



Dr. Daniel Hartmann
Fundamentale Analyse

26. Juli 2010

Von Abschwung keine Spur

www.bantleon.com

Fast glaubt man sich im falschen Film: Während in den USA ein breites Lamento hinsichtlich der aktuellen wirtschaftlichen Lage angestimmt wird, herrscht aufseiten der notorisch pessimistischen Deutschen Euphorie. Der jüngste Zahlenstrom gibt auch allen Anlass, um ins Schwelgen zu geraten. Dies trifft vor allem auf den IFO-Index zu, der ausgehend von bereits hohem Niveau im Juli den grössten Zuwachs aller Zeiten verbuchte, während der Konsensus einen leichten Rückgang erwartet hat. Eine solche faustdicke Überraschung gab es schon lange nicht mehr. Kaum dahinter reiht sich jedoch bereits das Juliergebnis der Einkaufsmanagerumfrage ein. Der Industrieindex schrammte nur knapp am Allzeithoch vorbei und das Pendant der Dienstleister erstürmte ein neues 3-Jahres-Hoch.

Man kann dies nicht einfach als »Stimmungsgedöns« abtun. Beide Indikatoren erweisen sich seit Jahren als zuverlässiger Kompass der wirtschaftlichen Entwicklung und besitzen im Vergleich zu den BIP-Zahlen sogar den Vorteil der geringeren Volatilität. Die Barometer lassen daher keinen Zweifel daran, dass die deutsche Wirtschaft zu Beginn des 2. Halbjahres kräftig expandiert und der konjunkturelle Schwung damit aus dem 2. Quartal in das 3. Quartal übergeschwappt ist.

Eine wesentliche Erklärung für den aktuellen Boom dürfte darin bestehen, dass die Unternehmen von der starken Nachfrageentwicklung im 1. Halbjahr auf dem falschen Fuss erwischt wurden – die im Jahr 2009 vorgenommenen Lager- und Kapazitätsanpassungen haben sich im Nachhinein als übertrieben herausgestellt. So signalisiert etwa der Einkaufsmanagerindex, dass die Lieferengpässe derzeit so gross sind wie in den vergangenen 15 Jahren nicht mehr und parallel dazu die Vorratslager in Rekordgeschwindigkeit aufgestockt werden.

BANTLEON

Der Anleihemanager

Die EZB wird den jüngsten positiven Nachrichtenstrom nicht ignorieren, zumal auch aus den übrigen Euroländern solide Daten eintreffen. Vielmehr werden sich die Währungshüter darin bestärkt sehen, dass der vorsichtige »Exit« aus der ultraexpansiven Geldpolitik fortgeführt werden kann, ohne den konjunkturellen Aufschwung in Gefahr zu bringen. Zusätzlich Unterstützung in dieser Hinsicht lieferten die Ergebnisse des Bankenstresstests. Bei aller Kritik an zu weichen Szenarien wurde zumindest deutlich, dass die Zahl der ernsthaften Wackelkandidaten begrenzt ist. Dies legt auch die abnehmende Inanspruchnahme der EZB-Liquidität nahe. Das Gros der Banken besitzt mittlerweile offenbar genügend Reputation, um sich über den Interbankenmarkt die notwendige Liquidität zu besorgen.

In Anbetracht dessen dürfte sich die Normalisierung am Geldmarkt fortsetzen und die Geldmarkttrenditen weiter anziehen. Der Druck auf deutsche Staatsanleihen – allen voran Kurzläufer – bleibt daher in den kommenden Wochen erhalten. Dennoch dürfte die Phase der monetären Straffung nur temporärer Natur sein. Spätestens im 4. Quartal werden sich auch in Deutschland die Anzeichen für eine konjunkturelle Abkühlung verdichten. So erfreulich es ist, dass Deutschland mittlerweile nach Asien mehr als doppelt so viele Waren liefert als in die USA (ca. 11 Mrd. gegenüber 5 Mrd. EUR) – der Konjunkturzyklus ist auch dort nicht tot. Vielmehr ist in China die aktive Abkühlung der Konjunktur in vollem Gange, was sich negativ auf den Asienexport auswirken wird. Hinzu kommt, dass die Fiskalpolitik in der Eurozone momentan einen Schwenk um 180 Grad (von expansiv auf restriktiv) vollzieht, der in den kommenden Quartalen voll zum Tragen kommen sollte. Für einen »echten« Leitzinserhöhungszyklus der EZB ist das Zeitfenster daher zu kurz. Am mittelfristigen Niedrigzinsumfeld wird sich folglich nichts ändern.