
Globaler Aufschwung nur verschoben?

Eine vielfach erwartete durchgreifende konjunkturelle Erholung in den Industrieländern nach der Rezession vom vergangenen Jahr ist ausgeblieben. Trotz einer deutlich expansiv ausgerichteten Geldpolitik ist die Lage weiterhin fragil. Das seit einiger Zeit sich wieder verschlechternde Konjunkturklima löste nicht nur in den USA Sorge um einen Rückfall in eine Rezession aus. Die ausgeprägte Unsicherheit in Folge erhöhter geopolitischer Spannungen, insbesondere der Gefahr eines Krieges gegen den Irak und eines daher kräftig steigenden Ölpreises, sowie des Kurssturzes an den Aktienmärkten spielen dafür sicherlich eine maßgebliche Rolle. In einigen Ländern wächst aber sogar die Furcht vor einer länger anhaltenden wirtschaftlichen Schwäche und Deflation à la Japan. Die entzauberte „New Economy“ und hohe Überkapazitäten tragen dazu ebenso bei wie die Bilanzskandale bei großen Unternehmen, die das Vertrauen der Kapitalanleger nachhaltig beeinträchtigen.

Die Chancen für eine Konjunkturerholung sinken gegenwärtig auch wegen der Gefahr, dass bisher konjunkturelle Phänomene sich zu strukturellen Hemmnissen entwickeln. Mit dem starken Rückgang der Aktienkurse, der dem „irrationalen Überschwang“ folgte, hat sich das Vermögen deutlich verringert. Davon ist auch der Finanzsektor selbst betroffen. In mehreren Ländern gerieten Versicherungen und Banken erstmals seit Jahrzehnten in eine Ertragsklemme. Bei letzteren kam zu den kursbedingten Wertberichtigungen ein erhöhter Abschreibungsbedarf auf Kreditforderungen bzw. eine deutlich gesteigerte Risikovorsorge hinzu. Als Folge könnte die Intermediation gestört werden. Denn Banken werden bei der Kreditvergabe vorsichtiger und zurückhaltender agieren als bisher.

Anzeichen für eine Kreditklemme gibt es zwar bisher nicht. Im Euroraum – und auch in Deutschland – hat sich die Zinsspanne, die seit einigen Jahren im Trend gestiegen ist, nicht ungewöhnlich stark erhöht, und das Kreditvolumen expandiert ähnlich wie in vergleichbaren früheren Konjunkturphasen. Gleichwohl ist die Gefahr eines Credit crunch aber nicht ausgeschlossen. Unternehmen, auch Banken, reagieren auf eine deutlich verschlechterte Ertragslage mit Verzögerung. Überdies ist zu vermuten, dass eine vorsichtiger Kreditpolitik angesichts des intensiven Wettbewerbs eher in Form erhöhter Anforderungen an die Sicherheit, also „verdeckt“ erfolgt. Ist der Kreditkanal aber gestört, erreicht die Geldpolitik erst bei einem niedrigeren Zinsniveau einen Wirkungsgrad wie in „normalen“ Zeiten. Beeinträchtigend wirkt auch, dass sich der Spread insbesondere für Unternehmens-Anleihen mit geringerer Bonität sowohl in den USA als auch im Euroraum deutlich erhöht hat. Insbesondere in den USA sind verbriefte Kredite für die Finanzierung von großer Bedeutung. Doch auch im Euroraum spielt die Finanzierung über Anleihen mit 30% an der gesamten Kreditaufnahme eine wichtige Rolle.

Aus den Vermögenseinbußen und einer möglichen Beeinträchtigung wichtiger Transmissionkanäle ergibt sich das Risiko einer länger gedämpften Konjunktur. Mit der erneuten Zinssenkung zu Beginn dieses Monats hat die amerikanische Zentralbank diesem Aspekt bei den wieder ungünstigeren wirtschaftlichen Perspektiven Rechnung getragen. Die Finanzpolitik wird in den USA sicherlich ebenfalls erneut antizyklisch eingesetzt, zumal das Budgetdefizit relativ gering ist. Weitere Steuersenkungen sind nach den Zwischenwahlen in den USA wahrscheinlich geworden.

Die erneute Senkung der ohnehin sehr niedrigen Leitzinsen in den USA wird dort die Finanzierung weiter verbilligen und die private Nachfrage stützen. Doch



Günter Weinert

die angebotsseitigen Verwerfungen wirken weiter dämpfend. Die Institute erwarten in ihrem jüngsten Herbstgutachten zwar eine konjunkturelle Erholung in den USA im Laufe des nächsten Jahres, doch wird sie flacher sein als andernfalls bei einer derart expansiv ausgerichteten Wirtschaftspolitik zu erwarten wäre.

