

Hüfners Wochenkommentar

Facts und Fakes bei der Konjunktur

17-27

12. Juli 2017

- › Der Geschäftsklimaindex des ifo Instituts zeichnet ein wesentlich besseres Bild von der wirtschaftlichen Lage in Deutschland als das reale Sozialprodukt.
- › Ich traue mehr den Facts als den Fakes. Die Stimmung scheint mir übertrieben.
- › Die Fußangeln bei den Geschäftsklima-Indikatoren: Warum die Lage nicht besser ist.

Der ifo-Geschäftsklimaindex hat im Juni den höchsten Stand seit der Wiedervereinigung erreicht. Das ist ein gutes Zeichen. Besser könnte die Konjunktur in Deutschland nicht laufen. Schaut man sich andererseits das Wachstum der Wirtschaft gemessen am realen Bruttoinlandsprodukt an, so ist es zwar auch nicht schlecht. Es ist aber keineswegs exzessionell. Die Stimmung ist deutlich besser als die Lage. Nach den Stimmungsindikatoren gerechnet könnte das Wirtschaftswachstum rein statistisch gesehen bei 4 % bis 5 % liegen. Tatsächlich beträgt es aber weniger als die Hälfte.

Woher kommt der Unterschied? Normalerweise folgt die Produktion der Stimmung in der Wirtschaft. Wenn die Unternehmen optimistischer werden, sind sie bereit, den Output zu erhöhen. Das leuchtet unmittelbar ein. Es ist der Grund, weshalb das Geschäftsklima auch immer als Vorlaufindikator für die Konjunktur benutzt wird. Es hat darüber hinaus den großen Vorteil, dass es relativ einfach zu berechnen ist. Die Zahlen werden selten korrigiert. Besonders wichtig ist, dass die Indexwerte in der Regel zwei Monate früher veröffentlicht werden. Die Zahl der Stimmungsindikatoren hat daher weltweit in den letzten Jahren außerordentlich stark zugenommen. Manche sind besser, manche schlechter.

»Ich traue mehr den Facts als den Fakes. Die Stimmung scheint mir übertrieben.«

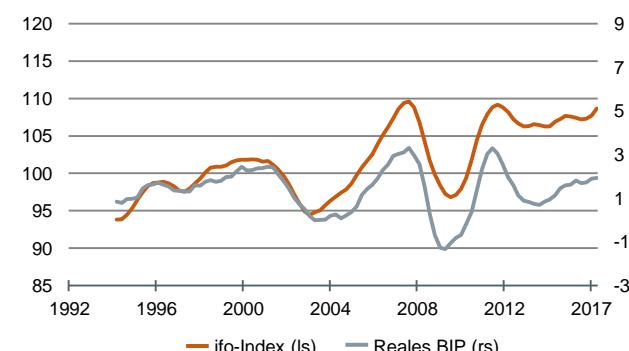
Darüber wird jedoch eines oft vergessen: Objektiv gesehen sind Stimmungsindikatoren keine Facts, also richtige Konjunktur, sondern Fakes, also Vortäuschungen der Konjunktur. Gerade aus der jüngsten Diskussion – in der Politik wie in der Wirtschaft – wissen wir, dass es nicht ungefährlich ist, wenn die Menschen sich mehr auf die Fakes als auf die Facts verlassen.

Nun ist das nicht so schlimm, wenn die beiden parallel laufen. Das war in Deutschland lange Zeit der Fall. Die Grafik zeigt die Entwicklung des Geschäftsklimaindizes und das Wachstum der realen Wirtschaftsleistung in den letzten 25

Jahren. Von 1990 bis zur großen Finanzkrise war der Zusammenhang besonders eng. Immer dann, wenn der Klimaindex nach oben ging, folgte unmittelbar oder kurz danach das reale Bruttoinlandsprodukt. Umgekehrt, wenn es nach unten ging. In der Krise gingen die beiden Kurven etwas auseinander, der Verlauf war jedoch nach wie vor ähnlich. Die Welt war in Ordnung.

