



Konjunktur auf der Kippe

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

- **Die konjunkturelle Stimmung hat sich zuletzt verschlechtert, in den Schwellenländern eher mehr als in den Industriestaaten.**
- **Schwachpunkt sind nach wie vor die Investitionen. Sie springen noch nicht an.**
- **Noch ist nicht erkennbar, ob das Deficit Spending wirklich erfolgreich ist und zu einem sich selbst tragenden Aufschwung führt oder nicht.**

Die Konjunktur hat Schwung verloren. In den USA ging in dieser Woche zum ersten Mal seit Langem der wichtige ISM-Einkaufsmanagerindex zurück. In China, Brasilien und Russland ermäßigte sich der Einkaufsmanagerindex zum Teil sogar noch stärker. In Europa stockten die entsprechenden Indizes in Deutschland und Frankreich. Das kam in dieser Häufung für viele überraschend. In den vergangenen Monaten waren die konjunkturellen Sorgen angesichts der Probleme mit der Staatsverschuldung in den Hintergrund getreten. Die Deutsche Bundesbank hatte sogar von einem "breit fundierten globalen Aufschwung" gesprochen. Der Internationale Währungsfonds hatte seine Prognose kräftig nach oben revidiert. War das doch etwas voreilig?

Von den Zahlen her gesehen ist die wirtschaftliche Entwicklung nach wie vor nicht schlecht. In den USA wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal um 5,9 %, die höchste Steigerung seit sechs Jahren. Die Arbeitslosigkeit erhöhte sich nicht mehr. In China belief sich die Zunahme der Wirtschaftsleistung in dieser Zeit sogar auf 10,7 % (gegenüber Vorjahr). In Japan gab es ein unerwartetes Plus von 4,4 % (annualisiert). In all diesen Ländern ist auch die Industrieproduktion im Januar gut ausgefallen. Lediglich in Euroland ging es im vierten Quartal nur schwach aufwärts (annualisiert + 0,4 %).

Das Problem ist freilich, dass diese Zahlen kein verlässliches Bild zeichnen. Sie sind durch Sonderfaktoren verzerrt. Vor allem sind aus ihnen noch keine Indizien abzulesen, dass die Konjunktur eine Eigendynamik entwickelt.

Schauen wir uns die Sache etwas genauer an. Wichtigster Treiber des Wachstums im vierten Quartal waren lagerzyklische Effekte. In den USA waren rund zwei Drittel

der Expansion auf diesen Faktor zurückzuführen. Ohne ihn hätte die Expansion nur bei 2 % gelegen. Das ist kein verlässliches Ruhekitzen. Wie schnell sich Lagerbewegungen drehen können, zeigt sich am Beispiel Deutschlands. Im dritten Quartal hatte der Lagereffekt EUR 9 Mrd. zum Wachstum beigetragen, im vierten Quartal hat er wieder EUR 7 Mrd. abgezogen. Es war vor allem dieser Lagereffekt, der für das schlechte Wachstumsergebnis in Euroland vor dem Jahresende verantwortlich war.

Gestützt wird die Erholung ferner von den nach wie vor erheblichen fiskal- und geldpolitischen Ankurbelungsmaßnahmen. Auch das ist nichts Nachhaltiges. In den USA gingen zwei Prozentpunkte der BIP-Zunahme im vierten Quartal auf staatliche Ankurbelungsmaßnahmen zurück. Ohne die lagerzyklischen und fiskalpolitischen Effekte wäre die US-Wirtschaft nicht um 5,9 % gewachsen, sondern nur um weniger als 0,5 %, also fast gar nicht.

Die Investitionen der Unternehmen in Maschinen und Ausrüstungen sowie neue Bauten sind nach wie vor schwach. In Deutschland gingen sie im vierten Quartal um 0,7 % zurück. Das ist angesichts der Unterauslastung der Kapazitäten verständlich. Warum sollten Unternehmen investieren, wenn schon die bisherigen Anlagen nicht voll genutzt werden? Andererseits macht es deutlich, dass das Deficit Spending bisher noch nicht die erwünschte Initialzündung in der Wirtschaft ausgelöst hat.