Eine Erholung in den USA ist auch für die Konjunktur in der übrigen Welt bedeutsam. Denn es gibt derzeit kaum weitere autonome Wachstumsregionen. Am ehesten wäre dies noch der südostasiatische Raum, wo die Produktion in diesem Jahr sehr kräftig zunimmt. Die meisten anderen Regionen und Japan sind auf Impulse von außen angewiesen. Für den Euroraum und speziell für Deutschland gilt dies gegenwärtig umso mehr, als der Policy mix einer konjunkturellen Erholung wenig förderlich ist. Die Geldpolitik ist zwar – nach verschiedenen Kriterien – expansiv ausgerichtet, aber die Finanzpolitik wirkt kontraktiv.

Finanzpolitisch rächt sich jetzt, dass gerade die großen Mitgliedsländer die öffentlichen Finanzen bei günstigerer Konjunktur in den vergangenen Jahren nicht in dem Maße konsolidiert haben wie vor dem Übergang zum Euro versprochen. Deutschland und Portugal überschreiten die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehene Obergrenze von 3% deutlich, Italien und Frankreich sind nahe daran. Den Pakt aufzuheben, wie verschiedentlich gefordert, aber wäre mit einem schwerwiegenden Verlust an Glaubwürdigkeit verbunden. Der Pakt ist integraler Bestandteil der Währungsunion. Denn er sichert finanzpolitische Disziplin. Damit werden nicht zuletzt negative Auswirkungen verhindert, die übermäßige Defizite eines einzelnen Landes auf Zinsen und Eurokurs und damit auf die Konjunktur aller Mitgliedsländer hätten.

Versäumnisse bei der Konsolidierung in der Vergangenheit lassen sich nicht kurzfristig nachholen. Der in den Stabilitätsprogrammen vom vergangenen Jahr für 2004 vorgesehene weitgehende Abbau des gesamtstaatlichen Defizits ließe sich nur um den Preis starker negativer Schocks anstreben. Ein fiskalisch verstärkter Abschwung erschwert jedoch nicht nur eine Reduktion des Defizits im angestrebten Umfang, sondern beeinträchtigt auch das Vertrauen in die Finanzpolitik. Insofern bildet die Absicht, den Defizitabbau bis zum Jahre 2006 zu strecken, einen ausgewogenen Kompromiss. Einerseits wird der Pakt nicht in Frage gestellt. Andererseits wird die Konjunktur durch einen allmählichen Abbau des strukturellen Defizits wohl nicht übermäßig belastet. Zugleich bleibt Raum, Schwächen des Paktes zu beheben. Allerdings ist davor zu warnen, ihn aufzuweichen oder gar auszuhebeln.

Die Geldpolitik kann die fiskalischen Versäumnisse nicht „heilen“. Bei einer glaubwürdigen Konsolidierungsstrategie wäre es für die Zentralbank aber sicherlich leichter, die Zinsen zu senken. Die EZB sieht zudem das Stabilitätsziel weiter nicht erfüllt. Doch eine Rückkehr in den Stabilitätsbereich zeichnet sich bei anhaltender negativer Produktionslücke ab, sofern es nicht zu einem erneuten Ölpreisschock kommt. Auch durch die seit geraumer Zeit weit über den Referenzwert hinausgehende monetäre Expansion dürfte kaum inflationäres Potential entstehen, schon weil sie primär durch Portfolioumschichtungen bedingt ist. Aus weltwirtschaftlicher Perspektive wäre ein Zinsschritt angezeigt, schon weil die USA offenbar mit der Rolle eines globalen Schrittmachers zunehmend überfordert werden. Gelingt es ihnen, bei einer Erholung wieder voranzuschreiten, nehmen zugleich die erheblichen weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte zu, die sich nicht zuletzt in einem hohen Defizit der amerikanischen Leistungsbilanz dokumentieren. Unter diesen weltwirtschaftlichen Bedingungen und angesichts eines erhöhten Risikos von Störungen in der Intermediation ist auch auf die Gefahr hinzuweisen, dass konjunktur- und wachstumsfördernde Maßnahmen „zu spät“ kommen können. Die deflationäre Entwicklung in Japan zeigt nicht zuletzt, wie wichtig das Timing ist.