



Warten auf den Multiplikator

- Auch wenn die Zahlen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung besser werden, heisst dies noch nicht, dass der Aufschwung kommt.
- Die Konjunktur fusst derzeit auf vier Stützen, die allesamt keine stabile Entwicklung garantieren.
- Entwarnung gibt es erst, wenn die geld- und fiskalpolitischen Massnahmen einen Multiplikator bei den Investitionen auslösen. Davon ist noch nichts zu sehen.

Der überraschend starke Anstieg des amerikanischen Einkaufsmanager-Index ISM in dieser Woche hat die konjunkturellen Hoffnungen nochmals gestärkt. Die Financial Times Deutschland titelte: „US-Wirtschaft steuert auf Rezessionsende zu“. Die Aktienmärkte haben die Zahlen mit Kurssteigerungen gefeiert. Aber sind wir wirklich schon so weit? Geht hier nicht der Gaul des Optimismus mit uns durch?

Schauen wir uns die Triebkräfte der aktuellen Konjunktur etwas genauer an. Die Entwicklung beruht auf vier Stützen. Quantitativ am wichtigsten sind die fiskal- und geldpolitischen Aktivitäten. Die Ausgabenprogramme der Staaten beginnen inzwischen bei den Auftraggebern anzukommen. In einigen Regionen und Ländern geht das schneller (besonders rasch in China), in anderen dauert es länger. Das wirkt sich vor allem im Bau und den damit verbundenen Unternehmen aus. Hinzu kommen aber auch die Impulse durch niedrigere Steuern (unter anderem in den USA) oder durch steigende Sozialtransfers. In Deutschland sind die monetären Sozialleistungen an private Haushalte, die immerhin ein Viertel des gesamten verfügbaren Einkommens ausmachen, im ersten Quartal um EUR 4 Mrd. (= plus 4,5%) gestiegen.

Dazu addieren sich die niedrigen Zinsen und die grosse Liquidität. Hier sind die Wirkungen nicht ganz so klar. Viele Unternehmen klagen, dass sie zu wenig Kredit bekämen und dass die Banken die Impulse nicht in ausreichendem Masse weitergäben. Das mag im Einzelfall so sein. Gesamtwirtschaftlich aber ist unbestreitbar, dass die Geldpolitik positive Auswirkungen auf die Konjunktur hat – und sei es nur über höhere Aktienkurse, die das Vermögen der Konsumenten steigern und die Unternehmenswerte erhöhen.

Insgesamt geht von der öffentlichen Hand ein Wachstumsimpuls von mindestens zwei Prozentpunkten in den nächsten 12 bis 18 Monaten aus. Das erklärt manche gute Konjunkturzahl. Freilich ist es zeitlich begrenzt und nimmt im Verlauf der Quartale ab. Was viele immer wieder übersehen: Für die Konjunktur kommt es nicht auf die absolute Höhe der staatlichen Defizite an, sondern auf deren Veränderung. Wenn die Defizite steigen, puscht das die Gesamtwirtschaft. Wenn das höhere Niveau erreicht ist, geht von ihnen keine zusätzliche expansive Wirkung mehr aus. Es bleibt nur die hohe Staatsverschuldung. Wenn die Defizite zurückgeführt werden, wirkt das restriktiv.

Die zweite Stütze der Konjunktur kommt von den Lagern. Das ist der übliche Lagerzyklus. Im ersten Quartal wurden die Lager wegen der schlechten Absatzentwicklung zurückgefahren. Jetzt werden sie aufgestockt. Am deutlichsten ist das im Augenblick in China zu beobachten.

Das Land hat in den letzten Monaten kräftig Rohstoffe auf den internationalen Märkten eingekauft. Bei vielen Unternehmen sind die Aufträge für Vorleistungen angestiegen.

Der Lagerzyklus könnte im zweiten und dritten Quartal gut einen Prozentpunkt Wachstum generieren. Auch das hilft der Konjunktur. Es ist aber noch weniger dauerhaft als die Geld- und Fiskalpolitik. Wenn die Lager voll sind, fällt diese Nachfragekomponente weg. Es könnte sein, dass das gesamtwirtschaftliche Wachstum wegen der Lagerentwicklung im dritten Quartal 2009 positiv ist, im vierten dann aber wieder negativ (das wäre das berühmte „W“).

