



Mathematik und Gefühl in der Konjunktur

- Die Weltkonjunktur muss sich schon aus mathematischen Gründen spätestens im zweiten Halbjahr stabilisieren.
- Das ist aber noch kein Aufschwung. Die Entwicklung verläuft eher wie ein „W“.
- Vorsicht am Bondmarkt. Dort könnte ab Jahresmitte Ungemach drohen.

Im Gegensatz zur Finanzkrise kommen von der Konjunktur in diesen Tagen eher positive Nachrichten. Nach dem freien Fall der vergangenen Monate stabilisierte sich der deutsche ifo-Geschäftsklimaindex erstmals. Die Geldmenge M1 nahm zu. Das ist wichtig, weil diese Grösse das Bargeld und die täglich fälligen Einlagen umfasst, also das, was Verbraucher und Unternehmen unmittelbar ausgeben können. Siemens berichtete von überraschend guten Zahlen und hat seinen Ausblick nicht nach unten revidiert. Die Schrottprämie, die in Deutschland zur Stimulierung der Autonachfrage eingeführt wird, trifft auf Interesse. Die Verkaufsräume der Autohändler sind wieder voller. In den USA stieg der Index der Frühindikatoren des Conference Board.

Deutet sich hier eine Trendwende an? Findet die Konjunktur endlich ihren Boden? Die Märkte sind vorsichtig – zu Recht. Denn es gibt natürlich auch schlechte Nachrichten, etwa von der Beschäftigung. Zudem handelt sich nicht um harte Fakten wie Produktion oder Auftragseingänge, sondern vielmehr um Stimmungen und Einschätzungen. Beim deutschen ifo-Index etwa werden die Unternehmen gefragt, ob sie die Lage in sechs Monaten besser oder schlechter als heute einschätzen. Viele glauben, dass sie günstiger sein wird. Das ist bei den meisten Befragten aber nicht mehr als ein vages „Bauchgefühl“. Bei der Frage nach der aktuellen Lage (bei der man auf viel sicherem Boden steht) erklären die Befragten, dass sie sich nochmals verschlechtert hat. Nach einer Daumenregel muss der ifo-Index drei Monate hintereinander ein Plus anzeigen, bevor man daraus handfestere Schlussfolgerungen ablesen kann. Bisher haben wir erst einen einzigen Datenpunkt.

Andererseits sind die Indikatoren aber nicht aus der Luft gegriffen. Die Nachrichten kommen ja nicht nur aus einem Bereich, sondern aus ganz unterschiedlichen Sektoren. Das erhöht ihre Glaubwürdigkeit. Noch wichtiger ist, dass es sich bei der weiteren Entwicklung der Konjunktur in diesem Jahr weniger um eine Frage der Ökonomie handelt als um eine der Mathematik. Wie auch immer sich die private Nachfrage in den nächsten Monaten entwickeln wird – sicher ist, dass durch die staatlichen Fiskalprogramme jetzt zusätzliche Nachfrage auf die Märkte kommt. Sie tritt an die Stelle der ausgefallenen privaten Nachfrage. Das wirkt sich positiv auf das Gesamtprodukt aus, selbst wenn die private Nachfrage weiter zurückgehen wird. Erinnern wir uns an das letzte Konjunkturprogramm der USA im Sommer 2008, das die konjunkturelle Abwärtsbewegung unterbrochen hat. Etwas Ähnliches wird es jetzt wieder geben.

Dies ist schon spürbar, bevor die Gelder wirklich fließen. Baufirmen bereiten sich bereits auf die zusätzliche Nachfrage der Kommunen vor. Infrastrukturanbieter schicken ihre Leute in die USA, um vom Obama-Programm zu profitieren. Der Rückgang des Sozialprodukts wird gebremst, und, wenn wir Glück haben, sogar beendet. Das vierte Quartal 2008 wird nochmals tiefrote Zahlen aufweisen. Das erste Quartal 2009 wird ebenfalls noch negativ sein. Aber ab Frühjahr, spätestens ab Sommer, müsste die Situation besser aussehen. Das hat nichts mit

Gefühl oder Spekulation zu tun, sondern ergibt sich aus der Logik der Sache. Es gibt Stagnation, vielleicht sogar in dem einen oder anderen Land und Quartal ein leichtes Plus. Die Prognosen für 2009, die zuletzt immer wieder nach unten revidiert werden mussten, werden sich auf dem erreichten niedrigen Niveau einpendeln. Sowohl in Europa als auch in den USA rechne ich für das Gesamtjahr mit einem Minus in der Größenordnung von 2 bis 3%.

