



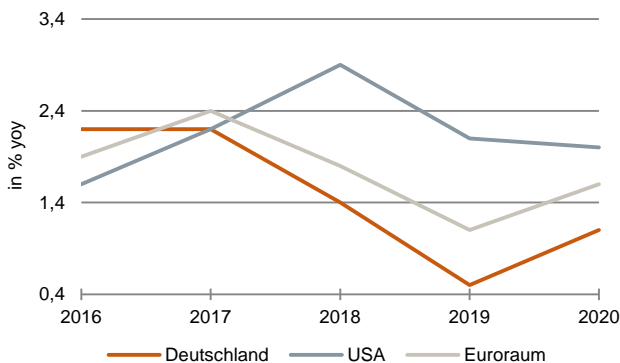
Dr. Martin W. Hüfner  
Chief Economist

- Die Wachstumsraten der USA, des Euroraums und Deutschlands gehen so weit auseinander wie schon lange nicht mehr.
- Das ist keine normale Bewegung im Konjunkturzyklus, sondern Zeichen einer gravierenden wirtschaftspolitischen Fehlentwicklung.
- Es hat erhebliche Auswirkungen auch auf die Kapitalmärkte, insbesondere im Aktienbereich.

Was bei allen Klagen über die schlechte Konjunktur häufig übersehen wird: Die Weltwirtschaft ist nicht nur generell schwächer. Die Volkswirtschaften rund um den Globus entwickeln sich auch in höchst unterschiedlicher Weise.

Hervorstechend ist die Divergenz diesseits und jenseits des Atlantiks. In den USA ist das Wachstum mit 2,1 % inzwischen wesentlich höher als im Euroraum (1,1 %) und in Deutschland (0,5 %). Aus dem transatlantischen Graben, den es auch früher immer mal gab, ist richtiggehend ein Loch geworden. Es erinnert in fataler Weise an Krisenzeiten der Vergangenheit, in denen Europa und Deutschland besonders schwach waren.

**TRANSATLANTISCHER GRABEN**  
Reale Wachstumsraten



Quelle: IWF, eigene Schätzung

In den 80er Jahren beispielsweise gab es die Diskussion über den "défi américain" (Jean-Jacques Servan-Schreiber). In den 90er Jahren fiel Deutschland nach der Wiedervereinigung zurück. In den 2000er Jahren sprach man von Deutschland als dem "kranken Mann Europas". Jetzt sind der Euroraum und vor allem Deutschland erneut "müde Krieger" geworden. In allen früheren Fällen lösten solche Krisen wirtschaftspolitische Korrekturmaßnahmen aus. Sie dauerten allerdings auch länger. Diesmal ist von Reaktionen bisher jedenfalls nichts zu sehen.

Entstanden ist das transatlantische Loch im vorigen Jahr. 2017 war noch alles in Ordnung. Sowohl die USA als auch der Euroraum und Deutschland lagen beim Wachstum noch

etwa gleich auf. Dann plötzlich aber schoss die Wachstumsrate in den USA regelrecht nach oben. Der Euroraum und noch stärker Deutschland fielen zurück (siehe Grafik).

»In allen früheren Fällen  
lösten solche Krisen  
wirtschaftspolitische Korrekturmaßnahmen aus.«

In diesem Jahr setzt sich das Muster fort. Jetzt werden zwar auch in Amerika zyklische Schwächezeichen erkennbar. An sich müsste sich dadurch die transatlantische Differenz verringern. In Europa und insbesondere in Deutschland geht es aber noch stärker nach unten. Die Folge ist, dass sich der Abstand doch noch einmal ausweitet. Nach den vorliegenden Prognosen dürfte sich die Situation erst im kommenden Jahr entspannen. Die Konjunktur sollte in Deutschland und Europa wieder an Fahrt gewinnen. In den USA geht das Wachstum dagegen etwas herunter. Das sind allerdings nur Hoffnungswerte. Jeder weiß, dass Prognostiker die Zukunft häufig gerne etwas rosiger malen.

