

Die seit längerem sehr expansive Wirtschaftspolitik in den USA hat einen wichtigen Erfolg erungen: Nach langer konjunktureller Flaute hat sich ein Aufschwung durchgesetzt. Auch in der übrigen Welt insgesamt, vor allem in Ostasien, speziell in China, expandiert die gesamtwirtschaftliche Produktion seit dem vergangenen Sommer kräftig. Insbesondere wieder deutlich steigende Investitionen sprechen dafür, dass sich die Aufwärtstendenz mehr und mehr selbst trägt.

Verschiedentlich wird daher die in den vergangenen Jahren sehr ausgeprägte wirtschaftspolitische Reaktion in den USA auf Rezessions- und Deflationsgefahren als paradigmatisch bedeutsam angesehen. Damit würde der Tag aber vor dem Abend gelobt. Die Wende der Konjunktur ist eher ein wichtiger Etappensieg für die Wirtschaftspolitik. Der Gesamterfolg lässt sich erst bewerten, wenn auch ein nachhaltiger Aufschwung gelingt. Erst mit der allfälligen Wende in der Wirtschaftspolitik wird sich zeigen, inwieweit die Konjunktur belastende Anpassungsprozesse dadurch nur verschoben wurden. So blieben Ungleichgewichte wie das hohe Defizit in der Leistungsbilanz entgegen dem üblichen Entwicklungsmuster im Abschwung bestehen. Zugleich haben sich im Zuge der bisherigen Wirtschaftspolitik neue Risikopotentiale gebildet.

Von besonderer Bedeutung ist die absehbare Zinswende. Die historisch niedrigen, real negativen Leitzinsen in den USA spielen eine wichtige Rolle für die konjunkturelle Entwicklung auch in der übrigen Welt. Denn mit dem Dollar als nach wie vor wichtigster internationaler Reserve- und Anlagewährung hat die Niedrigzinspolitik in den USA zu der weltweit reichlichen Liquiditätsversorgung beigetragen.



Günter Weinert

Vor der Zinswende

Die Zinsschritte so zu dosieren, dass sie den Aufschwung in ruhigere Bahnen lenken, aber nicht gefährden, wird sehr schwierig. Denn große Unsicherheit besteht darüber, ob und in welchem Maße die Wirtschaft zinsempfindlicher geworden ist. Ein wichtiger Kanal, über den die niedrigen Zinsen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stützten, war nämlich ein Anstieg der Vermögenspreise. Insbesondere der Wert von Immobilien erhöhte sich über längere Zeit kräftig. Dies ermöglichte zugleich eine weitere Zunahme der ohnehin hohen Verschuldung der privaten Haushalte. Darüber hinaus sind die langfristigen Zinsen niedrig. Gesunkene Zins-Spreads von Unternehmen gegenüber Staatsanleihen sind auch Ausdruck erhöhter Risikobereitschaft. Zudem hat die reichliche Liquidität verstärkt zu Spekulation und risikoreichen Anlagen veranlasst.

Mit der Zinswende werden viele Vermögenspreise wieder fallen, und das Verschuldungspotential sinkt vielfach. Häufig wird auch der Schuldendienst der privaten Haushalte zunehmen, schon weil Teile der Verbindlichkeiten zu variablen Zinsen eingegangen wurden. Eine steigende Schuldenlast und wieder negative Vermögenseffekte aber schwächen für sich genommen die Nachfrage. Auch könnten sich

im Finanzsektor wieder vermehrt Probleme ergeben. Überdies dürften die Risikoprämien für Kredite an Schwellenländer, die deutlich gesunken sind, wieder steigen.

Angesichts dieser Risikofaktoren wird die amerikanische Zentralbank darauf zielen, die Zinsen nur langsam anzuheben. Voraussetzung für ein behutsames zinspolitisches Vorgehen aber ist, dass unerwartete realwirtschaftliche oder inflationäre Entwicklungen nicht raschere Schritte erforderlich machen. Die reichliche Liquidität stellt grundsätzlich ein erhebliches Inflationspotential dar. Verstärkt wird das inflationäre Risiko in den USA dadurch, dass die weitere deutliche effektive Abwertung des Dollar im vergangenen Jahr bisher nicht zu einem merklichen Anstieg der Importpreise geführt hat. Mit zunehmender Potentialauslastung erhöhen sich die Spielräume für Preianhebungen auch für ausländische Anbieter. Zudem könnte sich ein Kostendruck aufbauen, weil die Ölpreise wieder merklich gestiegen sind und der Aufschwung auf den Arbeitsmarkt übergegriffen hat. Vor diesem Hintergrund dürften die stabilisierenden Einflüsse von Seiten des nach wie vor intensiven internationalen Wettbewerbs auf den Güter- sowie auf den Faktormärkten allmählich schwächer werden.

Trotz erheblicher Risikofaktoren bestehen gute Chancen für einen nachhaltigen Aufschwung in den USA und in der übrigen Welt. Der Euroraum wird dem allerdings weiter hinterherhinken. Daher könnten sich Forderungen verstärken, die Konjunktur hier – nach amerikanischem Vorbild – durch eine expansivere Wirtschafts-, speziell Geldpolitik anzukurbeln. Ein solcher Paradigmawechsel wäre jedoch gefährlich. Zu unterschiedlich sind die Ausgangskonstellationen sowie die strukturellen und institutionellen Rahmenbedingungen.