Die dritte Stütze, vor allem in Teilen Europas, sind die Konsumausgaben. Das hängt nicht nur mit staatlichen Stützungsmaßnahmen zusammen. Auch die Stimmung der Konsumenten ist nicht so schlecht, wie es eigentlich zu erwarten wäre. Fernsehsendungen zur Krise haben, so erzählte mir kürzlich ein Fernsehjournalist, derzeit keine „Quote“. In Deutschland steigt der Einzelhandel seit Februar preisbereinigt an.

Das ist für die Konjunktur natürlich wichtig, weil der private Konsum auch in Europa die bedeutendste Nachfragekomponente ist. Andererseits ist die Entwicklung mit grosser Unsicherheit verbunden. Wenn die Arbeitslosigkeit in Europa stärker ansteigen sollte (wie dies viele erwarten), wird sich das negativ auf das Konsumklima auswirken und die Ausgaben der Verbraucher dämpfen. In den USA hat sich die Arbeitslosenquote seit Beginn der Krise fast verdoppelt (auf inzwischen 8,5%), in Europa ist sie bisher nur von 7,1 auf 8,3% gestiegen. Der Konsum ist die Achillesferse der Konjunktur.

Die vierte Stütze der Konjunktur ist zwar sehr wichtig, am Ende aber noch brüchiger. Es ist das Wachstum der asiatischen Schwellenländer. China expandiert in diesem Jahr vermutlich um 7%, Indien vielleicht um 5%. Die höheren Rohstoffpreise werden dazu führen, dass auch die Rohstoffländer im Mittleren Osten wieder mehr einkaufen. Das reicht zwar nicht, um die Weltwirtschaft aus der Rezession zu ziehen. Es ist aber ein positiver Impuls. In Deutschland steigen die Bestellungen aus Nicht-EU-Ländern seit Januar kontinuierlich an (bis April plus 5,4% real). Bei den tatsächlichen Exporten gibt es bei den Lieferungen nach China ein leichtes Plus. Auf Dauer können sich die asiatischen Schwellenländer freilich nicht von der Weltkonjunktur lösen. Wenn sie selbst nicht genug in die USA oder nach Europa exportieren können, werden sie auch nichts importieren. Die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte in diesen Ländern sind für sich genommen zu klein.

Die Schlussfolgerung aus all dem: Von den vier Triebkräften, welche die Konjunktur derzeit stützen, sind zwei zeitlich begrenzt, die anderen zwei stehen auf wackeligem Boden. Das sind keine guten Aussichten. Letztlich entscheidet sich die Zukunft vermutlich bei einer fünften Stütze, die derzeit noch niemand auf dem Radar hat. Am Ende kommt es nämlich darauf an, dass aus den staatlichen Stützungsprogrammen Einkommen geschaffen wird und dass sich daraus mehr Nachfrage und dann auch mehr Investitionen ergeben. Es muss also ein Multiplikator einsetzen. Die Unternehmen müssen investieren. Auf diesem Gebiet ist aber bisher aber noch nichts zu sehen. Der deutsche Maschinenbau hat diese Woche bekannt gegeben, dass sein Auftragseingang im Mai real 48% unter Vorjahr lag und unverändert weiter sinkt.

Für den Anleger: Die Kursrallye von März bis Mitte Juni war – jedenfalls für Europa und die USA – zu schnell und zu eindeutig nach oben gerichtet. So gut ist die Konjunktur nicht. Die nächsten Monate werden vielleicht noch ein paar gute Zahlen bringen. Aber lassen Sie sich nicht täuschen. Der Durchbruch zu einem Aufschwung kommt erst, wenn entweder der Export richtig anspringt und/oder die Unternehmen Vertrauen fassen und mehr investieren. Bis es so weit ist, wird es noch einige Zeit dauern.

Aquila Investment AG
Dr. Martin Hüfner, 2. Juli 2009