Was ist der Grund für die unterschiedliche Entwicklung diesseits und jenseits des Atlantiks? Oft wird hier die aggressive Handelspolitik des amerikanischen Präsidenten genannt. Er belegt die Handelspartner mit Restriktionen, um dadurch der eigenen Wirtschaft zu helfen und den anderen zu schaden. Tatsächlich spielt dieser Faktor für die Wachstumsdifferenz bisher aber eher eine untergeordnete Rolle. Der Protektionismus schadet allen, nicht nur den betroffenen Handelspartnern, sondern auch den Amerikanern selbst.

Entscheidend ist etwas anderes. Es ist die Finanzpolitik. Ende 2017 gab es eine große Steuersenkung der Amerikaner und dazu noch starke Ausgabensteigerungen. Das öffentliche Defizit stieg um über USD 100 Mrd. Das galt am Anfang als höchst unseriös. Es würde die Inflation anheizen, die Zinsen nach oben treiben und das Vertrauen in die öffentlichen Finanzen untergraben. Keine der Befürchtungen ist aber eingetreten. Die amerikanische Wirtschaft erhielt vielmehr einen deutlichen Wachstumsschub. Es gab neue Arbeitsplätze. Im Nachhinein muss man Trump – allerdings nur in dieser Hinsicht – Abbitte leisten.

Statt Trump zu kritisieren hätten die Europäer besser daran getan, die Herausforderung anzunehmen und ebenfalls die Steuern zu senken. Das wäre aus heutiger Sicht die bessere Alternative gewesen. Ein konjunkturelles Problem, wie wir es jetzt haben, hätte es dann nicht gegeben. Die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen hätte sich verbessert. Natürlich wären die Probleme der deutschen Automobilindustrie dadurch nicht verschwunden. Aber vielleicht müssten die Unternehmen bei der Elektromobilität dann nicht so stark um Subventionen in Berlin betteln. Sie könnten mehr aus eigenen Gewinnen finanzieren.

Auch das Selbstbewusstsein der Europäer wäre gestiegen. Sie müssten sich nicht nur wortreich auf die gemeinsamen Werte berufen (was sie natürlich mit vollem Recht tun). Sie könnten darüber hinaus auch auf handfeste wirtschaftliche Erfolge verweisen. Ihr politisches Standing nicht zuletzt in den Augen von Trump wäre gewachsen. Sie hätten Handlungsfähigkeit gezeigt.

Stattdessen hecheln sie jetzt hinter den Amerikanern her. Deutschland kann sich nicht zu einer Steuersenkung aufraffen.

Den Konflikt mit Italien über die Fiskalpolitik, der so viel Zeit in Anspruch genommen hat, hätte es nicht gegeben. Österreich gehört zu den wenigen in Europa, die gezeigt haben, wie hilfreich Steuersenkungen für das Wachstum sind.

Aus dem müden Krieger wäre ein wettbewerbsfähiger Global Player geworden. Der Preis wäre allerdings gewesen, dass das öffentliche Defizit und die Staatsverschuldung nicht so stark zurückgegangen wären.

## Für den Anleger

Die transatlantische Wachstumsdifferenz hat sich am Kapitalmarkt vor allem darin gezeigt, dass die US-Aktien in den letzten eineinhalb Jahren stärker gestiegen sind als die europäischen. Das wird sich, so wie es derzeit aussieht, fortsetzen. An sich müsste sich auch die Zinsdifferenz zu den USA ausweiten. Sie ist inzwischen aber schon sehr groß. Zudem hat der Bondmarkt zuletzt vollkommen verrückt gespielt. Anleger sollten sich daher vorerst einmal zurückhalten. Der US-Dollar hat sich als Folge der Wachstumsdifferenz befestigt. Er befindet sich bei einem Niveau von USD 1,10 bis 1,15 je Euro in einem labilen Gleichgewicht. Es gibt genauso viel Argumente für einen stärkeren wie einen schwächeren USD.

Anmerkungen oder Anregungen? Ich freue mich auf den Dialog mit Ihnen: [martin.huefner@assenagon.com](mailto:martin.huefner@assenagon.com).  
Weitere Informationen über Assenagon und unsere Publikationen finden Sie auch auf [www.assenagon.com](http://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 (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 Investitionsentscheidung 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](http://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.