

- Der Einbruch der Konjunktur im ersten Quartal ist nicht nur eine normale Schwankung in einem ansonsten intakten Aufschwung. Er ist ernster zu nehmen.
- Der Umschwung der Konjunktur hat viele Gründe, manche sind temporär, manche dauerhaft.
- Es wird keine Rezession geben. Im Gesamtjahr 2018 wird das Wachstum aber nicht so hoch sein, wie derzeit erwartet. Auch das zweite Quartal wird schwach.

Gavyn Davies ist ein bunter Vogel unter den internationalen Ökonomen. Er war viele Jahre Chefvolkswirt von Goldman Sachs. Dann wurde er Chairman des britischen Rundfunksenders BBC. Schließlich gründete er einen Hedge-Fonds, der aufgrund von makroökonomischen Fundamentaldaten investiert. Was er zu diesem Job braucht, sind Analysen, die ein bisschen besser sind als das, was üblicherweise am Markt zu lesen ist. Es lohnt sich daher, ihm zuzuhören. Vor zwei Wochen stieß ich in seinem Blog auf eine interessante These.

»Wir sollten daher nicht darauf vertrauen, dass die optimistischen Konjunkturprognosen, die derzeit zu hören sind, auch tatsächlich wahr werden.«

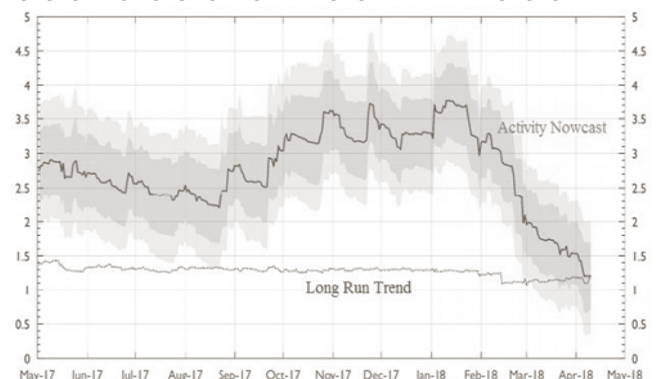
Ausgangspunkt für Davies' Analyse ist die Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Euroraum im ersten Quartal. Noch liegen dazu nur wenige amtliche Zahlen vor. Sie zeigen eine deutliche, aber keineswegs dramatische Verringerung des BIP-Wachstums. In Frankreich etwa hat sich das Expansionstempo im ersten Quartal von 0,7 % auf 0,3 % reduziert, in Österreich von 0,9 % auf 0,7 %. In Deutschland und im Euroraum insgesamt dürfte die Entwicklung ähnlich verlaufen sein.

Die üblichen professionellen Konjunkturbeobachter und auch die amtlichen Stellen sind dadurch nicht besonders alarmiert. Sie sehen darin eine normale Schwankung innerhalb des Aufschwungs. Ihre Prognosen für die Konjunktur in diesem Jahr haben sie in den letzten Wochen nicht nach unten angepasst, sondern eher noch einmal nach oben revidiert. Zuletzt tat das der Internationale Währungsfonds. EZB-Präsident Draghi nannte die Entwicklung in seiner Pressekonferenz vorige Woche immer noch ein "solides und breit basiertes Wachstum".

Gavyn Davies gab sich mit solchen Einschätzungen nicht zufrieden. Er bohrte tiefer und kam zu einem anderen Ergebnis. Er griff dabei zurück auf moderne Analysemethoden, die in letzter Zeit in den USA zunehmend Verbreitung finden (das sogenannte "Nowcasting"). Sie erlauben eine sehr viel detailliertere Betrachtung der Entwicklung im Verlauf eines Quartals.

Dabei zeigt sich, dass das reale Wachstum im Euroraum in den vergangenen Monaten regelrecht abgestürzt ist (siehe durchgezogene Linie in der Grafik). Im Januar lag die BIP-Zunahme bei einer Jahresrate von 3,7 %. Anfang April betrug sie nur noch 1,2 %. Das gilt für alle größeren Staaten des Euroraums. Die Zahlen beruhen natürlich auf Schätzungen. Sie sind nicht sicher. Sie sind aber nicht aus der Luft gegriffen. Sie lassen sich mit vielen Indikatoren belegen. In Deutschland sind etwa Auftragseingänge und Produktion der Industrie zurückgegangen. Der Export war schwächer. Der ifo-Geschäftsklimaindex hat sich drastisch verringert.

FULCRUM NOWCAST OF ACTIVITY GROWTH IN THE EUROZONE



Quelle: Fulcrum Asset Management

Diese Entwicklung hat auch mich überrascht. Noch vor ein, zwei Monaten gingen alle von einer unverändert guten Konjunktur aus. Wie kam es zu dem Umschwung? Vier Gründe fallen mir dazu ein. Das eine sind temporäre Sonderfaktoren. Das sind etwa die Grippewelle oder das besonders kalte Wetter im März. Dazu kommen die Streiks, die lange und quälende Regierungsbildung in Deutschland und vielleicht auch noch die kalendarisch frühe Lage des Osterfestes. Wenn es diese Dinge wären, die uns im ersten Quartal belasteten, dann könnten wir aufatmen. Dann würde das zweite Quartal wieder besser.

