

## **Konjunkturausblick: Aus der Traumfabrik**

Es geht bergauf. Die von der Bundesregierung mit halbjährigen Konjunkturberichten beauftragten Forschungsinstitute haben in ihrem Frühjahrsgutachten ein Wirtschaftswachstum von 2,1 Prozent für 2015 gegenüber den 2014 erreichten 1,2 Prozent vorausgesagt. Als Hauptquellen dieses Anstiegs nennen sie die seit Mitte 2014 um gut 50 Prozent gefallenen Ölpreise, die insbesondere den privaten Konsum, dann aber auch die Investitionen ankurbeln sollen. Außerdem gehen sie angesichts der gegenwärtigen Euro-Schwäche von weiter steigenden Exporten aus. Hatte der Überschuss in der Leistungsbilanz bereits im vergangenen Jahr einen Rekordwert von 7,6 Prozent gemessen am Bruttoinlandsprodukt erreicht, gehen sie für 2015 von einem Anstieg auf 8,5 Prozent aus.

Bei soviel Zuversicht will auch der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung nicht außen vor bleiben. In seinem im November veröffentlichten Jahresgutachten war der Rat noch von einer Wachstumsabschwächung auf 1 Prozent ausgegangen, obwohl er die stimulierenden Effekte sinkender Ölpreise und Eurokurse schon damals in seiner Prognose hätte berücksichtigen können. Im März wurde ein neuer Prognosewert von 1,8 Prozent bekanntgegeben. Selbst der Internationale Währungsfonds, der seit der Großen Rezession vor einer säkularen Stagnation warnt, gibt sich vorsichtig optimistisch und hat seine Wachstumsprognose für Deutschland auf 1,6 Prozent angehoben.

An der Börse kann von Vorsicht dagegen keine Rede sein. 2008, unmittelbar vor der Großen Rezession, hatte der DAX einen Höchststand von knapp 8.000 Punkten erreicht, mittlerweile pendelt er um die 12.000. Die Kombination von Nullzinsen und massiver Ausweitung des Geldangebotes durch die EZB hat Geldvermögen mangels Alternativen an die Börse getrieben. Ausdruck eines starken und anhaltenden Aufschwungs sind die jüngsten Rekorde jedenfalls nicht. Janet Yellen, Chefin der amerikanischen Zentralbank hat denn auch jüngst vor Finanzblasen und den davon ausgehenden Krisengefahren gewarnt. Dabei nimmt sich der Anstieg des Dow Jones-Index, dessen Höchstwert vor der Großen Rezession bei knapp 14.000 Punkten gelegen hatte, auf gegenwärtige Werte um die 18.000 Punkte gegenüber der DAX-Rally geradezu bescheiden aus.

## Stagnationsgebiete: Euro-Zone und BRICS

Der Euro-Zone sagt die EU-Kommission eine leichte Zunahme des Wachstums von 1,2 Prozent 2014 auf 1,7 Prozent voraus. Gegenüber den Rezessionsjahren 2012 und 2013 ist dies zwar eine gewisse Erholung, von einem Konjunkturaufschwung kann aber noch lange nicht gesprochen werden. Der Wechsel zwischen leichter Rezession und ein bisschen Wachstum entspricht eher dem Muster der Wirtschaftsentwicklung in Japan seit den 1990er Jahren. Dort hat es seit Börsenkrach und Rezession 1990 statt Konjunkturaufschwüngen und gelegentlichen Rezessionen eine Art Waschbrettstagnation gegeben. Eine ähnliche Entwicklung sieht IWF-Chefin Christine Lagarde als Folge einer übertriebenen Sparpolitik auch auf die Euro-Zone zukommen. Diese aus theoretischen Überlegungen abgeleitete Warnung hat allerdings bislang keinen Eingang in die Praxis des IWF gefunden, in der sich weiterhin alles um die Durchsetzung der mit EU-Kommission und EZB entworfenen Sparprogramme in Griechenland dreht.