Aber Vorsicht: Das ist lediglich das Ende des Abschwungs. Es ist noch kein Aufschwung. Dazu gibt es in der Welt noch zu viele andere „Baustellen“. Die Finanzkrise wird sich noch verschlimmern. Die Immobilienkrise ist noch nicht vorbei; zunehmend erfasst sie auch gewerbliche Objekte. Die riesige Staatsverschuldung muss sich irgendwann in höheren Steuern niederschlagen. Dazu kommen die Inflationsgefahren.

Im Übrigen ist die Struktur der Nachfrage nicht so, dass aus ihr eine sich selbst tragende Erholung folgt. Der Bau, der von den Fiskalprogrammen stark profitieren wird, hat in vielen Ländern schon eine relativ hohe Kapazitätsauslastung. Er kann gar nicht so viele neue Arbeiter einstellen, die dann neues Einkommen und neuen Konsum generieren. Der Export, der in Europa für das Entstehen eines neuen Aufschwungs so wichtig ist, ist noch schwach.

Einen Aufschwung wird es – das ist Prognose und hat jetzt nichts mehr mit Mathematik zu tun – frühestens im Verlauf von 2010 geben. Die Entwicklung verläuft nach meiner Einschätzung etwa wie ein „W“: Nach dem Abschwung folgt zuerst eine Zitterpartie auf niedrigem Niveau. Dabei kann es ein Quartal mal nach oben gehen, dann aber auch mal wieder nach unten. Das dauert eine gewisse Zeit. Erst 2010, im schlimmsten Fall sogar erst 2011, wird sich die Wirtschaft fangen und die Erholung kommen. Sie wird in den USA ihren Anfang nehmen. Dort hatte der Abschwung zuerst eingesetzt. Dort fallen auch die Expansionsprogramme besonders umfangreich aus. Europa könnte mit zeitlicher Distanz folgen. Unter den Industrieländern dürfte Japan das Schlusslicht bilden, weil dort zu allen sonstigen Belastungen noch die Aufwertung des Yen kommt. Die asiatischen Schwellenländer werden, da stark vom Export abhängig, bei der Erholung eher später dran sein.

Was heisst das für Anleger? An den Aktienmärkten gibt es in Laufe dieses Jahres eine Belastung weniger. Die Gewinne der Unternehmen müssen nicht mehr so stark nach unten revidiert werden. Andererseits bleiben natürlich die übrigen Schwierigkeiten. Das bedeutet anhaltende Nervosität, hoffentlich auf einem etwas höheren Kursniveau.

Problematischer sieht es an den Bondmärkten aus. Wenn sich die Konjunktur auf niedrigem Level stabilisiert, stehen die Zentralbanken vor der Frage, ob sie dann schon auf Restriktion umschalten sollen. Sie wissen, dass sie diesmal schneller als in früheren Zyklen reagieren müssen, um inflationäre Gefahren in Schach zu halten. Dies umso mehr, als die Fiskalpolitik kaum vor Ende 2010 einen Gang zurück schalten kann. Andererseits dürfen die Notenbanker aber auch nicht zu früh handeln und eine beginnende Erholung im Keim ersticken. Der Markt preist eine leichte Zinserhöhung für das zweite Halbjahr 2009 bereits ein.

Es ist zu befürchten, dass die Zentralbanken in dieser Zwickmühle vorsichtig sein werden. Sie werden keine neuen Lockerungen beschliessen, aber auch noch nicht energisch gegensteuern. Solches Zögern weckt Inflationsbefürchtungen und könnte zusammen mit dem hohen Kapitalbedarf der öffentlichen Hand die Renditen von Staatsanleihen eher nach oben treiben. Seien Sie daher vorsichtig mit diesen Papieren. Sie könnten Kursverluste erleiden.

Aquila Investment AG
Dr. Martin Hüfner, 29. Januar 2009