Auf den ersten Blick positiv sieht der Export aus. Er erhöhte sich im vierten Quartal in Deutschland um real 3 %. Die Ausfuhren sind in der Bundesrepublik traditionell der im Zyklus erste und wichtigste Konjunkturmotor. Aber auch hier muss man Wasser in den Wein gießen. Wichtige Impulse kommen derzeit nämlich vor allem aus den USA sowie China und den südostasiatischen Ländern. Es sind dies aber genau die Staaten, in denen fiskalpolitische Programme eine wichtige Rolle spielen. China hatte bekanntlich mit knapp USD 600 Mrd. das relativ größte Konjunkturprogramm der Welt. Niemand weiß, wie lange diese Programme wirken. Sicher aber ist, dass sie nicht ewig laufen. Ich wäre nicht überrascht, wenn die Impulse aus China und den USA für die deutschen Exporte im Verlauf des Jahres abnehmen würden. Was dem europäischen Export hilft, ist die Abwertung des Euro. Aber sie ist bisher nicht sehr groß.



All das macht mich bei der Beurteilung der weiteren Konjunktorentwicklung vorsichtig. Im ersten Quartal 2010 dürfte sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum weltweit verlangsamen. In den USA hängt das mit einer geringeren Lageraufstockung zusammen (oder gar einem Abbau der Lagerbestände). Hinzu kommt der harte Winter ("Snowmageddon"), der auch Europa getroffen hat. Nach einer alten Daumenregel kann sich das Bruttoinlandsprodukt in einem Vierteljahr durch Witterungsbedingungen um rund 0,3 % (= 1,2 % annualisiert) abschwächen. In Europa spielen darüber hinaus die Schwierigkeiten mit der Konsolidierung in den südeuropäischen Ländern eine Rolle. Auch sie kosten Wachstum.

Im zweiten Quartal könnte die Konjunktur wieder etwas besser sein. Sie profitiert davon, dass die im Winter ausgefallene Produktion nachgeholt wird. Allerdings beginnen sich dann die Wirkungen der Fiskalprogramme abzuschwächen. Natürlich wird der Staat immer noch viel Geld in die Wirtschaft pumpen. Für das Wirtschaftswachstum kommt es aber nicht auf das absolute Niveau der Staatsausgaben an, sondern auf den Zuwachs. Damit sieht es aber nicht mehr so gut aus. Denn die Programme werden jetzt nicht mehr aufgestockt.

Für das zweite Halbjahr und darüber hinaus ist entscheidend, ob das Deficit Spending einen Multiplikator in den

Unternehmen auslöst. Wenn das der Fall ist, dann hat die keynesianische Rezeptur gewirkt und es wird einen richtigen Aufschwung mit mehr Beschäftigung und mehr Einkommen geben. Wenn das nicht passiert, dann wird es schwierig. Denn dann stellt sich die Frage, ob der Staat mit weiteren Maßnahmen zur Konjunkturstützung nachlegen kann oder ob wir vor einer länger anhaltenden Stagnation oder Rezession stehen. Dann wäre auch die Frage Inflation versus Deflation wieder offen. Welcher der Fälle eintritt, kann derzeit noch nicht beurteilt werden. Beides ist möglich. Die Konjunktur steht auf der Kippe.

Für den Anleger

Die nächsten Monate werden erhebliche Schwankungen in der konjunkturellen Aktivität und vermutlich auch in der Stimmung bringen. Das färbt auf die Aktienmärkte ab. Es spricht eher für eine Schaukelbörse. Solange die Notenbanken nicht sicher sein können, dass die Konjunktur wirklich anspringt, werden die Zinsen niedrig und die Liquidität hoch bleiben. Kritischer Punkt sind die Investitionen. Wenn sie zunehmen, gibt es grünes Licht für die Erholung. Wenn nicht, muss man sich auf schwierigere Zeiten einstellen. Solange es in dieser Frage nicht mehr Sicherheit gibt, sollten Anleger noch etwas Pulver trocken halten.

Anmerkungen oder Anregungen?

Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: martin.huefner@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 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.