Es waren aber nicht nur diese Gründe. Hinzu kamen schlechtere monetäre Bedingungen. Die EZB hat ihre Wertpapierkäufe von ursprünglich EUR 80 Mrd. sukzessive auf zunächst EUR 60 Mrd. und seit Januar auf EUR 30 Mrd. zurückgeführt. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen ist binnen Jahresfrist nominal von 0,3 % auf 0,6 % gestiegen. Hinzu kommt die Aufwertung des Euros auf den Devisenmärkten.

Der Konjunktureinbruch ist stärker als gedacht

2. Mai 2018

ten. Vor einem Jahr notierte der USD noch bei USD 1,07 je Euro, heute liegt er bei USD 1,20 je Euro.

Hinzu kommt, dass sich das Klima in der Weltwirtschaft verschlechterte. Zwar expandiert der Welthandel weiter. Amerika, China und eine Reihe von größeren Schwellenländern wachsen. Was aber belastet, sind die Unsicherheiten über protektionistische Maßnahmen. Bisher ist Europa davon noch nicht stärker betroffen (außer durch die Sanktionen gegenüber Russland). Aber allein die Drohungen beeinträchtigen das Wirtschaftsklima. Es ist kaum zu erwarten, dass das in den kommenden Monaten besser wird. Eher wird es schlechter.

Schließlich sind in einigen Bereichen der Wirtschaft die Kapazitätsgrenzen erreicht. Auch wenn die Unternehmen vom Markt her Wachstumsmöglichkeiten hätten, können sie sie nicht wahrnehmen, weil es an Facharbeitern und Maschinen fehlt. Das gilt zum Beispiel für große Bereiche der Bauwirtschaft in Deutschland.

Keiner der Gründe bewirkt für sich genommen eine Rezession. Wenn man sie jedoch alle zusammennimmt, dann ergibt sich eine Mischung, die schon unangenehm ist. Wir sollten daher nicht darauf vertrauen, dass die optimistischen Konjunkturprognosen, die derzeit zu hören sind, auch tatsächlich wahr werden. Viel spricht dafür, dass das Wachstum sowohl in Deutschland als auch im Euroraum in diesem Jahr kaum über die 2 % in diesem Jahr hinaus geht. Das zweite Quartal 2018 wird – anders als viele erwarten – keine Rückkehr zu höherem Wachstum bringen.

Für den Anleger

Die Aktienmärkte haben sich zuletzt ganz stabil gehalten. Wenn die Konjunktur aber nicht mehr so gut läuft, dann nimmt die Widerstandskraft der Finanzmärkte gegenüber externen Schocks ab. Die Schwankungen der Kurse werden größer. Der Aufwärtstrend verliert an Kraft. 2018 wird damit nicht das gute Aktienjahr, das wir uns ursprünglich erwartet hatten. Das hat sich schon in den letzten Monaten angedeutet. Aus meiner Sicht kommen die ersten größeren Einträge, wenn die Dividendensaison vorbei ist.

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. In einigen Rechtsordnungen ist die Verbreitung derartiger Informationen unter Umständen 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- 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 jeweils (1) Informationen, deren Bereitstellung aufgrund einer Vertriebszulassung des jeweiligen Produkts erlaubt ist und (2) 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 U.S. 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. Wert und Rendite der dargestellten Fondsprodukte, Wertpapiere und Finanzdienstleistungen können fallen und steigen und Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Berechnung der Wertentwicklung von Fondsprodukten erfolgt nach der BVI-Methode, Simulationen erfolgen auf Basis historischer Renditen. Ausgabeaufschläge und individuelle Kosten wie Gebühren, Provisionen und andere Entgelte sind in dieser Darstellung nicht berücksichtigt und würden sich bei Berücksichtigung negativ auf die Wertentwicklung auswirken. 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 noch weitergegeben, veröffentlicht, übernommen oder für andere Zwecke in welcher Form auch immer verwendet werden. Dieses Dokument ist nur für den Gebrauch der Personen bestimmt, an welche es gerichtet ist und darf nicht von anderen Personen verwendet werden. Die steuerlichen Hinweise in dieser Darstellung sind nicht darauf gerichtet, verbindlichen steuerlichen Rechtsrat zu erteilen oder zu ersetzen und erheben nicht den Anspruch, alle etwa relevanten steuerlichen Aspekte zu behandeln, die im Zusammenhang mit dem Erwerb, dem Halten oder der Veräußerung von Fondsanteilen gegebenenfalls bedeutsam sein können. Die Ausführungen sind weder erschöpfend noch berücksichtigen sie etwaige individuelle Umstände bestimmter Anleger oder Anlegergruppen. Sie können eine einzelfallbezogene Beratung durch einen Steuerberater nicht ersetzen. 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. 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. Sollten Sie nicht der für die jeweilige E-Mail bestimmte Adressat sein, informieren Sie bitte unverzüglich den Absender und löschen die E-Mail aus Ihrem System. Jede Veröffentlichung, Vervielfältigung oder Weitergabe wie auch das Ergreifen oder Unterlassen von Maßnahmen im Vertrauen auf erlangte Information ist untersagt. Es kann nicht garantiert werden, dass E-Mail-Übertragungen sicher und frei von Fehlern erfolgen, da E-Mails abgefangen und verfälscht werden oder Viren enthalten bzw. zu spät oder unvollständig ankommen können.