivität nicht mehr so stark verbessert. Vielleicht verschlechtert sie sich sogar. Der Grund ist, dass sich Unternehmen von Mitarbeitern, die nicht so qualifiziert sind, nicht mehr so schnell trennen. Sie haben Angst keinen Ersatz zu finden. Hinzu kommt, dass Firmen immer mehr auch auf Mitarbeiter zurückgreifen müssen, die sie früher wegen schlechterer Qualifikation nicht eingestellt hätten. Der verringerte Produktivitätsanstieg ist

ein weiterer Grund, dass sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum verlangsamt.

Ein dritter ist, dass die internationale Wettbewerbsfähigkeit und der im Auslandsgeschäft so wichtige After Sales Service leidet. Dahinter steht natürlich die Verschlechterung der Arbeitsproduktivität. Das wirkt sich gerade in einer so exportorientierten Volkswirtschaft wie der deutschen aus.

Ein vierter ist, dass das Risiko von Fehlinvestitionen steigt. Wenn die Zinsen bei null liegen oder negativ sind, fehlt ein wichtiges Selektionskriterium, welche Projekte gut sind und welche weniger gut. Das ist derzeit besonders wichtig, weil die Investitionstätigkeit in der Gesamtwirtschaft anzuspriegen scheint.

All das zeigt, dass die Überauslastung der Kapazitäten auch jetzt negative Effekte mit sich bringt. Allerdings sind die Mechanismen anders als früher. Es wird nicht so dramatisch. Es geht nicht so schnell. Zudem sind es primär strukturelle

Effekte, die nicht so sichtbar sind und eher wie ein schleimendes Gift wirken. Andererseits haben sie den unangenehmen Nebeneffekt, dass sie, wenn sie einmal da sind, so schnell nicht wieder weggehen. Es geht schneller, die Arbeitsproduktivität zu verringern als sie dann wieder anzuhäufen.

Für den Anleger

Ich möchte nicht zu viel Wasser in den Wein der guten Stimmung an den derzeitigen Aktienmärkten gießen. Es wird diesmal nicht so schlimm kommen wie in früheren Phasen der Überhitzung. Es gibt keinen Crash. Ich möchte aber doch vor zu großem Optimismus warnen. Es ist nicht alles "Goldilocks", wo "Goldilocks" drauf steht. Es gibt auch jetzt Probleme. Vielleicht erklärt dies auch das mulmige Gefühl, dass viele Anleger derzeit auf den Kapitalmärkten haben.

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

Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und beinhaltet keine vertraglichen oder sonstigen Verpflichtungen. Es ist nicht als Angebot oder Verkauf einer Beteiligung an einem von Assenagon verwalteten Fonds zu verstehen. Alle Informationen in dieser Darstellung beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet wurden. Dennoch können die Assenagon S.A., Luxemburg, die Assenagon Asset Management S.A., Luxemburg und ihre Zweigniederlassung sowie die Assenagon Schweiz GmbH und die Assenagon GmbH, München (zusammen im Folgenden "Assenagon-Gruppe" genannt) trotz sorgfältiger Zusammenstellung der Informationen u.a. keine Gewähr oder Garantie für deren Richtigkeit, Vollständigkeit, Genauigkeit, Aktualität oder Verfügbarkeit übernehmen. Diese Informationen stellen rechtlich eine Werbemitteilung dar, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen genügen und unterliegen nicht einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. 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. Die vorstehenden Informationen richten sich 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- oder Geschäftssitz einer Rechtsordnung unterliegt, sollten sich über derartige Beschränkungen informieren und diese entsprechend beachten. Insbesondere richten sich die in dieser Darstellung enthaltenen Informationen nicht an Staatsbürger des Vereinigten Königreichs (ausgenommen Personen, die unter Ausnahmeregelungen nach der Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (die "Verordnung") fallen, wobei zu den relevanten Ausnahmeregelungen der Verordnung Artikel 49 der Verordnung (hochvermögende Unternehmen – High Net Worth Companies) zählt). Die Informationen in diesem Dokument sind weiterhin nicht für Gebietsansässige der Vereinigten Staaten oder andere Personen bestimmt, die als "US-Personen" im Sinne von Rule 902 in Regulation S des US Securities Act von 1933 in der jeweils geltenden Fassung gelten. Keine US-amerikanische Wertpapieraufsichtsbehörde oder sonstige Aufsichtsbehörde auf Bundes- oder bundesstaatlicher Ebene hat die Richtigkeit oder Angemessenheit dieses Dokuments oder sonstiger Informationen, die den Anlegern ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt wurden, bestätigt. Jede gegenteilige Äußerung stellt einen Straftatbestand dar. 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 der einschlägigen Verkaufsdokumente (wie z. B. Prospekt und wesentliche Anlegerinformationen, welche in deutscher Sprache am Sitz der Assenagon Asset Management S.A. oder unter www.assenagon.com erhältlich sind) 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 Informationsversorgung und Informationsbereitstellung und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater 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. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Der Inhalt dieses Dokuments ist geschützt und darf ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der Assenagon-Gruppe weder kopiert noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke, in welcher Form auch immer, verwendet werden. Informationen in E-Mails sind vertraulich und ausschließlich für den Adressaten bestimmt. Jeglicher Zugriff auf E-Mails durch andere Personen als den Adressaten ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen. Sofern Teile oder einzelne Formulierungen dieses Haftungsausschlusses der geltenden Rechtslage nicht, nicht mehr oder nicht vollständig entsprechen, bleiben die übrigen Teile in ihrem Inhalt und ihrer Gültigkeit unberührt.