STIMMUNG IST BESSER ALS DIE LAGE

ifo-Index (ls) und reales Wachstum in % (rs), gleitende Durchschnitte



Quelle: ifo, Bundesbank

Seitdem haben sich die Kurven jedoch deutlich auseinanderentwickelt. Das Geschäftsklima ging kräftig nach oben. Die Produktion folgte nur mit großem Abstand. Das wirft Fragen auf. Können wir da dem ifo-Index noch trauen? Was steckt dahinter, dass sich die Realwirtschaft in den letzten Jahren so stark von der Stimmung abgekoppelt hat? Grundsätzlich kann es an zwei Dingen liegen: Entweder ist das Geschäftsklima zu gut. Die Unternehmen sind euphorisch. Es könnte zum Beispiel sein, dass sie die Bedeutung der politischen Risiken in den letzten Jahren nicht richtig eingeschätzt haben. So etwas kann bei Stimmungen vorkommen. Freilich, wenn man sich die Komponenten des ifo-Indexes genauer anschaut, findet man dafür keine Anhaltpunkte.

Der andere Grund könnte sein, dass die reale Wirtschaftsleistung nicht mit der besseren Stimmung mithalten konnte. Das könnte zum Beispiel daran liegen, dass die Kapazitäten weitgehend ausgelastet sind und einfach nicht mehr produziert werden kann. Die Unternehmen wollen zwar, sie können aber nicht. Sie haben nicht genug Facharbeiter. Konkret – mehr als 2 % reales Wachstum sind in Deutschland

Hüfners Wochenkommentar

Facts und Fakes bei der Konjunktur

17-27

12. Juli 2017

derzeit nicht drin, so gut der ifo-Index auch sein mag. Denkbar ist allenfalls, dass dann die Preise stärker steigen. Das Zurückbleiben des Wachstums könnte auch daran liegen, dass es nicht nur an Facharbeitern, sondern auch an Maschinen und Ausrüstungen fehlt. Seit Jahren sind die Investitionen in Deutschland netto – also abzüglich Abschreibungen – negativ. Es wird zu wenig investiert. Die Unternehmen sagen zwar, dass sie die Konjunktur gut einschätzen. Sie sind aber nicht bereit, die Kapazitäten entsprechend auszuweiten. Im Englischen gibt es dafür den plastischen Ausdruck: "They don't put their money where their mouth is." ("Sie tun nicht das, was sie sagen.").

Diese Diskrepanz kann mit der Kurzfristigkeit der Stimmungsindikatoren zusammenhängen. Die Unternehmen werden immer nur nach der Einschätzung der aktuellen Lage und den Erwartungen für die nächsten sechs Monate befragt. Das kann ein falsches Bild geben. Kurzfristig mögen die Unternehmer beispielsweise optimistisch sein. Längerfristig bleiben sie jedoch skeptisch. Deshalb weiten sie die Produktion nicht so stark aus. Das kann an politischen Unsicherheiten liegen. Es kann aber auch damit zusammenhängen, dass die Konjunktur nicht so läuft, wie das ei-

gentlich sein sollte. Derzeit hängt sie beispielsweise stark am privaten Verbrauch. Das ist gefährlich. Ein vom Konsum getragener Aufschwung ist zumindest in Deutschland nicht sehr vertrauenswürdig.

Für den Anleger

Die Aktienmärkte befinden sich derzeit in einer schwierigen Übergangsphase. Der Kursaufschwung des ersten Halbjahrs ist wegen der Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Zinsen zum Stillstand gekommen. Die Märkte können nur dann stabilisiert werden, wenn jetzt von der Konjunktur besonders gute Signale ausgehen. Gerade in dieser Phase ist es gefährlich, nur auf Stimmungsindikatoren zu schauen. Wenn die Stimmung besser ist als die Lage (der Fake also besser ist als die Facts), kann das am Ende leicht zu Enttäuschungen führen. Leider werden die Zahlen für das reale Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal erst in vier Wochen veröffentlicht, sodass wir bis dahin eine schlechte Datenbasis haben. Solange bleibe ich im Hinblick auf die Konjunktur vorsichtig.

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 Werbemittelung 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 Meinungsaussagen 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 ausländischen 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 Investmententscheidung 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.