Dem Vorbild Deutschlands folgend sieht wohl auch die Troika die wirtschaftliche Zukunft der Euro-Zone weniger in der Binnennachfrage als im Export. Vor der Großen Rezession war deren Leistungsbilanz mehr oder minder ausgeglichen, seither ist ein leichter Überschuss von 2,0 Prozent 2014 gemessen am Bruttoinlandsprodukt aufgelaufen. Diese Export-Hoffnungen sind jedoch trügerisch, weil das Wachstum der sogenannten BRICS-Staaten, die zusammen mehr als ein Viertel zum globalen Bruttoinlandsprodukt beitragen, entweder erheblich zurückgegangen oder sogar, im Falle Brasiliens und Russlands, in eine Rezession übergegangen ist. Ursache hierfür insbesondere sind sinkende Rohstoffpreise. 2014 sind nicht nur die Ölpreise sondern auch die Preise für Metalle und Agrarprodukte massiv gesunken. Seit dem Platzen der New Economy-Blase 2001 waren sie drastisch gestiegen und während der Großen Rezession nur vorübergehend eingebrochen. Damit sind auch die Erlöse aus Rohstoffexporten, von denen Brasilien und Russland trotz ihrer inländischen Industrieproduktion in erheblichem Maße abhängig sind, in den Keller gegangen. Dabei haben sie Investitionen und Konsum mit nach unten gezogen. In etwas abgeschwächerter Form gilt dies auch für Südafrika.

Dagegen konnte Indien, dessen Wirtschaft stark von Rohstoffimporten abhängig ist, vom Verfall der Rohstoffpreise profitieren. Mit Wachstumsraten über sieben Prozent ist Indien derzeit eine der wenigen Hoffnungen der Investoren und Exporteure aus anderen Teilen der Welt. China weist zwar ähnliche Wachstumsraten auf, befindet sich damit aber auf dem absteigenden Ast. Nach Überwindung der Großen Rezession 2010 betrug die Wachstumsrate Chinas stolze 12 Prozent, seit Anfang der 1990er Jahre waren Werte um die 10 Prozent eher die Regel als die Ausnahme. Der rasante wirtschaftliche Aufstieg Chinas hat im Westen zwar Ängste vor wirtschaftlicher und politischer Konkurrenz geweckt

aber eben auch Absatz- und Investitionsmöglichkeiten eröffnet. Diese Möglichkeiten sind gegenwärtig im Schwinden begriffen.

Haupttriebkraft des chinesischen Aufschwungs waren die Investitionen. Im Jahr 2000 trugen sie 35 Prozent zum Bruttoinlandsprodukt bei, 2014 war dieser Wert auf 49% angestiegen. Damit ging der Aufbau von Überkapazitäten einher, der bereits seit den 1990er Jahren zu sinkender Auslastung und beständigem Druck auf die Preise geführt hat. Seit 2012 befindet sich die chinesische Wirtschaft in einer Deflation, die den Übergang von Investitions- zu Konsum-getriebenem Wachstum nicht gerade erleichtert. Sinkende Preise sind eher ein Anreiz, Käufe, die über die Deckung des täglichen Bedarfs hinausgehen, zurückzustellen. Damit kommt es zu steigenden Ersparnissen, die wiederum nach profitablen Investitionsmöglichkeiten suchen. Auf diese Weise wird eine Zunahme des Konsums blockiert. Auch der Export steht kaum als Alternative zu Ausgaben für Investitionen zur Verfügung. Nicht zuletzt auf Druck der USA hat die chinesische Führung seit 2005 eine Aufwertung des Renminbi um fast 30 Prozent zugelassen. Der chinesische Leistungsbilanzüberschuss, der 2007 einen Höchstwert von über 10 Prozent erreicht hatte, ist seither auf 2,7 Prozent zurückgegangen. Angesichts des Anteils Chinas an der weltweiten Produktion von Konsumgütern ein relativ geringer Betrag.

USA: Allein auf weiter Wachstumsflur

Angesichts des rückläufigen Wachstums in China, der Rezession in Brasilien und Russland sowie nahe an der Stagnationsgrenze liegenden Wachstums in der Euro-Zone und Japan ruhen Absatz- und Profithoffnungen wieder verstärkt auf den USA. Was immer an den Spekulationen von Ökonomen und Geostrategen über den Hegemonieverlust der USA dran sein mag; fürs Tagesgeschäft ist die US-Wirtschaft, die immer noch fast 20 Prozent zum globalen Bruttoinlandsprodukt beiträgt, und der für 2015 ein Wachstum von 3.1 Prozent vorausgesagt wird, immer noch der Markt schlechthin.

Diese Fixierung auf die US-Wirtschaft könnte allerdings in wenigen Jahren zu einer Konstellation führen, die jener vor Ausbruch der Großen Rezession sehr ähnlich ist. Das aktuelle Leistungsbilanzdefizit von -2,6 Prozent ist weit von den -7 Prozent entfernt, die 2007 erreicht wurden. So gesehen stellt ein weiterer Anstieg mit Auslandskrediten finanzierter Importe zunächst kein größeres Risiko dar. Die chinesische Führung könnte sich angesichts der beschriebenen Wachstumsabschwächung zu einer Renminbi-Abwertung veranlasst sehen, in deren Folge die Defizite in der US-Leistungsbilanz recht schnell wieder ansteigen würden. Was die inländische Finanzierung des Konsums angeht, sind die vor der Großen Rezession erreichten Werte bereits wieder überschritten. Die ausstehenden Konsumentenkredite betragen im vergangenen Jahr 18,9 Prozent

im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, 2009 war ein Spitzenwert von 18,4 Prozent erreicht worden. Angesichts stagnierender Reallöhne ist eine Zunahme des Konsums ohne weiteren Schuldenanstieg aber undenkbar.

Andererseits sind von den Investitionen keine Impulse zu erwarten, weil die Kapazitätsauslastung mit 78 Prozent immer noch unter den 2008 erreichten 80 Prozent liegt. In den 1990er Jahren lag dieser Wert noch bei fast 85 Prozent. Nicht anders als in China deutet der langfristige Rückgang der Kapazitätsauslastung auf Stagnationstendenzen hin. Schuldenfinanzierte Nachfragesteigerungen, die nicht zu steigenden Einkommen führen und die Rückzahlung der aufgenommenen Schulden ermöglichen, können diese Tendenz vorübergehend überdecken aber nicht aufheben. Im Gegenteil bereitet die Kombination von steigender Verschuldung und Börsenkursen neue Finanzkrisen vor, die den mit Ach und Krach begonnen Aufschwung in die Rezession zurückwerfen, bevor er so richtig ins Laufen gekommen ist.

Offensichtlich traut auch die amerikanische Zentralbank dem gegenwärtigen Aufschwung nicht so recht über den Weg. Andernfalls hätte sie die seit der Großen Rezession bei 0,25 Prozent liegenden Leitzinsen längst angehoben, um bei Eintritt einer neuerlichen Rezession mit Zinssenkungen gegensteuern zu können. Solange die BRICS noch kräftig wuchsen, wäre eine Anhebung der Leitzinsen möglich gewesen, ohne die Weltwirtschaft durcheinander zu bringen. Doch während in der Zeit zwischen Ende der Großen Rezession und Abschwächung des Wachstums in den BRICS, also von 2010 bis 2013, war die Zentralbank damit beschäftigt, durch massives Gelddrucken den Kurs des Dollar und damit Importe und Leistungsbilanzdefizite zu drücken. Inzwischen befinden sich die BRICS selbst in wirtschaftlichen Schwierigkeiten und die Zentralbanken in Frankfurt und Tokio haben ihrerseits die Geldpresse angeworfen und so eine Aufwertung des Dollar gegenüber Euro und Yen ausgelöst.

Wenn die amerikanische Zentralbank jetzt die Zinsen erhöht, wird weiteres Kapital in die US strömen. Angesichts unterausgelasteter Kapazitäten wird es aber nicht der Finanzierung von Investitionen dienen, sondern zur Ausweitung von Konsumentenkrediten, und damit verbunden steigenden Importen, sowie steigenden, Aufschwung vorgaukelnden Kursanstiegen an der Börse führen. Werden die Leitzinsen dagegen NICHT angehoben, kommt es ebenfalls zu neuen Finanzblasen. In diesem Fall fließt das im Inland geschaffene Geldangebot weiterhin an die Börse, weil es zur Finanzierung produktiver Investitionen nicht benötigt wird. Allen Beteuerungen aus der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/9 gelernt zu haben zum Trotz: Das Dilemma des gegenwärtigen Kapitalismus besteht weiterhin darin, dass Finanzblasen zu Krisen führen, dass solche Blasen aber die einzige Möglichkeit sind, der Stagnation wenigstens vorübergehend durch das Produzieren von Wachstumsträumen zu entgehen.

